

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοίκησης

Διπλωματική εργασία της
ΜΑΡΙΑΣ Ι. ΦΩΤΑΚΗ

με θέμα:

***Τα προγράμματα τιτλοποίησης απαιτήσεων του Ελληνικού
Δημοσίου : Παρελθόν και μέλλον.***

που υποβάλλεται
για το Μεταπτυχιακό Τίτλο
στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη»

Επιβλέπων Καθηγητής: **Γκ. Χαρδούβελης**

20 Σεπτεμβρίου 2006

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	3
Γενική περιγραφή της τιτλοποίησης	5
Έννοια, σκοπός και λειτουργία της τιτλοποίησης	6
Θεσμικό Πλαίσιο της τιτλοποίησης απαιτήσεων	9
Κίνητρα τιτλοποίησης	12
Τιτλοποίηση απαιτήσεων σε άλλες χώρες	12
Αξιολόγηση του δανεισμού του δημόσιου τομέα	13
μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων	13
Χαρακτηριστικά των ρυθμίσεων τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων	15
Χαρακτηριστικά μιας τυπικής ΤΜΕ	15
Πιστοληπτική ικανότητα και δανεισμός μέσω τιτλοποίησης	19
Επιπτώσεις στο μέγεθος του φορολογικού ελλείμματος	22
Νομικά ζητήματα	23
Άμεση ΤΜΕ ρύθμιση	23
Έμμεση ΤΜΕ ρύθμιση	23
Ζητήματα κεφαλαιαγοράς	24
Κόστη συναλλαγών και τιμολόγηση	25
Extent of risk sharing (έκταση της διανομής κινδύνου)	26
Φορολογικά και άλλα μακροοικονομικά ζητήματα	27
Επίπτωση στο μέγεθος του δημοσιονομικού(φορολογικού) ελλείμματος	27
Άλλα μακροοικονομικά ζητήματα	28
Fiscal structural issues	30
Διακυβέρνηση, διαφάνεια	31
Δανεισμός μέσω τιτλοποίησης από δημόσιες επιχειρήσεις	33
Δανεισμός μέσω τιτλοποίησης και ιδιωτικοποίηση	33
Μέγεθος του τιτλοποιημένου χρέους	34
Συμπέρασμα	36
ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΛΑΜΒΑΝΕΙ Ο ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	37
EUROSTAT	39
Κανόνες της Eurostat για τις τιτλοποιήσεις του δημοσίου χρέους	40
Η τιτλοποίηση ανά τον κόσμο	45
Παρελθόν	45
Ιταλία	46
Όμολογίες καπνού από την πόλη της Νέας Υόρκης	46
Πορτογαλία	47
Ελλάδα	47
Οικονομική κατάσταση της Ελλάδας	52
Οι άμεσες και οι μεσοπρόθεσμες απαιτήσεις της Ε.Ε.	54
Η διαδικασία της τιτλοποίησης περιλαμβάνει:	56
Ερωτήματα	57
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	58
Βιβλιογραφία	61

Εισαγωγή

Μεγάλη αίσθηση έχει προκαλέσει τα τελευταία δύο χρόνια η σκληρή στάση της Στατιστικής Υπηρεσίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eurostat) απέναντι σε κράτη όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία, τα οποία υπό το βάρος ελλειμμάτων πάνω από το όριο του 3.00%, που έχει θέσει το σύμφωνο σταθερότητας, προβαίνουν σε τιτλοποιήσεις μελλοντικών εσόδων.

Το τελευταίο εγχείρημα της Ελληνικής Κυβέρνησης, το 2004, να υλοποιήσει ένα πρόγραμμα τιτλοποιήσεων, αποτελούσε σημαντικό «εργαλείο» στην προσπάθεια μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος. Στην φάση όμως ελέγχου από την Eurostat, η τιτλοποίηση δεν εγκρίθηκε. Η πρακτική μείωσης του ελλείμματος μέσω τιτλοποιήσεων που χρησιμοποιούσε η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιταλία μέχρι και το 2000 φαίνεται πως έχει μπει στο στόχαστρο της Eurostat με συνέπεια τα δύο τελευταία χρόνια να έχει «παγώσει» η τιτλοποίηση εν αναμονή νέων κανόνων που θα θεσπίσει η Eurostat.

Λόγω της πολυπλοκότητας και της συνεχώς εξελισσόμενης φύσης αυτής της μορφής δανεισμού σε συνδυασμό με την σκληρή στάση που τηρεί η Eurostat, εκτιμούμε πως η οποιαδήποτε προσπάθεια πρόβλεψης για τη μελλοντική μορφή της τιτλοποίησης θα ήταν περιορισμένης σημασίας. Αυτό όμως που θα μπορούσε να δώσει προστιθέμενη αξία είναι να παρέχουμε τη βάση πάνω στην οποία κάθε περίπτωση θα κριθεί χωριστά και να προωθήσουμε την συνέπεια στην επεξεργασία προγραμμάτων.

Η προσοχή εστιάζεται στο δανεισμό μέσω τιτλοποίησης με εγγύηση μελλοντικά έσοδα, και όχι προϋπάρχοντα έσοδα.

Η ελληνική κυβέρνηση είναι διατεθειμένη να επαναενεργοποιήσει πρόγραμμα τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων με στόχο την κάλυψη του διευρυμένου χρηματοδοτικού προγράμματος (Ομολογιακές εκδόσεις). Με αυτό τον τρόπο αξιοποιεί μια πηγή μακροπρόθεσμης κάλυψης των αναγκών της σε άντληση κεφαλαίων.

Η εργασία αυτή ξεκινάει με μια γενική περιγραφή της τιτλοποίησης στο πρώτο μέρος.

Η τιτλοποίηση είναι μια διαδικασία έκδοσης τίτλων που υποστηρίζονται από συγκεκριμένες απαιτήσεις (assets). Πραγματοποιείται είτε με έκδοση bonds είτε με έκδοση notes που υποστηρίζονται από τις ομάδες των οικονομικών απαιτήσεων που δημιουργούνται από τις τράπεζες και άλλους πιστωτικούς προμηθευτές και που χαρακτηρίζονται από τις προβλέψιμες εισοδηματικές ροές. Αυτά τα bonds ή τα notes πωλούνται έπειτα στους επενδυτές χρησιμοποιώντας την ομάδα των απαιτήσεων σαν εγγύηση. Αυτές οι

πωλήσεις μπορούν είτε να αναληφθούν στις δημόσιες αγορές είτε να τοποθετηθούν ιδιωτικώς.

Το δεύτερο μέρος περιγράφει μερικά χαρακτηριστικά του δανεισμού μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων, συζητά διάφορα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του συγκεκριμένου δανεισμού και εξετάζονται διαδικαστικά ζητήματα.

Η τιτλοποίηση μπορεί να επιβαρυνθεί με υψηλά κόστη συναλλαγών και να καταστεί ανεπαρκής χρήση κεφαλαίων, όπως επίσης είναι ακατάλληλη εάν υπάρχουν αμφιβολίες για την ικανότητα υποστήριξης της φορολογικής πολιτικής και εάν χρησιμοποιείται για να καθυστερήσουν διαρθρωτικές αλλαγές.

Το τρίτο μέρος περιέχει τους κανόνες της Eurostat για την τιτλοποίηση του δημόσιου χρέους ενώ στο τέταρτο μέρος αναφέρονται μερικά παραδείγματα τιτλοποιήσεων που έχουν γίνει κατά το παρελθόν ανά τον κόσμο συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας.

Η Eurostat εξέδωσε απόφαση το 2002 και οδηγίες το 2003 για το κατά πόσο και κάτω από ποιους όρους μπορεί μια τιτλοποίηση να χαρακτηριστεί ως κρατικό χρέος ή όχι. Οι κανόνες αυτοί τέθηκαν από τη Eurostat αποσκοπώντας σε μια ελεγχόμενη χρήση της τιτλοποίησης από τις κυβερνήσεις.

Το πέμπτο μέρος συνεχίζει με μια γενική προσέγγιση του προϋπολογισμού του ελληνικού κράτους για να μπορέσουμε να διακρίνουμε κατά πόσο θα μπορούσε η τιτλοποίηση να βοηθήσει στην μείωση του δημοσίου χρέους.

Και, τέλος, στο έκτο μέρος επιχειρείται ένα γενικό συμπέρασμα το οποίο αγγίζει και την πολιτική διάσταση της πρακτικής της τιτλοποίησης.

Μέρος 1^ο

Γενική περιγραφή της τιτλοποίησης

Έννοια, σκοπός και λειτουργία της τιτλοποίησης

Τιτλοποίηση είναι η διαδικασία μετατροπής δανείων και γενικότερα χρηματοδοτήσεων και συναφών στοιχείων του ενεργητικού τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων σε χρεόγραφα. Τα παραπάνω ομαδοποιούνται και τυποποιούνται, ώστε να αποτελέσουν τη βάση για δημιουργία τίτλων ή χρεογράφων ικανών να πουληθούν στην αγορά σε ενδιαφερόμενους επενδυτές. Τα χρεόγραφα αυτά είναι μεταβιβάσιμα και συνήθως μεσοπρόθεσμης λήξης, πωλούνται στην κεφαλαιαγορά και καλύπτουν συγκυριακές ανάγκες ρευστότητας ή ικανοποιούν τα κριτήρια για μια καλή βαθμολόγηση από ένα οργανισμό ή εταιρεία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Δημιουργείται έτσι μια εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για το πιστωτικό ίδρυμα ή την επιχείρηση χαμηλότερου ίσως κόστους σε σχέση με άλλες μορφές άντλησης κεφαλαίων.

Παράλληλα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων αποτελεί ιδιαίτερα αποτελεσματικό εργαλείο τόσο της πολιτικής διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού των τραπεζών όσο και της πολιτικής διαχείρισης των αναλαμβανόμενων από το πιστωτικό ίδρυμα κινδύνων, αφού με την αξιοποίηση της επιτυγχάνονται στόχοι όπως:

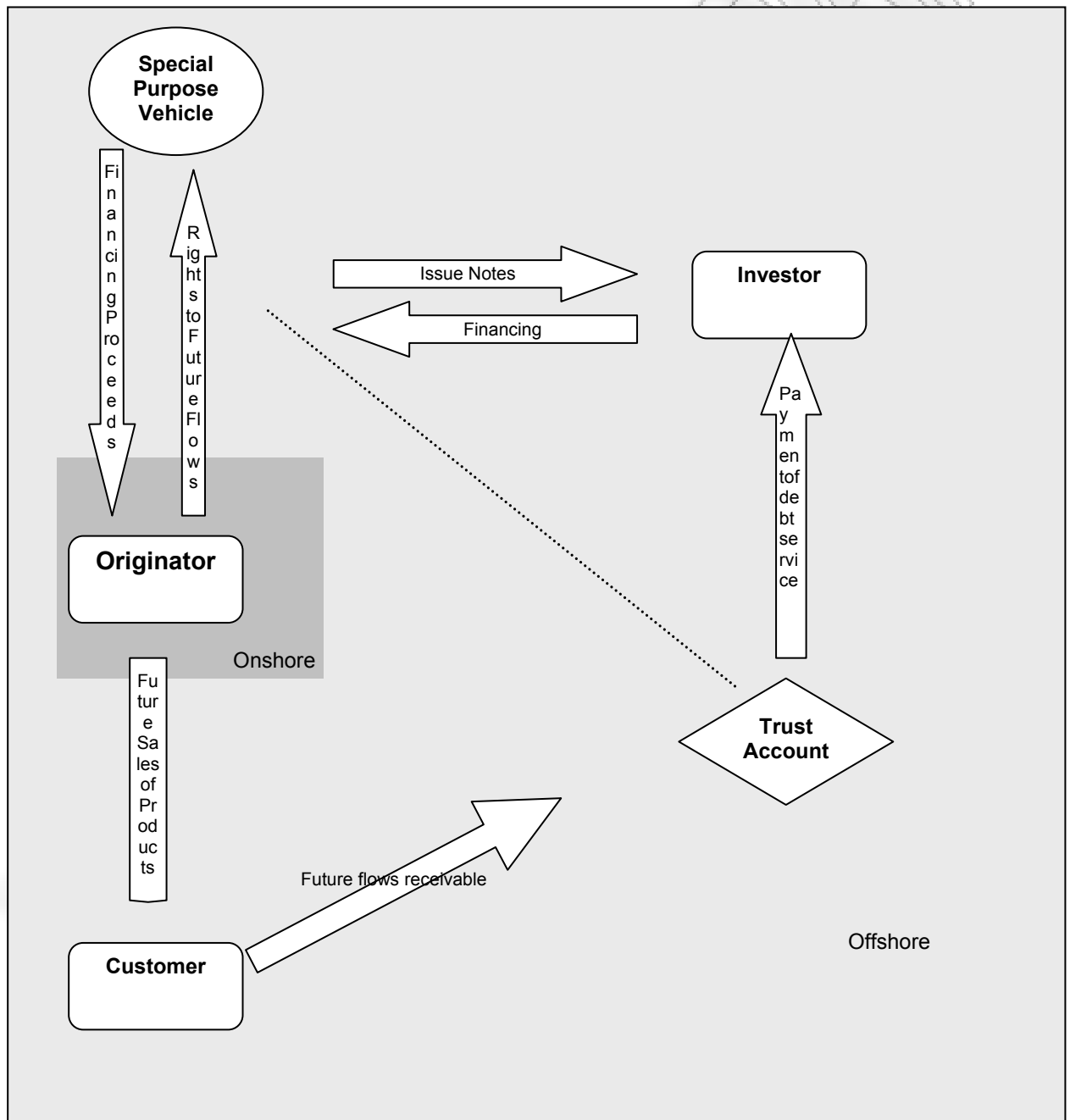
- Βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας του πιστωτικού ιδρύματος, αφού μπορεί να αφαιρεθούν από το ενεργητικό τοποθετήσεις με υψηλή στάθμιση έναντι των κινδύνων.
- Βελτίωση της ρευστότητας του πιστωτικού ιδρύματος, με άντληση μεγάλου ύψους κεφαλαίων και παράλληλα κάλυψη κάποιου ανοίγματος ή κάποιας θέσης η οποία δεν ευνοεί την πολιτική του. Η ρευστότητα βελτιώνεται τόσο με την άντληση των κεφαλαίων όσο και με την επιλογή των μη αναγκαίων στοιχείων του ενεργητικού.
- Βελτίωση της κερδοφορίας με αναδιάρθρωση των τοποθετήσεων ή θέσεων από την πλευρά του ενεργητικού, σε συνδυασμό με τη χρήση φθηνότερων κεφαλαίων.
- Διαχείριση των κινδύνων αγοράς, επιτοκίων, συναλλάγματος, θέσης, χαρτοφυλακίου, στα πλαίσια κάθε φορά της σχετικής πολιτικής του πιστωτικού ιδρύματος.

Με την προϋπόθεση ύπαρξης κατάλληλων συνθηκών, τιτλοποίηση απαιτήσεων μπορεί να πραγματοποιήσουν και άλλες επιχειρήσεις εκτός από τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι κατάλληλες συνθήκες σχετίζονται με την ύπαρξη επεξεργάσιμων στοιχείων του ενεργητικού, π.χ. ασφάλιστρα, τηλεπικοινωνίες κ.λ.π. καθώς και με την ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Πρωτεύοντα ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης διαδραματίζει ειδική επιχείρηση, η αποκαλούμενη **Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (special purpose**

vehicle-spv¹). Η εταιρεία ειδικού σκοπού αγοράζει το πωλούμενο ενεργητικό, διαμορφώνει τους όρους της τιτλοποίησης, προωθεί τις διαδικασίες αυτής και διαθέτει τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Δηλαδή το προς τιτλοποίηση ενεργητικό πωλείται προ της δημιουργίας των τίτλων στην εταιρεία ειδικού σκοπού.

Η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι αρκετά σύνθετη. Διαγραμματικά τα βασικά στάδια που ακολουθούνται για την υλοποίηση της τιτλοποίησης απεικονίζονται στο Διάγραμμα 1.



Διάγραμμα 1 (Chalk, 2002)

¹ Βλέπε Kenneth Morrison, "Glossary of Frequently Used Terms in Asset Securitization" included as an Appendix to Frank Fabozzi, ed. Accessing Capital Markets through Securitization (2001)

Αναλυτικότερα η τιτλοποίηση απαιτεί κατ' ελάχιστον τις ακόλουθες ενέργειες:

- επιλογή από την επιχείρηση ή την τράπεζα της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως το πλέον πρόσφορο εργαλείο πολιτικής για την άντληση κεφαλαίων, την κάλυψη της ανάγκης βελτίωσης της κεφαλαιακής επάρκειας, τη διαχείριση των κινδύνων κ.λ.π.
- επιλογή των πλέον κατάλληλων απαιτήσεων της τράπεζας ή της επιχείρησης (originator), δηλαδή επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων, χρηματοδοτήσεων ή άλλων, τα οποία μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- συνεργασία με εξειδικευμένη επιχείρηση, που συστήνεται για το σκοπό αυτό, την εταιρεία ειδικού σκοπού (special purpose vehicle-spv) που αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.
- πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού
- οικονομικό έλεγχο (due diligence) της επιχείρησης που διαθέτει το ενεργητικό της προς τιτλοποίηση και καθορισμός του μεγέθους της τιτλοποίησης
- έλεγχος των εξασφαλίσεων, εμπραγμάτων ή άλλων, των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων
- αντιμετώπιση νομικών θεμάτων (διαχωρισμός των προς τιτλοποίηση απαιτήσεων από τις υπόλοιπες, διαχωρισμός των κινδύνων των προς τιτλοποίηση απαιτήσεων από τους κινδύνους των λοιπών απαιτήσεων, αποδοχή της νομικής μορφής και του δικαίου που διέπει το spv, ρύθμιση θεμάτων μεταφοράς των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση στην SPV
- επιλογή από την SPV της μορφής του ομολογιακού δανείου που θα καλύψει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό
- αξιολόγηση και κατάταξη σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού. Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου πραγματοποιείται από αναγνωρισμένη εταιρεία διαβάθμισης και μπορεί να διαφοροποιείται από την κατηγορία που έχει καταταγεί η ίδια η επιχείρηση
- τιμολόγηση των ομολογιών, που είναι συνάρτηση της αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου
- δημιουργία ενημερωτικού δελτίου και διάθεση των ομολογιών σε επενδυτές

- μεταβίβαση στην SPV των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και είσπραξη της αξίας τους
- διάθεση των τίτλων στους επενδυτές, θεσμικούς και μη. Η επιτυχία της τιτλοποίησης από την πλευρά του SPV εξαρτάται από την καλή του εικόνα και αξιολόγηση από τις αγορές στις οποίες θα προωθήσει τους τίτλους
- είσπραξη από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού της αξίας του ομολογιακού δανείου και αποπληρωμή της αξίας του τιτλοποιούμενου τμήματος του ενεργητικού στην τράπεζα ή στην επιχείρηση που διαθέτει τα στοιχεία του ενεργητικού της προς τιτλοποίηση (originator)
- ορισμός διαχειριστή (θεματοφύλακα) της τιτλοποίησης (συνήθως ορίζεται η ίδια η εκχωρούσα τράπεζα)
- ρυθμίσεις θεμάτων αποπληρωμής των απαιτήσεων από τους οφειλέτες (obligors) και καταβολή των πληρωμών στους επενδυτές
- αντιμετώπιση των φορολογικών θεμάτων
- πρόβλεψη και συμβατική αντιμετώπιση θεμάτων σχετικών με πιθανή μεταβολή των επιτοκίων των τιτλοποιούμενων στοιχείων του ενεργητικού, με τα βάρη που καλύπτουν τα στοιχεία αυτά
- είσπραξη των ροών των τίτλων από τους οφειλέτες (obligors) των τιτλοποιούμενων στοιχείων και την προώθηση τους στους επενδυτές²

Θεσμικό Πλαίσιο της τιτλοποίησης απαιτήσεων

Η έννοια και οι διαδικασίες της τιτλοποίησης απαιτήσεων ρυθμίζονται στο άρθρο 10 του ν3156/2003³.

Σύμφωνα με το νόμο 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 και μορφής. Η εξόφληση των ομολογιών πραγματοποιείται:

- ✓ Από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή
- ✓ Από δάνεια, πιστώσεις ή και συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων

² “A Primer on Securitization” by Leon T. Kendall, Michael J. Fishman

³ Νόμος 3156/0.06.2003

Ο νόμος ορίζει ότι ιδιωτική τοποθέτηση είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα(150).

Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από ένα διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade). Ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

«Μεταβιβάζων» είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα.

«Αποκτών» είναι το νομικό πρόσωπο ή τα νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίηση τους σύμφωνα με το νόμο (εταιρεία ειδικού σκοπού), προς τα οποία μεταβιβάζονται λόγω πώλησης οι επιχειρηματικές απαιτήσεις.

Εκδότης των ομολογιών είναι ο ίδιος ο αποκτών.

Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και πέραν από τις διατάξεις του νόμου 3156/2003 διέπεται και από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών.

Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) €.

Οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογιών λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να παρέχεται περαιτέρω εξουσιοδότηση για τον καθορισμό επί μέρους λεπτομερειών, όπως αυτών που αναφέρονται στον αριθμό και τη συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσής τους, τον τρόπο καθορισμού της τιμής διάθεσής τους, το πρόσωπο που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, καθώς και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων.

Οι απαιτήσεις που πωλούνται και μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου δηλαδή κατά επιχειρήσεων ή φυσικών προσώπων. Επομένως συμπεριλαμβάνονται επιχειρηματικές απαιτήσεις ή απαιτήσεις κατά καταναλωτών. Οι απαιτήσεις μπορεί να είναι υφιστάμενες (γεγενημένες), μελλοντικές ή απαιτήσεις υπό αίρεση. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, π.χ. δικαίωμα καταγγελίας της σύμβασης εφόσον συνδέονται με τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται, ακόμα και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί τη γένεση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού.

Η εταιρεία ειδικού σκοπού για τους σκοπούς της τιτλοποίησης καθώς επίσης και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων.

Η πώληση και μεταβίβαση των απαιτήσεων καλύπτεται με σύμβαση μεταξύ Μεταβιβάζοντος και Αποκτώντος, η οποία καταχωρείται σε περίληψη στα βιβλία του άρθρου 3 του ν2844/2000, της καταχώρισης λογιζόμενης και ως αναγγελίας προς τον οφειλέτη.

Η μεταβίβαση ισχύει έναντι όλων από της καταχωρήσεως. Η πώληση των απαιτήσεων δεν παρεμποδίζεται από συμφωνίες περί ανεκχωρήτου αυτών. Με τη σύμβαση μεταβιβάζονται και παρεπόμενα δικαιώματα, όπως δικαιώματα που προκύπτουν από ενεχυρίαση, υποθήκευση, προσημείωση, εγγύηση κ.λ.π.

Πέραν των αρχικών, μπορεί να μεταβιβάζονται και πρόσθετες απαιτήσεις με προσθήκη σε εκείνες οι οποίες ήδη χρησιμοποιούνται, εφόσον η νέα μεταβίβαση δεν επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

Επιτρέπεται η αναπροσαρμογή ή πίστωση του τιμήματος της πώλησης και η υπαναχώρηση από τη σύμβαση πώλησης κατά τους όρους της σχετικής σύμβασης. Επίσης επιτρέπεται και μεταγενέστερη συμφωνία με την αναμεταβίβαση στο μεταβιβάζοντα απαιτήσεων που μεταβιβάστηκαν για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Η αναχρηματοδότηση υφιστάμενου δανείου και η αναπροσαρμογή των όρων αυτού δεν επιτρέπεται να βλάπτει τα δικαιώματα των υφιστάμενων ομολογιούχων ούτε να επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

Στις μεταβιβασθείσες ή μεταβιβαστές απαιτήσεις δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος.

Η πώληση και η μεταβίβαση απαιτήσεων δεν μεταβάλλει την ουσιαστική, δικονομική και φορολογική φύση των μεταβιβαζομένων απαιτήσεων και των σχετικών δικαιωμάτων, όπως ίσχυαν αυτά πριν από τη μεταβίβαση.

Σε κάθε τιτλοποίηση ορίζεται και ένας τουλάχιστον **διαχειριστής**, ο οποίος αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων για λογαριασμό του μεταβιβάζοντος ή τρίτου. Ο διαχειριστής μπορεί να είναι πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Ο διαχειριστής μπορεί να έχει έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή. Στην περίπτωση που η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει έδρα στην αλλοδαπή και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτέες στην Ελλάδα, ο διαχειριστής έχει υποχρεωτικά εγκατάσταση στην Ελλάδα.

Ο διαχειριστής υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξή τους το προϊόν των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο.

Ο διαχειριστής γίνεται γνωστός με την καταχώρισή του στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν2844/2000 της έδρας του μεταβιβάζοντος.

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

Με την καταχώριση της σύμβασης δημιουργείται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων επί των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και της κατάθεσης. Επιπρόσθετες εξασφαλίσεις μπορεί να παραχωρηθούν με σύμβαση συναπτόμενη με τον αποκτώντα.

Ο νόμος προβλέπει επίσης αποκλίσεις από το πτωχευτικό δίκαιο, ώστε να προστατεύονται οι ομολογιούχοι από πτώχευση του μεταβιβάζοντος, του αποκτώντος, του διαχειριστή και των εμπλεκόμενων τραπεζών.

Ο νόμος θέτει ειδικές προβλέψεις εξαιρέσεων από το τραπεζικό απόρρητο και την επεξεργασία προσωπικών δεδομένων στις σχέσεις των εμπλεκόμενων στην τιτλοποίηση μερών.

Ο αποκτών, δηλαδή η εταιρεία ειδικού σκοπού, υποχρεούται να υποβάλλει κατ' έτος στην Τράπεζα της Ελλάδος και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έκθεση αποτίμησης της περιουσίας του (ακίνητης και ρευστοποιήσιμης) σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ελεγμένη και από ορκωτούς ελεγκτές.

Κίνητρα τιτλοποίησης

Τα ομολογιακά δάνεια, συμπεριλαμβανομένων αυτών που προέρχονται από τιτλοποίηση, οι συμβάσεις τους, η παροχή εξασφαλίσεων και όλες οι υπόλοιπες διαδικασίες απαλλάσσονται πλήρως από έμμεσους και άμεσους φόρους, χαρτόσημο (όπως το χαρτόσημο 2,4% επί της εκχώρησης των απαιτήσεων), εισφορές, τέλη καθώς και από την εισφορά του νόμου 128/1975 επί των ομολογιών και των δανείων ή πιστώσεων που συνάπτει ο αποκτών.

Το κόστος καταχώρισης των συμβάσεων στα δημόσια βιβλία ανέρχεται μόλις σε 100€ ανά καταχώριση.

Σημαντική για το μεταβιβάζοντα είναι η διάταξη του νόμου για την απαλλαγή από φόρο εισοδήματος των κερδών των προερχόμενων από τη μεταβίβαση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού, από τη σύναψη συμβάσεων επί παραγώγων, συμβάσεων δανείων ή πιστώσεων.

Προυπόθεση είναι η εμφάνιση των κερδών στο λογαριασμό αφορολόγητου αποθεματικού, το οποίο υπόκειται σε φορολόγηση με ειδικό τρόπο μόνο όταν κεφαλαιοποιηθεί ή διανεμηθεί.

Οι απαιτήσεις από ομολογιακά δάνεια, που προκύπτουν από απλή έκδοση ή από τιτλοποίηση, μπορεί να καλύπτονται, κατά την έκδοση ή μεταγενέστερα, με κάθε είδους εμπράγματα ασφάλεια (υποθήκη ή ενέχυρο) ή με εγγύηση.

Τιτλοποίηση απαιτήσεων σε άλλες χώρες

Σε χώρες όπως είναι η Γαλλία, η Πορτογαλία και η Ισπανία οι διαδικασίες για την τιτλοποίηση είναι αρκετά συναφείς, με κάποιες μικρές διαφοροποιήσεις από χώρα σε χώρα, με τις διαδικασίες λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σημαντικό ρόλο για την επιτυχία της τιτλοποίησης παίζει η διαμόρφωση κανόνων διαπραγμάτευσης των μεριδίων στις δευτερογενείς αγορές.

Σε κάποιες χώρες όπως είναι η Γερμανία δεν υπάρχουν κανόνες που να διευκολύνουν την τιτλοποίηση των απαιτήσεων.

Τέλος στις ΗΠΑ όπως και στην Μεγάλη Βρετανία εξαιτίας του γενικότερου πλαισίου της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών η ανάπτυξη του θεσμού της τιτλοποίησης είναι ιδιαίτερα αναπτυγμένη και παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο.

Μέρος 2^ο

***Αξιολόγηση του δανεισμού του δημόσιου τομέα
μέσω τιλοποίησης μελλοντικών εσόδων***

Τα μελλοντικά έσοδα που τιτλοποιούνται θα μπορούσαν να είναι οτιδήποτε, από τις εισπράξεις από εξαγωγές πετρελαίου μέχρι και τις πωλήσεις εισιτηρίων λαχειοφόρων αγορών.

Κατανομή των διαφόρων μορφών μελλοντικών εσόδων από τα πιο ασφαλή στα λιγότερο ασφαλή

- heavy crude oil receivables⁴
- έσοδα από αεροπορικά εισιτήρια, οργανισμούς τηλεπικοινωνιών, πιστωτικές κάρτες, electronic remittances
- oil and gas royalties, export receivables
- paper remittances
- tax revenue receivables

Χαρακτηριστικά οι μελλοντικές εισπράξεις είναι σε ξένο νόμισμα, οι σχετικές συναλλαγές εμφανίζονται κάτω από μια ξένη αρμοδιότητα και ο δανεισμός είναι με υπερεξασφάλιση (overcollateralization) για να ενισχύσει την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη.

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης περιλαμβάνει και δανεισμό με εγγύηση υπάρχοντων απαιτήσεων (assets) (π.χ. κτίρια) και δανεισμό με εγγύηση μελλοντικά έσοδα (π.χ. έσοδα από πωλήσεις πετρελαίου του επόμενου έτους).

Η προσοχή εστιάζεται στο τελευταίο καθώς είναι η πιο κοινή μορφή δανεισμού για τον δημόσιο τομέα (βλέπε Ketkar & Ratha, 2001)

Η ρύθμιση της τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων από τον δημόσιο τομέα μπορεί να είναι έμμεση (indirect) ή άμεση (direct).

Η τιτλοποίηση με άμεση ρύθμιση τυπικά περιλαμβάνει την δέσμευση των συγκεκριμένων μελλοντικών εσόδων σαν εγγύηση για να εξασφαλισθούν οι υποχρεώσεις προς τους πιστωτές και δίνουν το δικαίωμα σε αυτούς να εισπράξουν τα έσοδα αυτά σε περίπτωση πτώχευσης.

Αυτού του είδους οι ρυθμίσεις (άμεσες) συνήθως είναι δομημένες με τέτοιο τρόπο που να μην δίνουν αφορμή για επιπλέον αξιώσεις για πληρωμή ενάντια στο δημόσιο τομέα.

Η τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων είναι πολύ συνηθισμένη στον εμπορικό τομέα ενώ πρόσφατα έχει αρχίσει να αναπτύσσεται και στο δημόσιο τομέα και διάφορες περιπτώσεις που εξετάστηκαν από τους ειδικούς προκάλεσαν ανησυχία καθώς δεν υπάρχει εξειδικευμένο προσωπικό για να συμβουλευτεί για τέτοιου είδους ρυθμίσεις.

Η άποψη της επιτροπής του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF) είναι επίσης επιφυλακτική. Εάν ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης βρίσκεται κάτω από τον κατάλληλο περιορισμό μπορεί να είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για να ανακτηθεί η πρόσβαση στην κύρια αγορά σε περιόδους κρίσης και θα μπορούσε να προετοιμάσει το έδαφος για εξωτερικό απευθείας δανεισμό χωρίς ενεχυρίαση⁵. Εντούτοις η επιτροπή σημείωσε ότι η εκτενής χορήγηση

⁴ Πηγή : Standard and Poor's Rating Services, Fitch IBCA, Duff & Phelps

⁵ Buff (99/122, September 1999, page 4)

εγγυήσεων μειώνει την ευελιξία της χώρας στο να κινητοποιήσει και να διαχειρισθεί το συνάλλαγμα και θα μπορούσε να αυξήσει την πιθανότητα κλονισμών σε περίπτωση κρίσεων⁶.

Η επιτροπή του ΔΝΤ ενθαρρύνει την συνεχή παρακολούθηση των εξελίξεων σε αυτό τον τομέα.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ανησυχεί ιδιαίτερα για την τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων από το δημόσιο τομέα σε περιπτώσεις που απειλείται η ικανότητα αποπληρωμής και ιδίως γιατί ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων είναι χωρίς δικαίωμα εκμετάλλευσης.

Μπορεί να υπάρξουν νομικά ζητήματα όπως επίσης και σοβαροί προβληματισμοί μακροοικονομικής, φορολογικής και κεφαλαιαγοράς.

Ενώ το ΔΝΤ στρέφεται συνήθως στο δανεισμό μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων που προέρχεται από τις κυβερνήσεις εντούτοις και ο αντίστοιχος δανεισμός στον επιχειρηματικό τομέα θα μπορούσε να αποτελεί πηγή ανησυχίας.

Χαρακτηριστικά των ρυθμίσεων τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων

Χαρακτηριστικά μιας τυπικής ΤΜΕ

Σε μια τυπική «άμεση» (direct) τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων η εταιρεία του δημόσιου τομέα εκδίδει ομολογίες με την εγγύηση συγκεκριμένων μελλοντικών εισπράξεων για να εξασφαλίσει την αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων καθώς και άλλων δαπανών. Η παρεχόμενη ασφάλεια για τον δικαιούχο της ομολογίας θα μπορούσε να έχει πολλές μορφές, όπως εμπράγματα ασφαλεία, εγγύηση, ανάθεση κλπ που θα δίνει το δικαίωμα της απαίτησης από τον εκδότη.

Σε μια τυπική «έμμεση» (indirect) τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων ο μεταβιβάζων δημόσιος τομέας τις μελλοντικές εισπράξεις (originator) (πχ εταιρεία δημόσιου τομέα ή και η ίδια η κυβέρνηση) πουλάει τα δικαιώματά της και τους τόκους από τα μελλοντικά έσοδα σε μια παράκτια εταιρεία (offshore) που ιδρύεται συγκεκριμένα για αυτό τον σκοπό και ονομάζεται Όχημα Ειδικού Σκοπού (SPV, Special Purpose Vehicle) και προεισπράττει το κεφάλαιο. (Διάγραμμα 1).

Το SPV χρηματοδοτεί την αγορά του με την έκδοση τίτλων που έχουν σαν εγγύηση τις μελλοντικές εισπράξεις. Ο originator παρέχει αμετάκλητα οδηγία στο ξένους «εισαγωγείς» που αγοράζουν τις «εξαγωγές» του να κάνουν τις πληρωμές τους σε ένα λογαριασμό που ελέγχεται από το νομικό πρόσωπο που εκπροσωπεί τα συμφέροντα των ομολογιούχων επενδυτών.

Η τιμολόγηση της ρύθμισης εξαρτάται από την αξιολόγηση του κινδύνου και χαρακτηριστικά την επιθυμία του originator να λάβει έναν υψηλό βαθμό

⁶ Buff (99/122, September 1999, page 6)

αξιολόγησης. Κατά την προετοιμασία τους ρύθμισης γίνονται «stress tests» για να καθορισθεί πόσο ασφαλείς είναι οι εγγυήσεις που χρησιμοποιούνται και ο βαθμός του overcollateralization.

Παραδείγματα ανοικτών συναλλαγών για emerging markets χώρες δείχνουν ένα collateralization ratio που κυμαίνεται από 2 έως 6 φορές έναντι του κανονικού που είναι μεταξύ 3 έως 4 φορές⁷.

Για να ενισχύσουν την ασφάλεια του ομολογιούχου υπάρχει και η υποχρέωση ενός ελάχιστου υπολοίπου του οριζόμενου ποσού στον escrow account που είναι συνήθως 2 φορές τουλάχιστον της προτεινόμενης περιοδικής πληρωμής του χρέους.

Η αμετάκλητη φύση των ρυθμίσεων ενισχύει την εμπιστοσύνη του κατόχου της ομολογίας ότι οι πληρωμές θα γίνουν χωρίς καθυστέρηση ή διακοπή καθόλη την διάρκεια της ρύθμισης. Με αυτόν τον τρόπο επιτρέπεται στον χρεώστη να ενεργοποιήσει πίστωση με spread μικρότερο από αυτό που δανείζεται η κυβέρνηση.

Η βαθμολόγηση του ομολόγου που εκδίδεται από το SPV καθορίζεται από διάφορους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένης και της φύσης των εισπράξεων, τον βαθμό του overcollateralization, επαναπροσδιορισμό του κινδύνου πληρωμής, την αξιολόγηση της χώρας και την βαθμολόγηση της διαδικασίας είσπραξης των πληρωμών. Μεμονωμένες βαθμίδες (tranches) ομολόγων μπορεί να ενισχυθούν περαιτέρω χρησιμοποιώντας εγγυήσεις και/ή εκδόσεις υποστηρικτικών κλάσεων ομολόγων (subordination).

Είναι πιθανό να τιτλοποιηθούν μόνο coupon payments αλλά συνήθως είναι και coupons και principal

Οι ρυθμίσεις τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων από τον δημόσιο τομέα σε ανεπτυγμένες και emerging market χώρες έχουν κάποιες ιδιαιτερότητες.

Σύμφωνα με στοιχεία⁸, στο τέλος του Ιουνίου του 2002 τέτοια ομόλογα και δάνεια ήταν συνολικά 28,8δισ\$, περίπου 6,5% των ενεργών συνολικών ομολόγων και δανείων για τις χώρες που αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα 1 και στο Διάγραμμα 2⁹:

⁷ Barbour, D., J. Norton, and T. Slover, 1998, “Asset Securitization in Emerging Market Economies: Fundamental Considerations,”

⁸ Η πηγή που χρησιμοποιήθηκε είναι η Capital Data (γνωστή ως Bond-Equity-Loan ή BEL database). Καλύπτει 30.000 assets που έχουν εκδοθεί στις διεθνείς ιδιωτικές αγορές από 75 developing and emerging χώρες.

⁹ Οι πληροφορίες που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 2 αναφέρονται στον δανεισμό μέσω τιτλοποίησης με εγγύηση είτε υπάρχοντα είτε μελλοντικά assets και καλύπτουν άμεσες και έμμεσες ρυθμίσεις.

Table 1. Collateralized Bonds and Loans of Selected Countries 1/2/
(Stock as of July 1, 2002)

Country	Bonds			Collateralized/Total (In percent)	Loans 3/			Collateralized/Total (In percent)
	Collateralized (In millions of U.S. dollars)	Noncollateralized	Total		Collateralized (In millions of U.S. dollars)	Noncollateralized	Total	
Algeria						3,253	3,253	0
Angola						455	455	0
Argentina	350	50,155	50,505	1		676	676	0
Bahama						2,434	2,434	0
Brazil	400	34,448	34,848	1	203	2,941	3,144	6
Bulgaria		1,471	1,471	0		13	13	0
Chile		3,279	3,279	0		4,405	4,405	0
China	200	11,730	11,930	2	2,198	10,975	13,173	17
Colombia	172	11,269	11,471	1		3,182	3,182	0
Congo, Republic of	600		600	100				
Costa Rica		1,290	1,290	0				
Croatia		3,166	3,166	0	802	363	1,165	69
Cyprus		1,149	1,149	0		173	173	0
Czech Republic		1,716	1,716	0	24	684	688	3
Dominican Republic		500	500	0				
Ecuador		150	150	0				
Egypt		1,500	1,500	0	435	1,084	1,529	28
El Salvador		1,054	1,054	0		14	14	0
Estonia		141	141	0				
Ethiopia					37	307	344	11
Ghana					291		291	100
Gibraltar		89	89	0				
Guatemala		100	100	0				
Guatemala		475	475	0				
Hong Kong SAR		8,060	8,060	0	24	1,754	1,778	1
Hungary		11,123	11,123	0	50	232	282	18
India		1,320	1,320	0	460	3,907	4,368	11
Indonesia		1,200	1,200	0		2,044	2,044	0
Iran, I.R. of					500		500	100
Israel	2,700	2,962	5,662	48		1,104	1,104	0
Jamaica		1,682	1,682	0				
Jordan		231	231	0				
Kazakhstan		1,150	1,150	0	63	43	106	59
Korea						8	8	0
Korea	367	23,929	24,296	2	1,097	5,163	6,260	18
Kuwait						902	902	0
Kyrgyz Republic						95	95	0
Latvia		418	418	0				
Lebanon		7,738	7,738	0				
Lesotho						14	14	0
Lithuania		1,612	1,612	0				
Malaysia	600	14,529	15,129	4	676	10,470	11,146	6
Malta		455	455	0		157	157	0
Mauritius						216	216	0
Mexico	6,737	33,753	40,490	17		1,088	1,088	0
Morocco		442	442	0		270	270	0
Mozambique						68	68	0
Nauru					159		159	100
Oman						790	790	0
Pakistan						7	7	0
Peru		1,430	1,430	0				
Philippines		11,892	11,892	0	39	3,095	3,074	1
Poland		3,783	3,783	0	218	609	827	26
Qatar		2,400	2,400	0	52	2,148	2,199	2
Romania		1,790	1,790	0	330	454	784	42
Russia		15,774	15,774	0	3,594	876	4,470	80
Saudi Arabia					300	13,306	13,606	2
Senegal					40		40	100
Serbia and Montenegro						765	765	0
Seychelles						40	40	0
Singapore		4,961	4,961	0	297	204	501	59
Slovak Republic		2,910	2,910	0		516	516	0
Slovenia		2,106	2,106	0		150	150	0
South Africa		12,384	12,384	0	105	3,338	3,443	3
Sri Lanka		65	65	0	105	593	698	15
Taiwan						65	65	0
Taiwan Province of China		400	400	0	72	67	139	45
Thailand		2,159	2,159	0	1,344	2,161	3,505	38
Trinidad and Tobago		780	780	0				
Tunisia		2,417	2,417	0		464	464	0
Turkey		22,955	22,955	0	289	1,928	2,216	13
United Arab Emirates					177	89	266	67
Uruguay		3,049	3,049	0	20	20	40	51
Uzbekistan						78	78	0
Venezuela	1,800	4,601	6,401	28	800	697	1,497	45
Vietnam					42	128	170	25
Total	13,926	330,082	344,007	4	14,843	91,333	106,177	14

Source: Capital Data.

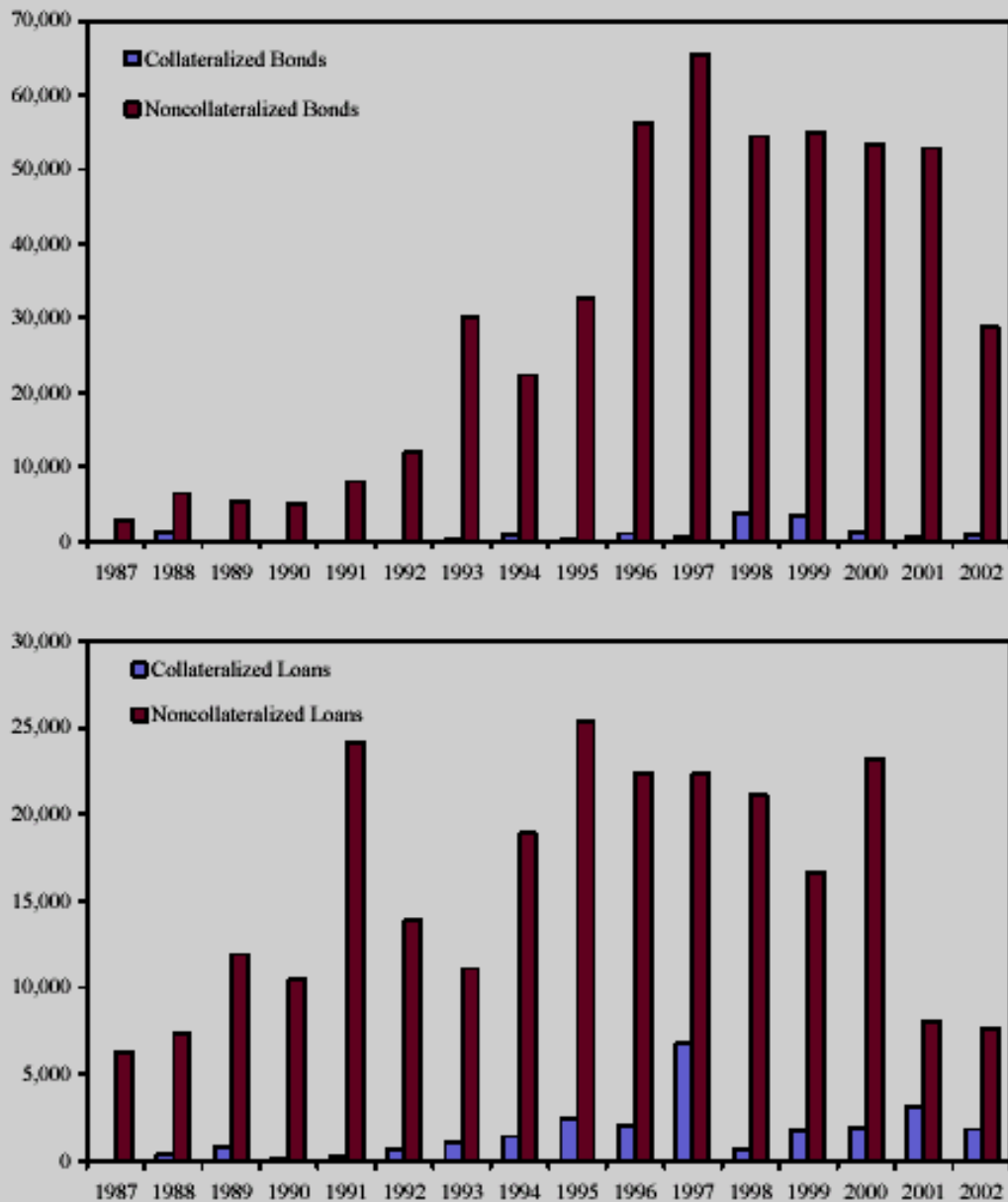
1/ Bonds and loans issued by sovereigns and public sector enterprises.

2/ Nonmatrized issues as of July 1, 2002.

3/ Nonproject financing loans only.

Πίνακας 1

Figure 2. Bonds and Loans Issued Annually by Emerging Markets
(In millions of U.S. dollars at issue, as of July 1, 2002)



Source: Capital Data.

1/ Bonds and loans issued annually by sovereigns and public sector enterprises only.

2/ Loans are nonproject financing and also adjusted for domestic bank and export credit agency participation.

Διάγραμμα 2

Ο δανεισμός του δημόσιου τομέα μέσω τιτλοποίησης συνήθως εμφανίζεται μέσω επιχειρήσεων του δημοσίου. Από τις 37 χώρες με ενεργά τιτλοποιημένα ομόλογα και δάνεια μόνο οι 4 έχουν εκδόσεις κατευθείαν από το κράτος, ενώ οι 33 έχουν χρησιμοποιήσει εταιρείες του δημοσίου. Οι κρατικές εκδόσεις είναι 13% ομολογίες και 6% δάνεια. Σε ορισμένες περιπτώσεις τον δανεισμό των επιχειρήσεων του δημοσίου τον ανέλαβαν οικονομικά υποκαταστήματα των επιχειρήσεων (π.χ. Βραζιλία, Μεξικό και Βενεζουέλα).

Στο τέλος του Ιουνίου του 2002 το συνολικό ποσό των δανείων με εγγύηση ήταν 14,8δισ\$ και το συνολικό ποσό των ομολόγων με εγγύηση ήταν 13,9δισ\$. Για ομόλογα, συνήθως μόνο ένα μικρό μέρος του συνολικού της χώρας είναι τιτλοποιημένο (χαρακτηριστικά μικρότερο του 5%) με τις αξιοσημείωτες εξαιρέσεις της Δημοκρατίας του Κογκό (100%), του Ισραήλ (48%), η Βενεζουέλα (28%) και το Μεξικό (17%). Τα τιτλοποιημένα δάνεια αριθμούν ένα σημαντικό μέρος του συνολικού ποσού των δανείων. Στις 14 χώρες, τα collateralization loans ξεπερνούν τα 25% του συνόλου περιλαμβάνοντας την Γκάνα (100%), Ιράν (100%), Ρωσία (80%) και Κροατία (69%).

Οι χώρες της Λατινικής Αμερικής έχουν την πρώτη θέση και ως προς τον αριθμό εκδόσεων και ως προς το ποσό έκδοσης ενώ νοτιοανατολικές ασιατικές χώρες και η Ρωσία κατέχουν την πρώτη θέση στην αγορά των collateralized loans.

Οι πετρελαιοπαραγωγικές χώρες το 1987 ήταν οι πρώτες emerging market χώρες που χρησιμοποίησαν τον δανεισμό με έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων, ενώ μη πετρελαιοπαραγωγικές χώρες ακολούθησαν 3 χρόνια μετά.

Οι εισπράξεις από εξαγωγές πετρελαίου και αερίου εξακολουθούν και σήμερα να είναι η πιο συνήθης μορφή εγγύησης.

Το σχέδιο της έκδοσης του τιτλοποιημένου χρέους στην πάροδο του χρόνου είναι ιδιαίτερος ανώμαλο για τους εξαγωγείς πετρελαίου καθώς υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της τιμής του πετρελαίου και της έκδοσης του τιτλοποιημένου χρέους, πιθανόν γιατί η εγγύηση (εισπράξεις από εξαγωγές πετρελαίου) γίνονται πιο πολύτιμη όταν η τιμή ανεβαίνει.

Πιστοληπτική ικανότητα και δανεισμός μέσω τιτλοποίησης

Φαίνεται να υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών και του δανεισμού τους μέσω τιτλοποίησης.

- Οι «πλούσιες» σε εξαγωγές πετρελαίου χώρες είναι λιγότερο επιρρεπείς στη χρήση δανεισμού μέσω τιτλοποίησης από τις «φτωχές» σε εξαγωγές πετρελαίου χώρες (βλέπε Διάγραμμα 3).
- Οι χώρες με μικρότερη πιστοληπτική ικανότητα εκδίδουν περισσότερες ομολογίες με τιτλοποίηση (βλέπε Διάγραμμα 4). Χώρες με βαθμό αξιολόγησης BB+ και πάνω έχουν μικρότερο μερίδιο από τις χώρες με χαμηλότερο βαθμό αξιολόγησης.

- Οι χώρες τείνουν να εκδίδουν περισσότερους/λιγότερους τίτλους μετά την αξιολόγησή τους από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης με βαθμολογία χαμηλότερη/υψηλότερη. Παράδειγμα: Σε χώρες που αξιολογήθηκαν, ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης αυξήθηκε μετά την υποβάθμιση της Ταυλάνδης (1994-2000) και του Μεξικό (1992-1999) και μειώθηκε μετά την αναβάθμιση της Μαλαισίας (1992-1996) και της Βραζιλίας (1994-2001).
- Για ορισμένες χώρες με χαμηλό βαθμό αξιολόγησης ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης χρέους είναι ο μόνος δρόμος για να αυξήσουν την εξωτερική τους χρηματοδότηση, π.χ. η Γκάνα και η Δημοκρατία του Κογκό.

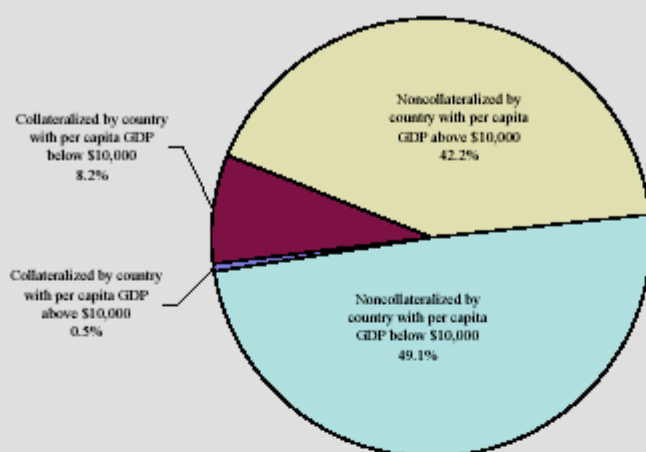
Χώρες όπως η Βενεζουέλα και το Μεξικό έχουν ήδη τιτλοποιήσει το δημόσιο χρέος τους και παρόλα αυτά δεν έχουν υποβαθμισθεί από οίκους αξιολόγησης. Η Βενεζουέλα έχει τιτλοποιήσει το 18% του συνολικού της χρέους, ποσό ύψους 6,1δισ \$ ενώ το Μεξικό το 16% του συνολικού του χρέους, ποσό 19,3δισ \$¹⁰.

Αυτό σημαίνει ότι το τιτλοποιημένο δημόσιο χρέος των ανεπτυγμένων χωρών μπορεί να φθάσει περίπου το 15% του συνολικού χρέους χωρίς να κινδυνεύει με υποβάθμιση η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας¹¹.

¹⁰IMF Paper, July 11,2003

¹¹ Neil Baron, "The Role of Rating Agencies in the Securitization Process" Chapter 7 in Leon Kendall and Michael Fishman, eds. A Primer on Securitization (2000)

Figure 3. Collateralized Borrowing of Oil Exporters by Income Level 1/ 2/ 3/ 4/



Sources: Capital Data, World Bank, and staff estimates.

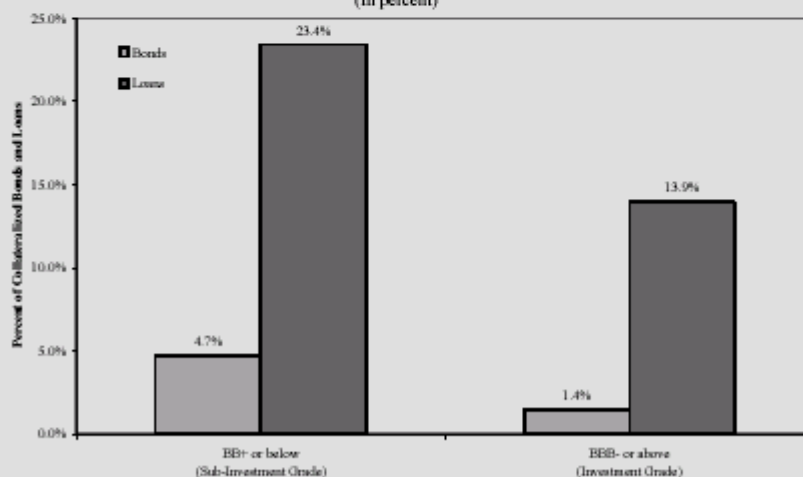
1/ Bonds and loans issued by sovereigns and public sector enterprises only.

2/ Loans are nonproject financing and also adjusted for domestic bank and export credit agency participation.

3/ Figures are averages over the 1990-99 period. GDP figures are on a PPP basis from World Bank's World Development Indicators data.

4/ Oil-exporting countries included are: Algeria, Angola, Argentina, Bahrain, Cameroon, Colombia, Cote d'Ivoire, Egypt, Indonesia, Iran, Kazakhstan, Kuwait, Lithuania, Mexico, Mozambique, Nigeria, Oman, Papua New Guinea, Qatar, Russia, Saudi Arabia, Sudan, Trinidad & Tobago, Turkmenistan, United Arab Emirates, Venezuela, and Vietnam.

Figure 4. Collateralized Bonds and Loans as a Share of Total Borrowing of Selected Countries 1/ 2/ 3/ (In percent)



Source: Capital Data and Standard and Poor's.

1/ From 1988 to July 1, 2002, noninterest bonds and loans issued by sovereigns and public sector enterprises only.

2/ Loans are nonproject financing and also adjusted for domestic bank and export credit agency participation.

3/ Countries selected are: Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Croatia, Ecuador, Egypt, Hungary, Indonesia, Korea, Lebanon, Malaysia, Mexico, Morocco, Pakistan, Philippines, Poland, Qatar, Romania, Russia, Slovak Republic, South Africa, Thailand, Turkey, and Venezuela.

4/ Credit Ratings are as of July 1, 2002.

Διάγραμμα 3 & 4

Επιπτώσεις στο μέγεθος του φορολογικού ελλείμματος

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων, διευκολύνει την χρηματοδότηση που δεν θα ήταν ικανή να πραγματοποιηθεί με άλλο τρόπο, όπως επίσης μπορεί να επιτρέψει σε μια κυβέρνηση να παρουσιάσει ένα υψηλότερο έλλειμμα (και να δανεισθεί περισσότερο) από ότι θα μπορούσε να κάνει αλλιώς. Αυτό το υψηλότερο έλλειμμα πρέπει να αξιολογηθεί βάση των μακροοικονομικών επιπτώσεων, δηλαδή εάν τα υψηλότερα χρέος και έλλειμμα είναι βιώσιμα καθώς η ποιότητα της σύνθεσης του υψηλότερου ελλείμματος, για παράδειγμα εάν τα αυξημένα έξοδα χρησιμοποιηθούν σε παραγωγικές επενδύσεις.

Θεωρητικά είναι δύσκολο να κατανοήσει κάποιος γιατί οι κυβερνήσεις ή οι δημόσιες επιχειρήσεις καταφεύγουν στην χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης μελλοντικών εισπράξεων.

Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι η θεωρία των Modigliani-Miller που δηλώνει ότι η κατανομή των χρηματοροών σε debt και equity δεν έχει επιπτώσεις στην αξία της μετοχής, είναι εφαρμόσιμη¹².

Καθώς όλο το κυβερνητικό χρέος βασίζεται σε μελλοντικά έσοδα, το μεγαλύτερο μέρος αυτών των εσόδων χρησιμοποιείται σαν εγγύηση για έκδοση ομολόγων με εξασφάλιση και ένα μικρότερο για την έκδοση ομολογίων χωρίς εξασφάλιση. Το επιτόκιο των ομολόγων με εξασφάλιση είναι πιο χαμηλό από αυτό των ομολόγων χωρίς εξασφάλιση.

Δεδομένου ότι το συνολικό ποσό των εσόδων δεν αυξάνεται, η κυβέρνηση δεν θα μπορούσε να μειώσει το συνολικό μέσο κόστος δανεισμού της.

Ποια είναι η αιτιολογία για την χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης με εγγύηση μελλοντικές εισπράξεις;

είτε ότι:

- η θεωρία της έλλειψης σχέσης κεφαλαίου δεν ισχύει στην πράξη (πχ TME θα μπορούσαν να υπερνικήσουν τις ασυμμετρίες της πληροφόρησης ή τους θεσμικούς περιορισμούς ή
- οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν τον δανεισμό μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων για λόγους άλλους εκτός από το να μειώσουν το συνολικό κόστος δανεισμού, κυρίως για να έχουν την ικανότητα να δανείζονται γενικώς, είτε για να αντλήσουν μεγαλύτερα ποσά, είτε για να ανακτήσουν την πρόσβασή τους στην διεθνή αγορά. Κάποιοι άλλοι λόγοι είναι για να επιμηκύνουν την ληκτότητα (duration) του χρέους τους ή να βελτιώσουν τη γενική εικόνα των λήξεων του δανεισμού τους ή ακόμα και για να δημιουργήσουν πιο υγιείς δημοσιονομικούς και εξωτερικούς λογαριασμούς.

Η χρήση εντούτοις της TME από τον δημόσιο τομέα δημιουργεί διάφορα σημαντικά ερωτήματα οικονομικής πολιτικής όπως είναι:

¹² Βλέπε Κεφάλαιο 5 Hart (1995)

- ✓ νομικά ζητήματα
- ✓ ζητήματα κεφαλαιαγοράς
- ✓ μακροοικονομικά
- ✓ διαρθρωτικά δημοσιονομικά ζητήματα

Νομικά ζητήματα

Για να καθορίσουμε εάν η έκδοση ομολογιών είναι αντικείμενο οποιουδήποτε νόμιμου περιορισμού, μια σημαντική νομική (αλλά όχι οικονομική) διάκριση θα πρέπει να γίνει. Εάν δηλαδή η συγκεκριμένη ομολογία δίνει το δικαίωμα στον ομολογιούχο να κινηθεί κατά της κυβέρνησης ή της δημόσιας επιχείρησης (άμεση TME) ή κατά του SPV (έμμεση TME)

Άμεση TME ρύθμιση

Είναι πιθανόν να μην περιλαμβάνονται ρήτρες μέσα στις συμβάσεις δανείων και ομολόγων

Οι ρήτρες συντάσσονται ευρέως για να συλλάβουν οποιαδήποτε ρύθμιση και παρέχουν ασφάλεια ή για να δώσουν στους ομολογιούχους προτεραιότητα αν υπάρξει παρέκκλιση.

Έμμεση TME ρύθμιση

Αντίθετα με τις άμεσες ρυθμίσεις, οι έμμεσες είναι αντικείμενο κάποιων περιορισμών. Αυτές οι πράξεις είναι συχνά δομημένες με έναν τρόπο που δίνει την δυνατότητα απαίτησης πληρωμής μόνο από το SPV και όχι από τον δημόσιο τομέα (όχι τον originator).

Η ρύθμιση περιλαμβάνει μια «αληθινή πώληση» (true sale) των μελλοντικών εσόδων στο SPV. Μετά την πώληση οι μελλοντικές εισπράξεις δεν αντιμετωπίζονται πλέον σαν απαιτήσεις του originator και συνεπώς οι κάτοχοι των ομολόγων που εκδίδονται από το SPV δεν έχουν απαίτηση αλλά ούτε και κάποια άλλη σχέση πλέον εναντίον του originator. Κατά συνέπεια, αυτές οι πράξεις δεν αποτελούν την δημιουργία ασφάλειας ή άλλου τύπου προνομιακών ρυθμίσεων από τον δημόσιο τομέα και επομένως είναι πέρα από την κάλυψη τέτοιων προτάσεων.

Συμπέρασμα: Άμεσες ρυθμίσεις μπορεί να παραβιάζουν τις ρήτρες σε υπάρχοντα εργαλεία διαχείρισης χρέους (ιδιαίτερα σε δάνεια που δίνονται από πολύπλευρες αναπτυξιακές τράπεζες).

Ζητήματα κεφαλαιαγοράς

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων μπορεί να αποδειχθεί αρκετά δαπανηρή για την χώρα που θέλει να έχει πρόσβαση στην κύρια αγορά. Τα κόστη αυτά περιλαμβάνουν την έκδοση υποστηρικτικών ομολόγων (subordination) χωρίς εξασφάλιση, υψηλά κόστη συναλλαγών και την έλλειψη της διασποράς του κινδύνου με τους ομολογιούχους

Επιπτώσεις στους επενδυτές : subordination, reputation και πρόσβαση στην διεθνή αγορά

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων de facto υποστηρίζει τους unsecured creditors (και τους υπάρχοντες και τους μελλοντικούς) δεδομένου ότι τα άλλα παραμένουν ίδια, έχουν προτεραιότητα σε πόρους που η κυβέρνηση θα μπορούσε να τους έχει χρησιμοποιήσει για την κάλυψη unsecured creditors. Η δημιουργία senior class of debt (ανώτερης κατηγορίας ομολόγου) αυξάνει την πιθανότητα ότι μόνο οι unsecured creditors, συμπεριλαμβανομένου και του ΔΝΤ, να επιβαρύνονται το συνολικό κόστος που υφίσταται ο χρεώστης στη λήξη (in arrears) προκαθορίζοντας ή αναλαμβάνοντας μια NPV –μειώνοντας την αναδιάρθρωση του χρέους.

Οι χρηματαγορές υπάρχει πιθανότητα να αντιληφθούν ότι οι ρυθμίσεις αυτές χρησιμοποιούνται γιατί δεν υπάρχει η δυνατότητα χρηματοδότησης χωρίς εξασφάλιση.

Υπάρχει πιθανότητα η χρησιμοποίηση της TME να στοιχειοθετήσει από μόνη της χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα για την χώρα που εκδίδει.

Στην πραγματικότητα, η τιτλοποίηση θα μπορούσε να ληφθεί από την αγορά σαν μέσο αποφυγής πειθαρχίας στην αγορά και να τεθεί σε αμφισβήτηση από τους πιθανούς πιστωτές και για αυτούς με εξασφάλιση και με χωρίς. Με αυτό τον τρόπο ανάλογα με την αντίδραση της αγοράς, τα προτερήματα από την χρησιμοποίηση της TME (π.χ. το χαμηλό κόστος) είναι πιθανόν να εξισορροπήσουν από την πιθανή αύξηση του κόστους δανειοδότησης στο μέλλον.

Εδώ μπορούμε να παραθέσουμε το παράδειγμα του Εκουαδόρ που τον Δεκέμβριο του 2002 ανακοίνωσε ότι τιτλοποιεί ποσό 245εκ\$ σε μελλοντικά έσοδα από πωλήσεις πετρελαίου για να χρηματοδοτήσει αναπτυξιακά προγράμματα και πιθανή ασταθή δημοσιονομική πολιτική. Αυτή η ανακοίνωση επέδρασε αρνητικά στην αγορά και είχε σαν επίπτωση την αύξηση του περιθωρίου του επιτοκίου (spread widening) κατά 70 μονάδες βάσης περίπου αμέσως μετά¹³.

Υπάρχουν βέβαια και περιπτώσεις που η τιτλοποίηση δεν επιδρά αρνητικά στην αγορά.

Εξαιτίας των υψηλών πιστωτικών εκτιμήσεων, η τιτλοποίηση μπορεί να βοηθήσει στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης της χώρας από την αγορά μετά από μια περίοδο απουσίας και να δημιουργήσει άνεση στον εκδότη.

Αναφέρω εδώ το παράδειγμα του Μεξικό που χρησιμοποίησε την τιτλοποίηση του BANAMEX για να αποκτήσει στην ουσία πρόσβαση στην αγορά μετά την

¹³ IMF Paper, July 11, 2003

κρίση “Tequila” το 1995 και την τιτλοποίηση PEMEX μετά την κρίση στην Ρωσία.

Επίσης βοηθά στον δανεισμό της χώρας σε χαμηλότερο επιτόκιο και μεγαλύτερη περίοδο χρηματοδότησης.

Συμπέρασμα. Η τιτλοποίηση υποτάσσει τους πιστωτές χωρίς εξασφάλιση. Αυτό και η πιθανή αντίληψη ότι η TME σηματοδοτεί χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα εγείρουν την πιθανότητα αύξησης του κόστους μελλοντικής δανειοδότησης. Εξαιρεση αποτελεί όταν η TME έχει σαν στόχο την αναδημιουργία της επενδυτικής βάσης της κυβέρνησης και όταν η αγορά πείθεται ότι ο δανεισμός αυτός γίνεται για να υπερπηδήσει η κυβέρνηση πιθανούς περιορισμούς στην ρευστότητα.

Κόστη συναλλαγών και τιμολόγηση

Εάν και το επιτόκιο δανεισμού μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων είναι χαμηλό, το συνολικό κόστος του δανεισμού ίσως αποδειχθεί αρκετά υψηλό εξαιτίας του σταθερού κόστους.

Η TME τυπικά έχει υψηλά κόστη συναλλαγής (νομικά, τραπεζικά και διαχειριστικά έξοδα) εξαιτίας του ότι είναι μοναδική και δεν μπορεί να τυποποιηθεί. Η εξασφάλιση μιας ακριβούς εκτίμησης του κόστους είναι δύσκολη αλλά είναι πιθανόν να κυμαίνεται μεταξύ 3-4% έναντι λιγότερο από 1% του απευθείας εξωτερικού δανεισμού.

Η αγορά που διαπραγματεύονται συνήθως αυτές τις ομολογίες είναι ρηχή και η διαπραγματεύση όχι καθημερινή. Αυτή η έλλειψη ρευστότητας αντανακλάται πάνω στο κόστος. Εντούτοις, για μερικές ομολογίες (για παράδειγμα αυτές που βασίζονται σε έσοδα από πετρέλαιο ή αέριο) υπάρχει μεγαλύτερη ζήτηση στην αγορά με αποτέλεσμα την μείωση του κόστους συναλλαγής και την προσαρμογή τους σε μια αγορά με μεγαλύτερη ρευστότητα.

Επίσης όσο μεγαλύτερο είναι το ποσό της έκδοσης τόσο μικρότερη είναι η επίπτωση που έχουν τα σταθερά κόστη στο συνολικό.

Η τιτλοποίηση μπορεί να μην είναι αποδοτικός τρόπος δανεισμού.

Καθώς οι χρηματαγορές γίνονται πιο περίπλοκες, η ανάγκη για ανάλυση του κινδύνου των συστατικών των μέσων της πιστωτικής ενίσχυσης, όπως είναι τα τιτλοποιημένα ομόλογα, αυξάνεται. Επιπρόσθετα, οι αγορές συχνά διασπούν (strip) τις ομολογίες αυτές και διαπραγματεύονται το μέρος του κινδύνου ξεχωριστά. Το κόστος συναλλαγής τέτοιων προϊόντων σε συνδυασμό με την έλλειψη συναλλαγών οδηγεί την αγορά να αξιολογήσει την αξία μέσων πιστωτικής ενίσχυσης χαμηλότερα από την αξία των συστατικών τους.

Σε περιπτώσεις που η TME χρησιμοποιείται για να μειώσει το κόστος δανεισμού προσοχή θα πρέπει να δοθεί στο εάν η χώρα είναι προτιμότερο να προβεί σε απευθείας εξωτερικό δανεισμό και να χρησιμοποιήσει τα έσοδα που θα τοποθετούσε σαν εγγύηση για την τιτλοποίηση για να μειώσει το ποσό του δανεισμού¹⁴.

¹⁴ “Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Crises – Further Considerations” EBS/99/21, Revision I

Συμπέρασμα. Η τιτλοποίηση μπορεί να επιβαρυνθεί με υψηλά κόστη συναλλαγών και να καταστεί ανεπαρκής χρήση κεφαλαίων.

Extent of risk sharing (έκταση της διανομής κινδύνου).

Στην πράξη, η έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων συνήθως δεν μεταφέρει υψηλό κίνδυνο στους ομολογιούχους.

Στην θεωρία, εξαιτίας του ότι η αποπληρωμή εξαρτάται από μια αβέβαιη μελλοντική εισροή, σημαντικό μέρος του κινδύνου μπορεί να μεταφερθεί από την κυβέρνηση στον κάτοχο της ομολογίας.

Εν τούτοις, η έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων στοχεύει χαρακτηριστικά στην ενίσχυση της πιστοληπτικής ικανότητας και έτσι οι κυβερνήσεις παρέχουν συχνά εγγυήσεις (πχ αναφορικά με τον κίνδυνο των πληρωμών, την μετατρεψιμότητα) επιτρέποντας συμπληρωματικές πληρωμές μετά τον καθορισμό της τελικής αξίας της πώλησης ή και με υπερεξασφάλιση (overcollateralization), κινήσεις που δείχνουν ότι δεν μεταφέρεται όλος ο κίνδυνος στους ομολογιούχους.

Αν και η τιτλοποίηση συνήθως έχει ρητά ως σκοπό να μειώσει τον κίνδυνο για τον δανειστή του ομολόγου αν το συγκρίνουμε με ομόλογα που δεν έχουν εγγύηση, ο ομολογιούχος θα πρέπει να δώσει προσοχή και στον κίνδυνο σχετικά με τα μελλοντικά εισοδήματα. Σε ορισμένες περιπτώσεις όπως είναι για παράδειγμα όταν τα τιτλοποιημένα ομόλογα εμπεριέχουν formulas που μειώνουν τις πληρωμές στους ομολογιούχους σε περίπτωση που η τιμή τους πέφτει, ο κίνδυνος είναι σημαντικός για τον κάτοχο του ομολόγου. Εν τούτοις, σε περιπτώσεις που τα μελλοντικά έσοδα μεταφέρονται στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV) είναι αντικείμενο υψηλού βαθμού κινδύνου καθώς η κυβέρνηση τυπικά θα πληρώσει ένα υψηλό «περιθώριο ασφαλείας» υπό μορφή overcollateralization που μπορεί να είναι ουσιαστικό και θα πρέπει να προσμετρηθεί στο γενικό κόστος δανεισμού.

Παράδειγμα. Ομόλογα ονομαστικής αξίας 19δισ \$ με εγγύηση μελλοντικά έσοδα καπνοβιομηχανιών που εκδόθηκαν από πολιτείες των Ηνωμένων Πολιτειών αναφέρθηκε από την εφημερίδα "The Economist" (18 Ιανουαρίου του 2003) ότι έφεραν ένα σημαντικά υψηλότερο επιτόκιο από τα κοινά ομόλογα (6,5% έναντι 5%) κυρίως εξαιτίας του φόβου των επενδυτών ότι οι καπνοβιομηχανίες δεν θα είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους σύμφωνα με την συμφωνία του 1998 μεταξύ τους και της κυβέρνησης.

Συμπέρασμα. Η έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων βασικά δεν μεταφέρει σημαντικό κίνδυνο στους ομολογιούχους¹⁵.

¹⁵ IMF Paper, July 11, 2003

Φορολογικά και άλλα μακροοικονομικά ζητήματα

Μια βασική εκτίμηση για τον καθορισμό εάν ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων είναι κατάλληλος είναι ο μακροοικονομικός αντίκτυπος. Το ζήτημα είναι εάν η τιτλοποίηση έχει μακροοικονομική επίπτωση που είναι διαφορετική από εκείνη που συνδέεται με τον απλό εξωτερικό δανεισμό.

Επίπτωση στο μέγεθος του δημοσιονομικού(φορολογικού) ελλείμματος

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων, με την διευκόλυνση της χρηματοδότησης που ειδάλλως δεν θα ήταν δυνατόν, δίνει την δυνατότητα στην κυβέρνηση να παρουσιάσει ένα υψηλότερο έλλειμμα (και να δανεισθεί περισσότερο). Αυτό το υψηλότερο έλλειμμα πρέπει να αξιολογηθεί βάσει των μακροοικονομικών επιπτώσεων, κυρίως εάν το υψηλότερο χρέος και έλλειμμα είναι βιώσιμα όπως επίσης και η ποιότητα της σύνθεσης του υψηλότερου ελλείμματος εάν για παράδειγμα τα υψηλότερα έξοδα χρησιμοποιούνται για παραγωγικές επενδύσεις.

Το κρίσιμο ερώτημα είναι εάν ο δανεισμός είναι σύμφωνος με την ικανότητα υποστήριξης της φορολογικής πολιτικής ή η κυβέρνηση χρησιμοποιεί την τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων με την σημασία του «υπερ-δανεισμού» (oneborrow) για να αναβάλει διαρθρωτικές αλλαγές που χρειάζονται!

Είναι ιδιαίτερης σημασίας η πιθανή «υπερχείλιση» του χρέους που μπορεί να δημιουργηθεί από μια απότομη αύξηση στην τιμή των προϊόντων.

Οι αναπτυσσόμενες χώρες που παράγουν προϊόντα τείνουν να αυξήσουν τον εξωτερικό δανεισμό τους και επομένως την αξία των εισπράξεων που έχουν τοποθετήσει σαν εγγύηση, όταν οι τιμές αυξάνονται. Σε επόμενη πτώση των τιμών οι χώρες αυτές κινδυνεύουν να βρεθούν με ένα ουσιαστικό υψηλό άκαμπτο χρέος και μια σημαντική μείωση των ροών των πόρων αυτών για να το εξυπηρετήσουν.

Συμπέρασμα. Η τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων είναι ακατάλληλη εάν υπάρχουν ανησυχίες για την ικανότητα υποστήριξης της φορολογικής πολιτικής και εάν χρησιμοποιείται για να καθυστερήσουν διαρθρωτικές αλλαγές¹⁶.

Επιπτώσεις στην ποιότητα χρηματοδότησης ενός δεδομένου φορολογικού ελλείμματος

Για ένα δεδομένο fiscal deficit η TME θα μπορούσε να αντικαταστήσει μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης. Το ζήτημα είναι ποια είναι η καλύτερη πηγή;

¹⁶ IMF Paper, July 11, 2003

Από μακροοικονομικής άποψης, ο μόνος προβληματισμός είναι το κόστος που προκύπτει από την έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων και οι όροι της σε σχέση με αυτά της εναλλακτικής πηγής.

- call borrowing αναμένεται να εκδοθεί με χαμηλότερο επιτόκιο από τις άλλες μορφές δανεισμού εξαιτίας της πιστωτικής ενίσχυσης (credit enhancement) της εγγύησης. Εντούτοις όμως θα πρέπει να αξιολογηθεί και η επίπτωση της τιτλοποίησης στο κόστος μελλοντικού εξωτερικού δανεισμού και πάνω στο κόστος των overcollateralization της κυβέρνησης. Ενώ θεωρητικά αναμένει κάποιος να αυξηθεί το κόστος επόμενων δανεισμών στην πραγματικότητα αυτό εξαρτάται από την φύση και το πλαίσιο της έκδοσης.
- Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί και στο ποιες πηγές χρηματοδότησης είναι διαθέσιμες. Εάν υπάρχει δυνατότητα χρηματοδότησης με χαμηλό κόστος και μεγάλη διάρκεια τότε ο δανεισμός μέσω ΤΜΕ είναι πιο δύσκολο να δικαιολογηθεί. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση ενισχύεται ο δανεισμός μέσω ΤΜΕ.
- Αυτό είναι ιδιαίτερα αποδεκτό εάν το έλλειμμα της χώρας και το χρέος είναι σε χαμηλά επίπεδα και το πρόβλημα της χρηματοδότησης να είναι πιθανόν προσωρινό.

Συμπέρασμα. ΤΜΕ είναι πιθανόν να μην είναι ο κατάλληλος τρόπος χρηματοδότησης εάν το συνολικό κόστος είναι υψηλότερο από αυτό του απλού δανεισμού, ενώ υπάρχει πιθανότητα να αποδειχθεί καταλληλότερο μέσο δανεισμού όταν δεν υπάρχουν αρκετές πηγές εναλλακτικής χρηματοδότησης.

Άλλα μακροοικονομικά ζητήματα

Η τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων καθιστά τη δομή του χρέους της χώρας πιο άκαμπτη.

Μειώνουν την ικανότητα ελιγμών σε περιπτώσεις κρίσεων χρέους ή ισοζυγίου πληρωμών. Αυτός ο περιορισμός διαχείρισης χρέους δημιουργεί προβλήματα και στην φορολογική ευελιξία.

Αυτή η δυσκολία αναδιοργάνωσης των εκδοθέντων τιτλοποιημένων ομολόγων σαν μέρος του comprehensive debt κινείται αντίθετα προς τον στόχο της αυξανόμενης συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα για την επίλυση οικονομικών κρίσεων. Ενώ ορισμένες δομές, για παράδειγμα η έκδοση ομολογίων με εγγύηση μελλοντικά coparticipation έσοδα από τις επαρχίες της Αργεντινής (BOX 1), θα μπορούσαν να αναδιοργανωθούν καθώς παραμένουν χερσαίοι (onshore), οι περισσότερες τιτλοποιήσεις μελλοντικών εσόδων έχουν σχεδιαστεί για να αποκλείουν αυτή τη δυνατότητα, για παράδειγμα τοποθετώντας τις μελλοντικές ροές εξ ολοκλήρου παράκτια (offshore) και κάτω από ξένη νομοθεσία.

BOX 1

Subnational Government Collateralization of future revenue- The case of Tucuman Province, Argentina¹⁷

Στις αρχές του 1990 αρκετές επαρχίες της Αργεντινής εξέδωσαν collateralized bonds. Μερικές από αυτές εξέδωσαν τέτοιου είδους ομολογίες πάνω σε τυποποιημένες εισπράξεις όπως είναι τα έσοδα από πετρέλαιο και αέριο, ενώ άλλες επαρχίες εξέδωσαν ομολογίες σε coparticipation revenues (μια ομάδα από κοινά φορολογικά έσοδα που συλλέγει η ομοσπονδιακή κυβέρνηση και τα επιστρέφει στις επαρχίες).

Η επαρχία της Tucuman ήταν μια από αυτές.

Τον Αύγουστο του 1997 η Tucuman εισέπραξε 200εκ \$ εκδίδοντας ομολογίες με εγγύηση τα μελλοντικά coparticipation revenues.

Το ομόλογο έληξε τον Αύγουστο του 2004 και έφερε σταθερό τρίμηνο τοκομερίδιο με 9,5% επιτόκιο. Η επαρχία της Tucuman ενεχυρίασε το 35% από τα συνολικά coparticipation έσοδα σε μηνιαία βάση σαν εγγυοδοτικό στοιχείο.

Ο μηχανισμός του collateralization ήταν: ημερήσια μεταφορά των coparticipation εσόδων από την Banco Nacion (η τράπεζα που διαχειριζόταν τα έσοδα για λογαριασμό της κυβέρνησης) σε έναν λογαριασμό διαχείρισης χρεογράφων και χρηματοοικονομικών μέσων σε μια τράπεζα της Αργεντινής που ορίστηκε σαν αντιπρόσωπος είσπραξης, εβδομαδιαία μετατροπή σε U.S.\$ και μεταφορά των δεσμευμένων εσόδων σε ένα θεματοφύλακα που βρίσκεται στη Νέα Υόρκη, το χρονοδιάγραμμα των πληρωμών του χρέους έγινε από τον θεματοφύλακα των ΗΠΑ, covenant που προστάτευε την επαρχία από την έκδοση νέου και senior pledge σε coparticipation revenues, και τέλος overcollateralization των ροών.

Το ομόλογο στην έκδοσή του βαθμολογήθηκε ως BB-, λίγο πιο κάτω δηλαδή από το βαθμό αξιολόγησης των εθνικών ομολόγων, από τον οίκο αξιολόγησης Fitch IBCA. Στην επεξήγηση που δόθηκε για την αξιολόγηση, ο οίκος αποφάνθηκε ότι το collateralization ήταν μια σημαντική πιστωτική δύναμη που θα μπορούσε να μειώσει και το επιτόκιο της έκδοσης αλλά και να επιμηκύνει την διάρκεια.

Οι ροές δεν ήταν εξ ολοκλήρου εκτός της αρμοδιότητας της Αργεντινής

Οι ομολογίες δεν είχαν την εγγύηση του κράτους

Η επαρχία θα μπορούσε να αλλάξει τους όρους των υποχρεώσεων δηλώνοντας οικονομική κρίση και

Η συμφωνία εμπειρείχε μια cross-default πρόβλεψη που απαιτούσε επιτάχυνση της ομολογίας σε περίπτωση πτώχευσης οποιασδήποτε επαρχίας (για την οποία τα coparticipation revenues δεν θα ήταν πιθανόν αρκετά).

Πράγματι, το coparticipation system άλλαξε τον Δεκέμβριο του 2000, όταν αντικαταστάθηκαν με μια ενιαία, σταθερή μεταφορά από το κέντρο στις επαρχίες.

Το collateralization δεν αποδείχθηκε καταφύγιο από την οικονομική κρίση που «κατάπιε» την Αργεντινή.

¹⁷ IMF Paper, July 11, 2003

Σύντομα μετά την άρνηση των πληρωμών του εξωτερικού χρέους της Αργεντινής, ο οίκος αξιολόγησης Fitch IBCA βαθμολόγησε το ομόλογο με «D» –πτώχευση με ασθενή πιθανότητα ανάκαμψης.

Ο Οίκος δικαιολόγησε την υποβάθμιση εξαιτίας του γεγονότος ότι το overcollateralization και τα διαθέσιμα δεν ήταν δυνατόν να προστατεύσουν από τον κίνδυνο παρεκτροπής, υποτίμησης και αναδόμησης.

Η τιμή του ομολόγου έπεσε απότομα. Το ομόλογο που είναι εξαιρετικά χαμηλής εμπορευσιμότητας διαπραγματευόταν με 60% έκπτωση από την τιμή έκδοσής του.

Αντίθετα, τα ομόλογα των επαρχιών της Αργεντινής που υποστηρίζονται από παράκτιες (offshore) εισπράξεις πετρελαίου δεν έχουν επηρεασθεί ουσιαστικά από την κρίση μέχρι τώρα.

Σε περιόδους πίεσης του ισοζυγίου πληρωμών, ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων θα μπορούσε να παρέχει στη χώρα μια άμεση ανακούφιση, με τον κίνδυνο όμως ανικανότητας ελιγμού στο μέλλον.

Θα μπορούσε να επιτρέψει την χάραξη πολιτικής, αποκατάσταση της εμπιστοσύνης όπως και ανάκαμψη της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας.

Από την άλλη όμως θα μπορούσε να στενέψει τις μελλοντικές πολιτικές επιλογές των αρχών και ιδιαίτερα την συναλλαγματική πολιτική καθώς σημαντικά συναλλαγματικά έσοδα αποποιούνται. Επειδή είναι “heavily overcollateralized” ακινητοποιούν ένα δυσανάλογο μερίδιο των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Συμπέρασμα: Η TME είναι ακατάλληλη εάν ουσιαστικά εξασθενεί την ικανότητα της κυβέρνησης για την ολοκλήρωση ή αναδιοργάνωση των υποχρεώσεων (liabilities).

Fiscal structural issues

Επιπτώσεις στον δημόσιο τομέα

- ο αποδυνάμωση της δημοσιονομικής ευελιξίας
- ο διακυβέρνηση και διαφάνεια
- ο ποιο τμήμα του δημόσιου τομέα δανείζεται και για ποιο λόγο και κυρίως
- ο το σχετικό βάρος στον επιβαρυσμένο προϋπολογισμό

Αποδυνάμωση μελλοντικής δημοσιονομικής ευελιξίας

Ένας ιδιαίτερος προβληματισμός είναι ότι οι σχετικοί μεταβιβαστέοι λογαριασμοί μπορούν να «κλειδωθούν» ενώ θα μπορούσαν να είναι διαθέσιμοι για την κυβέρνηση. Αυτά τα «άχρηστα» (idle) υπόλοιπα αντιπροσωπεύουν μια ανεπαρκή χρήση των πηγών εσόδων γιατί θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για άλλους σκοπούς όπως για παράδειγμα για να μειώσουν το βραχυπρόθεσμο κόστος δανεισμού.

Επιπροσθέτως, εάν ένα σταθερό κυβερνητικό έσοδο (π.χ. εισφορές κοινωνικής ασφάλισης χρησιμοποιείται σαν εγγύηση, η ικανότητα της

κυβέρνησης να αλλάξει την δομή αυτών (π.χ. μείωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης) περιορίζεται.

Το παράδειγμα της έκδοσης ομολόγων από τις επαρχίες της Αργεντινής (BOX 1) δίνει έμφαση στον κίνδυνο αυτό γιατί μειώνουν το κυβερνητικό πεδίο για μακροοικονομικό έλεγχο. Τα συγκεκριμένα ομόλογα είχαν πρόβλεψη που περιορίζει την ικανότητα της επαρχίας να αλλάξει τους όρους της δομής του *coparticipation* με την κυβέρνηση τηρώντας τους όρους της ρύθμισης και πιθανώς συνεισέφερε στην απροθυμία της επαρχίας για επαναδιαπραγμάτευση της δομής του *coparticipation*.

Συμπέρασμα: Ο δανεισμός με εγγύηση είναι πιθανόν να περιορίζει την ικανότητα μελλοντικής φορολογικής ευελιξίας και να οδηγήσει σε αναποτελεσματική διαχείριση.

Διακυβέρνηση, διαφάνεια

Ο υψηλός βαθμός πολυπλοκότητας και μοναδικότητας των τιτλοποιήσεων με εγγύηση μελλοντικά έσοδα μπορεί να καταστρέψει την διαφάνεια και την διαχείριση ζημιάς. Συνήθως είναι δύσκολο να αξιολογηθούν συγκριτικά με βάση κλασσικές μορφές δανεισμού. Επιπροσθέτως με την τιμολόγηση του νέου *instrument*, σύνθετα και αδιαφανή συμβόλαια μπορεί να προκαλέσουν ανησυχία σχετικά με την αξία της εγγύησης αλλά και εάν είναι δίκαια τιμολογημένα.

Οι ρυθμίσεις αυτές μπορεί να χρησιμοποιηθούν για να κάνουν το δημοσιονομικό (και το εξωτερικό χρέος) να δείχνει πιο υγιές. Ειδικότερα, η κυβέρνηση θα μπορούσε να καταγράψει τα έσοδα από τις ρυθμίσεις σαν έσοδα (ή μείωση του ελλείμματος) στη βάση που αυτή αντιπροσωπεύει την πώληση των απαιτήσεων παρά σαν κυβερνητικός δανεισμός. Αυτό επιτρέπει την βελτίωση της συνολικής θέσης και την μείωση του καταγεγραμμένου χρέους (BOX 2). Ο δανεισμός μέσω τιτλοποιημένων μελλοντικών εσόδων έχει την δυνατότητα να επιτρέπει στις κυβερνήσεις να καταγράφουν τα ελλείμματα και τα επίπεδα του χρέους με τέτοιο τρόπο που να μην απεικονίζουν την οικονομική πραγματικότητα.

Αυτό προκάλεσε την απόφαση της Eurostat, τον Ιούλιο του 2002 που όριζε ως κυβερνητικές CFR ρυθμίσεις να είναι δανεισμός παρά έσοδα όταν ο συνολικός κίνδυνος και οι ανταμοιβές (και επομένως η ιδιοκτησία) δεν μεταφέρεται. Το 2001 *Government Finance Statistics Manual* πήρε μια παρόμοια θέση. Σε draft που εξέδωσε όριζε μια οικονομική πώληση των απαιτήσεων μόνο όταν:

- ✓ η απαίτηση προϋπάρχει στον ισολογισμό του κράτους
- ✓ η αξία της πώλησης/συναλλαγής είναι κοντά στην τιμή της αγοράς
- ✓ καμία υλική εγγύηση δεν έχει χορηγηθεί από τον *originator*

Όταν κάποιο από τα παραπάνω κριτήρια δεν ικανοποιείται η πώληση δεν εμφανίζεται με την οικονομική έννοια ακόμα και αν νόμιμα έχει ολοκληρωθεί.

Ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μπορεί να αυξήσει την ανησυχία διακυβέρνησης και να αποκρύψει την διαφάνεια. Οι εισπράξεις από αυτές τις ρυθμίσεις θα πρέπει γενικά να αντιμετωπίζονται σαν κυβερνητικός δανεισμός (όχι έσοδα).

BOX 2

Τον Δεκέμβριο του 2001, η Ιταλία άντλησε κεφάλαιο 3δις€ εκδίδοντας μέσω Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (SPV) τιτλοποιημένα ομόλογα με εγγύηση μελλοντικά έσοδα από τις δύο εθνικές λαχειοφόρους αγορές. Η έκδοση έγινε σε 3 εκδόσεις, με λήξεις ενός, δύο και τριών ετών της τάξης του 1δις€ η κάθε έκδοση και με επιτόκιο +16μ.β πάνω από το εξαμηνιο euribor για το ετήσιο ομόλογο, +21μ.β. για το διετές και +27μ.β. για το τριετές. Η συγκεκριμένη ήταν η δεύτερη της ευρωζώνης καθώς η πρώτη ήταν έκδοση της ελληνικής κυβέρνησης τον Δεκέμβριο του 2000. Αντίθετα με την ελληνική κυβέρνηση, η έκδοση δεν ήταν εγγυημένη από την ιταλική κυβέρνηση.

Η αξιολόγηση που δόθηκε στην έκδοση ήταν AAA (έναντι AA του ιταλικού κράτους). Παρά τον υψηλό βαθμό αξιολόγησης εξαιτίας της έλλειψης ενδιαφέροντος και της έλλειψης της εγγύησης του ιταλικού κράτους οδηγήθηκε σε μεγαλύτερο κόστος σε σύγκριση με τον απλό εξωτερικό δανεισμό.

Άμεση σύγκριση δεν είναι δυνατόν να γίνει αλλά αν θέλουμε να διακυνδυνεύσουμε έναν παραλληλισμό με προηγούμενες ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου έκδοσης Δεκεμβρίου του 2000 με λήξη διετίας και επιτόκιο -13μ.β. κάτω από το euribor θα δούμε ότι το κόστος της τιτλοποίησης ήταν επιβαρυνόμενο κατά 20εκ€ περίπου.

Η έκδοση αυτή των TME επέτρεψε στην Ιταλική κυβέρνηση να παρουσιάσει και χαμηλό απόθεμα χρέους και χαμηλό χρέος. Τα έσοδα αυτά παρουσιάστηκαν σαν πρόσθετο έσοδο που χρησιμοποιήθηκε για την μείωση του χρέους. Εξαιτίας του ότι δεν ήταν ταξινομημένο σαν κυβερνητικό χρέος (βασιζόμενοι στο ότι δεν περιείχε την εγγύηση του κράτους) η έκδοση μείωσε το απόθεμα του κυβερνητικού χρέους.

Τον Ιούλιο του 2002 η Eurostat αποφάσισε ότι τα έσοδα που προέρχονται από τιτλοποίηση μελλοντικών εισπράξεων και δεν συνδέονται με προϋπάρχουσες απαιτήσεις θα πρέπει να αντιμετωπίζονται σαν κυβερνητικός δανεισμός. Η απόφαση υποστήριξε ότι η ανάθεση συγκεκριμένων μελλοντικών εισπράξεων σε Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV) δεν αποτελεί πώληση των απαιτήσεων καθώς το SPV δεν έχει τον πλήρη έλεγχο των εισπράξεων καθώς δεν είναι ο «ιδιοκτήτης» αυτών και επομένως τα έσοδα από αυτές τις ρυθμίσεις θα πρέπει να θεωρηθούν κυβερνητικός δανεισμός (θα αποπληρωθεί από μελλοντικές εισπράξεις). Αυτή η απόφαση οδήγησε σε ανοδική αναθεώρηση και του ελλείμματος και του συνολικού χρέους της χώρας το 2001.

Δανεισμός μέσω τιτλοποίησης από δημόσιες επιχειρήσεις

Σε γενικές γραμμές εάν ο δανεισμός ΤΜΕ πραγματοποιείται για να χρηματοδοτήσει δικές της ανάγκες και εάν η επιχείρηση λειτουργεί σε πλήρη βάση αγοράς, ο δανεισμός αυτός θα πρέπει να θεωρηθεί καθαρά εμπορική πράξη. Ακόμα όμως και σε αυτή την περίπτωση, εάν η αποπληρωμή έχει την εγγύηση του κράτους ή ακόμα και αν ο ομολογιούχος έχει την δυνατότητα προσφυγής σε κρατικές απαιτήσεις σε περίπτωση πτώχευσης τότε το μόλογο αυτό θεωρείται ενδεχόμενη κυβερνητική υποχρέωση.

Όταν οι δημόσιες επιχειρήσεις «δανείζουν» τα έσοδα από την τιτλοποίηση στην κυβέρνηση, η έκδοση ΤΜΕ θα μπορούσε να θεωρηθεί σαν κρατικός δανεισμός για λόγους πολιτικής.

Παράδειγμα. Το 1998 η πετρελαιοειδική εταιρεία της Βενεζουέλας, PDVSA, χρηματοδότησε τα 4/5 του δημοσιονομικού ελλείμματος (μεγάλο μέρος αγοράστηκε από το εξωτερικό). Αυτή ήταν επίσημη πολιτική καθώς η PDVSA είχε υψηλότερο βαθμό αξιολόγησης από το ίδιο το κράτος. Εντούτοις δεδομένου ότι οι ομολογιούχοι άρχισαν να αξιολογούν τον επιβλαβή αντίκτυπο στον ισολογισμό της PDVSA, η εταιρεία υποβιβάστηκε. Ουσιαστικά, η κυβέρνηση χρησιμοποιεί σε αυτή την περίπτωση τη δημόσια επιχείρηση σαν όχημα για τον δανεισμό της. Βέβαια η κυβέρνηση θα μπορούσε να επιτύχει μεταφορά κεφαλαίων και με άλλες διαδικασίες (λιγότερο διαφανείς) όπως είναι η μεταφορά υψηλών κερδών ή η αύξηση των φόρων στα προϊόντα που προσφέρει (παράγει) η δημόσια επιχείρηση.

Η ΤΜΕ θα μπορούσε να είναι προβληματική εξαιτίας της ακαμψίας τέτοιων ρυθμίσεων. Για παράδειγμα μια δημόσια επιχείρηση που αδυνατεί να αναδιοργανώσει τις υποχρεώσεις της είναι πιθανόν να απαιτήσει κυβερνητική κάλυψη. Έτσι σε ενδεχόμενη πτώχευση της επιχείρησης, το κράτος θα ανακτήσει μικρότερο μέρος του κεφαλαίου καθώς δεν μπορεί να μην αποπληρώσει τους κατόχους των ομολογιών.

Δανεισμός μέσω τιτλοποίησης και ιδιωτικοποίηση

ΤΜΕ μπορούν να παρομοιαστούν με ιδιωτικοποίηση και το ερώτημα που τίθεται είναι: εάν η ιδιωτικοποίηση είναι καλή γιατί δεν ισχύει το ίδιο και για την ΤΜΕ;

- ο ΤΜΕ υπολείπονται της ιδιωτικοποίησης. ΤΜΕ δεν περιλαμβάνουν τυπικά την μεταφορά του λειτουργικού ελέγχου της εταιρείας που παράγει τις μελλοντικές εισπράξεις στον ιδιωτικό τομέα. Εάν δεν έχει τον έλεγχο αυτά τα οφέλη από την ιδιωτικοποίηση είναι απίθανο να πραγματοποιηθούν
- ο ΤΜΕ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποφευχθούν νομικοί περιορισμοί από την ιδιωτικοποίηση.

Στην ουσία ο δανεισμός ΤΜΕ από δημόσιες επιχειρήσεις θα μπορούσε να εμποδίσει την ιδιωτικοποίηση τους. Περιορίζουν τις ζημιογόνες δραστηριότητες και καθυστερούν την ιδιωτικοποίηση γιατί με αυτόν τον τρόπο τους παρέχεται χρηματοδότηση που τις ανακουφίζει από περιοριστικούς κανόνες χρηματοδότησης. Επιπλέον δημόσιες επιχειρήσεις με υπερβολικά τιτλοποιημένες υποχρεώσεις μπορεί να γίνουν λιγότερο ελκυστικές στους διεθνείς επενδυτές.

Συμπέρασμα. ΤΜΕ είναι πιθανόν να σχεδιασθούν για να λειτουργήσουν σαν έμμεσος τρόπος ιδιωτικοποίησης, αλλά είναι αμφίβολο εάν τα πλήρη αναμενόμενα οφέλη της θα υλοποιηθούν. Υπάρχει πιθανότητα επίσης να εμποδίσουν ενδεχόμενη ολοκληρωτική τους πώληση.

Μέγεθος του τιτλοποιημένου χρέους

Το μέγεθος του τιτλοποιημένου χρέους σε σχέση με το συνολικό χρέος της χώρας συνήθως επηρεάζει την δριμύτητα των προβλημάτων που έχουν αναφερθεί παραπάνω.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) έχει γενικά αντίθετη γνώμη ως προς τη χρησιμοποίηση ΤΜΕ δομών (ιδιαίτερα για την δημοσιονομική χρηματοδότηση). Εντούτοις το IMF έχει εξετάσει την κάθε περίπτωση ξεχωριστά, λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες χρηματοδότησης, την πρόσβαση της χώρας στην αγορά, την μελλοντική εξυπηρέτηση χρέους που περιλαμβάνει και την ικανότητα αποπληρωμής του IMF. Επιπροσθέτως υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός προγραμμάτων και διαδικαστικών θεμάτων που θα πρέπει να τροφοδοτηθεί η υπηρεσία που θα εξετάσει και θα εγκρίνει το ΤΜΕ.

Όταν ο δανεισμός μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων θέτει συγκεκριμένα μακροοικονομική απειλή ΤΜΕ ή αυξάνει την ανησυχία για την ικανότητα αποπληρωμής κάποιου μέλους του ΔΝΤ, θα πρέπει να δίνονται ξεχωριστά όρια για έκδοση τέτοιων ομολόγων (BOX 3).

BOX 3.

Συμβουλές του International Monetary Fund για κρατικές και δημόσιες επιχειρήσεις σε επιλεγμένες χώρες

Ζαμπια 1985. Σε συζητήσεις για κάποιο πρόγραμμα που η Ζαμπια είχε υπεράριθμες οικονομικές οφειλές στο IMF, οι αρχές πρότειναν να αντλήσουν ρευστότητα μέσω δανεισμού με εξασφάλιση τις μελλοντικές απολαβές από εξαγωγές χαλκού. Η ομάδα εργασίας εξήγησε ότι αυτό δεν ήταν σύμφωνο με το πρόγραμμα και οι αρχές αποφάσισαν να μην ολοκληρώσουν το δάνειο.

Μεξικό 1995. Τον Φεβρουάριο του 1995, το Μεξικό συμφώνησε με την αμερικάνικη κυβέρνηση να δανεισθεί 20δισ \$ ως ένα μέτρο για να υπερπηδήσει την κρίση του Peso. Νωρίτερα το IMF ενέκρινε ένα SBA για το ποσό των 17,8δισ \$. Η συμφωνία ήταν τα έσοδα από τις εξαγωγές πετρελαίου θα διοχετεύονταν σε λογαριασμό της FED στην Νέα Υόρκη για την αποπληρωμή του χρέους του κράτους του Μεξικό στις ΗΠΑ. Αυτή η ρύθμιση δεν καταψηφίστηκε από το IMF γιατί 1) η χρηματοδότηση ήταν ουσιαστική για την επιτυχία του προγράμματος και δεν θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί χωρίς να συμπεριληφθεί η συγκεκριμένη συμφωνία. 2) η χρηματοδότηση αφορούσε χώρα μέλους του IMF και όχι από τον ιδιωτικό τομέα και 3) η συμφωνία δεν περιέλαμβανε την αμετάκλητη ανάθεση των εσόδων από τις εξαγωγές σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV).

PEMEX 1999. Η δημόσια επιχείρηση πετρελαίου και αερίου του Μεξικό εξέδωσε 1,5δισ \$ ομόλογα με εξασφάλιση από μελλοντικά έσοδα πετρελαίου τον Ιούλιο του 1999, αμέσως μετά την έναρξη του SBA προγράμματος. Ήταν η δεύτερη έκδοση με πρώτη την έκδοση ενός ποσού 2,5δισ \$ στο τέλος του 1998 και αρχές του 1999.

- 1) το ποσό της έκδοσης ήταν μερικών συσχετισμένο με το συνολικό εξωτερικό χρέος, λιγότερο από το 5% και δεν επέδρασε στην ικανότητα ευελιξίας των υπηρεσιών του χρέους και
- 2) έγινε αντιληπτό ότι η αύξηση των πόρων θα χρησιμοποιούνταν από την PEMEX για να χρηματοδοτήσουν το πρόγραμμα.

Εκουαδορ 2000. Σε διαπραγματεύσεις τον Απρίλιο του 2000 οι αρχές πρότειναν να αντλήσουν κεφάλαια από τον ιδιωτικό τομέα εκδίδοντας ομολογίες με εξασφάλιση από μελλοντικά έσοδα από εξαγωγές πετρελαίου. Το IMF εξήγησε ότι κάθε τιτλοποιημένος δανεισμός δεν θα προσμετρούσε στον στόχο για χρηματοδότηση του νέου ιδιωτικού τομέα και η θέση τους αποτυπώθηκε στην έκδοση του memorandum της οικονομικής πολιτικής.

Οι αρχές δεν προχώρησαν στον δανεισμό μέχρι να αλλάξει γνώμη το ΔΝΤ.

Τον Δεκέμβριο του 2002 η κυβέρνηση ανακοίνωσε δανεισμό 245εκ \$ με τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων από πώληση πετρελαίου. Ο συνδυασμός της θέσης του IMF και της αρνητικής αντίδρασης της αγοράς ανάγκασε τις αρχές να μην προβούν στο δανεισμό.

Αργεντινή 2002. Τον Απρίλιο του 2002 ενημερωτικό φυλλάδιο για πιθανό SBA περιελάμβανε την ακόλουθη ανακοίνωση. «απαγορεύεται στις επαρχίες να χρησιμοποιούν τις δεσμεύσεις σαν εγγύηση»

Λίβανος 2002. Το 2002, οι αρχές σκέφθηκαν να τιτλοποιήσουν μέσω SPV τα έσοδα από τις εισαγωγές καπνού καθώς και τα έσοδα από την κινητή τηλεφωνία μετά την ιδιωτικοποίηση. Το ΔΝΤ παρατήρησε ότι ενώ αυτή η πολιτική θα ανακούφιζε την ρευστότητα θα είχε αρνητική επίπτωση και στον

δημοσιονομικό δανεισμό και στο κόστος δανεισμού της κυβέρνησης. Οι αρχές ενθαρρύνθηκαν να επανεξετάσουν το θέμα. Καμιά συναλλαγή δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμα και οι αρχές είχαν δείξει ότι θα προχωρούσαν μόνο κάτω από προσεκτική διερεύνηση.

Συμπέρασμα

Τα ζητήματα που θίγονται παραπάνω εξηγούν γιατί το IMF έχει βασικά αρνητική άποψη για την χρήση των TME, ειδικά όταν χρησιμοποιούνται για χρηματοδότηση του προϋπολογισμού.

Πιθανά προβλήματα που συνδέονται με τον δανεισμό μέσω TME περιλαμβάνουν:

- πιθανή παραβίαση των negative pledge clauses (ρήτρες)
- περιορισμοί στην ευελιξία της διαχείρισης του χρέους
- πιθανή αύξηση του κόστους χρηματοδότησης στο μέλλον (και ίσως του τρέχοντος)
- υπερβάλλουσα δαπάνη χρηματοδότησης και πιθανή διάβρωση της σταθερότητας και της μελλοντικής ευελιξίας της φορολογικής πολιτικής –και σε μερικές περιπτώσεις της πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας
- αδιαφάνεια στην δανειοδότηση
- πιθανά εμπόδια στην ιδιωτικοποίηση των δημόσιων επιχειρήσεων

Σε μερικές περιπτώσεις, η TME θα μπορούσε να ενεργήσει σαν γέφυρα για την πρόσβαση στην χρηματοδότηση από το εξωτερικό, παρέχοντας κατά συνέπεια μια ανάσα που θα επιτρέψει την δημιουργία πολιτικής, την ανάκτηση της εμπιστοσύνης και της σταθερότητας μεσοπρόθεσμα.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν όλους τους παράγοντες θα λέγαμε ότι υπάρχει μια αρνητική εκτίμηση για τον δανεισμό μέσω τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων. Παρ' όλα αυτά το ΔΝΤ συνεχίζει να εξετάζει τις περιπτώσεις κάθε μια ξεχωριστά λαμβάνοντας υπ' όψιν τις παραπάνω ανησυχίες, το μέγεθος του δανεισμού, τις ανάγκες χρηματοδότησης, τις εκτιμήσεις πρόσβασης στην αγορά, την μελλοντική συμπεριφορά απέναντι στο χρέος συμπεριλαμβάνοντας την ικανότητα αποπληρωμής στο ΔΝΤ. Για τις περιπτώσεις επιτήρησης, απαιτείται περισσότερη προσοχή στην συλλογή πληροφοριών.¹⁸

¹⁸ IMF Paper, June 11, 2003

Οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν την τιτλοποίηση γιατί :

- με αυτό τον τρόπο μειώνουν το συνολικό κόστος δανεισμού και έτσι έχουν την δυνατότητα να αυξήσουν το δανεισμό τους και να ανακτήσουν την πρόσβαση στην αγορά.
- επιμηκύνουν το duration του χρέους και βελτιώνουν την εικόνα των λήξεων.
- βελτιώνουν τους δημοσιονομικούς ή εξωτερικούς λογαριασμούς με τέτοιο τρόπο που να μοιάζουν τεχνικά υγιέστεροι¹⁹.

Οι επενδυτές απολαμβάνουν έτσι ικανοποιητικές αποδόσεις, μετέχουν σε επενδύσεις με υψηλή ρευστότητα και με μικρή μεταβλητότητα των τιμών.

ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΛΑΜΒΑΝΕΙ Ο ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Η τιτλοποίηση σχετικά με τις μελλοντικές ροές που δεν συνδέονται με προυπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να θεωρείται δημόσιος δανεισμός.

Η παροχή εγγυήσεων από το δημόσιο τομέα σε φορείς ειδικής χρήσης ή σε άλλο στοιχείο συνεπάγεται ατελή μεταβίβαση κινδύνου και αποτελεί απόδειξη ότι δεν πρόκειται για πραγματική ανταλλαγή κατοχής περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς στην περίπτωση τιτλοποίησης συναλλαγής με φορέα ειδικής χρήσης συνεπάγεται η ανακατάταξη του οχήματος ειδικής χρήσης στα πλαίσια του δημόσιου τομέα ή η καταχώριση σιωπηρού δανείου από τον φορέα ειδικής χρήσης προς το δημόσιο τομέα.

Κάθε φορά που η σύμβαση τιτλοποίησης περιλαμβάνει, εκτός από την αρχική πληρωμή από το όχημα ειδικής χρήσης προς το δημόσιο τομέα, ρήτρα σχετικά με πρόσθετες μελλοντικές πληρωμές (τιμή αγοράς με ευκολίες) από τον Φορέα ειδικής χρήσης, εφαρμόζονται ειδικές διατάξεις.

Ειδικότερα, κάθε φορά που η διαφορά μεταξύ της αρχικής πληρωμής και της παρατηρούμενης τιμής της αγοράς ή της εκτιμώμενης τιμής που βασίζεται στην αγορά είναι μεγαλύτερη από 15%, η συναλλαγή πρέπει να θεωρείται ως δημόσιος δανεισμός.

Η αξία της αρχικής συναλλαγής πρέπει να καταχωρείται σαν ποσό σε μετρητά που πραγματικά καταβλήθηκε από τον Φορέα ειδικής χρήσης προς το δημόσιο τομέα. Πιθανές πρόσθετες πληρωμές είναι δυνατόν να έχουν αντίκτυπο στις καθαρές ανάγκες λήψης/χορήγησης δανείων σε περίπτωση πωλήσεων μη χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων μόνο κατά τη στιγμή που πραγματοποιούνται οι πωλήσεις αυτές.

Το βασικό όφελος της τιτλοποίησης είναι ότι οι τίτλοι που προκύπτουν είναι αρτιότερης ασφάλειας από τους τίτλους που θα εξέδιδε απ' ευθείας ο οργανισμός που τιτλοποιεί και συνεπώς οι σχετικοί τόκοι είναι χαμηλότεροι. Αυτό επιτυγχάνεται γιατί η επικινδυνότητα της απόδοσης των συγκεκριμένων στοιχείων μπορεί να αναλυθεί, καθώς επίσης να γίνουν και σενάρια για τις

¹⁹ "A Primer on Securitization (2000), Leon Kendall and Michael Fishman

αποδόσεις τους. Το ελάχιστο μέγεθος των αποδόσεων το οποίο θα είναι σχεδόν βέβαιο ακόμη και στα πιο απαισιόδοξα σενάρια, είναι εκείνο που θα ορίσει το συνολικό αντίκρισμα των τίτλων υψηλής ασφάλειας –χαμηλού τόκου (AAA όπως ορίζεται από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης) που θα εκδώσει η εταιρεία ειδικού σκοπού.

Επιπλέον, η τιτλοποίηση μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη διαχείριση καθώς για την διεκπεραίωσή της είναι απαραίτητο να καταγραφούν και να προδιαγραφούν οι μέθοδοι της διαχείρισης και της συλλογής των εσόδων που προκύπτουν από αυτά. Επιβάλλεται δε αυστηρή παρακολούθηση της εφαρμογής και της τακτικής επίβλεψης της αποτελεσματικότητας αυτών των μεθόδων.

Η τιτλοποίηση επίσης, όπως έχει υλοποιηθεί ως τώρα, δεν διαφοροποιείται σημαντικά από τον συμβατικό δανεισμό στο κατά πόσο βασίζεται σε μελλοντικά έσοδα για την αποπληρωμή των σχετικών τίτλων. Η μόνη διαφορά επί της ουσίας είναι πως βασίζεται σε συγκεκριμένα έσοδα τα οποία ο οργανισμός που τιτλοποιεί έχει την υποχρέωση να διοχετεύσει στην εξυπηρέτηση των ομολόγων που προκύπτουν από την τιτλοποίηση. Όταν όμως έχουν καλυφθεί τα ποσά που είναι απαραίτητα για την εξυπηρέτηση των ομολόγων, τα επιπλέον τιτλοποιημένα έσοδα αναδιοχετεύονται στον αρχικό φορέα, όπως π.χ. στο ελληνικό κράτος και είναι στη διάθεσή του για να καλύψει ανάγκες που έχει.

Συμπληρωματικά, τα πλεονεκτήματα μιας τιτλοποίησης μπορεί να περιλαμβάνουν και την πρόσβαση σε νέα επενδυτικά κεφάλαια καθώς κάποιοι επενδυτικοί οίκοι επενδύουν μόνο σε υψηλής ασφάλειας ομόλογα, AAA, ενώ το χρέος της Ελλάδας έχει δείκτη ασφάλειας A.

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης είναι η μη επιβάρυνση του ισολογισμού του οργανισμού που τιτλοποιεί, στην συγκεκριμένη περίπτωση της Ελλάδας, ως ίδιον χρέος. Αυτός ο αποχαρακτηρισμός των τίτλων από ελληνικό χρέος ήταν και η αιτία που η τιτλοποίηση θεωρήθηκε δημιουργική λογιστική, ένα τέχνασμα ώστε η κυβέρνηση να δανεισθεί κεφάλαια, χωρίς να καταγράψει χρέος στον ισολογισμό και παράλληλα να καταγράψει πώληση στοιχείων, άρα έσοδα που επιτυγχάνουν την πολυπόθητη μείωση του δημοσίου ελλείμματος.

Ο δανεισμός με εγγύηση είναι πιθανόν να αναδομήσει τη μελλοντική δημόσια ευκαμψία και να οδηγήσει σε ανεπαρκή διαχείριση διαθεσίμων.

Η τιτλοποίηση είναι πιθανόν να μην είναι το κατάλληλο εργαλείο αν υπάρχει αμφιβολία για την αδυναμία του δημόσιου χρέους και αν χρησιμοποιείται για να καθυστερήσει αναγκαίες διαρθρωτικές κινήσεις.

Μέρος 3^ο

EUROSTAT

Πλέον, όμως η τιτλοποίηση έχει αναγνωρισθεί ως χρηματοοικονομικό προϊόν και οι κανόνες χρήσης της και λογιστικής αντιμετώπισης της έχουν καταγραφεί τόσο για τον ιδιωτικό όσο και για τον δημόσιο τομέα.

Η Eurostat, η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία, εξέδωσε απόφαση το 2002 και οδηγίες το 2003 για το κατά πόσο και κάτω από ποιους όρους μπορεί μια τιτλοποίηση να χαρακτηριστεί ως κρατικό χρέος ή όχι. Οι κανόνες αυτοί τέθηκαν από τη Eurostat αποσκοπώντας σε μια ελεγχόμενη χρήση της τιτλοποίησης από τις κυβερνήσεις.

Η κάθε χώρα συμφωνεί εκ των προτέρων με την Eurostat για την τιτλοποίηση ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων και η συμφωνία αυτή λειτουργεί ως ένδειξη μη παρέκκλισης και βοηθά στο να αποφευχθεί η παρερμηνεία αυτών των κανόνων που σίγουρα θα θέτει την όποια τιτλοποίηση σε κίνδυνο επαναπροσδιορισμού της ως κρατικού χρέους. Αυτός ο επαναπροσδιορισμός θα σήμαινε ότι θα ήταν ανώφελα και το έργο και οι αμοιβές που αποδίδονται για μια διαδικασία όπως η τιτλοποίηση.

Εφόσον όμως η ερμηνεία και εφαρμογή αυτών των κανόνων είναι σωστή, η Ελλάδα ως κράτος έχει ποικιλία και πληθώρα στοιχείων ενεργητικού που μπορούν να τιτλοποιηθούν ενισχύοντας έτσι μια επιτυχημένη δημοσιονομική πολιτική.

Κανόνες της Eurostat για τις τιτλοποιήσεις του δημοσίου χρέους

Η Eurostat εστίασε την προσοχή της στην ουσία της τιτλοποίησης. Συγκεκριμένα, θέτει το ερώτημα του ποιος αναλαμβάνει τον μεγαλύτερο κίνδυνο της μη απόδοσης των τιτλοποιημένων στοιχείων και συνεπώς έχει την ευθύνη της πλήρους και έγκαιρης πληρωμής των εν λόγω τίτλων.

Τα βασικά κριτήρια που η Eurostat χρησιμοποιεί για την κατηγοριοποίηση μιας τιτλοποίησης ως κρατικού χρέους είναι :

- Το SPV θα πρέπει να είναι μια θεσμική μονάδα που
 - Θα έχει αυτονομία στις αποφάσεις και
 - Διαφορετικούς λογαριασμούς από αυτούς της κυβέρνησης
- Η ύπαρξη εγγυήσεων προς τους κατόχους των τίτλων απ' ευθείας από το κράτος. Εάν, σύμφωνα με τα κριτήρια, ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι επενδυτές είναι μικρός ή και ανύπαρκτος σε περίπτωση εγγυήσεων του ελληνικού κράτους, οι τίτλοι που προκύπτουν θεωρούνται δημόσιο χρέος και δεν υπάρχει κανένα θετικό έσοδο για τον κρατικό ισολογισμό.
- Η τιτλοποίηση των μελλοντικών εσόδων που δεν συνδέεται με προϋπάρχουσες απαιτήσεις θα πρέπει να αντιμετωπίζεται σαν κυβερνητικός δανεισμός

- Η πώληση των στοιχείων σε αρχική τιμή χαμηλότερη του 85% της πραγματικής αξίας τους. Επειδή τα τιτλοποιούμενα στοιχεία, ιδιαίτερα όταν είναι κρατικά, δεν διαπραγματεύονται στην αγορά ώστε να είναι εύκολη η εκτίμηση της αξίας τους, η Eurostat ορίζει ο υπολογισμός της αξίας των στοιχείων αυτών να γίνεται από ανεξάρτητο οίκο. Επίσης, η Eurostat απαγορεύει τιτλοποίηση/ προείσπραξη μελλοντικών εσόδων, εφόσον δεν είναι καταγεγραμμένα ήδη στον ισολογισμό του κράτους, όπως για παράδειγμα θα είναι οι μελλοντικές ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις, που έχει παγιωθεί το απαιτητό ποσό.

Αυτοί είναι οι κανόνες που τέθηκαν από τη Eurostat²⁰ καθώς αναγνωρίστηκαν τα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης ως χρηματοοικονομικού προϊόντος, αλλά και αποσκοπώντας σε μια ελεγχόμενη χρήση της τιτλοποίησης από τις κυβερνήσεις. Η προσunenνόηση που κάνει χώρα με τη Eurostat για την τιτλοποίηση ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων λειτουργεί ως ένδειξη μη παρέκκλισης και βοηθά στο να αποφευχθεί η παρερμηνεία αυτών των κανόνων που σίγουρα θα θέτει την όποια τιτλοποίηση σε κίνδυνο επαναπροσδιορισμού της ως κρατικού χρέους. Και αυτό θα σήμαινε πως θα ήταν ανώφελα και το έργο και οι αμοιβές που αποδίδονται για μια διαδικασία όπως η τιτλοποίηση. Εφόσον όμως η ερμηνεία και εφαρμογή αυτών των κανόνων είναι σωστή, η Ελλάδα ως κράτος έχει ποικιλία και πληθώρα στοιχείων ενεργητικού που μπορούν να τιτλοποιηθούν ενισχύοντας έτσι μια επιτυχημένη δημοσιονομική πολιτική.

Παράλληλα η ετεροχρονισμένη πληρωμή θα πρέπει να εξαρτάται μόνο από την ικανότητα του ενυπόθηκου χαρτοφυλακίου να παράγει χρηματοοικονομικές εισροές υψηλότερες από αυτές που απαιτούνται για την αποπληρωμή των επενδυτών.

Η αξία της αρχικής πράξης θα πρέπει να καταγράφεται σαν πληρωμή μετρητών από το SPV στην κυβέρνηση. Πιθανές πρόσθετες πληρωμές πιθανόν να έχουν επίδραση στο net borrowing ή lending σε περίπτωση πώλησης μη χρηματοοικονομικών απαιτήσεων την στιγμή που λαμβάνει χώρα.

Παράλληλα σύμφωνα με τους κανόνες της Eurostat τα έσοδα από τιτλοποίηση μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για τη μείωση του ελλείμματος (σε περίπτωση πώλησης μη χρηματοοικονομικών στοιχείων).

Η απόφαση της Eurostat εναντίον της Ιταλίας τον Ιούλιο του 2002 έδινε ιδιαίτερη προσοχή στις δραστηριότητες της κυβέρνησης σχετικά με το θέμα της τιτλοποίησης.

Το Ιταλικό Υπουργείο Οικονομικών και Οικονομίας πούλησε μια δεδομένη ομάδα ακίνητων ιδιοκτησιών σε μια ανεξάρτητη ιδιωτική εταιρεία που δημιουργήθηκε ειδικά για αυτό τον σκοπό, την Societa Cartolarizzazione Immobili Pubblici (SCIP), της οποίας τα κεφάλαια ήταν Ολλανδικών συμφερόντων. Η εταιρεία ήταν εξουσιοδοτημένη να χρησιμοποιήσει τις ακίνητες ιδιοκτησίες σαν εγγύηση για να εκδώσει ομόλογα (asset-backed

²⁰ Eurostat, 2002, News Release Nr 80, July 3, 2002

securities) για να τα διαθέσει στο ευρύ κοινό για λογαριασμό της και να πληρώσει την κυβέρνηση. Η κυβέρνηση μετέφερε τις ιδιοκτησίες αυτές σε τιμή χαμηλότερη από αυτή της αγοράς για να εξασφαλίσει υψηλότερη αξιολόγηση για την συγκεκριμένη έκδοση των ομολόγων (60% της αξίας τους).

Η SCIP ήταν μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης. Οι ιδιοκτησίες των ακινήτων που πουλήθηκαν στο SCIP ήταν αξίας 3,7δισ€ (εκτιμήθηκαν από ανεξάρτητο εκτιμητή). Το SCIP εξέδωσε ομολογίες αξίας 2,2δισ€ που μεταφέρθηκαν στην κυβέρνηση. Στην αρχή η κυβέρνηση κράτησε στον ισολογισμό της την αναμενόμενη αξία της πώλησης των τίτλων ιδιοκτησίας σαν αρνητικό στοιχείο εξόδων. Η προοπτική ότι η SCIP θα μπορούσε να μεταπωλήσει την εγγύηση σε υψηλότερη τιμή είναι ισοδύναμη με την ασφάλεια που παρέχει στον ομολογιούχο έναντι κινδύνου πτώχευσης, ενισχύοντας κατά συνέπεια την ελκυστικότητα για τους αγοραστές των ομολόγων αλλά και την πιθανότητα εξασφάλισης υψηλότερης αξιολόγησης.

Πράγματι τα ομόλογα που εκδόθηκαν από την SCIP αξιολογήθηκαν με AAA. Η πώληση αυτών των τίτλων ιδιοκτησίας θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί νόμιμα με σκοπό την εκπλήρωση των στόχων του ελλείμματος που συμφωνήθηκαν με την ΕΕ στο πλαίσιο του Προγράμματος Σταθερότητας.

Παρόμοιες πράξεις τιτλοποίησης χρησιμοποιήθηκαν και για την έκδοση ομολόγων με εγγύηση μελλοντικά έσοδα από λαχειοφόρους κρατικές αγορές.

Η Eurostat ήταν αντίθετη σε αυτή την έκδοση καθώς ο συνολικός κίνδυνος όπως και οι απολαβές (και επομένως και η ιδιοκτησία) δεν μεταφέρθηκαν στην εταιρεία ειδικού σκοπού που συστήθηκε για την συγκεκριμένη έκδοση.

Στον καθορισμό του κατώτερου ορίου, η Eurostat έχει ορίσει ότι «όποτε η διαφορά μεταξύ της αρχικής πληρωμής και της παρατηρηθείσας τιμής αγοράς είναι υψηλότερη κατά 15%, η συναλλαγή θα αντιμετωπίζεται σαν κυβερνητικός δανεισμός». Σαν αποτέλεσμα αυτού, τα ομόλογα που εκδόθηκαν από την SCIP πρέπει να μετρηθούν σαν δημόσιο χρέος και η πώληση των ιδιοκτησιών να καταγραφεί στον προϋπολογισμό της χρονιάς που πραγματοποιείται. Με άλλα λόγια οι συναλλαγές που μπορούν να συμπεριλάβουν την διάθεση των assets ή την πώληση μελλοντικών εσόδων αντιπροσωπεύουν πράξεις ενεργητικού/παθητικού παρά εσόδων/εξόδων. Κατά συνέπεια, τα έσοδα που λαμβάνει η κυβέρνηση δεν έχουν επιπτώσεις στην καθαρή του αξία. (αφού η τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων δεν είναι κυβερνητικό έσοδο δεν έχει επίπτωση στο net operating balance).

Η κυβέρνηση is not better off εάν πουλήσει τα μελλοντικά έσοδα από φόρους, μελλοντικά έσοδα από τόκους, αποπληρωμές δανείων που κατέχει η κυβέρνηση ή μελλοντικά έσοδα από πετρέλαιο.

Παρά τους όρους της Eurostat, γενικά η τιτλοποίηση και ο δανεισμός μέσω εγγυήσεων δεν είναι αποδεκτός από τα γενικά λογιστικά πρότυπα.

Στα λογιστικά πρότυπα για οικονομικές πράξεις (αποκαλούμενο IAS 39) που εκδόθηκε από τον International Accounting Standards Board (IASB) το 1998 και τροποποιήθηκε τον Οκτώβριο του 2000, αυτές οι πράξεις αντιμετωπίστηκαν κάτω από την αποστέρηση οικονομικών απαιτήσεων. Εντούτοις, δεδομένου ότι πολλά ζητήματα παραμένουν άλυτα, το IASB εξέδωσε ένα σχέδιο έκθεσης (exposure draft) για να καταγράψει τις δυσκολίες στην ερμηνεία και την εφαρμογή των προτύπων. Το βασικό ζήτημα παραμένει

ο καθορισμός της αληθινής πώλησης που θα υπονοούσε την μεταφορά των απαιτήσεων εκτός ισολογισμού. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης τα πρότυπα που υιοθετούνται βασίζονται λειτουργικά στην έννοια της μεταφοράς του ελέγχου σαν «πληρεξούσιο» για την μεταφορά του κινδύνου και του οφέλους που απορρέει από αυτά.

Οι νέοι καθορισμοί στα πρότυπα εστιάζουν τώρα στο ότι δεν θα πρέπει να συνεχισθεί η συμμετοχή του originator στο SPV. Όσον αφορά την ενσωμάτωση του SPV η ερμηνεία του IASC Standing Interpretations Committee (επίσης γνωστό σαν SIC-12) δηλώνει ότι το SPV θα πρέπει να ενσωματωθεί όταν η σχέση στην ουσία με την εταιρεία δείχνει ότι η εταιρεία είναι de facto ελεγχόμενη από το SPV, ανεξάρτητα από το μερίδιο συμμετοχής.

Το SIC-12 προσδιορίζει τέσσερα κριτήρια για να ενσωματωθεί ένα SPV:

- το SPV είναι δομημένο έτσι ώστε οι διαδικασίες να αποφασίζονται από τον originator
- ο originator διατηρεί το δικαίωμα του ελέγχου των αποφάσεων στο SPV
- ο originator διατηρεί το μεγαλύτερο μερίδιο των οφελών και
- ο originator αναλαμβάνει τον υπόλοιπο κίνδυνο (residual risk) του SPV.

Παρά τις λογιστικές αβεβαιότητες, είναι σαφές ότι η απόφαση της Eurostat έχει επηρεασθεί από τις λογιστικές πρακτικές που επικρατούν στον ιδιωτικό τομέα. Η απόφαση που είναι σύμφωνη με την ESA 95 δηλώνει ότι «σε περιπτώσεις που η αρχική πληρωμή (τιμή πώλησης) είναι ξεκάθαρα χαμηλότερη της παρατηρούμενης τιμής αγοράς ή μιας τιμής βασισμένη στην τιμή αγοράς που υπολογίζεται από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες, αυτό θεωρείται ότι ο αγοραστής της απαίτησης δεν φέρει κανέναν είδους πραγματικό κίνδυνο και ότι η συγκεκριμένη πράξη είναι πολύ κοντά στον δανεισμό». Επίσης η ύπαρξη κυβερνητικής εγγύησης «είναι στοιχεία ότι καμιά αληθινή πώληση δεν έχει πραγματοποιηθεί και ότι η κυβέρνηση έχει κρατήσει την ιδιοκτησία των απαιτήσεων με την έννοια των εθνικών λογαριασμών». Η Eurostat σημειώνει επίσης την ανάγκη να ενσωματωθεί η Εταιρεία Ειδικού Σκόπου (SPV) με την δημόσια διοίκηση, σύμφωνα με την SIC-12. (**Eurostat 2002:** «Η μονάδα αυτή δεν έχει κανένα έλεγχο στην παραγωγή των ροών αντίθετα με την περίπτωση που έχει την πλήρη ιδιοκτησία των απαιτήσεων. Στους εθνικούς λογαριασμούς, αυτές οι ρυθμίσεις πρόκειται να θεωρηθούν σαν κυβερνητικός δανεισμός»²¹).

Μερικά παραδείγματα τιτλοποιήσεων που εγκρίθηκαν από τη Eurostat:

- ο Σουηδία : Framtiden
- ο Φιλανδία : Fennica
- ο Ιταλία : INPS
- ο Πορτογαλία: Explorer
- ο Βέλγιο: EVE, Belsca

²¹ Eurostat, 2002, News Release Nr 80, July 3, 2002

Η Eurostat προτίθεται να διασαφηνίσει το συντομότερο και για όλα τα κράτη μέλη τους κανόνες για τις τιτλοποιήσεις στο εγχειρίδιο ESA 95 σχετικά με το δημόσιο έλλειμμα και το δημόσιο χρέος.

Αυτό επιβάλλεται να γίνει εξαιτίας της διαφορετικής ερμηνείας που δίνει η κάθε χώρα των κανόνων που βρίσκονται σε ισχύ, ιδίως όσον αφορά την παροχή εγγυήσεων και τη μεταφορά από το δημόσιο των κινδύνων και των ωφελειών.

Θα πρέπει εδώ να αναφέρουμε το ότι τον Φεβρουάριο του 2006 η Eurostat έκανε αποδεκτό το αίτημα της Ελλάδας για την έκδοση τίτλων για χρέη του ελληνικού δημοσίου, την οποία και γνωστοποίησε στην Εθνική Στατιστική Υπηρεσία με επιστολή της. Το κείμενο της επιστολής έχει ως εξής:

«Σε πρώτη προσέγγιση, σύμφωνα με τους ισχύοντες κανονισμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η τιτλοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου καταγράφεται ως έσοδο του Προυπολογισμού. Τα αποτελέσματα της ομάδας εργασίας για τις τιτλοποιήσεις, η οποία συνεστήθη από τη Eurostat τον Οκτώβριο του 2005, είναι σε εξέλιξη».²²

Το γεγονός αυτό δείχνει ότι είναι θετικά διακείμενη απέναντι στην Ελλάδα στην προσπάθεια της να ξεπεράσει τις διαδικασίες του υπερβολικού ελλείμματος. Δημιουργείται όμως θέμα καθώς στο τελικό κείμενο του Προυπολογισμού δεν προβλέπονταν τιτλοποιήσεις ούτε για το 2005 ούτε για το 2006. Με αυτό τον τρόπο όποια έσοδα προκύψουν από τυχόν τιτλοποιήσεις θα συνυπολογισθούν στην χρήση του 2007.

Από κύκλους της Citigroup επιβεβαιώνεται η εντολή που έχουν λάβει για την ανάληψη έκδοσης τίτλων που θα κυμανθεί μεταξύ 1,5-2δισ €.

Υπενθυμίζεται ότι αρχικά ο κ. Γ. Αλογοσκούφης κατέθεσε το σχέδιο του προϋπολογισμού με πρόβλεψη για τιτλοποιήσεις ύψους 1,8δισ€ για το 2005 και 2δισ€ για το 2006. Στη συνέχεια σε διορθωμένο ενδιάμεσο κείμενο περιόρισε τις τιτλοποιήσεις στο 1,5δισ€ για το 2005 και στο τέλος τις αφαίρεσε τελείως από το 2006 όπως επίσης και από το τελικό κείμενο για το έτος 2005. Παράλληλα προέβλεπε άλλα μέτρα προσωρινού χαρακτήρα για το 2006, συνολικού ύψους 1,1δισ€

²² Πηγή: Εθνική Στατιστική Υπηρεσία

Μέρος 4^ο

Η τιτλοποίηση ανά τον κόσμο

Παρελθόν

Ιταλία

Καμμία άλλη κυβέρνηση στον κόσμο (73% of the government-related securitizations issued) δεν έχει χρησιμοποιήσει τόσο επιδέξια την τιτλοποίηση σαν έννοια της προείσπραξης των εσόδων του κράτους όσο η Ιταλία. Εξέδωσε ομολογίες εγγυημένες με τα μελλοντικά έσοδα από τον «lotto» για ποσό 3δισ € και εγγυημένες από τα ακίνητα για ποσό 2,3δισ €. Η απορρόφηση από τους επενδυτές ήταν εντυπωσιακή.

Η Ιταλική Κυβέρνηση στόχευε με αυτό τον τρόπο να χρηματοδοτήσει το έλλειμμα της.

Οι ιταλικές τράπεζες κατέχουν μεγάλο μέρος αυτών των εκδόσεων.

Δύο μέρη της έκδοσης με βαθμολόγηση AAA κυμαινόμενου επιτοκίου διατέθηκαν μέσω Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (SPV) κατά το έτος 2001. Οι ομολογίες με υποθήκη σε μελλοντικές εισροές ήταν εγγυημένες από ένα χαρτοφυλάκιο αξίας περίπου 5δισ €.

Ομολογίες καπνού από την πόλη της Νέας Υόρκης

Στις 23 Νοεμβρίου του 1998, 46 πολιτείες, η Ουάσιγκτον και διάφορες περιοχές των ΗΠΑ συμφώνησαν (MSA, master settlement agreement) με τις τέσσερις μεγαλύτερες βιομηχανίες καπνού των ΗΠΑ –Philip Morris Inc, R.J. Reynolds Tobacco Co., Brown & Williamson Tobacco Corp., and Lorillard Tobacco Co. Οι τέσσερις πολιτείες που δεν έλαβαν μέρος στην MSA προηγουμένως ρύθμισαν τις απαιτήσεις τους εναντίον των καπνοβιομηχανιών. Η MSA είναι μια συμφωνία που περιλαμβάνει ρύθμιση των απαιτήσεων για ιατρικά κόστη των πολιτειών εναντίον των καπνοβιομηχανιών με ανταπόδοση για τις πληρωμές που γίνονται και ενέργειες που λαμβάνονται.

Οι πληρωμές σύμφωνα με την MSA περιελάμβαναν πέντε κύριες πληρωμές κατά την διάρκεια του 2003 με ποσά μεταξύ 2,4δισ \$ και 2,7δισ \$ ανά έτος και ετήσιες πληρωμές που ξεκινούν από το 2000 και διαρκούν στο διηνεκές σε ποσά μεταξύ 4,5δισ\$ και 9,0δισ \$ ανά έτος.

Αυτές τις πληρωμές ήθελαν οι διάφορες πολιτείες να τιτλοποιήσουν.

Ομόλογα περίπου 19δισ \$ με υποθήκη μελλοντικές ρυθμιστικές πληρωμές των καπνοβιομηχανιών εκδόθηκαν από μερικές πολιτείες των ΗΠΑ και είχαν ένα αρκετά σημαντικό υψηλότερο επιτόκιο σε σύγκριση με παρεμφερή ομόλογα (6,5%-7% έναντι 5% συνήθως) κυρίως γιατί οι επενδυτές φοβούνταν ότι οι καπνοβιομηχανίες δεν θα ήταν σε θέση να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους σύμφωνα με την συμφωνία.

Εκτός από την πολιτεία της Νέας Υόρκης, τα νησιά Nassau και Westchester Counties επίσης τιτλοποίησαν τα έσοδα από την συμφωνία με τις καπνοβιομηχανίες.

Πορτογαλία

Τιτλοποίηση φορολογικών καθυστερούμενων από την κυβέρνηση της Πορτογαλίας (Securitization of tax arrears)

Η πώληση των φορολογικά καθυστερούμενων από την κυβέρνηση σε ένα ιδιωτικό οικονομικό όργανο καταγράφηκε σαν κυβερνητικό έσοδο το 2003, για ένα ποσό 1760εκ € (αντιστοιχούσε στο 1,7% του ΑΕΠ). Η Eurostat σκοπεύει να καθορίσει εάν οι όροι για τα καταγεγραμμένα φορολογικά καθυστερούμενα σαν κυβερνητικά εισοδήματα κατά το έτος 2003 έχουν εκπληρωθεί με την πάροδο του χρόνου στα πλαίσια του ESA 95, εγχειρίδιο για τους κανόνες τιτλοποίησης κυβερνητικού ελλείμματος και χρέους.

Σύμφωνα με το εγχειρίδιο ESA 95, για να θεωρηθεί η συναλλαγή ως πώληση, η αρχική καταβληθείσα τιμή δεν πρέπει να είναι χαμηλότερη από το 85% της «αληθινής» market price (ή fair value –«δίκαιη τιμή»), και εάν δεν υπάρχει οργανωμένη αγορά για να επιδείξει μια market price, η κατ'εκτίμηση market price για τον υπολογισμό θα πρέπει να συνάγεται από ανεξάρτητο σώμα από την κυβέρνηση.

Το ζήτημα της μεταφοράς του κινδύνου και των ανταμοιβών από την κυβέρνηση στο SPV (Όχημα Ειδικού Σκοπού) συζητήθηκε ευρέως κατά την διάρκεια των συναντήσεων. Όσον αφορά στην μεταφορά κινδύνων, οι πορτογαλικές στατιστικές υπηρεσίες ανέφεραν έναν υποβιβασμό της αξιολόγησης των ομολόγων που εκδόθηκαν από το ιδιωτικό οικονομικό όργανο στα πλαίσια της τιτλοποίησης των φορολογικών αξιώσεων, σαν σημείο ότι η μεταφορά του κινδύνου στους ιδιώτες επενδυτές είχε πραγματικά εμφανισθεί.

Ελλάδα

Στην Ελλάδα έχουν ήδη γίνει τέσσερις τιτλοποιήσεις που αφορούν εκδόσεις ομολόγων με εγγύηση μελλοντικά έσοδα.

Οι τιτλοποιήσεις αυτές έγιναν σε μια περίοδο όπου η λογιστική αντιμετώπιση της τιτλοποίησης δεν ήταν ήδη θεσμοθετημένη, αν και η χρήση της γινόταν ευρέως και από άλλα κράτη εκτός από την Ελλάδα, όπως π.χ. στην Ιταλία και σε μεγαλύτερη μάλιστα έκταση.

Είναι φαινόμενο της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος σήμερα, η σύλληψη και εφαρμογή πληθώρας χρηματοοικονομικών προϊόντων (όπως η τιτλοποίηση) να προηγείται χρονικά των κανόνων που διέπουν τη λογιστική αντιμετώπισή της. Σ' αυτό το χρονικό στάδιο που μεσολαβεί μεταξύ της υλοποίησης ενός νέου χρηματοοικονομικού προϊόντος και της επιβολής σχετικών κανόνων για την καταγραφή του είναι επόμενο να υπάρχουν πολλαπλές απόψεις για την κατηγοριοποίηση της συναλλαγής τόσο από τους

λογιστές όσο και από τους οίκους ορκωτών λογιστών που επικυρώνουν τη σχετική αντιμετώπιση.

Οι ελληνικές τιτλοποιήσεις είναι:

- Hellenic Securitization S.A.
- Ariadne S.A.
- Aiolos S.A.
- Atlas Securitization S.A.

Hellenic Securitization S.A. Έκδοση σε δύο μέρη (tranches), € 445εκ με κυμαινόμενο επιτόκιο, 18bp πάνω από το Euribor και λήξη το 2008 και € 295εκ με σταθερό επιτόκιο, 24bp πάνω από το Euribor λήξης το 2011. Η έκδοση πραγματοποιήθηκε μέσω της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (SPV) Hellenic Securitisation S.A. Τα χρεώγραφα εκδόθηκαν με κυμαινόμενο επιτόκιο. Η έκδοση αυτή πραγματοποιήθηκε κατά το έτος 2000, και έδωσε την δυνατότητα στην Ελλάδα να «τραβήξει» κεφάλαια από την διεθνή κεφαλαιαγορά, εκτός ισολογισμού, πριν την εισοδό της στην ΟΝΕ τον Ιανουάριου του 2001. Η προμήθεια που κατέβαλλε η ελληνική κυβέρνηση ήταν 2,6εκ €.

Ariadne S.A. έκδοση για 650εκ € λήξης 2013, με κυμαινόμενο επιτόκιο με εγγύηση τα μελλοντικά έσοδα από ΠΡΟΠΟ, ΛΟΤΤΟ, ΛΑΧΕΙΑ.

Aiolos S.A. Τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων από τέλη αεροδρομίου μέσω της εταιρείας ειδικού σκοπού Αίολος ΑΕ. ύψους 355εκ € λήξης 2019.

Atlas Securitization S.A. Έκδοση σε δύο μέρη με αξιολόγηση A2/A/A από τους οίκους αξιολόγησης Moody's, Standard and Poor's και Fitch με κυμαινόμενο επιτόκιο, με εγγύηση τα μελλοντικά έσοδα από το Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο, λήξης 31/01/2005 για ποσό 1δισ € και λήξης 31/01/2007 για ποσό 1δισ € με εξαμηνιαίο τοκομερίδιο που βασιζόταν στο εξάμηνο Euribor και πληρωμή πρώτου τοκομεριδίου στις 31/07/2002.

Η συνολική προμήθεια που κατέβαλλε η ελληνική κυβέρνηση για τις δύο εκδόσεις «Αίολος» και «Ατλας» ήταν ύψους 20,5εκ €.

Με βάση τις παραπάνω τιτλοποιήσεις το δημόσιο χρέος για το 2000 αυξήθηκε κατά 1,3δισ € και κατά 2,3δισ € για το έτος 2001. Συνολική αύξηση 3,7δισ € που αντιπροσωπεύει το 2,9% του ΑΕΠ.

Η Κομισιόν είχε διευκρινίσει τότε ότι δεν επρόκειτο να επηρεασθεί το ύψος του δημοσίου πλεονάσματος από τις τιτλοποιήσεις αυτές γιατί σύμφωνα με τα στοιχεία που είχε προσκομίσει η ελληνική κυβέρνηση τα μελλοντικά αυτά έσοδα δεν είχαν συμπεριληφθεί στα έσοδα του κράτους.

Για την έκδοση του Atlas Securitization s.a. δημιουργήθηκε Εταιρεία Ειδικού Σκοπού για να αγοράσει τις ροές από το τρίτο κοινοτικό πλαίσιο που θα απορροφούσε το Ελληνικό Δημόσιο. Τα χρεώγραφα θα διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου.

Για να προωθηθούν οι συγκεκριμένοι τίτλοι οι μεσολαβούντες πιστωτικοί οργανισμοί απαίτησαν και πήραν υπέρογκες προμήθειες. Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών, η προμήθεια των μεσαζόντων τραπεζών ήταν 0,75%. Είναι περίπου διπλάσια από την προμήθεια που πληρώνει το Δημόσιο για την προώθηση 12μηνων εντόκων γραμματίων και σχεδόν τετραπλάσια από αυτή που πληρώνει για τα 3μηνα και 6μηνα έντοκα.

Να σημειώσουμε εδώ την κριτική που άσκησε σε έκθεσή του το ΔΝΤ για τα μεγάλα έξοδα προμηθειών που πληρώνουμε για την προώθηση των τίτλων του δημοσίου.

Η Δομή

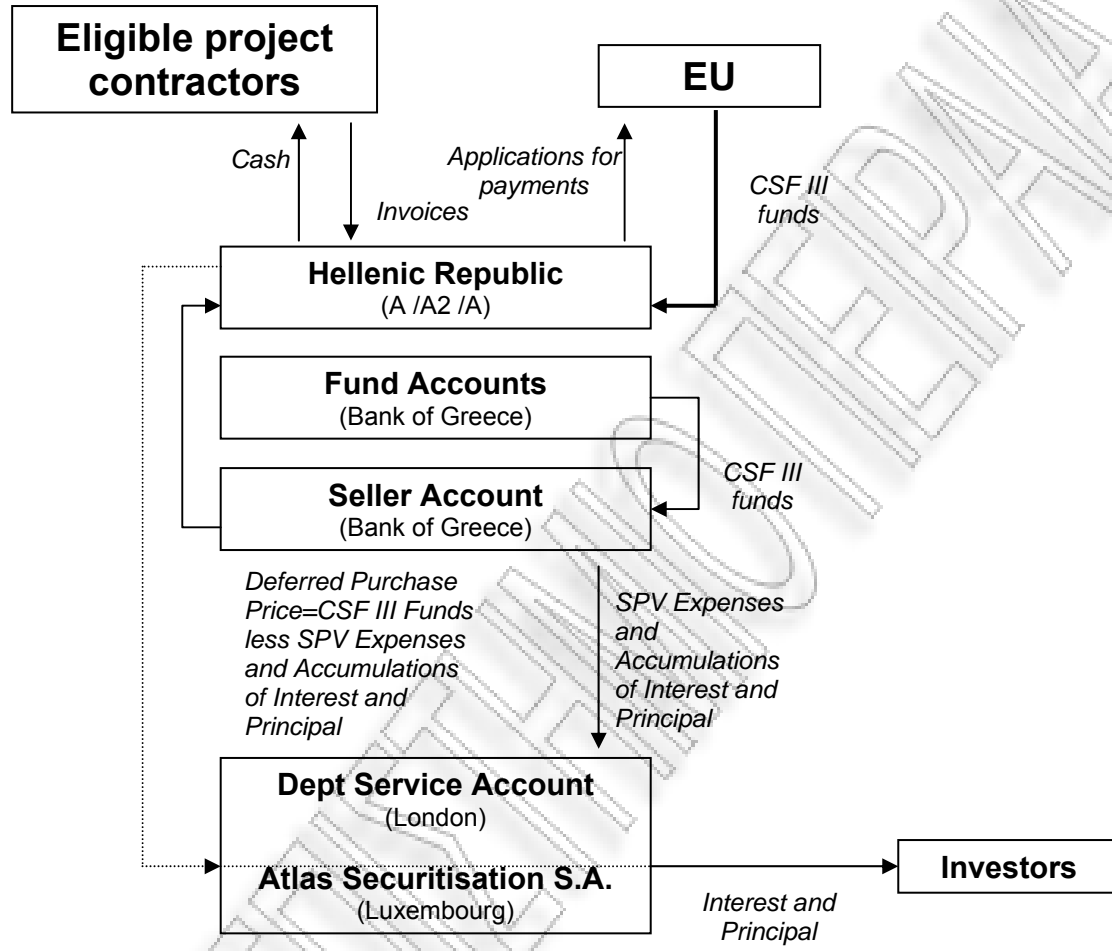
Κατά την ημερομηνία οριστικοποίησης της συμφωνίας (closing date) η ελληνική κυβέρνηση (the seller) πούλησε στην Atlas Securitisation S.A. (the issuer, εταιρεία ειδικού σκοπού) τις αναμενόμενες εισροές από το τρίτο κοινοτικό πλαίσιο της ευρωπαϊκής ένωσης.

Ο εκδότης θα χρηματοδοτούσε την αγορά εκδίδοντας χρεώγραφα με κυμαινόμενο επιτόκιο.

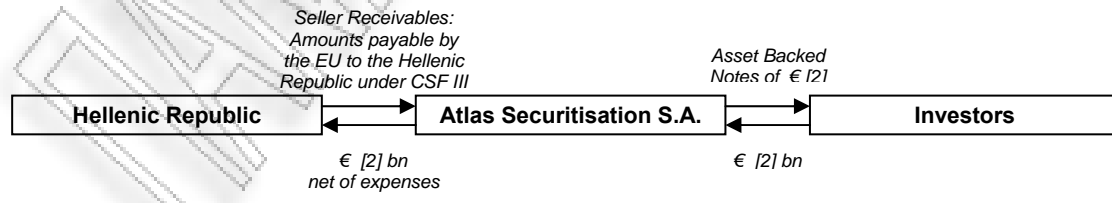
Οι εισροές θα πιστώνονταν σε ειδικά διαμορφωμένους λογαριασμούς στην Κεντρική Τράπεζα της Ελλάδας, όπως απαιτούσε το τρίτο κοινοτικό πλαίσιο (the fund accounts) και μετά θα μεταφέρονταν σε έναν απλό λογαριασμό με την Τράπεζα της Ελλάδας (the Seller's Account). Αυτοί οι δύο λογαριασμοί (fund accounts και seller's account) ονομάζονται «διαχωρισμένοι» λογαριασμοί σύμφωνα με τον ελληνικό νόμο περί τιτλοποίησης και για αυτό διαχωρίζονται από το ενεργητικό του πωλητή (seller). Τα κεφάλαια μεταφέρονται από τον λογαριασμό του Πωλητή στον λογαριασμό του Εκδότη, "debt service account" όταν είναι διαθέσιμα και μέχρι του ορίου που απαιτείται για την επόμενη πληρωμή χρέους συν τα έξοδα. Τα ποσά που υπερβαίνουν την υπηρεσία χρέους και τις πληρωμές εξόδων μεταφέρονται σε έναν λογαριασμό της ελληνικής κυβέρνησης που ονομάζεται «deferred purchase price».

Ο λογαριασμός αυτός είναι τοκοφόρος και χρησιμοποιείται το EONIA, το «ON offer rate» της διατραπεζικής αγοράς.

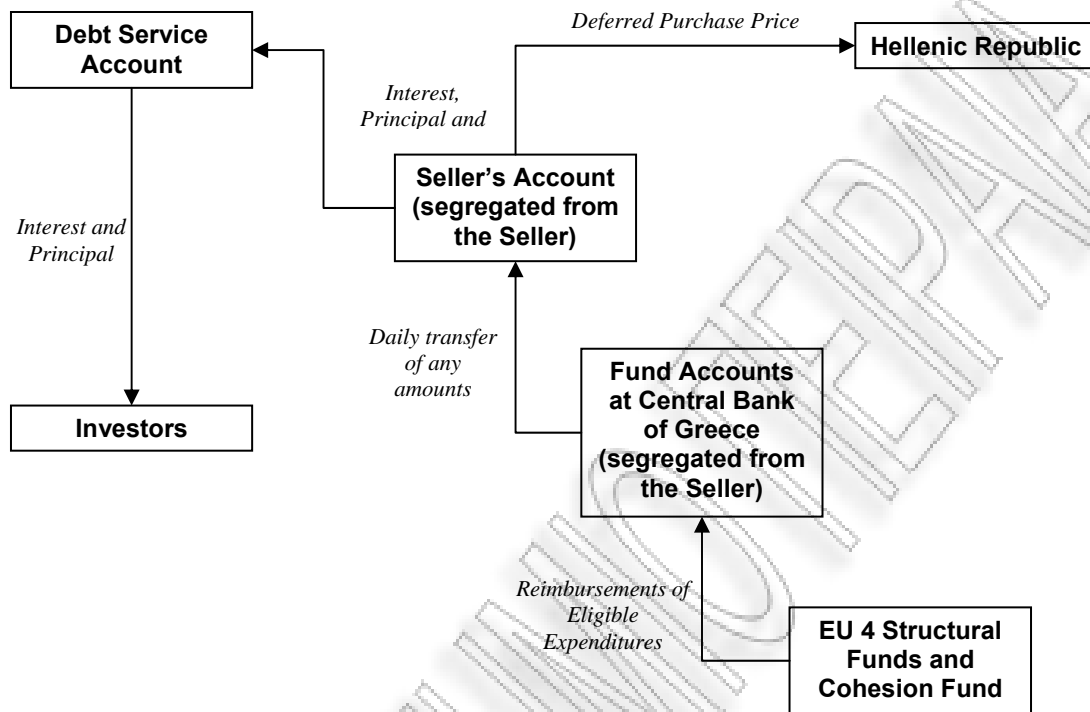
Σχηματική παράσταση της δομής



Cashflows at Closing



On-going Cashflows



23

²³ Πηγή: BNP Paribas, Deutsche Bank, EFG Eurobank Ergasias/EFG Finance και NBGI

Μέρος 5^ο

Οικονομική κατάσταση της Ελλάδας

Βασική προτεραιότητα της κυβέρνησης είναι η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας βελτιώνοντας ταυτόχρονα την ποιότητα των δημοσίων οικονομικών προκειμένου οι δημόσιες δαπάνες να κατευθύνονται σε πιο παραγωγικές χρήσεις. Αυτό θα επιτευχθεί με βελτιστοποίηση της λειτουργίας του δημόσιου τομέα και περιορισμό των συνολικών δαπανών ειδικά σε τομείς που δε προσφέρουν άμεσα στην ευημερία των πολιτών αλλά ούτε και ενισχύουν το παραγωγικό δυναμικό της χώρας.

Δεύτερη προτεραιότητα είναι η βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος με στόχο την ανάπτυξη της ιδιωτικής επιχειρηματικής πρωτοβουλίας. Αυτό προϋποθέτει σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον με προσαρμογή των δημοσιονομικών μεγεθών ταυτόχρονα με την εφαρμογή μιας σειράς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε βασικές αγορές αλλά και στη λειτουργία του δημόσιου τομέα.

Τέλος θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στην ενδυνάμωση της θέσης της Ελλάδας μέσα στην παγκόσμια αγορά. Η ελληνική οικονομία θα πρέπει να καταστεί πιο εξωστρεφής. Είναι σημαντικός κρίσιμος ρόλος των ξένων επενδύσεων για την υλοποίηση αυτής της στρατηγικής. Είναι αναγκαίο να προωθηθεί η ανάπτυξη εμπορικών σχέσεων της Ελλάδας με τον υπόλοιπο κόσμο.

Βασικοί στόχοι του νέου προϋπολογισμού είναι :

- η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το 3% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα αναμένεται να φθάσει το 4,4% έναντι 6,4% που ήταν το 2004. Η πτώση κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες κατά το 2005 ήταν σχετικά εύκολη καθώς δεν υπήρχαν οι δαπάνες για τους Ολυμπιακούς Αγώνες.
- ο περιορισμός του δημοσίου χρέους
- η αύξηση των εσόδων κατά 7,9% και
- η συγκράτηση των δαπανών στο 4,8%
- η ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής

Για την εισοδηματική πολιτική προβλέπεται ένα ποσοστό αύξησης γύρω στο 5%.

Κατά την τελευταία πενταετία ο πληθωρισμός στη χώρα μας διαμορφώθηκε στο 3,5% κατά μέσον όρο, ποσοστό που είναι υψηλότερο από το μέσο πληθωρισμό της ευρωζώνης (2%).

Η διαφορά αυτή έγκειται στις ασύμμετρες επιδράσεις των διακυμάνσεων της τιμής του αργού πετρελαίου, τις διαφορές ως προς το βαθμό ευκαμψίας των αγορών προϊόντων και εργασίας, που μεγεθύνουν τις πληθωριστικές επιδράσεις εξωτερικών ή εσωτερικών διαταραχών αλλά και τις επιδράσεις στις τιμές από τη σημαντική χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών στην Ελλάδα που ήταν αναπόφευκτη συνέπεια της ένταξης της στην ευρωζώνη.

Σε υψηλό επίπεδο παραμένει και το ποσοστό ανεργίας, γεγονός που υποδηλώνει ότι το πρόβλημα είναι διαρθρωτικό, συνδέεται δηλαδή με δυσκαμψίες της ελληνικής οικονομίας.

Ανησυχητικό ακόμα είναι το γεγονός ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να αυξηθεί και πάλι. Αυτό δείχνει ότι υπάρχει στη χώρα μας σοβαρό πρόβλημα ανταγωνιστικότητας που έχει δύο πλευρές: το επίπεδο της ανταγωνιστικότητας είναι χαμηλό, αντανakλώντας τις διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής παραγωγής, και η ανταγωνιστικότητα μειώνεται τα τελευταία χρόνια, σε σημαντικό βαθμό επειδή ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παραμένει σε υψηλά επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης.

Χαρακτηριστικά αναφέρω ότι σύμφωνα με ορισμένους νέους υπολογισμούς αν γίνει σύγκριση με 27 χώρες που είναι οι κυριότεροι εμπορικοί μας εταίροι και αφού ληφθούν υπόψη οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι σχετικές τιμές καταναλωτή της Ελλάδος αυξήθηκαν σωρευτικά την τελευταία πενταετία κατά 13% περίπου σε κοινό νόμισμα ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση αυξήθηκε σωρευτικά κατά 29%. Οι αυξήσεις αυτές των σχετικών τιμών ή του σχετικού κόστους σε κοινό νόμισμα υποδηλώνουν αντίστοιχη μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Για την αποτροπή δυσμενών συνεπειών για τον ρυθμό ανάπτυξης και για την απασχόληση όπως επίσης και για να σταματήσει η διάβρωση της ανταγωνιστικότητας, η επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών πρέπει να αποτελεί βασική επιδίωξη. Αυτό θα εξαρτηθεί σε σημαντικό βαθμό από την άσκηση πρόσφορης εθνικής οικονομικής πολιτικής και από τη συμβολή των κοινωνικών εταίρων.

Οι άμεσες και οι μεσοπρόθεσμες απαιτήσεις της Ε.Ε.

Δύο είναι οι δρόμοι που έχει η κυβέρνηση για να κλείσει τον προϋπολογισμό του 2006 κατά τις επιταγές του συμφώνου σταθερότητας.

Ο πρώτος είναι η τιτλοποίηση και ο δεύτερος είναι η αύξηση της φορολογίας.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ως μέτρα μόνιμου και διαρθρωτικού χαρακτήρα εννοούνται η αλλαγή των φορολογικών συντελεστών, ενδεχομένως ο περιορισμός της φοροδιαφυγής και κυρίως η μείωση των δαπανών.

Εξαιρούνται επομένως μέτρα όπως είναι οι τιτλοποιήσεις, οι ρυθμίσεις κάποιων φορολογικών εκκρεμοτήτων, οι προεισπράξεις μερισμάτων όπως και η συγκράτηση των μισθών και των συντάξεων που αποτελούν τον κύριο όγκο των δαπανών, αν αυτή κριθεί ότι δεν θα έχει διάρκεια.

Τα αποτελέσματα βέβαια από την αύξηση της φορολογίας θα είναι βραχυπρόθεσμα γιατί όσο περισσότερα χρήματα φεύγουν από την αγορά για να πληρωθούν ελλείμματα τους Δημοσίου τόσο μειώνεται η δυναμική της

οικονομίας, τόσο λιγότερα παράγει και μακροπρόθεσμα τείνουν να μειωθούν εκ νέου τα φορολογικά έσοδα.

Οι προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής πρέπει να συνεχιστούν τα επόμενα έτη. Μετά τη μεγάλη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2005, η μείωση που ορθά τίθεται ως στόχος με τον προϋπολογισμό του 2006 πρέπει να επιτευχθεί με όλα τα διαθέσιμα μέσα.

Το ύψος του δημόσιου χρέους σε συνδυασμό με την προβλεπόμενη αύξηση των δαπανών που σχετίζονται με τη γήρανση του πληθυσμού, καθιστά αναγκαία και επείγουσα τη δημοσιονομική προσαρμογή, έτσι ώστε να μειωθεί το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 60% το αργότερο μέχρι το 2015, όταν οι δαπάνες για συντάξεις θα αρχίσουν να αυξάνονται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η σταδιακή μείωση το δημόσιου χρέους απαιτεί την επίτευξη σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων τα επόμενα έτη, κυρίως με τον περιορισμό των πρωτογενών τρεχουσών δαπανών σε μόνιμη βάση και με τη μείωση της φοροδιαφυγής ώστε να αυξηθούν τα έσοδα. Ταυτόχρονα, είναι απαραίτητο να μεταβληθεί η διάρθρωση τόσο των δαπανών όσο και των εσόδων. Με αυτό τον τρόπο θα υπάρξουν επαρκείς πόροι για τη χρηματοδότηση των αναγκαίων δημοσίων επενδύσεων σε υποδομές και ανθρώπινο κεφάλαιο και θα καταστεί δυνατή η περαιτέρω μείωση των συντελεστών της άμεσης φορολογίας. Η μείωση των ελλειμμάτων, που είναι απαραίτητη για τη μόνιμη βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, θα συμβάλει και στη μείωση του πληθωρισμού και την επίτευξη σταθερότητας των τιμών καθώς και στην ενίσχυση του κλίματος εμπιστοσύνης και στην εδραίωση της μακροοικονομικής σταθερότητας που αποτελούν προϋποθέσεις για τη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης μακροχρόνια.

Η ελληνική κυβέρνηση είχε την πρόθεση να προωθήσει την τιτλοποίηση ληξιπρόθεσμων οφειλών, ως δημόσια έσοδα που θα κάλυπταν μέρος του δημοσίου ελλείμματος που προήλθε μετά την απογραφή στην οποία προέβη το 2004.

Θεμελιακή αρχή της τιτλοποίησης είναι η δυνατότητα συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού να διαχωρισθούν από τον οργανισμό και να αναλυθούν ως προς την αποδοτικότητά τους.

Η τιτλοποίηση οφειλών είναι ένα καθαρά προσωρινό μέτρο το οποίο δεν βελτιώνει στην ουσία την πραγματική οικονομική κατάσταση για την οποία υπάρχουν άλλωστε και σημαντικές αποκλίσεις από τις προβλέψεις της κυβέρνησης στο ύψος των φορολογικών εσόδων -λόγω υπολειτουργίας των ελεγκτικών μηχανισμών- και στον ρυθμό ανάπτυξης.

Καθώς όμως η πρόθεσή της αυτή συνάντησε την αντίδραση της Ευρωπαϊκής Ένωσης προχώρησε στη λήψη νέων μέτρων όπως είναι οι αποκρατικοποιήσεις και σε έκτακτα φορολογικά μέτρα όπως:

- Αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης στα τσιγάρα και των τελών κινητής τηλεφωνίας
- Αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης καυσίμων
- Αύξηση της προκαταβολής του φόρου στο 80% από 60% για τις τράπεζες και στο 65% από 55% για τις άλλες ανώνυμες εταιρείες

- Αύξηση των μοναδικών συντελεστών καθαρού κέρδους για 151 επαγγέλματα

Με τα δύο τελευταία μέτρα, το οικονομικό επιτελείο υποκατέστησε τα μισά περίπου από τα έσοδα προσωρινού χαρακτήρα, συνολικού ύψους 1,1δισ€ που είχε εγγράψει στον προϋπολογισμό, επειδή ήταν αβέβαιο εάν θα τα εγκρίνει η Eurostat.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης περιλαμβάνει:

- ✓ το οικονομικό επιτελείο της κυβέρνησης αποφασίζει ότι δεν μπορεί να μειώσει περαιτέρω το έλλειμμα, εκτός αν εφαρμόσει την έσχατη λύση της τιτλοποίησης.
- ✓ η Στατιστική Υπηρεσία της ΕΕ (Eurostat) γνωμοδοτεί κατά κάποιο τρόπο αν η πρόταση της συγκεκριμένης κυβέρνησης είναι σύμφωνη με τους κοινοτικούς κανονισμούς
- ✓ η Eurostat ενημερώνει την ευρωπαϊκή επιτροπή που εισηγείται, θετικά ή αρνητικά, στο συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας (Eco/Fin) τον Ιανουάριο, που παίρνει και την τελική απόφαση.

Συστήνεται μια «εταιρεία ειδικού σκοπού» που θα αγοράσει από το δημόσιο τις «ληξιπρόθεσμες φορολογικές οφειλές» ιδιωτών, επιχειρήσεων, οργανισμών κ.λ.π. τα χρήματα δηλαδή που αναμένεται να εισπράξει από αυτούς η εφορία στο «άμεσο μέλλον». Οι οφειλέτες, ουσιαστικά, παύουν να χρωστούν τα χρήματα αυτά στην εφορία και τα χρωστάνε στην «εταιρεία» που θα έχει «αγοράσει» τις υποχρεώσεις τους αυτές.

Για να μπορέσει να γράψει σαν «έσοδα» στον προϋπολογισμό τα ποσά που θα εισπράξει από την «αγοραπωλησία» αυτή θα πρέπει η «εταιρεία» να πληρώσει δύο δισεκατομμύρια ευρώ σε μετρητά.

Η πηγή αυτών των μετρητών θα είναι οι τράπεζες μέσω δανεισμού της από αυτές με εγγύηση τα φορολογικά έσοδα που πρόκειται να εισπράξει.

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού θα εκδόσει ομόλογα (τίτλους) που θα πουλήσει με τη σειρά της στις τράπεζες.

Η τιτλοποίηση γίνεται με τους κανόνες της Eurostat και αν υπάρχουν διαφορές λύνονται στο Συμβούλιο υπουργών Οικονομίας (ecofin).

Ωστόσο υπήρχε η πιθανότητα να δώσει το Ecofin την έγκριση για την τιτλοποίηση το 2006 αλλά παράλληλα να ήταν αρνητική στο να προσμετρήσουν τα έσοδα στη μείωση του ελλείμματος και να δεχόταν να υπολογισθούν μόνο για τη μείωση του δημοσίου χρέους.

Ερωτήματα

- Με ποια τράπεζα ή ποιες τράπεζες έχει συμφωνηθεί η συγκεκριμένη τιτλοποίηση
- Ποιες οι προμήθειες που έχουν συμφωνηθεί
- Πως θα επιμερισθεί ο επιχειρηματικός κίνδυνος μεταξύ δημοσίου και τραπεζών
- Ποιος θα είναι ο αρμόδιος φορέας για την είσπραξη των τιτλοποιημένων οφειλών
- Ποια είναι τα αιτήματα της Κυβέρνησης προς τα ευρωπαϊκά όργανα για την έκκριση και νομιμοποίηση της τιτλοποίησης
- Ποιες προϋποθέσεις, όρους και εγγυήσεις θα ζητήσει η Επιτροπή και η Eurostat σε περίπτωση αποδοχής του αιτήματος, εφόσον γνωρίζουμε ότι σε άλλες χώρες μέλη έχει απορρίψει παρόμοιο αίτημα και ότι κατά το παρελθόν στις χώρες που εφαρμόσθηκε δεν απέφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα;

Σύμφωνα με τους λογιστικούς κανόνες ο αντίκτυπος των τιτλοποιήσεων στο δημόσιο έλλειμμα εξαρτάται πρωτίστως από τη μεταφορά των κινδύνων στον ιδιωτικό τομέα.

Προκειμένου η τιτλοποίηση να θεωρηθεί ως μηχανισμός μείωσης του ελλείμματος θα πρέπει το δημόσιο να μεταφέρει τους περισσότερους κινδύνους και τα οφέλη στον ιδιωτικό τομέα. Διαφορετικά η τιτλοποίηση θεωρείται ως δανεισμός.

Απαραίτητη είναι η αξιολόγηση των σχετικών στοιχείων όπως είναι:

- Πιθανή αντικατάσταση στοιχείων του ενεργητικού
- Εγγυήσεις
- Ύπαρξη προθεσμιακής τιμής αγοράς
- Διαχείριση στοιχείων ενεργητικού κ.λ.π.

Αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί μόνο μετά από προσεκτική ανάλυση του συμβολαίου και να γίνεται για κάθε ιδιαίτερη συναλλαγή.

Αξίζει εδώ να σημειώσουμε ότι ο διεθνής οίκος αξιολόγησης Standard & Poors αναφέρει σε ανακοίνωσή του από το Λονδίνο ότι τα μέτρα που περιλαμβάνει ο προϋπολογισμός του 2006 δεν είναι αρκετά από μόνα τους για να δικαιολογήσουν μια άμεση αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας.

Το μακροπρόθεσμο χρέος της Ελλάδας είχε υποβαθμισθεί από «A+» σε «A» εξαιτίας της έλλειψης αποφασιστικής στρατηγικής για αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

Μέρος 6^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η τιτλοποίηση είναι ουσιαστικά μια μορφή δανείου με ενέχυρο μελλοντικές απαιτήσεις. Το κράτος στην προκειμένη περίπτωση αναθέτει σε διεθνή τραπεζικό όμιλο το συνολικό πρόγραμμα τιτλοποίησης με σκοπό να προεισπράξει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές εκδίδοντας ισόποσους ομολογιακούς τίτλους.

Αν συγκρίνουμε την παραδοσιακή πρακτική δανεισμού με αυτή της τιτλοποίησης βλέπουμε πως η επί της ουσίας διαφορά εστιάζεται στο γεγονός πως συγκεκριμένα έσοδα που τιτλοποιούνται μέσω του SPV πρέπει να διοχετευτούν στην εξυπηρέτηση υποχρεώσεων από ομόλογα. Περαιτέρω, όταν καλυφθούν τα ποσά που είναι απαραίτητα για την εξυπηρέτηση αυτών των ομολόγων, τα επιπλέον τιτλοποιημένα έσοδα αναδιοχετεύονται στον αρχικό φορέα, όπως π.χ. στο ελληνικό κράτος, και είναι στη διάθεσή του για να καλύψει τις ανάγκες του προϋπολογισμού.

Στο σημείο αυτό να επισημάνουμε και άλλη μια σημαντική διαφορά με τον απλό δανεισμό: η συνολική διαδικασία τιτλοποίησης εμπλέκει πέραν των δύο μερών (κράτος και τραπεζικός όμιλος), διεθνείς πιστοληπτικούς οργανισμούς (S&P, Moody's, Fitch), διεθνείς οργανισμούς εσωτερικού ελέγχου καθώς και παρεμβάσεις πολιτικών παραγόντων.

Σήμερα οι ληξιπρόθεσμες οφειλές προς το Δημόσιο φθάνουν τα 17δισ €. Από αυτό το ποσό μόνο το 1,5δισ€ μπορεί να εισπραχθεί εξ ολοκλήρου και η κυβέρνηση θέλει να τιτλοποιήσει λιγότερο από 40% αυτού του ποσού.

Επειδή το έλλειμμα του δημοσίου είναι πολύ υψηλό και η κυβέρνηση από την μία δυσκολεύεται με τους υπάρχοντες μηχανισμούς να εισπράξει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές, και από την άλλη προσπαθεί να διατηρήσει τον «κοινωνικό χαρακτήρα» της πολιτικής της αναθέτει σε τράπεζα ή όμιλο τραπεζών την έκδοση ομολόγων που θα εξαγοράσει αργότερα όταν και αν εισπράξει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές.

Με αυτό τον τρόπο τα χρέη δεν μειώνονται ριζικά, καθώς το κράτος θα προεισπράξει μέσα στο 2006 έσοδα των επόμενων ετών, τα οποία μετά την μελέτη της τράπεζας (πιστοληπτική ικανότητα, ρίσκο μη είσπραξης μέρους των εσόδων) και τον υπολογισμό του discount factor θα είναι μειωμένα.

Η είσπραξη μελλοντικών εσόδων παραμένει στην πλήρη ευθύνη του δημοσίου καθώς αυτό αναλαμβάνει την συμβατική υποχρέωση να αποζημιώσει τους τραπεζίτες για τα έσοδα που τυχόν δεν θα καταφέρει να εισπράξει.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί το νόμιμο και άμεσο δικαίωμα του ελέγχου του κράτους που θα αποκτήσουν οι τράπεζες.

Όλες οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες γράφει η εφημερίδα Financial Times έχουν τμήματα που βοηθάνε τις κυβερνήσεις να χρηματοδοτήσουν τα εθνικά τους χρέη μέσω έκδοσης ομολόγων και τιτλοποιήσεων. Πρόκειται για απόλυτα νόμιμες διαδικασίες αλλά ο ίδιος ο Αλμούνια εστιάζει τις αντιρρήσεις του στην δυνατότητα των κυβερνήσεων να μειώνουν το δημοσιονομικό έλλειμμα μέσω

αυτής της πρακτικής. Η εξέλιξη αυτής της «κόντρας» αναμένεται να οδηγήσει την Eurostat στην θέσπιση νέων κανόνων οι οποίοι θα εστιάζουν στην ρεαλιστικότερη και πιο πραγματική απεικόνιση στα λογιστικά βιβλία των κρατών.

Τέλος, εκτιμούμε πως θα είναι χρήσιμο να διατυπώσουμε και την πολιτική διάσταση της πρακτικής της τιτλοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, η τιτλοποίηση αποτελεί ένα ισχυρό μέσο για τις εκάστοτε κυβερνήσεις που αντιμετωπίζουν μεγάλα ελλείμματα, καθώς τους δίνεται η «πολλαπλής ισχύος» δυνατότητα άντλησης σημαντικής ρευστότητας με την οποία μειώνουν τον δανεισμό και συγχρόνως δεν αναγκάζονται να προβούν σε σκληρή εισοδηματική πολιτική διατηρώντας τις ισορροπίες του «κοινωνικού κράτους». Στο σημείο αυτό να σημειώσουμε πως προς το τέλος της δεκαετίας '90, που ουσιαστικά θεμελιώθηκε η Ευρωπαϊκή Ένωση και θεσπίστηκε το κοινό νόμισμα, κράτη όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιταλία, μέσω επανειλημμένων προγραμμάτων τιτλοποίησης, κατάφεραν και μείωσαν τα σημαντικά ελλείμματα και άνοιξε πλέον ο δρόμος για την συνολική ένταξη στην Ε.Ε.

Μάλλον, έφτασε ο καιρός που τα ισχυρά κράτη της Ε.Ε. πιέζουν να κλείσουν τα όποια «παραθυράκια» στους κανόνες της Eurostat δίδουν την ευελιξία για μη ορθολογική απεικόνιση των ισολογισμών των κρατών. Μέσα σε αυτό το πολιτικό σκηνικό με ενδιαφέρον αναμένονται οι νέοι κανόνες της Eurostat οι οποίοι, σύμφωνα με δημοσιεύματα του διεθνούς τύπου, αναμένεται να κλείνουν το παραθυράκι της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος.

Βιβλιογραφία

- Alles, Lakshman, 2001, “Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Countries in Emerging Markets” (Australia: Curtin University of Technology).
- Chalk, Nigel, 2002, “The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines” IMF Working Paper Nr 02/106 Washington: International Monetary Fund
- Barbour, D., J. Norton, and T. Slover, 1998, “Asset Securitization in Emerging Market Economies: Fundamental Considerations,” Essays in International Financial & Economic Law, No 13 (London: The London Institute of International Banking, Finance & Development Law).
- “A Primer on Securitization” by Leon T. Kendall, Michael J. Fishman
- “Asset-Backed Securities” by Anand K. Bhattacharya, Franc J. Fabozzi
- “The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage-and Asset-Backed Securities” Charles Austin Stone
- The Economist, January 18, 2003
- IMF, 2000, “Limits on External Debt or Borrowing in Fund Arrangements-Proposed Changes in Coverage of Debt Limits” EBS/00/128
- Ketkar, Suhas and Dilip Ratha, 2001, “Development Financing During a Crisis: Securitization of Future Receivables” Policy Research Working Paper Nr 2582 (Washington: World Bank)
- Eurostat, 2002, News Release Nr 80, July 3, 2002
- Hart, Oliver, 1995, “Firms, Contracts, and Financial Structure” (New York: Oxford University Press).
- IMF, 1988, “The Use of Limits on External Debt in Fund Arrangements,” EBS/88/51
- IMF, 1999, “Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises-Further Considerations,” EBS/99/21, Revision I.
- IMF, 2000, “Limits on External Debt or Borrowing in Fund Arrangements-Proposed Changes in Coverage of Debt Limits,” EBS/00/128.
- European Securitization Forum, available at <http://www.europeansecuritisation.com>