

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΓΙΑ ΤΟ ΜΠΣ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΜΠΛΕΤΣΑ ΜΑΡΙΑ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2008

Πίνακας περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	6
ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ	9
ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ	11
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	15
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΥΡΙΩΝ ΜΕΡΩΝ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	20
Μεταβιβάζουσα-Χρηματοδοτούμενη Επιχείρηση	20
Εταιρεία Ειδικού Σκοπού	21
Αυτοτέλεια Εταιρείας Ειδικού Σκοπού	23
Μεταβιβάζουσες Απαιτήσεις	27
Ο Διαχειριστής των Απαιτήσεων (Servicer)	32
Αρμοδιότητες Διαχειριστή.....	33
Πιστοδότες και Χορηγοί Εξασφάλισης ή Ρευστότητας (Credit Enhancers).....	35
Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Rating Agencies)	38
Ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης	39
Τιτλούχοι Επενδυτές	40
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	42
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	46
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	51
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	69

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια επιχείρηση, για να μπορέσει να επιβιώσει, να αναπτυχθεί και να εξελιχθεί στο σύγχρονο ανταγωνιστικό οικονομικό περιβάλλον, χρειάζεται κεφάλαια. Εκτός των ιδίων κεφαλαίων λοιπόν, καθίσταται απαραίτητη η εξεύρεση νέων χρηματοδοτικών πόρων. Συνήθης πρακτική αποτελεί ο δανεισμός κεφαλαίων από πιστωτικά ιδρύματα και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Τα τελευταία χρόνια ωστόσο έχει παρατηρηθεί έντονο ενδιαφέρον, τόσο στον ελληνικό οικονομικό χώρο όσο και στον εξωτερικό, για την άντληση κεφαλαίων από διαφορετικές πηγές όπως οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου καθώς και η έκδοση αξιόγραφων.

Η στροφή αυτή οφείλεται στα πλεονεκτήματα τα οποία διαθέτει η άντληση κεφαλαίων μέσω της αξιογραφικής αγοράς και τα οποία συνέτειναν στην τάση για αποδιαμεσολάβηση των τραπεζών από τις χρηματοδοτήσεις. Μερικά από τα πλεονεκτήματα αυτά είναι τα εξής: ευνοϊκότερη και φθηνότερη άντληση κεφαλαίων από χρηματοδότες ικανούς να κινούνται ανώνυμα, αυτόνομα και ευέλικτα στην αξιογραφική αγορά, αξιοποίηση κεφαλαίων, που σε άλλη περίπτωση πιθανό να λίμναζαν υπό τη μορφή καταθέσεων, και, το κυριότερο, υγιή και ισχυρή ανταγωνιστική λύση στη μονοπωλιακή χορήγηση κεφαλαίων από τα πιστωτικά ιδρύματα.¹ Παράλληλα οφείλουμε να αναφέρουμε πως η διεθνοποίηση και ενοποίηση των αγορών, η αύξηση της χρηστικότητας των αξιόγραφων και η γενικότερη εξοικείωση με τη χρήση αυτών, κατέστησαν την πρακτική άντλησης κεφαλαίων από την αξιογραφική αγορά περισσότερο ευνοϊκή και ευέλικτη.

Συνοψίζοντας λοιπόν, ο συνδυασμός της αποδιαμεσολάβησης των τραπεζών με την απορύθμιση και απελευθέρωση των αγορών, την μείωση του κόστους του χρήματος, την εξοικείωση με την αξιογραφική χρηματοδότηση, την παγκοσμιοποίηση και την διεθνοποίηση των κεφαλαιαγορών, τελικά οδήγησαν και στην ανάπτυξη της τιτλοποίησης.²

Η λέξη τιτλοποίηση προέρχεται ως μετάφραση από το αγγλοσαξονικό securitization με ρίζα τη λέξη security = αξιόγραφο / τίτλος. Συνεπώς, η ονομασία προδίδει την διαδικασία ενσωμάτωσης απαιτήσεων σε τίτλους, της

¹ Ι. Βενιέρης, *Τιτλοποίηση Απαιτήσεων Σύμφωνα με το ν.3156/2003 υπό το Πρίσμα και της Διεθνούς Πρακτικής*, (Αθήνα- Κομοτηνή 2005, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα) σελ. 3

² Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, *Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας – Ειδικά Θέματα 10 Εταιρική Διακυβέρνηση (Ν 3016/2002) Ομολογίες και Τιτλοποίηση απαιτήσεων (Ν 3156/2003)*, (Αθήνα 2005, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη) σελ. 465

αξιογραφιοποίησης, της εγχάρτωσης ή σύμφωνα με την κρατούσα ορολογία, της τιτλοποίησης των απαιτήσεων.³

Πριν προχωρήσουμε στην εξέταση της τιτλοποίησης, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί σήμερα, θα πρέπει να διακρίνουμε την τιτλοποίηση εν ευρεία έννοια από την τιτλοποίηση εν στενή έννοια, η οποία και αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας εξέτασης. Ως τιτλοποίηση εν ευρεία έννοια, νοείται κάθε αξιογραφική ενσωμάτωση δικαιωμάτων με σκοπό την άντληση κεφαλαίων και τη χρηματοδότηση της όποιας επιχείρησης. Δηλαδή, τιτλοποίηση εν ευρεία έννοια είναι κάθε έκδοση αξιόγραφου, με σκοπό τη χρηματοδότηση του εκδότη ή και τρίτου (με χαρακτηριστικότερο ίσως παράδειγμα την έκδοση ομολογιών από ανώνυμη εταιρεία, οι οποίες ομολογίες ενσωματώνουν αξιώσεις των δανειστών κατά της εκδότριας εταιρείας).

Ως τιτλοποίηση εν στενή έννοια νοείται η ενσωμάτωση σε ομολογίες αποκλειστικά και μόνο αξιώσεων της εκδότριας εταιρείας κατά τρίτων και η διανομή των ομολογιών αυτών στους επενδυτές μέσω μιας εταιρείας ειδικού σκοπού. Ακριβώς αυτή την με στενή έννοια τιτλοποίηση ρυθμίζει ο νόμος 3156/2003 όπου ως τιτλοποίηση απαιτήσεων ορίζεται η «μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος, σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παράγωγων χρηματοοικονομικών μέσων».⁴

Στην Ελλάδα η τιτλοποίηση παρουσιάστηκε σε αρκετά ώριμο στάδιο με συνέπεια να υπάρχει ήδη διεθνής εμπειρία και πρακτική αντιμετώπιση των ζητημάτων που προκύπτουν. Αυτό που τελικά ήταν το κίνητρο για την ανάπτυξη της τιτλοποίησης στην Ελλάδα ήταν το γενικό ενδιαφέρον για χρηματοδότηση μέσω ρευστοποίησης ρευστοποιήσιμων αλλά μη ρευστών περιουσιακών στοιχείων. Ακόμη ήταν και το ειδικό ενδιαφέρον των τραπεζών για ρευστοποίηση μέρους του ενεργητικού τους και για αντίστοιχη απαλλαγή από τις κεφαλαιακές τους υποχρεώσεις.

Η πρώτη εμφάνιση της τιτλοποίησης στην Ελλάδα έγινε με το ν.2801/2006. Αυτός αφορά περιοριστικά μόνο το Δημόσιο και τους φορείς του. Έτσι έδωσε

³ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 467

⁴ <http://www.indubio.gr/Site/modules/smartsection/print.php?itemid=71> Τιτλοποίηση Απαιτήσεων: Μια πρώτη προσέγγιση της έννοιας και της διαδικασίας πραγματοποίησής της
Date of entry 3/11/2007

δικαίωμα σε νομικά πρόσωπα, μόνο του δημοσίου τομέα, να αξιοποιήσουν περιουσιακά τους στοιχεία, ρευστοποιήσιμα αλλά μη ρευστά, προς όφελος ουσιαστικά των δημόσιων δημοσιονομικών της χώρας. Αν και ο νόμος αυτός δεν επέτρεπε την χρήση της διαδικασίας τιτλοποίησης και από τον ιδιωτικό τομέα, ήταν η πρώτη εισαγωγή της τιτλοποίησης στην Ελλάδα.⁵

⁵ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 465

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η διαδικασία τιτλοποίησης τίθεται σε λειτουργία ουσιαστικά και τυπικά από την βούληση μιας επιχείρησης να χρηματοδοτηθεί από τις (λογιστικές) επιχειρηματικές της απαιτήσεις.⁶ Αυτές οι απαιτήσεις θα πρέπει όπως προκύπτει από την παράγραφο 6 του άρθρου 10 του ν. 3156/2003 να υφίστανται κατά τη στιγμή της τιτλοποίησης ή και να πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις (προσδιορισμένες ή και δυνάμενες να προσδιοριστούν), ή ακόμα και τελούσες υπό αίρεση Υπενθυμίζουμε, βεβαίως, ότι σύμφωνα με την πρώτη παράγραφο του άρθρου 10 του ν. 3156/2003 οι απαιτήσεις αυτές πρέπει οπωσδήποτε να είναι επιχειρηματικές, δηλαδή να προέρχονται από την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εκδότριας εταιρείας, ασχέτως του αν πρόκειται για απαιτήσεις κατά επιχειρηματιών ή κατά καταναλωτών.⁷ Πρόκειται δηλαδή για απαιτήσεις, τις οποίες διατηρεί η επιχείρηση στο ενεργητικό της και αδυνατεί να εισπράξει, οπότε προχωρά στην τιτλοποίηση τους προκειμένου να αντλήσει κεφάλαια.

Αρχικά λοιπόν, συστήνεται ομάδα εργασίας από ηγετικά στελέχη της επιχείρησης που πρόκειται να προβεί σε τιτλοποίηση, ώστε να διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις αλλά και πρόσβαση στα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Σκοπός της ομάδας αυτής είναι να ελέγξει κατά πόσο αυτού του είδους η χρηματοδότηση ανταποκρίνεται στις ανάγκες της επιχείρησης και κατά πόσο τη συμφέρει φορολογικά και λογιστικά. Σημειώνουμε εδώ ότι οι λογιστικές μη ρευστές απαιτήσεις θα πρέπει να ρευστοποιηθούν και να προκαλέσουν ροή πληρωμών έγκαιρη και αρκετή ώστε να είναι δυνατή η εξυπηρέτηση των τίτλων που θα εκδοθούν.⁸ Στο σημείο αυτό πραγματοποιείται και η πρώτη επαφή με τον συντονιστή (arranger) της διαδικασίας, ο οποίος συνήθως είναι χρηματοπιστωτικός ή επενδυτικός οργανισμός.

Στη συνέχεια γίνεται επιλογή και ομαδοποίηση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης τα οποία πρόκειται να τιτλοποιηθούν. Στο τμήμα αυτό της πολύπλοκης διαδικασίας της τιτλοποίησης εμπλέκεται και ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης, ο οποίος συνεισφέρει με την αξιολόγηση της ποιότητας και της αξίας των απαιτήσεων. Τα κριτήρια για την επιλογή των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν διαμορφώνονται ανάλογα με το ύψος του ποσού που επιθυμεί να

⁶ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 470

⁷ <http://www.indubio.gr/Site/modules/smartsection/print.php?itemid=71>

Date of entry 3/11/2007

⁸ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 471

αντλήσει η εταιρεία, το ύψος του επιτοκίου και η απόδοση του τίτλου που θα εκδοθεί καθώς και το επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθύνεται η έκδοση.⁹

Επόμενο στάδιο είναι η μεταβίβαση των επιλεγμένων απαιτήσεων μέσω πώλησης σε μια ανεξάρτητη εταιρεία, η οποία ονομάζεται εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle ή SPV). Μοναδικός σκοπός της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι η απόκτηση απαιτήσεων για την τιτλοποίηση τους και η έκδοση ομολογιών. Για την μεταβίβασή αυτή, η πωλήτρια επιχείρηση εισπράττει το αντίστοιχο τίμημα και με αυτό τον τρόπο έχει καταφέρει να μετατρέψει ένα τμήμα της λογιστικής της περιουσίας σε ρευστή χρηματοδότηση.

Κατόπιν η εταιρεία ειδικού σκοπού προχωρά στην έκδοση των τίτλων, προκειμένου να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την αγορά των απαιτήσεων. Η διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό γίνεται σύμφωνα με το ν. 3156/2003 με ιδιωτική τοποθέτηση σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τους εκατόν πενήντα (150), γεγονός που οφείλεται αφενός στο ότι πρόκειται για μια νέα σχετικά διαδικασία και αφετέρου σε λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού. Με τον τρόπο αυτό λοιπόν τα κεφάλαια των επενδυτών, οι οποίοι γίνονται οι τελικοί κάτοχοι των τίτλων, μέσω της εταιρείας ειδικού σκοπού καταλήγουν να χρηματοδοτούν την πωλήτρια εταιρεία.

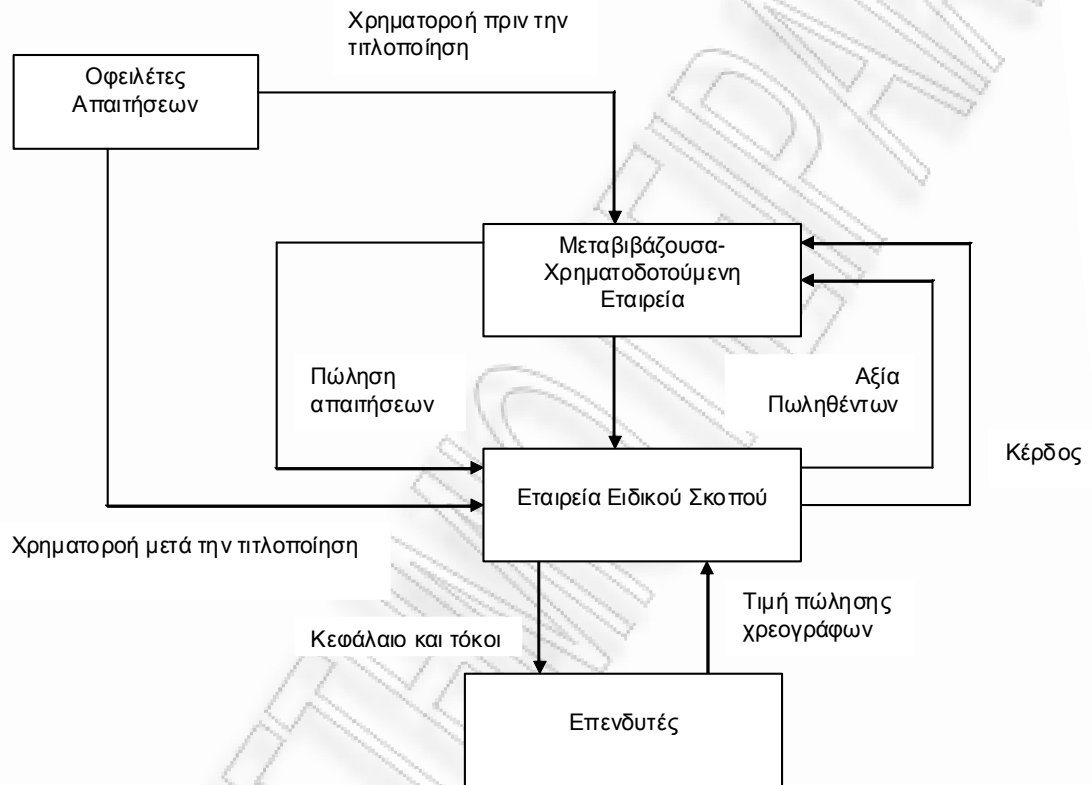
Τελευταίο κομμάτι της διαδικασίας αποτελεί η εξυπηρέτηση των απαιτήσεων και η αποπληρωμή των εξόδων. Στο στάδιο αυτό η πωλήτρια εταιρεία και ο διαχειριστής των απαιτήσεων (αν δεν είναι το ίδιο πρόσωπο) πρέπει να επιδιώκουν την είσπραξη και την αξιοποίηση των απαιτήσεων, να προωθούν τα κεφάλαια εκ των απαιτήσεων στους ειδικούς λογαριασμούς της εταιρείας ειδικού σκοπού και να συντάσσουν λεπτομερείς εκθέσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα προς τα υπόλοιπα μέρη. Παράλληλα ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων θα πρέπει προς όφελος των επενδυτών να ασκεί εποπτεία επί των δύο προηγούμενων μερών και να ελέγχει τις ενέργειες τους και τις αναφορές που αυτά συντάσσουν. Στα ίδια πλαίσια ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης «βαθμολογεί» τη συμπεριφορά όλων των μερών αλλά και τη γενικότερη εξέλιξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης.¹⁰

Αποτελεί λοιπόν, όπως περιγράφηκε και παραπάνω, η τιτλοποίηση μια πολύπλοκη διαδικασία στην οποία λαμβάνουν μέρος αρκετά μέρη, ο αριθμός των οποίων ποικίλλει ανάλογα με την πολυπλοκότητα και τον όγκο της. Συμπεραίνεται λοιπόν ότι η επιτυχία του εγχειρήματος εξαρτάται από την σωστή προετοιμασία, την λεπτομερή οργάνωση αλλά και την ορθή διαχείριση.

⁹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 42-43

¹⁰ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 47

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η διαδικασία της τιτλοποίησης όπως παρουσιάστηκε και οι χρηματικές ροές που προκύπτουν ανάμεσα στα μέρη που συνεργάζονται.¹¹



¹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization date of entry 03/01/2008

ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ¹²

Οι αντικειμενικοί σκοποί μιας επιχείρησης, η οποία προβαίνει στη συναλλαγή της τιτλοποίησης συνοψίζονται σε τρεις βασικές κατηγορίες : α) Λογιστικά Οφέλη, β) Αντληση Κεφαλαίων και γ) Εποπτικά Πλεονεκτήματα. Πιο αναλυτικά

A) Λογιστικά Οφέλη

Η διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να βοηθήσει στην βελτίωση του ισολογισμού για την πωλήτρια εταιρεία. Εάν οι λογιστικοί κανόνες το επιτρέπουν, ο πωλητής έχει τη δυνατότητα να αντλήσει χρήματα χωρίς το δάνειο να εμφανίζεται στον ισολογισμό και να εξακολουθεί να διατηρεί τα κέρδη από τις πουλημένες απαιτήσεις. Το χρηματικό αντίτιμο χρησιμοποιείται για να πληρωθούν οι υποχρεώσεις του πωλητή, οπότε ο πωλητής διαθέτει πλέον λιγότερο ενεργητικό και λιγότερες υποχρεώσεις, άρα περισσότερο χώρο για δανεισμό. Οι χρηματοοικονομικοί του δείκτες βελτιώνονται, για παράδειγμα ο λόγος χρέη προς ίδια κεφάλαια (debt to equity ratio), η απόδοση κεφαλαίων (return on capital), επειδή ο πωλητής έχει μεταφέρει από τον ισολογισμό του τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού, αλλά εξακολουθεί να διατηρεί τα κέρδη.

Παράδειγμα: Μία εταιρεία πωλητής απαιτήσεων προς τιτλοποίηση, έχει απαιτήσεις 1000 μονάδων και δάνεια 800 μονάδων. Η εταιρεία πωλητής πουλάει προς τιτλοποίηση 200 μονάδες από τις απαιτήσεις και χρησιμοποιεί το αντίτιμο για να αποπληρωθούν τα δάνεια. Έτσι το ενεργητικό της έχει διαμορφωθεί πλέον σε 800 μονάδες και τα δάνεια στο παθητικό σε 600 μονάδες. Η κάλυψη του ενεργητικού σε σύγκριση με τις υποχρεώσεις έχει αυξηθεί από 125% ($1000/800=1,25$) σε 133% ($800/600=1,33$). Οι απαιτήσεις φέρουν επιτόκιο 10% και τα δάνεια 8%. Πριν την πώληση, η εταιρεία πωλητής των απαιτήσεων είχε καθαρό εισόδημα από τόκους 36 ($100-64=36$) μονάδες. Μετά την πώληση και την αποπληρωμή, η πωλήτρια εταιρεία έχει καθαρό εισόδημα από τόκους 32 ($80-48=32$) μονάδες. Κερδίζει όμως 10 μονάδες ακόμα από την εξυπηρέτηση των πουλημένων απαιτήσεων. Οπότε το καθαρό εισόδημά της ανέρχεται σε 42 μονάδες. Πριν την πώληση το εισόδημα ως ποσοστό επί του ενεργητικού ήταν 3.6% ($36/1000=3.6$). Μετά την πώληση έχει παρουσιάσει δραματική βελτίωση και έχει ανέλθει στο 5.25% ($42/800=5.25$).

¹² Philip Wood, "Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-Off and Netting", (Sweet & Maxwell, 1995), pages 44-46

Β) Αντληση Κεφαλαίων

Αρχικά οι τιτλοποιήσεις παρέχουν τη δυνατότητα στην πωλήτρια εταιρεία να αντλεί κεφάλαια άμεσα παρά να περιμένει να αποπληρωθούν οι απαιτήσεις από τους οφειλέτες της. Επίσης οι τιτλοποιήσεις μπορούν να προσφέρουν φθηνότερη ή πιο μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σε σύγκριση με τη χρηματοδότηση που μπορεί να αντλήσει η πωλήτρια εταιρεία απευθείας από τράπεζες ή την αγορά ομολόγων. Αυτό συχνά συμβαίνει γιατί η ποιότητα των απαιτήσεων είναι καλύτερη από την ποιότητα του ενεργητικού γενικά του πωλητή. Παράλληλα, ο πωλητής έχει πρόσβαση σε ευρύτερες πηγές χρηματοδότησης. Για παράδειγμα η πωλήτρια εταιρεία μπορεί να μην διαθέτει η ίδια την πιστοληπτική ικανότητα για την έκδοση ενός ευρώ ομολόγου, αλλά η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού μπορεί να εκδώσει ομόλογα τα οποία εξασφαλίζονται από απαιτήσεις οι οποίες είναι καλύτερα αξιολογημένες από τον πωλητή. Με αυτό τον τρόπο η πωλήτρια εταιρεία διαφοροποιεί τις πηγές χρηματοδότησής της και είναι λιγότερο εξαρτημένη από τον τραπεζικό δανεισμό. Η χρηματοδότηση από διεθνείς επενδυτές αντικαθιστά την χρηματοδότηση από εγχώριες τράπεζες. Συχνά οι τιτλοποιήσεις είναι μια αντίδραση στον περιορισμό της τραπεζικής πίστωσης, οι τράπεζες ίσως προσφέρουν λιγότερη πίστωση ή μόνο βραχυπρόθεσμη πίστωση ή επιμένουν στην παροχή επαρκών εγγυήσεων προκειμένου να προβούν στην πίστωση.

Γ) Εποπτικά Πλεονεκτήματα

Τα εποπτικά πλεονεκτήματα έχουν κυρίως σχέση με την κεφαλαιακή επάρκεια των επιχειρήσεων. Στην περίπτωση που η επιχείρηση είναι τράπεζα ή χρηματοοικονομικό ίδρυμα το ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο λειτουργίας την αναγκάζει να αντλήσει κεφάλαια για υποστηρίξει τις απαιτήσεις που διαθέτει. Εάν πουληθούν τα συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού, δηλαδή οι απαιτήσεις, κάτι τέτοιο μπορεί να αποφευχθεί και η πωλήτρια επιχείρηση να διατηρήσει το κέρδος της.

ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ¹³**Πλεονεκτήματα για την Χρηματοδοτούμενη Επιχείρηση**

Ένα πρώτο πλεονέκτημα που εμφανίζει ο θεσμός της τιτλοποίησης αποτελεί η μείωση του κόστους χρηματοδότησης. Μέσω της τιτλοποίησης, μια εταιρεία που έχει αξιολογηθεί ως χαμηλού επενδυτικού βαθμού για παράδειγμα BB¹⁴, αλλά διαθέτει χρηματικές ροές με ανώτερο βαθμό αξιολόγησης όπως AAA, έχει τη δυνατότητα να δανειστεί σε όρους AAA. Αυτό αποτελεί και τον πρωταρχικό λόγο για τον οποίο τιτλοποιείται μια χρηματική ροή και μπορεί να έχει τεράστια επίδραση στα κόστη δανεισμού. Η διαφορά ανάμεσα σε ένα χρέος αξιολογημένο ως BB και σε ένα ως AAA μπορεί να είναι αρκετές εκατοντάδες μονάδες βάσης. Δίνεται λοιπόν η δυνατότητα σε εταιρείες με ανύπαρκτη ή κακή πιστοληπτική ικανότητα για τις ίδιες, οι οποίες μπορούσαν να δανειστούν μόνο με επαχθείς όρους (υψηλά επιτόκια, υπερβολικές εξασφαλίσεις), να αξιολογείται η τιτλοποίηση τους ευμενώς και να χρηματοδοτούνται με ευνοϊκούς όρους, εφόσον οι απαιτήσεις που τιτλοποιούν είναι ποιοτικές και η διάρθρωση της τιτλοποίησης προσεγγμένη και πλήρως ασφαλής για τους επενδυτές.

Ένα δεύτερο πλεονέκτημα αποτελεί η μείωση της ασυμβατότητας ανάμεσα στα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού (asset-liability mismatch). Ανάλογα και με τη δομή σύμφωνα με την οποία έχει επιλεγθεί να γίνει η τιτλοποίηση, μπορεί να προσφέρει τέλεια συμφωνία χρηματοδότησης μέσω μείωσης της έκθεσης χρηματοδότησης σε όρους τόσο διάρκειας όσο και τιμολόγησης.

Ένας από τους μεγαλύτερους κινδύνους που αντιμετωπίζει ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα, ή γενικότερα μια επιχείρηση, είναι ο πιστωτικός κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από το γεγονός ότι οι υποχρεώσεις και οι απαιτήσεις έχουν διαφορετική χρονική διάρκεια. Υπάρχει δηλαδή αναντιστοιχία ληκτότητας μεταξύ των μερών ενεργητικού και παθητικού. Ο πιστωτικός κίνδυνος διακρίνεται σε κίνδυνο επαναχρηματοδότησης και κίνδυνο επανεπένδυσης. Κίνδυνος επαναχρηματοδότησης υπάρχει όταν στοιχεία ενεργητικού (όπως π.χ. δάνειο σε μια εταιρεία) χρηματοδοτείται με στοιχεία παθητικού (όπως π.χ. κατάθεση όψεως) μικρότερης διάρκειας. Στην περίπτωση αυτή, μία αύξηση των επιτοκίων όταν το δάνειο επαχρηματοδοτηθεί θα επιφέρει μικρότερο κέρδος. Κίνδυνος επανεπένδυσης

¹³ http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization date of entry 03/01/2008

¹⁴ Για τις βαθμίδες πιστωτικής ποιότητας βλ. Πίνακας 2 Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (ΕΟΠΑ) σε http://www.bankofgreece.gr/epopteia/cebs/files/ecai_recognition_el.xls

υπάρχει όταν στοιχεία ενεργητικού χρηματοδοτούνται με στοιχεία παθητικού μεγαλύτερης διάρκειας. Στην περίπτωση αυτή, αύξηση των επιτοκίων επιφέρει μεγαλύτερο κέρδος.

Ουσιαστικά, στις περισσότερες τράπεζες και χρηματοοικονομικές εταιρείες, το βιβλίο υποχρεώσεων ή η χρηματοδότηση προέρχεται από δανεισμό. Αυτό συχνά παρέχεται σε υψηλό κόστος. Η τιτλοποίηση επιτρέπει σε αυτές τις τράπεζες και τις χρηματοοικονομικές εταιρείες να δημιουργήσουν ένα αυτό-χρηματοδοτούμενο βιβλίο στοιχείων ενεργητικού.

Συνεχίζοντας ως πλεονέκτημα αναφέρουμε τις χαμηλότερες κεφαλαιακές προϋποθέσεις, τις οποίες υποχρεούται να διατηρεί μια επιχείρηση. Ορισμένες εταιρείες, λόγω νομικών, κανονιστικών, ή άλλων αιτίων έχουν ένα όριο ή ένα εύρος μέσα στο οποίο επιτρέπεται να είναι η μόχλευση τους. Με το να τιτλοποιούν μερικά στοιχεία του ενεργητικού τους, το οποίο θεωρείται ως πώληση για λογιστικούς σκοπούς, αυτές οι εταιρείες θα μπορέσουν να μειώσουν την καθαρή τους θέση στους ισολογισμούς τους ενώ θα διατηρήσουν την "δύναμη να παράγουν κέρδος" από αυτά τα στοιχεία ενεργητικού.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα που υπάρχει είναι το «κλειδωμα» των κερδών. Για ένα δεδομένο αντικείμενο εργασιών, τα συνολικά κέρδη δεν έχουν ακόμα ανακύψει και γι αυτό παραμένουν αβέβαια. Μόλις το κομμάτι των εργασιών αυτών τιτλοποιηθεί, το επίπεδο των κερδών έχει τώρα κλειδωθεί γι αυτή την εταιρεία, καθώς το ρίσκο να μην προκύψουν κέρδη ή τα οφέλη των επιπλέον κερδών, έχουν τώρα μεταβιβαστεί.

Παράλληλα, η τιτλοποίηση καθιστά δυνατή τη μεταφορά ρίσκου από μία οντότητα που δεν θέλει να το επωμίζεται σε μια άλλη.

Επίσης με την τιτλοποίηση είναι δυνατό να καταγραφεί ανάκαμψη κερδών χωρίς όμως πραγματική προσθήκη στην εταιρεία. Όταν πραγματοποιείται μια τιτλοποίηση, συχνά συμβαίνει «πραγματική πώληση» ανάμεσα στον Εκδότη (χρηματοδοτούμενη εταιρεία) και την εταιρεία ειδικού σκοπού. Η πώληση αυτή αφορά στην αγοραστική αξία των υποκείμενων στοιχείων και γι' αυτό η πώληση αυτή απεικονίζεται στον ισολογισμό της πωλήτριας εταιρείας της οποίας τα κέρδη θα ανακάμψουν για το συγκεκριμένο τρίμηνο κατά το ποσό της πώλησης. Παρ' ότι διόλου παράνομο από καμία άποψη, το γεγονός αυτό αλλοιώνει τα πραγματικά κέρδη της μητρικής εταιρείας.

Τέλος ένα από τα σημαντικότερα οφέλη και ίσως ο κυριότερος λόγος για τον οποίο δημιουργήθηκε ο θεσμός της τιτλοποίησης, αποτελεί η άντληση ρευστότητας. Οι μελλοντικές χρηματοροές μπορούν απλά να είναι στοιχεία του ισολογισμού τα

οποία προς το παρόν δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν, ενώ όταν τιτλοποιηθούν τα μετρητά θα είναι άμεσα διαθέσιμα για κατανάλωση ή επένδυση.

Μειονεκτήματα για την Χρηματοδοτούμενη Επιχείρηση

Ο θεσμός της τιτλοποίησης όμως διαθέτει και μειονεκτήματα. Αρχικά παρατηρούμε πως η ποιότητα του χαρτοφυλακίου της επιχείρησης που προβαίνει σε τιτλοποίηση επιδεινώνεται. Οι ανώτερης ποιότητας απαιτήσεις τιτλοποιούνται και υπολείπονται στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρήσεων οι κατώτερης.

Επίσης υπάρχει υψηλό κόστος. Οι τιτλοποιήσεις είναι ακριβές λόγω διαχειριστικού και συστημικού κόστους, νομικά έξοδα, έξοδα αναδοχής, αλλά και έξοδα αξιολόγησης. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με το γεγονός ότι απαιτούν μεγάλες οργανωτικές δομές, καθιστά ασύμφορο το θεσμό για μικρού ή μεσαίου μεγέθους συναλλαγές.

Τέλος, το σημαντικότερο ίσως μειονέκτημα είναι ο κίνδυνος που ενυπάρχει σε μια τέτοιου είδους διαδικασία. Η τιτλοποίηση αποτελεί μια δομημένη συναλλαγή και εμπεριέχει τον κίνδυνο της πρόωρης αποπληρωμής ή της μη πληρωμής των ρευστοποιημένων απαιτήσεων ώστε να προκληθούν οι απαραίτητες χρηματοροές, οι οποίες θα εξυπηρετήσουν του τίτλους που έχουν εκδοθεί.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα για τους Επενδυτές

Αντιστοίχως με την έκδοση, πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα εμφανίζει και από την απέναντι πλευρά η επένδυση σε αξιόγραφα, τα οποία ενσωματώνουν τιτλοποιημένες απαιτήσεις.

Έτσι οι επενδυτές έχουν την ευκαιρία πιθανόν να κερδίσουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης, επενδύοντας σε αυτού του είδους τους τίτλους. Παράλληλα οι τιτλοποιήσεις επιτρέπουν τη δημιουργία μεγάλων ποσοτήτων από AAA, AA, ή και A αξιολογημένα ομόλογα, και οι αποστρεφόμενοι τον κίνδυνο θεσμικοί επενδυτές, ή οι επενδυτές οι οποίοι απαιτούν να επενδύουν σε υψηλά βαθμολογημένα περιουσιακά στοιχεία, έχουν πρόσβαση σε ένα μεγαλύτερο σύνολο επιλογών.

Οι κίνδυνοι που υπάρχουν για τους επενδυτές που συμμετέχουν σε μια τέτοια διαδικασία είναι αρκετοί. Κυριότεροι από αυτούς είναι η πτώση της αξίας των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, η αδυναμία εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων πληρωμών από τους αρχικούς οφειλότες, κατά συνέπεια η διακοπή πληρωμής (default risk), η πρόωρη εξόφληση ή προπληρωμή των απαιτήσεων με αποτέλεσμα να μην εισπραχθούν οι αναμενόμενοι τόκοι (prepayment / reinvestment risk), οι

μεταβολές των επιτοκίων που μπορεί να μεταβάλλουν αντίστοιχα την ποσότητα των χρηματοροών αλλά και ο κίνδυνος χρεοκοπίας του διαχειριστή (servicer).

Τα γεγονότα αυτά μπορούν να μειώσουν σημαντικά την αξία της αναληφθείσας επένδυσης, αλλά και να προκαλέσουν σοβαρότατα οικονομικά προβλήματα στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Απόδειξη αποτελεί η πρόσφατη κρίση των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων, η οποία οδήγησε σε μεγάλα προβλήματα ρευστότητας και έχει πλήξει αρκετά το σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΟΡΦΩΝ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Διακρίνουμε διάφορες μορφές τιτλοποίησης ανάλογα με τον τρόπο και τη διαρθρωτική δομή σύμφωνα με την οποία αναπτύσσεται η διαδικασία. Οι κυριότερες διαφορές, με βάση τις οποίες γίνεται και η διάκριση των μορφών, εντοπίζονται στον τρόπο προώθησης των πληρωμών προς τούς επενδυτές και στον τρόπο αποπληρωμής των εκδοθέντων τίτλων. Οι δύο κυριότεροι τύποι τιτλοποίησης που διακρίνονται είναι η τιτλοποίηση με άμεση ροή πληρωμών (pass through structure) και η τιτλοποίηση με έμμεση ροή πληρωμών (pay through structure).¹⁵

A) Η Φύση των Εκδιδόμενων Τίτλων

Αναλυτικότερα στην τιτλοποίηση με διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών η εταιρεία ειδικού σκοπού ουσιαστικά δεν εκδίδει ομολογιακούς τίτλους αλλά πιστοποιητικά ιδιοκτησίας επί των ομαδοποιημένων απαιτήσεων και ο κάτοχος του τίτλου αποκτά ιδιοκτησία στις απαιτήσεις και στις ασφάλειες που τις ακολουθούν και απολαμβάνει ωφελήματα με τη μορφή των πληρωμών που προκαλούν οι απαιτήσεις. Οι τίτλοι που εκδίδονται με βάση την άμεση ροή πληρωμών αντιμετωπίζονται ως μερίδια κεφαλαίου και ο κάτοχος του κάθε τίτλου έχει ενιαία αξίωση σε κάθε πληρωμή που προκαλείται με βάση τις απαιτήσεις από τους οφειλέτες μέχρι ολοκληρωτικής ικανοποίησής του. Με αυτό τον τρόπο η αξίωση ικανοποίησης του δεν περιορίζεται σε συγκεκριμένες απαιτήσεις αλλά σε κλάσμα του συνόλου των απαιτήσεων.¹⁶

Αντίθετα στην τιτλοποίηση με διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών, φορέας και ιδιοκτήτρια των απαιτήσεων είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού. Σε αυτήν παραμένει το δικαίωμα επί της ομάδας των απαιτήσεων μέχρι τη λήξη της τιτλοποίησης και την πλήρη ρευστοποίηση τους. Για αυτό το λόγο, η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εκδίδει πιστοποιητικά ιδιοκτησίας επί των απαιτήσεων αλλά τίτλους με τη μορφή ομολογιών. Οι επενδυτές αποκτούν ενοχικό δικαίωμα έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού, αφού τη χρηματοδοτούν προκειμένου να αγοράσει τις απαιτήσεις από την πωλήτρια εταιρεία κι έτσι γίνονται δανειστές της. Συνεπώς οι επενδυτές και κάτοχοι των τίτλων δεν αποκτούν περιουσιακό δικαίωμα πάνω στις απαιτήσεις. Το δικαίωμα ιδιοκτησίας τους περιορίζεται στον τίτλο που εκδίδεται και όχι στις τιτλοποιημένες απαιτήσεις. Κι

¹⁵ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 85

¹⁶ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 86-89

ο τίτλος δεν ενσωματώνει περιουσιακό δικαίωμα επί της ομάδας των απαιτήσεων αλλά δικαίωμα ενεχύρου επί αυτής.¹⁷

Β) Ο Τρόπος Προώθησης των Πληρωμών προς τους Επενδυτές

Άλλη διαφορά ανάμεσα στις δύο μορφές διάρθρωσης της τιτλοποίησης είναι ότι στην τιτλοποίηση με διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών ο εμπιστευματοδόχος, που κατέχει τις απαιτήσεις στο όνομα και για λογαριασμό των δικαιούχων επενδυτών, προωθεί στους επενδυτές άμεσα και σε όλο τους το ύψος τα κεφάλαια που φτάνουν σε αυτόν. Λόγω της άμεσης αυτής προώθησης ονομάζεται η διάρθρωση αυτή της τιτλοποίησης διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, το ύψος των κεφαλαίων που προωθούνται να αυξάνεται ή να μειώνεται ανάλογα αν αυξάνεται ή μειώνεται η ροή των κεφαλαίων από τους οφειλέτες. Δεν έχει σημασία αν η πληρωμή από τους οφειλέτες γίνεται στο ληξιπρόθεσμο της απαίτησης, πρόωρα ή με καθυστέρηση.

Ωστόσο λόγω της άμεσης προώθησης των κεφαλαίων από τους οφειλέτες στους επενδυτές και λόγω της επακόλουθης εξάρτησης των αποδόσεων των τίτλων από την απόδοση που παρουσιάζει η ρευστοποίηση των απαιτήσεων μεταφέρονται στους επενδυτές μορφές κινδύνου που συσχετίζονται με τις απαιτήσεις, όπως οι καθυστερήσεις πληρωμών ή η πρόωρη εξόφληση των απαιτήσεων από τους οφειλέτες.¹⁸

Αν προκύψει έλλειμμα ή καθυστέρηση πληρωμών, οι επενδυτές προστατεύονται από ποικιλόμορφες εξασφαλίσεις που προβλέπονται σε κάθε διαδικασία τιτλοποίησης. Η πρόβλεψη αυτών και η φύση των εξασφαλίσεων δεν διαφέρει ιδιαίτερα ανάλογα με τη διάρθρωση της ροής πληρωμών σε άμεση ή έμμεση.

Η διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών, όμως, λόγω της άμεσης εξάρτησης των πληρωμών από τους οφειλέτες μεταφέρει τον εξής κίνδυνο στους δικαιούχους των τίτλων: καθιστά πιθανή την πρόωρη ρευστοποίηση των απαιτήσεων λόγω πρόωρης εξόφλησης αυτών από τους οφειλέτες. Σε μια τέτοια περίπτωση πραγματοποιείται ο κίνδυνος της πρόωρης επιστροφής της επένδυσης στους δικαιούχους και κατόχους των τίτλων. Συγκεκριμένα, η πρόωρη ροή πληρωμών επιφέρει το παρακάτω αποτέλεσμα: αν οι απαιτήσεις ικανοποιηθούν από τους οφειλέτες νωρίτερα από το αναμενόμενο και συμφωνημένο, θα μειωθεί και τελικά θα εκλείψει νωρίτερα το ενεργητικό απαιτήσεων που προκαλεί τη ροή κεφαλαίων από

¹⁷ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 103-105

¹⁸ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 90-93

τους οφειλέτες προς τους επενδυτές. Συνέπεια των προώρων καταβολών από τους οφειλέτες είναι ότι μπορεί να λήξει νωρίτερα η τιτλοποίηση και οι τίτλοι να σταματήσουν να αποδίδουν ως επένδυση νωρίτερα του αναμενόμενου. Αν για παράδειγμα οι απαιτήσεις που έχουν τιτλοποιηθεί είναι απαιτήσεις από δάνεια, η πρόωρη επιστροφή του κεφαλαίου από το δανειολήπτη καταλύει και την τοκοφορία του κεφαλαίου αποδίδοντας σε τελική ανάλυση στον επενδυτή κερδοφορία μικρότερη του αναμενόμενου και συμφωνημένου. Όταν το κεφάλαιο επιστραφεί, αίρεται ο λόγος καταβολής των τόκων. Αν εξοφλήσουν πρόωρα οι δανειολήπτες, επιστρέφονται νωρίτερα οι χορηγήσεις δάνεια και δεν αποδίδουν το προσδοκώμενο ύψος τόκων. Ως εκ τούτου ρευστοποιείται η τιτλοποιημένη απαίτηση εκ του δανείου και επιστρέφεται πρόωρα στους επενδυτές χωρίς να έχει αποδώσει το δάνειο το σύνολο των προσδοκώμενων τόκων.¹⁹

Αντίθετα, στη διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών συντελείται αναδόμηση της ροής κεφαλαίων προς τους επενδυτές. Δεν προωθούνται οι πρόωρες εισροές κεφαλαίων από τους οφειλέτες αμετάβλητες και σε ευθεία γραμμή προς τους επενδυτές. Σε περίπτωση πρόωρης ρευστοποίησης των απαιτήσεων τα κεφάλαια διατηρούνται από την εταιρεία ειδικού σκοπού. Διοχετεύονται στους επενδυτές μόνο στα ποσά και στα τακτά χρονικά διαστήματα που προβλέπονται από τους τίτλους που έχουν εκδοθεί. Τα κεφάλαια από την αξιοποίηση και τη ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων ομαδοποιούνται και διανέμονται στους επενδυτές σύμφωνα με τους προκαθορισμένους όρους αποπληρωμής των τίτλων.

Η βασική διαφορά, δηλαδή, ανάμεσα στη διάρθρωση άμεσης από αυτήν της έμμεσης ροής πληρωμών είναι ότι στη δεύτερη διενεργείται από την εταιρεία ειδικούς σκοπού, σε συνεργασία με τον συντονιστή και τον εμπιστευματοδόχο, κεφαλαιακή διαχείριση των ροών πληρωμής (asset management). Αυτό γίνεται για να ικανοποιηθούν οι αξιώσεις των επενδυτών χωρίς πλεονασματικές ή ελλειμματικές πληρωμές στα τακτά χρονικά διαστήματα.

Συγκεκριμένα, στην τιτλοποίηση με διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών, αν υπάρξουν πρόωρες ή αυξημένες ροές πληρωμών, το πλεόνασμα εκ των κεφαλαίων αυτών παρακρατείται και επαναεπενδύεται. Η διαδικασία και η ευθύνη της επανεπένδυσης, όμως, βρίσκεται στη σφαίρα επιρροής της εταιρείας ειδικού σκοπού και των άλλων μερών που εμπλέκονται στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Έτσι, ο κίνδυνος ανεπιτυχούς επενδυτικής απόδοσης παραμένει στην εταιρεία ειδικού σκοπού και τα υπόλοιπα μέρη της τιτλοποίησης και δεν μετακυλιέται στους επενδυτές.

¹⁹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 93-100

Ενδέχεται, μάλιστα, η επανεπένδυση κεφαλαίων από την εταιρία ειδικού σκοπού να είναι προσοδοφόρα σε βαθμό που να υπερκαλύπτει τις υποχρεώσεις προς τους επενδυτές. Σε μια τέτοια περίπτωση, το πλεόνασμα των κεφαλαίων χρησιμοποιείται με δύο τρόπους: είτε ως εξασφάλιση των επενδυτών από απρόβλεπτα ελλείμματα ταμειακών ροών που μπορεί να προκύψουν μέχρι το τέλος της διαδικασίας της τιτλοποίησης, είτε ως πλεονασματική χρηματοδότηση της πωλήτριας εταιρείας. Στην τελευταία, η επιχείρηση, που μεταβίβασε στην εταιρεία ειδικού σκοπού τις απαιτήσεις της, λαμβάνει το αρχικό τίμημα πώλησης των απαιτήσεων της κατά την έναρξη της τιτλοποίησης και το διαφορικό τίμημα και τη λήξη αυτής, όταν διαπιστωθεί η ύπαρξη πλεονάσματος.

Με αυτόν τον τρόπο, η τιτλοποίηση με διάρθρωση έμμεσης πληρωμής εμφανίζεται ως φθηνότερη χρηματοδότηση για την επιχείρηση που θα τιτλοποιήσει τις απαιτήσεις της. Πρώτον, διότι ενδέχεται η επιχείρηση να λάβει λόγω επιτυχούς επανεπένδυσης επιπλέον από το προσδοκώμενο τίμημα. Επίσης, για τον πρόσθετο λόγο ότι οι τίτλοι εκδίδονται προς τους επενδυτές με υποχρέωση μικρότερης επιτοκιακής απόδοσης, επειδή αντιμετωπίζονται ασφαλέστερα οι επενδυτικοί κίνδυνοι.

Επιπλέον, προτέρημα της τιτλοποίησης με διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών είναι ότι εφόσον τα κεφάλαια που εισρέουν από τη ρευστοποίηση διοχετεύονται προς τους επενδυτές με ελεγχόμενο τρόπο και διακανονισμένη ροή, είναι δυνατό να αποτυπωθεί με ακρίβεια η τακτικότητα και το ύψος της αποπληρωμής στους τίτλους που θα εκδοθούν. Συνεπώς, η αξίωση των επενδυτών μπορεί να προδιατυπώνεται και να προσδιορίζεται συγκεκριμένα στους όρους έκδοσης των τίτλων. Έτσι, οι επενδυτές λαμβάνουν τίτλους, από τους οποίους η πρόσδοδος είναι προβλέψιμη.²⁰

Γ) Η Επιλογή του Έλληνα Νομοθέτη

Ο Έλληνας νομοθέτης επέλεξε για τη διενέργεια της τιτλοποίησης τη διάρθρωση με έμμεση ροή πληρωμών. Ο ν. 3156/2003 εμφανώς προσδιορίζει πως η διαδικασία τιτλοποίησης γίνεται με την έκδοση ομολογιών. Η χρήση του όρου «ομολογία» γίνεται αρκετές φορές από το νομοθέτη. Συνεπώς, οι επενδυτές και δανειστές της όλης διαδικασίας γίνονται δικαιούχοι ομολογιών, τίτλων, δηλαδή, που ενσωματώνουν ενοχικό δικαίωμα κατά του εκδότη των τίτλων αυτών. Δεν αποκτούν εμπράγματα δικαιώματα πάνω σε περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ειδικού

²⁰ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 100-103

σκοπού, άλλου μέρους της διαδικασίας ή, πολύ περισσότερο, περιουσιακό δικαίωμα πάνω στις απαιτήσεις. Μάλιστα, προς διευκρίνηση του τελευταίου, ο νομοθέτης ορίζει πως επί των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων αλλά και επί του προϊόντος ρευστοποίησης τους υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων. Και σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του ΑΚ (άρθρα 1209-1215-1239-1243) οι επενδυτές-ομολογιούχοι δεν μπορούν να έχουν δικαίωμα συνιδιοκτησίας και συγκυριότητας επί πράγματος που έχουν και δικαίωμα ενεχύρου. Συνεπώς, ο ν. 3156/2003 με τις διατυπώσεις του αυτές αποκλείει την τιτλοποίηση με διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών και προκρίνει αυτήν με διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών.²¹

²¹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 113

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΥΡΙΩΝ ΜΕΡΩΝ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Μεταβιβάζουσα – Χρηματοδοτούμενη Επιχείρηση

Η επιχείρηση που θέτει σε κίνηση την όλη διαδικασία της τιτλοποίησης, είναι η πωλήτρια των απαιτήσεων. Η επιχείρηση αυτή μπορεί να είναι του ιδιωτικού αλλά και του δημοσίου τομέα και μπορεί να έχει οποιοδήποτε σκοπό ή δραστηριότητα. Η πρακτική δείχνει πως συνήθως οι κύριοι χρήστες της διαδικασίας της τιτλοποίησης ως πωλητές είναι μεγάλες ανώνυμες εταιρείες και τράπεζες.

Στο άρθρο 10 παρ.2 εδ. α, ορίζει πως «για τους σκοπούς του νόμου ο μεταβιβάζων είναι έμπορος με κατοικία στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα». Η πρώτη προϋπόθεση δηλαδή που απαιτείται είναι η εμπορική ιδιότητα, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι αφορά σε επιχειρηματικές απαιτήσεις. Η δεύτερη προϋπόθεση έχει να κάνει με την καταλληλότητα της έδρας της επιχείρησης. Η έδρα του μεταβιβάζοντος πρέπει να είναι στην Ελλάδα ή και στην αλλοδαπή με την προϋπόθεση όμως να έχει και στην Ελλάδα εγκατάσταση. Συνεπώς η χρηματοδότηση της οποίας το πλαίσιο εισάγει ο ν. 3156/2003 αφορά μόνο επιχειρήσεις που αποκτούν απαιτήσεις στα πλαίσια της εμπορικής τους δραστηριότητας στην Ελλάδα. Όμως δεν αποκλείονται και επιχειρήσεις που έχουν δραστηριότητα στην Ελλάδα με κάποιο υποκατάστημα, ακόμα κι αν έχουν έδρα στο εξωτερικό.²²

Ο σκοπός του νομοθέτη είναι να προέρχεται ο μεταβιβάζων και η δραστηριότητα του σε κάθε περίπτωση από την Ελλάδα. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η τιτλοποίηση απαιτήσεων πωλητών με έδρα και δραστηριότητα αποκλειστικά στο εξωτερικό. Σε περίπτωση που η έδρα και η δραστηριότητα είναι στην αλλοδαπή υπάρχει ο κίνδυνος να διατεθούν απαιτήσεις επιχειρήσεως αμφιβόλου φερεγγυότητας και ποιότητας. Ενδέχεται να χρησιμοποιηθεί η διαδικασία του ν.3156/2003 για τιτλοποίηση απαιτήσεων που δεν μπορούν άμεσα να ελεγχθούν από τους φορείς της Ελλάδας ως προς τη δυνατότητα να προκαλέσουν αναμενόμενες και σταθερές ροές πληρωμών. Αυτό εγείρει κινδύνους για την αποπληρωμή των τίτλων, που θα εκδοθούν, και για την προστασία των επενδυτών. Μπορεί ακόμη να νομιμοποιηθούν έμμεσα άγνωστες δραστηριότητες και μέσω της τιτλοποίησης να ρευστοποιηθούν απαιτήσεις άγνωστης προέλευσης και νομιμότητας. Τέλος πρέπει να αναφερθεί πως με το ν. 3156/2003 επιδιώκεται η χρηματοδότηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων εντός της επικράτειας και όχι η χρήση της

²² Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 477

τιτλοποίησης για διοχέτευση κεφαλαίων στο εξωτερικό. Για τους λόγους αυτούς ο νομοθέτης επιλέγει να εντάξει στην εφαρμογή του νόμου μόνο πωλητές απαιτήσεων με δραστηριότητα και έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα.²³

Εταιρεία Ειδικού Σκοπού

Όπως ορίζεται από το ν.3156/2003 στο άρθρο 10 παρ.2 εδ. β', ο αποκτών τις απαιτήσεις είναι το νομικό πρόσωπο ή τα νομικά πρόσωπα, τα οποία έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίηση τους, οι οποίες μεταβιβάζονται λόγω πώλησης. Επιπλέον προσδιορίζεται ο ρόλος του εκδότη των τίτλων στην εταιρεία ειδικού σκοπού, που σημαίνει πως η μεταβιβάζουσα εταιρεία δεν έχει καμία ανάμειξη στην έκδοση των τίτλων.²⁴

Η δημιουργία της εταιρείας ειδικού σκοπού και η συμμετοχή της στην διαδικασία της τιτλοποίησης αποτελεί και την ειδοποιό διαφορά ανάμεσα στην τιτλοποίηση και στην έκδοση ομολογιακού δανείου.

Ως εκδότες των τίτλων, η εταιρεία ειδικού σκοπού τοποθετεί λογιστικά τα αντληθέντα κεφάλαια που προκύπτουν στο παθητικό της. Αντίθετα, αν και τα κεφάλαια αυτά τελικά καταλήγουν στην μεταβιβάζουσα-χρηματοδοτούμενη εταιρεία, λογιστικά δεν εμφανίζονται στο παθητικό της. Το γεγονός αυτό εξηγείται από το ότι οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται μέσω πώλησης και τα αντληθέντα κεφάλαια λαμβάνονται ως τίμημα για την πώληση αυτή.²⁵

Παράλληλα, με την πώληση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού καθίσταται εφικτή η οικονομική και νομική ανεξαρτησία τους από την μεταβιβάζουσα εταιρεία, καθώς και η αποξένωσή τους τόσο από την εταιρεία όσο και από τους δανειστές.

Γίνεται λοιπόν σαφές πως με τη συμμετοχή της εταιρείας ειδικού σκοπού στη διαδικασία της τιτλοποίησης γίνεται χρήση των ευνοϊκών συνεπειών του λογιστικού, φορολογικού και εποπτικού δικαίου.

Η παραπάνω διάταξη νόμου αναφέρει επίσης ως αποκτώντα των απαιτήσεων ένα ή πολλά νομικά πρόσωπα. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως σε μία τιτλοποίηση δεν είναι απαραίτητη η ύπαρξη μόνο μίας εταιρείας ειδικού σκοπού. Η ανάγκη έκδοσης διαφορετικών ομολογιών με διαφορετικά χαρακτηριστικά ή η

²³ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 121

²⁴ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 211

²⁵ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 478

τιτλοποίηση απαιτήσεων με διαφορετικά χαρακτηριστικά και άλλες ανάγκες μπορεί να οδηγήσουν στην ύπαρξη πέραν της μίας εταιρείας ειδικού σκοπού.²⁶

Με την διάταξη του άρθρου 10 παρ.3 καθορίζεται πως αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει αυτή να είναι ανώνυμη εταιρεία και να διέπεται από τις διατάξεις του ν. 3156/2003 αλλά και συμπληρωματικά από τις διατάξεις του κ. ν. 2190/1920 και του ν.δ.17 Ιουλίου / 13 Αυγούστου 1923.

Υπάρχει συνεπώς η δυνατότητα η εταιρεία ειδικού σκοπού να έχει την έδρα της είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό. Εάν εδρεύει στο εξωτερικό μπορεί να συσταθεί ως ΑΕ, ως ΕΠΕ, ως προσωπική εταιρεία ή και ως εμπίστευμα.²⁷ Εάν εδρεύει στην Ελλάδα θα διέπεται από τις ελληνικές διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών.

Στη συνέχεια στο άρθρο 10 παρ. 5 ορίζεται πως οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογιών λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η Γ.Σ. στην εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εξυπηρετεί τους σκοπούς και τα συμφέροντα που εξυπηρετούνται σε μια κανονική Α.Ε. Άλλωστε η έκδοση τίτλων δεν είναι έκτακτη ενέργεια, που χρήζει την κινητοποίηση της Γ.Σ. Η διάταξη αυτή δίνει το δικαίωμα στην εταιρεία ειδικού σκοπού να μεταβιβάζει την αρμοδιότητα αλλά προφανώς και να καθορίζει η ίδια τον αριθμό και την συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσης 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. Συνεπώς η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει την αρμοδιότητα της ανάθεσης σε συγκεκριμένα πρόσωπα της διάθεσης και αναδοχής των ομολογιών, της είσπραξης και διαχείρισης των ομολογιών και την εκπροσώπηση των ομολογιούχων επενδυτών.

Ως προς τα χαρακτηριστικά των ομολογιών ο ν. 3156/2003 περιορίζει την εταιρεία ειδικού σκοπού και υποχρεώνει σε ονομαστική αξία κάθε ομολογίας τουλάχιστον εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ.²⁸

Με την διάταξη της παρ. 7 του άρθρου 10, ορίζεται πως η εταιρεία ειδικού σκοπού, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς επίσης και λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στους σκοπούς της τιτλοποίησης περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την

²⁶ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 479

²⁷ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 470

²⁸ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 483

απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών, η εξόφληση αυτών και των πάσης φύσεως δανείων, όπως ορίζονται στους όρους των σχετικών συμβάσεων και στο πρόγραμμα του δανείου.²⁹

Στο σημείο αυτό μπορούμε να παρατηρήσουμε πως η εταιρεία ειδικού σκοπού παρά τις σημαντικές αρμοδιότητές της, περιορίζεται και σημαντικά στις δραστηριότητες της. Διαθέτει ελάχιστα όργανα, κεφάλαια και περιουσιακά στοιχεία ώστε η δραστηριότητά της να περιορίζεται στα απολύτως απαραίτητα. Πολλές φορές αποτελεί συνήθη πρακτική η εταιρεία ειδικού σκοπού να υφίσταται μόνο στα επίσημα έγγραφα της έδρας της χωρίς να υπάρχουν πραγματικές εγκαταστάσεις ή να μην υπάρχει ανθρώπινο προσωπικό και να επιδιώκεται η προσφυγή σε εξωεταιρικές πηγές προκειμένου να εξυπηρετηθεί η δραστηριότητά της. Ουσιαστικά σκοπός αυτού του περιορισμού είναι να μην δημιουργηθεί, μέσω της δραστηριότητας της, παθητικό σκέλος για την εταιρεία ειδικού σκοπού και να μην αναλάβει κινδύνους.³⁰

Οι πρακτικές αρμοδιότητες της εταιρείας ειδικού σκοπού αλλά και ο σκοπός της είναι τόσο στενά περιορισμένες με αποτέλεσμα μετά την ολοκλήρωση της τιτλοποίησης η εταιρεία ειδικού σκοπού να διαλύεται. Αυτό βέβαια δεν είναι υποχρεωτικό εκ του νόμου. Μόνη περίπτωση διατήρησης της υπάρχει αν είναι δυνατή η επαναχρησιμοποίηση της σε νέα τιτλοποίηση με νέες απαιτήσεις του ίδιου πωλητή ή διαφορετικού.³¹

Αυτοτέλεια Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 4, οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές. Η ονομαστικοποίηση των μετοχών καθιστά δυνατό τον έλεγχο του καθεστώτος κυριότητας της εταιρείας ειδικού σκοπού. Καθιστά δυνατή την διαπίστωση της νομικής σχέσης μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Αυτό είναι και το μοναδικό κριτήριο αυτοτέλειας που εισάγει ο ν. 3156/2003.³²

Οφείλουμε να τονίσουμε όμως πως η εξασφάλιση της ανεξαρτησίας και της αυτοτέλειας προστατεύει από τη δυνατότητα της μεταβιβάζουσας εταιρείας ή άλλου μέρους της διαδικασίας της τιτλοποίησης να αποκτά άμεσα ή έμμεσα δικαιώματα στην περιουσία αυτής. Η ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων εξασφαλίζει την αντικειμενική αξιολόγηση της επένδυσης από τους

²⁹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 224

³⁰ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 226-227

³¹ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 484

³² Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 482

υποψήφιους τιτλούχους χωρίς η οικονομική και νομική κατάσταση της μεταβιβάζουσας εταιρείας να επιδρά στην τύχη και στην ικανοποίηση της αξίωσής τους. Η αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς αντιμετωπίζεται ο κίνδυνος να αναμειγνύονται τα κεφάλαια αυτά με κεφάλαια της μεταβιβάζουσας εταιρείας ή με κινδύνους πιστωτικούς, επιχειρηματικούς και επενδυτικούς άλλων φορέων που δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα των επενδυτών.³³

Οι προϋποθέσεις και τα κριτήρια τα οποία εξασφαλίζουν την αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού έναντι όχι μόνο της μεταβιβάζουσας εταιρείας αλλά και έναντι των συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών, έτσι όπως απορρέουν από τη διεθνή εμπειρία της χρήσεως της διαδικασίας της τιτλοποίησης αλλά και ερμηνευτικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών παρατίθενται παρακάτω.

Αρχικά τίθεται η ανάγκη διαφάνειας σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας ειδικού σκοπού το οποίο όπως αναφέρθηκε και παραπάνω αντιμετωπίζεται με την ονομαστικοποίηση των μετοχών. Έτσι η αυτοτέλεια εξασφαλίζεται όταν η μεταβιβάζουσα εταιρεία δεν έχει στην κυριότητα και κατοχή της καμία μετοχή της εταιρείας ειδικού σκοπού και δεν έχει επίσης κανένα δικαίωμα ψήφου στην Γενική Συνέλευση.

Η μεταβιβάζουσα εταιρεία δεν πρέπει να έχει ούτε δικαίωμα διορισμού κάποιου μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η ανεξαρτησία του Δ.Σ. εξασφαλίζει την αντικειμενικότητα των αποφάσεων καθώς και το γεγονός ότι δε θα υποβληθεί αίτηση πτώχευσης από την ίδια την εταιρείας ειδικού σκοπού αν δεν υπάρχει λόγος που να εξυπηρετεί μόνο τα συμφέροντα των ομολογιούχων επενδυτών. Το κριτήριο αυτό ολοκληρώνεται με την ύπαρξη μελών στο ΔΣ της εταιρείας ειδικού σκοπού που δεν ταυτίζονται με τα μέλη του ΔΣ της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Συνήθως στην πρακτική αρκεί η ύπαρξη έστω και ενός ανεξάρτητου μέλους στο ΔΣ της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η ψήφος του μέλους αυτού είναι διπλή έναντι των άλλων μελών και αποτελεί προϋπόθεση για τη λήψη κάποιων αποφάσεων που είναι καθοριστικές για την τύχη της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων της. Ωστόσο, επιθυμητό θα έπρεπε να είναι να μην υπάρχει κανένα κοινό μέλος στα ΔΣ των δύο ανεξάρτητων εταιρειών.

Επίσης ορθό θα ήταν, να αποκτά τις μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων ή ο ανάδοχος των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.³⁴ Η απόκτηση των μετοχών αυτών από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων είναι τυπική

³³ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 242-244

³⁴ Ο θεσμός του εκπροσώπου της ομάδας των ομολογιούχων προβλέπεται από το άρθρο 4 του ν. 3156/2003

και εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού δίνοντας εχέγγυα λειτουργίας της σύμφωνα με τα συμφέροντα των επενδυτών.

Ένα ακόμη κριτήριο ανεξαρτησίας είναι η εμφάνιση ξεχωριστών οικονομικών καταστάσεων των δυο εταιρειών, ξεχωριστών τραπεζικών λογαριασμών και η απουσία εγγύησης της μεταβιβάζουσας εταιρείας για υποχρεώσεις και βάρη της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η εταιρεία ειδικού σκοπού οφείλει να καλύπτει τα έξοδα της ανατρέχοντας στα ίδια κεφάλαια της χωρίς να εξυπηρετείται από άλλα μέρη της διαδικασίας. Στην ίδια κατεύθυνση κριτήριο για την οικονομική σχέση των δύο εταιρειών αποτελεί η ύπαρξη κοινών περιουσιακών στοιχείων και δικαιωμάτων.

Παράλληλα θα πρέπει να οριοθετείται και να διαφοροποιείται η δραστηριότητα της εταιρείας ειδικού σκοπού από αυτή της μεταβιβάζουσας εταιρείας ακόμα και σχετικά με την ονομασία της αλλά και με την έδρα εγκατάστασης. Έτσι ο χώρος λειτουργίας και το προσωπικό της εταιρείας ειδικού σκοπού πρέπει να διαφέρουν από εκείνα της μεταβιβάζουσας γιατί η παρουσία κοινών υπαλλήλων στις δύο εταιρείες υποδηλώνει στοιχεία εξάρτησης και αλληλεπίδρασης των δύο εταιρειών.

Στην περίπτωση που η μεταβιβάζουσα εταιρεία διαθέτει και τον ρόλο του διαχειριστή των απαιτήσεων στη διαδικασία της τιτλοποίησης, τότε θα πρέπει η εταιρεία ειδικού σκοπού να διατηρεί την ανεξαρτησία και την αυτοτέλεια της και έναντι του διαχειριστή των απαιτήσεων. Οι συμβάσεις των μερών δεν θα πρέπει να επιτρέπουν υποχρεώσεις ή δαπάνες της εταιρείας ειδικού σκοπού να αναλαμβάνονται από τον διαχειριστή. Η εταιρεία ειδικού σκοπού θα πρέπει να διατηρεί καθ όλη τη διαδικασία της τιτλοποίησης το δικαίωμα να αντικαθιστά όποτε αυτή το κρίνει απαραίτητο το διαχειριστή των απαιτήσεων, ακόμα και αν αυτός είναι η μεταβιβάζουσα εταιρεία, αλλά και να ελέγχει πλήρως την τύχη των απαιτήσεων.

Τέλος ένα σημαντικό κομμάτι που εκφράζει την ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού αποτελεί η είσπραξη των απαιτήσεων. Η ανεξαρτησία των κεφαλαίων που προέρχονται από την ρευστοποίηση των απαιτήσεων ορίζεται από την παρ. 15 του άρθρου 10, σύμφωνα με την οποία ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να καταθέτει σε χωριστή έντοκη κατάθεση τα ποσά που προκύπτουν αμέσως με την είσπραξή τους. Μέσω της διάταξης αυτής εξασφαλίζεται πως όχι μόνο η τύχη της ίδιας της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεών της αλλά και η τύχη του προϊόντος ρευστοποίησης τους δεν καθορίζεται από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία.³⁵

³⁵ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 246-255

Όσον αφορά στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα σύμφωνα με την υπ' αριθμό 9 εγκύκλιο διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος³⁶ με την οποία ρυθμίζεται το πλαίσιο εποπτείας προγράμματος τιτλοποίησης απαιτήσεων από συμβάσεις πιστώσεων και όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο Δ της εγκυκλίου προβλέπονται οι προϋποθέσεις που τεκμηριώνουν την αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα. Εφόσον υφίστανται οι προϋποθέσεις αυτές και διασφαλίζεται η αυτονομία της διοίκησης και της διαχείρισης και αποτρέπεται η άσκηση οποιασδήποτε επιρροής από την μεταβιβάζουσα τράπεζα, τότε η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν συμπεριλαμβάνεται στην ενοποιημένη εποπτεία που ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος στη μεταβιβάζουσα τράπεζα.

Πιο αναλυτικά θα πρέπει

- Η επωνυμία της εταιρείας ειδικού σκοπού να μην περιλαμβάνει, αλλά ούτε να συνδέεται έμμεσα, με την επωνυμία της μεταβιβάζουσας τράπεζας.
- Η μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην εκπροσωπείται στο ΔΣ της εταιρείας ειδικού σκοπού. Τυχόν εκπροσώπηση της μεταβιβάζουσας τράπεζας με ένα (1) μέλος πρέπει να εγκρίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος.
- Η μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην καλύπτει, μετά την υλοποίηση της αρχικής μεταβίβασης, τα τρέχοντα έξοδα του σχήματος τιτλοποίησης ή τμήμα αυτών. Δηλαδή η τράπεζα έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτεί το σύνολο των εξόδων για τη σύσταση της εταιρείας ειδικού σκοπού και τις πρώτες αμοιβές του συντονιστή και των άλλων μερών, μέχρι την οριστική μεταβίβαση των απαιτήσεων.
- Η εταιρεία ειδικού σκοπού να μην είναι αντισυμβαλλόμενη σε συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή νομισμάτων με την μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτή εταιρεία που εποπτεύεται σε ενοποιημένη βάση, εκτός αυτών που διενεργούνται σε αντιπροσωπευτικές αγοραίες τιμές, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος. Έτσι αν η τράπεζα αποτελεί ένα από τους παροχείς εξασφαλίσεων της διαδικασίας τιτλοποίησης είναι δηλαδή ο αντισυμβαλλόμενος σε σύμβαση SWAP, η σύμβαση αυτή θα πρέπει να γίνει με αντικειμενικές τιμές και όχι τιμές ευνοϊκές για ένα από τα δύο μέρη.

Τέλος η Τράπεζας της Ελλάδος διατηρεί την διακριτική ευχέρεια να απαιτήσει από την μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην έχει οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση μετοχική σχέση με την εταιρεία ειδικού σκοπού, προκειμένου να διασφαλιστεί η πλήρης νομική και οικονομική αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού.

³⁶ Βλ. Παράρτημα Εγκύκλιος Διοίκησης 9, Τράπεζα της Ελλάδος, 30 Οκτωβρίου 2003

Μεταβιβαζόμενες Απαιτήσεις

Οι απαιτήσεις αποτελούν το σημαντικότερο στοιχείο στη διαδικασία της τιτλοποίησης γιατί μέσω της ρευστοποίησης τους θα προκληθούν οι απαραίτητες χρηματοροές με τις οποίες θα ικανοποιηθούν οι ομολογιούχοι δανειστές αλλά και θα χρηματοδοτηθεί η μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Το άθροισμα της ονομαστικής αξίας των τίτλων που θα εκδοθούν, των αμοιβών, των δαπανών και των εξόδων της τιτλοποίησης πρέπει να αντιστοιχούν στην συνολική αξία των τιτλοποιηθεισών απαιτήσεων και σε καμία περίπτωση δεν πρέπει να υπερτερούν αυτής.³⁷

Στο άρθρο 10 παρ. 6 γίνεται περιγραφή των απαιτήσεων που μπορούν να τιτλοποιηθούν. Έτσι πρόκειται για απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, ανεκχώρητες ή και απαιτήσεις υπό αίρεση.

Κάθε απαίτηση κατά τρίτου μπορεί να τιτλοποιηθεί και να ρευστοποιηθεί κατά τη διαδικασία που περιγράφει ο ν. 3156/2003. Είναι λοιπόν δυνατό να τιτλοποιηθούν απαιτήσεις από δάνεια στεγαστικά, επιχειρηματικά ή καταναλωτικά, από αγορές κάθε είδους κινητών ή ακίνητων πραγμάτων, από πιστωτικές κάρτες, από παροχή υπηρεσιών, από συμφωνίες leasing ή franchising. Μπορούν ακόμα να μεταβιβασθούν απαιτήσεις από ασφάλιστρα ασφαλιστικών εταιρειών, από αγορά συναλλάγματος, από παραγωγή γεωργικών ή κτηνοτροφικών προϊόντων, από παροχή τηλεπικοινωνιών, από μισθώσεις ακινήτων, από δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, από δικαιώματα αθλητικών οργανώσεων, από πώληση υπό κατασκευή πλοίων κλπ.

Με βάση τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται συχνά παίρνει και διαφορετική ονομασία και η διαδικασία τιτλοποίησης ή οι τίτλοι που εκδίδονται. Έτσι η μεταβίβαση απαιτήσεων στεγαστικών δανείων επιφέρει άλλη διαδικασία τιτλοποίησης και έκδοση τίτλων (mortgage backed securities) από την μεταβίβαση απαιτήσεων άλλου είδους (asset backed securities). Το ίδιο συμβαίνει και όταν τιτλοποιηθεί ομάδα ομολόγων (Collateralized Bond Obligations ή Collateralized Debt Obligations) ή ομάδα συγκεκριμένων δανείων (Collateralized Loan Obligations).³⁸

Ωστόσο, δεν αρκεί η ύπαρξη απαίτησης γενικώς, αλλά η απαίτηση πρέπει κατά το ν.3156/2003 να υφίσταται έναντι τρίτου, δηλαδή να είναι οφειλέτης της κάποιος τρίτος. Ως τρίτος αντιμετωπίζεται όποιος δεν συμμετέχει στην διαδικασία με κάποια συμβατική θέση. Δεν είναι δυνατό τα εμπλεκόμενα μέρη να έχουν άλλες σχέσεις πέρα από εκείνες που περιγράφονται από το πλάνο της τιτλοποίησης, τα

³⁷ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 123

³⁸ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 125-126

στάδια αλλά και τις έγγραφες μεταξύ τους συμφωνίες. Η επιλογή αυτή του νομοθέτη γίνεται για να εξασφαλίζεται η αντικειμενική εποπτεία της διαδικασίας από τα εμπλεκόμενα μέρη και η επί ίσοις όροις συμμετοχής τους σε αυτή. Πρέπει να μη δημιουργούνται μεταξύ των μερών σχέσεις οφειλέτη και δανειστή και η ροή των πληρωμών να προέρχεται από οφειλέτες εκτός διαδικασίας.³⁹

Οι απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν μπορεί να είναι υφιστάμενες ή μελλοντικές. Μελλοντικές είναι οι απαιτήσεις που δεν υπάρχουν κατά τη χρονική στιγμή της μεταβίβασης. Μόλις γεννηθούν θεωρείται ότι μεταβιβάζονται αυτοδικαίως στον αποκτώντα.

Πάντως αν και ο νομοθέτης επιτρέπει σχεδόν κάθε επιχειρηματική απαίτηση να γίνει αντικείμενο τιτλοποίησης, εφόσον μπορεί να προκαλέσει σταθερή και προβλέψιμη ρευστότητα, οι επενδυτικοί και χρηματοδοτικοί σκοποί της τιτλοποίησης, τα συμφέροντα των εμπλεκόμενων μερών αλλά και η ομαλή και επιτυχής εξέλιξη της διαδικασίας επιβάλλουν την προσεκτική και με συγκεκριμένα κριτήρια επιλογή των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων.⁴⁰

Τα κριτήρια επιλογής διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες χαρακτηριστικών των απαιτήσεων. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν εκείνες οι απαιτήσεις χωρίς των οποίων τις ιδιότητες δεν μπορεί να λειτουργήσει η διαδικασία της τιτλοποίησης. Έτσι στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι απαιτήσεις με τα εξής χαρακτηριστικά: α) δυνατότητα ρευστοποίησης των απαιτήσεων και πρόκληση ροής κεφαλαίων εξ αυτών β) δυνατότητα πρόβλεψης και υπολογισμού των ροών γ) δυνατότητα νομικής και τεχνικής αποχώρησης των απαιτήσεων από το υπόλοιπο περιουσιακό ενεργητικό της εταιρείας.

Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν τα χαρακτηριστικά εκείνα που καθιστούν τη διαδικασία πιο ομαλή και εύκολη, με ασφαλέστερο αποτέλεσμα και κυρίως λιγότερο κόστος και χρόνο ολοκλήρωσης. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι α) ομοειδείς απαιτήσεις β) διασπορά των απαιτήσεων και διαφοροποίηση των οφειλετών γ) βάση δεδομένων σχετικά με την προηγούμενη συμπεριφορά των απαιτήσεων δ) ελάχιστο ποσό απαιτήσεων.

Η απουσία των χαρακτηριστικών της πρώτης κατηγορίας καθιστά αδύνατη την τιτλοποίηση, ενώ η απουσία των χαρακτηριστικών της δεύτερης κατηγορίας αυξάνει το κόστος, το χρόνο, μειώνει την απόδοση και την αποδοχή των τίτλων από το επενδυτικό κοινό.⁴¹

³⁹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 128

⁴⁰ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 485-486

⁴¹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 146-147

Αναλυτικότερα τα υποχρεωτικά χαρακτηριστικά για την βιωσιμότητα της διαδικασίας παρουσιάζονται ως εξής :

A) Δυνατότητα Ρευστοποίησης Απαιτήσεων

Στο άρθρο 10 παρ.1 ορίζεται πως οι τίτλοι που εκδίδονται εξοφλούνται από το προϊόν είσπραξης των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται. Γίνεται συνεπώς κατανοητό πως οι προς τιτλοποίηση απαιτήσεις θα πρέπει να διαθέτουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης έτσι ώστε να προκαλέσουν την απαραίτητη ροή κεφαλαίων προκειμένου να αποπληρωθούν οι εκδιδόμενοι τίτλοι και κατά συνέπεια να ικανοποιηθούν οι επενδυτές. Παράλληλα η ροή αυτή θα πρέπει να είναι σταθερή, γι αυτό το λόγο θα πρέπει να γίνεται έλεγχος και να αποκλείονται οι απαιτήσεις εκείνες που έχουν υψηλό δείκτη επισφαλειών και αφερεγγυότητας των οφειλετών.⁴²

B) Δυνατότητα Πρόβλεψης και Υπολογισμού της Ροής Κεφαλαίων

Επίσης απαραίτητο χαρακτηριστικό αποτελεί το προβλέψιμο του ύψους και της συχνότητας της ροής πληρωμών από τις απαιτήσεις. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται μια σταθερή βάση διαμόρφωσης των σχέσεων μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού ως δανειζόμενης και των ομολογιούχων επενδυτών ως δανειστών. Η προσδοκία ροής κεφαλαίων πρέπει να είναι βέβαιη και προγραμματισμένη και όχι πιθανή και απρόσμενη. Ένας τρόπος για να διαπιστωθεί η ύπαρξη του χαρακτηριστικού αυτού είναι η μελέτη της συμπεριφοράς και αποδοτικότητας των απαιτήσεων κατά το παρελθόν.⁴³

Γ) Δυνατότητα Νομικής και Τεχνικής Απομάκρυνσης των Απαιτήσεων

Παράλληλα σημαντικό χαρακτηριστικό είναι η δυνατότητα των απαιτήσεων να αποχωριστούν νομικά αλλά και τεχνικά από το υπόλοιπο ενεργητικό της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Είναι ουσιαστικής σημασίας να μπορεί να προσδιορισθεί ποιες απαιτήσεις μπορούν να απομακρυνθούν νομικά και να συγκεκριμενοποιηθούν ώστε να τιτλοποιηθούν και να είναι δυνατό να μπορεί να διαπιστωθεί τι μεταβιβάζεται στον αποκτώντα και τι παραμένει στον μεταβιβάζοντα.

Έτσι ακατάλληλες για τιτλοποίηση νομικά είναι οι απαιτήσεις εκείνες που δεν μπορούν να εκχωρηθούν ή να γίνουν απαιτητές. Οι ανεκχώρητες απαιτήσεις δεν μπορούν να προκαλέσουν ροή πληρωμών από τους οφειλέτες προς τους επενδυτές λόγω της φύσης τους ή με βάση το νόμο ή με δικαστική απόφαση. Δεν επιτρέπεται να μεταβιβασθούν σε άλλο πρόσωπο και κάθε συμφωνία αποχώρησης από την

⁴² Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 148

⁴³ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 149-150

περιουσία του αρχικού δανειστή είναι άκυρη. Για αυτό εξαιρούνται με βάση το δίκαιο των εκχωρήσεων από την τιτλοποίηση.

Για να είναι εφικτή η νομική αποξένωση θα πρέπει να υφίσταται και ο τεχνικός διαχωρισμός τους από την πωλήτρια εταιρεία. Με τον τεχνικό διαχωρισμό επιτυγχάνεται η αποξένωση των απαιτήσεων αλλά και των αποτελεσμάτων από την αξιοποίηση τους, από την πωλήτρια εταιρεία. Εάν οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις δεν διακρίνονται από την υπόλοιπη περιουσία του πωλητή, ειδικά στην περίπτωση που εκτελεί και χρέη διαχειριστή, είναι αρκετά δύσκολη η νομική διάκριση των δικαιωμάτων επί των απαιτήσεων καθώς και η πρόσβαση στα κεφάλαια που η ρευστοποίηση των απαιτήσεων προκαλεί. Ο τεχνικός διαχωρισμός μπορεί να πραγματοποιηθεί με συστήματα μηχανοργάνωσης και επεξεργασίας δεδομένων.⁴⁴

Δευτερεύοντα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων που βελτιώνουν την ποιότητα καθώς και το χρόνο της διαδικασίας της τιτλοποίησης έχουν ως εξής:

A) Ομοιδείς απαιτήσεις

Η ομογένεια των απαιτήσεων και η ομοιότητα των στοιχείων που τις διακρίνουν καθιστά την διαδικασία περισσότερο λειτουργική. Τα πλεονεκτήματα από την συγκέντρωση ομοιδών απαιτήσεων που προέρχονται από ομοιδείς ενοχές και συμβατικές σχέσεις με όμοια νομική φύση και εφαρμοστέο δίκαιο είναι η συνολική αξιολόγησή τους αλλά και η επιλογή απαιτήσεων με την ίδια οικονομική συμπεριφορά στις μεταβολές των οικονομικών συντελεστών. Ο πωλητής, ο συντονιστής και ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης διευκολύνονται στο έργο τους ενώ η ομοιότητα των πιθανοτήτων να προκληθούν προβλήματα από τη ροή των πληρωμών παρέχει το πλεονέκτημα της ενιαίας αντιμετώπισης. Αυτό σε συνδυασμό με το πλεονέκτημα της ενιαίας επεξεργασίας της ρευστοποίησης των απαιτήσεων και τη δυνατότητα ενιαίας νομικής αντιμετώπισης τυχόν κοινών προβλημάτων, όπως αφερεγγυότητα και υπερημερία, μειώνει το κόστος της όλης διαδικασίας καθώς μειώνεται η δαπάνη πρόβλεψης εξασφαλίσεων.⁴⁵

B) Διασπορά και Διαφοροποίηση των Οφειλετών

Βασικότερος κίνδυνος για την διαδικασία τιτλοποίησης και την εξυπηρέτηση των ομολογιών είναι η πιθανότητα υπερημερίας ή αδυναμίας πληρωμών. Ο κίνδυνος αυτός αντιμετωπίζεται με την διασπορά των απαιτήσεων σε πολλούς οφειλέτες και με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Ο μεγάλος αριθμός οφειλετών μειώνει τις πιθανότητες

⁴⁴ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 150-152

⁴⁵ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 152-154

και την ανασφάλεια για περιπτώσεις επισφάλειας, υπερημερίας ή αφερεγγυότητας αφού όταν τμήμα των οφειλετών αδυνατεί να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις του ο κίνδυνος εξισορροπείται από τις κανονικές πληρωμές των υπολοίπων. Επίσης η ποικιλία σε χαρακτηριστικά των οφειλετών, όπως διάφορα επαγγελματικά και οικονομικά στρώματα, γεωγραφικά θέση κατοικίας, ανακατανέμει τον κίνδυνο και την πιθανότητα αστάθμητοι παράγοντες να επηρεάσουν στην μαζική αποπληρωμή των οφειλών.⁴⁶

Γ) Βάση Δεδομένων σχετικά με τη Συμπεριφορά των Απαιτήσεων

Η γνώση της έως τώρα συμπεριφοράς και αποδοτικότητας των συγκεκριμένων απαιτήσεων αυξάνει την αξιοπιστία της διαδικασίας, δημιουργεί τη δυνατότητα ελέγχου από τα άλλα εμπλεκόμενα μέρη αλλά και βελτιώνει την αμεσότητα και αποτελεσματικότητα των εξασφαλίσεων που θα προβλεφθούν για τις συγκεκριμένες απαιτήσεις και τις περιπτώσεις ελλειμμάτων εκ των πληρωμών.⁴⁷

Δ) Ελάχιστος Όγκος Απαιτήσεων

Ο όγκος των απαιτήσεων δεν πρέπει να υπολείπεται ενός ορίου. Με τον τρόπο αυτό κατανέμεται το βάρος των επιβαρύνσεων της διαδικασίας σε όσο γίνεται μεγαλύτερες ποσότητες απαιτήσεων και παραμένει ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους αναλογικά από κάθε απαίτηση. Ακόμη ο μεγάλος όγκος απαιτήσεων διευκολύνει την επιλογή απαιτήσεων με την επιδιωκόμενη διασπορά των οφειλετών και τη διαμόρφωση των πολλαπλών σειρών τίτλων, όταν η διάρθρωση είναι κλιμακωτή.⁴⁸

⁴⁶ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 154-155

⁴⁷ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 156

⁴⁸ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 157

Ο Διαχειριστής των Απαιτήσεων (Servicer)

Ο περιορισμός των αρμοδιοτήτων της εταιρείας ειδικού σκοπού, όπως περιγράφηκε και παραπάνω, δημιουργεί την ανάγκη αξιοποίησης και είσπραξης των απαιτήσεων από κάποιο τρίτο μέρος. Την ανάγκη αυτή έρχεται να καλύψει ο θεσμός του διαχειριστή των απαιτήσεων (servicer), ο ρόλος και οι αρμοδιότητες του οποίου καθορίζονται στο άρθρο 10 παρ. 14, 15, 16, 17.

Αρχικά στην παρ. 14, προβλέπεται, πως η ανάθεση των καθηκόντων στον διαχειριστή γίνεται με έγγραφη σύμβαση. Ο έγγραφος τύπος εξασφαλίζει την σαφή και σε ακριβή πλαίσια περιγραφή των αρμοδιοτήτων του διαχειριστή προς όφελος της διαφάνειας στην διαδικασία τιτλοποίησης αλλά και προς όφελος των εμπλεκόμενων μερών και των ομολογιούχων επενδυτών. Στην ίδια παράγραφο προσδιορίζονται οι ιδιότητες του προσώπου του διαχειριστή. Τρεις είναι οι εναλλακτικές μορφές, τις οποίες μπορεί να έχουν τα πρόσωπα τα οποία αναλαμβάνουν την διαχείριση των απαιτήσεων.

Η πρώτη επιλογή είναι να ανατεθούν τα καθήκοντα του διαχειριστή σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες σύμφωνα με το σκοπό του στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Με τη διάταξη του αυτή ο νόμος προβλέπει πως η διαχείριση των απαιτήσεων θα πρέπει να ανατεθεί σε πρόσωπο, που διαθέτει τις γνώσεις διαχείρισης απαιτήσεων και κινδύνων, την μηχανολογική υποδομή και τους μηχανισμούς, όσο και την αξιοπιστία στην διαχείριση περιουσιακών στοιχείων όπως οι απαιτήσεις.

Δεύτερη επιλογή αποτελεί η ανάθεση της διαχείρισης, στην μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Η επιλογή αυτή βασίζεται στο επιχείρημα πως το πρόσωπο που κατείχε πριν την τιτλοποίηση και διαχειριζόταν τις απαιτήσεις, είναι σε θέση να αναλάβει την δραστηριότητα αυτή και μετά την τιτλοποίηση των απαιτήσεων. Τα πλεονεκτήματα της επιλογής αυτής είναι αρκετά. Ανάμεσα σε άλλα ότι, η μεταβιβάζουσα-πωλήτρια επιχείρηση διατηρεί την επαφή με τους πελάτες της, οφειλέτες των απαιτήσεων παρόλο που αποκόπτεται από τις απαιτήσεις αυτών, έχει άμεση γνώση, επαφή και καλύτερη προσέγγιση των πελατών μέσω του προσωπικού της, οι πελάτες δεν αναστατώνονται από την συνδιαλλαγή τους με άλλη εταιρεία, αποφεύγεται η καταβολή αμοιβής σε ειδικό διαχειριστή και τέλος δεν απαιτείται η περαιτέρω επεξεργασία ή μεταφορά των πληροφοριών-δεδομένων σε άλλο διαχειριστή.

Τρίτη επιλογή είναι η ανάθεση σε τρίτο πρόσωπο, εφόσον είναι εγγυητής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων ή ήταν πριν την μεταβίβαση των απαιτήσεων επιφορτισμένος με την διαχείριση τους. Η επιχειρηματολογία για την επιλογή αυτή είναι πως ο εγγυητής των απαιτήσεων έχει ίδιο συμφέρον από την έγκαιρη είσπραξη

και διαχείριση των απαιτήσεων. Αυτό αναγκάζει τον διαχειριστή-εγγυητή να δραστηριοποιείται αποτελεσματικά στην διαχείριση των απαιτήσεων και να μην προκαλούνται ελλείμματα ρευστότητας, τα οποία ο ίδιος θα κληθεί να καλύψει.

Εκτός όμως από τον προσδιορισμό των ιδιοτήτων του προσώπου το οποίο αναλαμβάνει την διαχείριση των απαιτήσεων, με την ίδια διάταξη καθορίζεται και αντίστοιχος περιορισμός. Έτσι για λόγους προστασίας των οφειλετών, ασφάλειας των ομολογιούχων αλλά και προκειμένου να εξασφαλίζεται η έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων ο ν. 3156/2003 ορίζει στο άρθρο 10 παρ.14 εδ. β, πως αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στη Ελλάδα και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, τα πρόσωπα στα οποία ανατίθεται η διαχείριση πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα.⁴⁹

Τέλος γίνεται λόγος για την περίπτωση αντικατάστασης του διαχειριστή. Ο ρόλος του διαχειριστή των απαιτήσεων είναι τόσο κομβικός στη διαδικασία της τιτλοποίησης ώστε να μην είναι δυνατή η εξέλιξη της χωρίς την παρουσία του. Ο νόμος λοιπόν ορίζει πως σε περίπτωση υποκατάστασης του διαχειριστή, ο υποκατάστατος ευθύνεται αλληλεγγύως και εις ολόκληρο με τον διαχειριστή. Περιπτώσεις κατά τις οποίες απαιτείται η αντικατάσταση του διαχειριστή είναι η πτώχευσή του, η αδυναμία του να συνεχίσει τη διαχείριση για κάποιον οικονομικό ή νομικό λόγο, ή η αδυναμία συνέχισης της λειτουργίας του λόγω έλλειψης προσωπικού ή απαραίτητης υποδομής.⁵⁰

Αρμοδιότητες του Διαχειριστή

Πρωταρχική αρμοδιότητα του διαχειριστή των απαιτήσεων είναι να εισπράττει τις πληρωμές από τους οφειλέτες σε κεφάλαιο και τόκους σύμφωνα με το ληξιπρόθεσμο και τους όρους πληρωμής. Στην αρμοδιότητα αυτή περιλαμβάνεται η κάθε είδους δικαστική και εξωδικαστική ενέργεια, προκειμένου να ρευστοποιηθεί η απαίτηση στο ύψος της αξίας της.

Ο διαχειριστής αναλαμβάνει την όχληση των οφειλετών, την αποδοχή της εξόφλησης των απαιτήσεων, την ενημέρωση υπολοίπου στους οφειλέτες, την τήρηση των σχετικών βιβλίων, την αντιμετώπιση της υπερημερίας ή αδυναμίας πληρωμών, την ρευστοποίηση των ασφαλειών. Συμβάλλει λοιπόν με την δραστηριότητα του, ώστε να εισπράττονται εμπρόθεσμα, χωρίς καθυστερήσεις ή πρόωρες αναλήψεις, οι απαιτήσεις. Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται η στεγανή και ασφαλής προώθηση

⁴⁹ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 501-503

⁵⁰ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 263-265

των κεφαλαίων προς τους επενδυτές στον προκαθορισμένο χρόνο εξυπηρέτησης των τίτλων που έχουν εκδοθεί.⁵¹

Σύμφωνα με την παρ. 15 του άρθρου 10 ο διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξή τους, το προϊόν των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Η κατάθεση των χρημάτων είναι υποχρεωτική σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία, ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία, διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο αυτή κατατίθεται. Κάθε εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων, τα κεφάλαια, που εισπράττει ο διαχειριστής για λογαριασμό τους ή οι κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

Με τις παραπάνω διατάξεις, σχετικά με τη χωριστή έντοκη κατάθεση, σκοπός του νομοθέτη είναι να εξασφαλιστεί πως η διάθεση των κεφαλαίων θα γίνει μόνο για τους σκοπούς της τιτλοποίησης και όχι για άλλους σκοπούς ξένους προς τη διαδικασία. Η ειδική μνεία περί ξεχωριστής περιουσίας αναφέρεται σε δύο μέρη. Αρχικά προς τους δανειστές του διαχειριστή και του ιδρύματος το οποίο κατατίθενται τα κεφάλαια, οι οποίοι δεν μπορούν να κινηθούν κατά αυτών των κεφαλαίων και να ικανοποιήσουν τις αξιώσεις τους. Έπειτα προς το διαχειριστή και το ίδρυμα στο οποίο κατατίθενται τα κεφάλαια, οι οποίοι δεν μπορούν να τα αξιοποιούν κατά το δοκούν και προς ίδιο όφελος καθώς τα κεφάλαια αυτά προορισμό έχουν μόνο την ικανοποίηση των ομολογιούχων δανειστών αλλά και των υπολοίπων δανειστών.⁵²

Στα καθήκοντα του διαχειριστή ανήκει και η γενικότερη διαχείριση και εποπτεία της περιουσιακής αξίας των απαιτήσεων. Ο διαχειριστής καθορίζει την επιτοκιακή πολιτική έναντι των οφειλετών, την οικονομική αξιολόγηση των απαιτήσεων, τον χαρακτηρισμό των απαιτήσεων ανά κατηγορίες και την αντιμετώπιση όσων εξ αυτών είναι επισφαλείς. Η πολιτική είσπραξης των απαιτήσεων καθορίζεται από τον διαχειριστή όσον αφορά στην αντιμετώπιση των οφειλετών της εταιρείας ειδικού σκοπού, οι οποίοι είναι όμως και πελάτες της μεταβιβάζουσας εταιρείας.

Επιπλέον καθήκον αποτελεί η εκτενής ενημέρωση των υπόλοιπων μερών της διαδικασίας για την πορεία της ρευστοποίησης των απαιτήσεων και τις συνέπειες στην αποπληρωμή των τίτλων. Γι αυτό το λόγο, ο διαχειριστής αποστέλλει σχετικές

⁵¹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 268-269

⁵² Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 271

αναφορές στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων δανειστών, στον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, αλλά και στα άλλα μέρη της διαδικασίας.

Συνήθως στη σύμβαση ανάθεσης του διαχειριστή προβλέπεται και η υποχρέωσή του να καλύπτει ελλείμματα ρευστότητας. Αν προκύψουν δηλαδή καθυστερήσεις ή ελλείμματα πληρωμών από τους οφειλέτες για λόγους που δεν δικαιολογούν ενεργοποίηση τρίτων παροχών εξασφαλίσεων, τότε καλείται ο διαχειριστής με δικά του κεφάλαια να καλύψει προσωρινά τα ελλείμματα. Τα κεφάλαια επιστρέφονται μετά τη λήξη της τιτλοποίησης ή συχνότερα επιστρέφονται τμηματικά κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, όταν η είσπραξη των απαιτήσεων προκαλεί πλεόνασμα κεφαλαίων σε σύγκριση με αυτά που πρέπει να προωθηθούν προς τους δανειστές της διαδικασίας. Η αμοιβή του διαχειριστή τέλος για τις υπηρεσίες του αποτελεί ουσιαστικό λόγο για την ανάληψη των καθηκόντων του. Υπολογίζεται είτε σε κατά αποκοπή ποσό είτε σε ποσοστό επί της αξίας των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται.⁵³

Πιστοδότες και Χορηγοί Εξασφάλισης ή Ρευστότητας (Credit Enhancers)⁵⁴

Η ανάγκη πρόβλεψης εξασφαλίσεων

Η εξασφάλιση και κάλυψη των δανειστών εκ της διαδικασίας τιτλοποίησης παρέχεται στο μεγαλύτερο ποσοστό από τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις. Αυτές καλύπτουν με την αξία τους κάθε αξίωση εκ της τιτλοποίησης, είτε αυτή αφορά στους ομολογιούχους είτε αυτή αφορά σε υπόλοιπα μέρη της διαδικασίας.

Ωστόσο η είσπραξη της κάθε απαίτησης αποτελεί μια αυτόνομη προσδοκία. Όπως κάθε προσδοκία, η πιθανότητα πραγματοποίησης της και είσπραξης της τιτλοποιημένης απαίτησης δεν μπορεί ποτέ να είναι βέβαιη και πλήρως εξασφαλισμένη. Κίνδυνοι, πιστωτικοί και επενδυτικοί, που ενσωματώνει η απαίτηση ενδέχεται να εμποδίσουν ή να καθυστερήσουν την είσπραξη της. Το ενδεχόμενο μη είσπραξης ή λανθασμένης διαχείρισης της απαίτησης πρέπει να εξαλειφθεί ή να μειωθεί όσο το περισσότερο δυνατό.

Προς αυτή την κατεύθυνση ορίζεται από το άρθρο 10 παρ.1 εδ. α', πως η εξόφληση των τίτλων μπορεί να γίνει (εκτός από το προϊόν είσπραξης των απαιτήσεων) και από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών. Παράλληλα προβλέπεται στο άρθρο 10 παρ.7 εδ. α', η δυνατότητα της εταιρείας ειδικού σκοπού

⁵³ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 274-276

⁵⁴ Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, όπ π, σελ. 505-509

να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων για τους σκοπούς της τιτλοποίησης και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου. Επίσης το άρθρο 12 του ν.3156/2003 προβλέπει, πως οι απαιτήσεις από τα ομολογιακά δάνεια του νόμου αυτού μπορεί να ασφαίζονται με κάθε είδους εμπράγματα ασφάλεια ή εγγύηση που θα παρέχεται από τρίτον.

Συνεπώς τρίτα πρόσωπα εμπλέκονται στην διαδικασία τιτλοποίησης μόνο για να παρέχουν ασφάλεια ως προς την έγκαιρη και στον αναμενόμενο όγκο ικανοποίηση των αξιώσεων εκ της τιτλοποίησης. Η συμμετοχή τους εξασφαλίζει πως ελλείμματα πληρωμών και καθυστερήσεις στην ροή κεφαλαίων θα καλύπτονται από αυτούς. Εξασφαλίζει την επιτυχή λήξη της τιτλοποίησης με πλήρη ικανοποίηση των αξιώσεων όλων των δανειστών που η διαδικασία τιτλοποίησης προκαλεί.

Είδη εξασφαλίσεων και χορηγοί αυτών

Στην παρ. 1 και 7 του άρθρου 10 γίνεται λόγος για δάνεια πιστώσεις και συμβάσεις χρηματοοικονομικών μέσων και παραγώγων. Είναι η αναφορά του νόμου στα πιθανά είδη εξασφαλίσεων. Τα είδη των εξασφαλίσεων διακρίνονται σε εξασφαλίσεις εκ της διάρθρωσης της τιτλοποίησης, σε εξασφαλίσεις που παρέχει η μεταβιβάζουσα εταιρεία (εσωτερικές εξασφαλίσεις) και σε εξασφαλίσεις που παρέχουν τρίτοι. Μόνο οι τελευταίες οδηγούν στην συμμετοχή ενός νέου μέρους στην διαδικασία.

α) Διαρθρωτικές Εξασφαλίσεις

Στις διαρθρωτικές εξασφαλίσεις περιλαμβάνονται η πλεονασματική μεταβίβαση απαιτήσεων (over collateral), η έκδοση σειράς τίτλων και οι αποθεματικοί λογαριασμοί (spread ή reserve accounts). Στην πρώτη περίπτωση μεταβιβάζονται περισσότερες απαιτήσεις προκειμένου πιθανή αδυναμία ή καθυστέρηση είσπραξης να καλυφθεί από άλλες απαιτήσεις. Τα πιθανά ελλείμματα στο σύστημα πληρωμών καλύπτονται από την υπερβάλλουσα αξία εκ των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων.

Στην δεύτερη περίπτωση, η εταιρεία ειδικού δεν εκδίδει μόνο ένα είδος τίτλων σε μια σειρά. Εκδίδονται σειρές ομολογιών με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Το κυριότερο διαφοροποιό χαρακτηριστικό είναι η χρονική διάρκεια της κάθε σειράς ομολογιών. Πρώτα λήγει η σειρά με την μικρότερη απόδοση αλλά και την μεγαλύτερη ασφάλεια αποπληρωμής. Αφού ικανοποιηθούν οι ομολογιούχοι αυτής της σειράς μετά αρχίζει η αποπληρωμή της επόμενης μέχρι την αποπληρωμή όλων των ομολογιών όλων των σειρών, που έχουν εκδοθεί. Πρόκειται για την κλιμακωτή ροή πληρωμών, κατά την οποία εξασφαλίζονται περισσότερο με μικρότερη απόδοση οι

ομολογιούχοι της πρώτης σειράς που λήγει πρώτη. Ενώ οι ομολογιούχοι της τελευταίας έχουν την μεγαλύτερη απόδοση αλλά και τον μεγαλύτερο κίνδυνο να μην εισπραχθούν όλες οι εναπομείνουσες απαιτήσεις και να μην ικανοποιηθούν οι αξιώσεις τους πλήρως. Είναι όμως πάντως σύνηθες η ονομαστική αξία των τίτλων της πρώτης σειράς να είναι πολλαπλάσια των υπολοίπων. Αντιθέτως, η τελευταία σειρά τίτλων έχει την μικρότερη ονομαστική αξία.

Τέλος στην ίδια κατηγορία ανήκουν και οι αποθεματικοί λογαριασμοί (spread ή reserve accounts). Σε αυτή την περίπτωση δημιουργούνται αποθεματικά από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης των απαιτήσεων και της απόδοσης των ομολογιών που έχουν εκδοθεί. Καθώς εισπράττονται οι απαιτήσεις το απόθεμα αυτό αυξάνεται και χρησιμοποιείται για να καλύπτει τυχόν αδυναμίες ή καθυστερήσεις πληρωμών στην είσπραξη των απαιτήσεων.

β) Εξασφαλίσεις της Μεταβιβάζουσας Εταιρείας (εσωτερικές εξασφαλίσεις)

Η εξασφάλιση της ροής πληρωμών στην διαδικασία τιτλοποίησης μπορεί να βασιστεί και σε διάφορων ειδών ασφάλειες που μπορεί να παρέχει η μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Η εξασφάλιση από την επιχείρηση αυτή δεν πρέπει να εκτείνεται σε τέτοιο βαθμό, που να ομοιάζει η χρηματοδότηση στο κοινό ομολογιακό δάνειο, όπου η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση ευθύνεται με την ευρύτερη περιουσία της για την αποπληρωμή των τίτλων. Συνήθως, στο βαθμό που παρέχεται εξασφάλιση από την μεταβιβάζουσα εταιρεία αίρονται οι ευνοϊκές συνέπειες της τιτλοποίησης (λογιστικές, φορολογικές, εμποτικές) και η συναλλαγή θεωρείται χρηματοδότηση όχι με αιτία την πώληση των απαιτήσεων αλλά με δανεισμό και εξασφάλιση μέσω των απαιτήσεων.

Στις εξασφαλίσεις αυτές περιλαμβάνεται το δικαίωμα (μερικής) αναγωγής κατά της μεταβιβάζουσας εταιρείας, αν δεν εισπραχθεί κάποια εκ των απαιτήσεων που έχουν εκχωρηθεί, λόγω αφερεγγυότητας του οφειλέτη. Η μερική αναγωγή καλύπτει την ευθύνη της μεταβιβάζουσας εταιρείας μέχρι ένα μέρος της αξίας των απαιτήσεων. Στην ίδια κατηγορία εξασφαλίσεων περιλαμβάνεται επίσης η ανάληψη εγγύησης της μεταβιβάζουσας για την είσπραξη των απαιτήσεων. Η εγγύηση παρέχεται με την μορφή της απλής εγγύησης, της εγγυητικής επιστολής ή της επιστολής υποστήριξης ή ενδιαφέροντος. Η εγγύηση παρέχεται συνήθως μόνο για τμήμα της αξίας των απαιτήσεων (π.χ. στο 10% της αξίας τους)

γ) Εξασφαλίσεις Τρίτων (εξωτερικές εξασφαλίσεις)

Τόσο οι εξασφαλίσεις εκ της διαδικασίας τιτλοποίησης (διαρθρωτικές) όσο και οι εξασφαλίσεις της μεταβιβάζουσας επιχείρησης (εσωτερικές) δεν οδηγούν στην συμμετοχή στην διαδικασία ενός επιπλέον μέρους. Αντιθέτως μέσω των

εξασφαλίσεων τρίτων προσώπων, παρέχεται ασφάλεια από χρηματοπιστωτικούς φορείς και ασφαλιστικούς οργανισμούς. Αυτοί θεωρούνται νέα εμπλεκόμενα μέρη στην διαδικασία και λειτουργούν με την ιδιότητα του χορηγού εξασφάλισης και πίστωσης.

Σε αυτή την κατηγορία εξασφαλίσεων περιλαμβάνεται η τραπεζική εγγύηση. Ωστόσο, μπορεί να αποτελέσει εγγυητής κάθε τρίτος, και όχι μόνο τραπεζικό ίδρυμα. Συχνή είναι και η εμφάνιση της πιστωτικής εγγυητικής επιστολής.

Στην διεθνή πρακτική της τιτλοποίησης εξασφάλιση παρέχεται και από ασφαλιστικές εταιρείες. Αυτές αναλαμβάνουν με ιδιότυπη εγγύηση (Financial Guaranty Insurance). Η ασφαλιστική εταιρεία αναλαμβάνει έτσι την κάλυψη των ελλειμμάτων στις ταμειακές πληρωμές από τις καθυστερημένες ή αδύνατες εισπράξεις των απαιτήσεων.

Τέλος η εξασφάλιση στη διαδικασία της τιτλοποίησης παρέχεται συχνά μέσω της ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων (SWAPS). Πρόκειται για συμβάσεις με αντικείμενο την ανταλλαγή επιτοκίου ή συναλλάγματος. Η συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίου βασίζεται στην ανταλλαγή των επιτοκίων που έχουν επί ενός κεφαλαίου τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη. Στην σύμβαση ανταλλαγής συναλλάγματος αντίστοιχα υπάρχει ανταλλαγή απόδοσης νομισμάτων που έχουν επί ενός κεφαλαίου τα δύο μέρη. Τα αντισυμβαλλόμενα μέρη στις περιπτώσεις αυτές είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού και το τρίτο μέρος που παρέχει την εξασφάλιση και συμμετέχει έτσι στην διαδικασία της τιτλοποίησης.

Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Rating Agencies)

Η αξιολόγηση (rating) από τους οίκους αυτούς επιτελεί διάφορες λειτουργίες στην τιτλοποίηση απαιτήσεων. Ουσιαστικά ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης μεσολαβεί τόσο στην αξιολόγηση και επιλογή των απαιτήσεων όσο και στην αξιολόγηση των τελικών τίτλων που εκδίδονται. Η διαδικασία τιτλοποίησης στο σύνολο της είναι ιδιαίτερως πολύπλοκη ακόμα και για τα μέρη που εμπλέκονται με συγκεκριμένους ρόλους σε αυτήν. Τα στάδια είναι χρονικά μεγάλα, τα εμπλεκόμενα μέρη πολλά, οι μαθηματικές και οικονομικές αναλύσεις ενδελεχείς και κυρίως τα σχετικά έγγραφα είναι αμέτρητα και αδύνατα να μελετηθούν από τον ενδιαφερόμενο επενδυτή. Οι ενδιαφερόμενοι και υποψήφιοι επενδυτές, οι οποίοι είναι και οι ουσιαστικοί δανειστές στην διαδικασία, δεν έχουν το γνωστικό υπόβαθρο και την οργανωτική πολυτέλεια να αναλύσουν την διαδικασία τιτλοποίησης και τις

παραμέτρους της. Αυτό δεν μπορούν να το κάνουν σε καμία περίπτωση με την ευκολία, την εμπειρία, και τον επαγγελματισμό των οίκων αξιολόγησης.⁵⁵

Αντικείμενο αξιολόγησης για τους οίκους αυτούς στην διαδικασία τιτλοποίησης είναι η ποιότητα των απαιτήσεων, η φερεγγυότητα των οφειλετών, η ορθότητα της γενικότερης διάρθρωσης της διαδικασίας, η φερεγγυότητα των μερών, της διαδικασίας, η εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Γενικότερα, αξιολογείται η δυνατότητα της διαδικασίας και των απαιτήσεων να προκαλέσουν έγκαιρα και στη συχνότητα που χρειάζεται ροή πληρωμών από τους οφειλέτες προς τους τιτλούχους επενδυτές. Από την αξιολόγηση αυτών των γενικών παραμέτρων αλλά και άλλων καταλήγουν σε συγκεκριμένη βαθμολόγηση των τίτλων που εκδίδονται μέσω της διαδικασίας τιτλοποίησης. Μέσω της εκτίμησης των οίκων παρέχεται στους επενδυτές αλλά και σε κάθε τρίτο η πληροφόρηση σχετικά με του επενδυτικούς κινδύνους που ενσωματώνουν οι τίτλοι, σχετικά με με την ποιότητα και την αποδοτικότητα των τίτλων και παράλληλα επιτυγχάνεται διαφάνεια σχετικά με την διάρθρωση της διαδικασίας τιτλοποίησης και τις πράξεις των συμμετεχόντων μερών.⁵⁶

Ευθύνη Του Οίκου Αξιολόγησης

Η ευθύνη του οίκου έναντι των επενδυτών συνοψίζεται στο αν και κατά πόσο ευθύνεται σε περίπτωση που τελικά οι τίτλοι δεν ανταποκριθούν στην βαθμολόγηση του οίκου και δεν παρουσιάσουν την επενδυτική επικινδυνότητα την οποία ανέμενε ο οίκος αξιολόγησης και είχε αποδώσει τον αντίστοιχο βαθμό. Έναντι της μεταβιβάζουσας εταιρείας η ευθύνη αφορά στην περίπτωση που οι εκδοθέντες τίτλοι δεν γίνουν από τους επενδυτές αποδεκτοί, παρά τις υποδείξεις του οίκου αξιολόγησης και παρά τη συμμόρφωση προς τις επιταγές της αγοράς, όπως τις εκφράζει η εκτίμηση του οίκου.

Η αξιολόγηση των οίκων αυτών αποτελεί έκθεση τεκμηριωμένης άποψης, επιστημονικής που ζητείται κατόπιν σχετικής εντολής από ενδιαφερόμενο πρόσωπο. Βασίζεται σε πραγματικά περιστατικά και πληροφορίες και εκφράζεται ως γνώμη. Η με αντικειμενικό και επιστημονικό τρόπο καταρτισμένη εκτίμηση του οίκου αξιολόγησης αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τον επενδυτή, αλλά δεν υποκαθιστά σε καμία περίπτωση την προσωπική επιλογή του, για την οποία είναι μόνο ο ίδιος υπεύθυνος.

Ωστόσο για να ισχύει η παραπάνω άποψη θα πρέπει ο οίκος αξιολόγησης να πληροί τα κριτήρια αντικειμενικότητας και ανεξαρτησίας που η θεσμική του θέση στις

⁵⁵ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 365-366

⁵⁶ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 364-365

κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές του επιβάλλει. Τέτοια κριτήρια είναι η διαφάνεια, η δημοσιοποίηση των εκτιμήσεων τους, η πληθώρα και διασπορά των πηγών ενημέρωσης για τις αγορές και η γενικότερη αξιοπιστία και επαγγελματική νοοτροπία.

Το αυστηρότερο όμως και αποτελεσματικότερο μέσο που εξαναγκάζει με τον πιο άμεσο τρόπο τους οίκους αξιολόγησης να τηρούν τα κριτήρια αξιοπιστίας είναι η ίδια η αγορά. Η ίδια τους η ύπαρξη καθώς και η συνέχιση της δραστηριότητάς τους εξαρτάται από την απήχηση που έχουν οι κρίσεις και εκτιμήσεις τους στην κεφαλαιαγορά και χρηματαγορά. Η φήμη που αποκτούν για ευστοχία και αντικειμενικότητα είναι το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα για να συνεχίσουν την δράση τους. Οι αυτορρυθμιστικοί κανόνες της αγοράς και του ανταγωνισμού ειδικά στις κεφαλαιαγορές και τις χρηματαγορές με τους αυστηρούς κανόνες επιβίωσης επιβάλλουν την αξιοπιστία και επιφέρουν έλεγχο των οίκων αξιολόγησης.⁵⁷

Τιτλούχοι Επενδυτές

Ένα από τα σημαντικότερα μέρη της διαδικασίας της τιτλοποίησης αποτελούν οι τιτλούχοι επενδυτές. Η συμμετοχή τους διακρίνεται αρχικά με την εισφορά τους σε χρηματικά κεφάλαια τα οποία θέτουν σε εκκίνηση τη διαδικασία ροής κεφαλαίων, αλλά και ως τελικοί αποδέκτες των χρηματικών ροών που προκύπτουν από την αποπληρωμή των απαιτήσεων.

Ως αντάλλαγμα των κεφαλαίων που συνεισφέρουν οι επενδυτές εισπράττουν τίτλους με τη μορφή ομολογιών οι οποίοι εκδίδονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 η διάθεση των ομολογιών αυτών γίνεται μόνο με ιδιωτική τοποθέτηση σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τους εκατόν πενήντα (150).

Ωστόσο ο παραπάνω περιορισμός δεν είναι μόνο αριθμητικός αλλά και ποιοτικός, καθώς επηρεάζει και τη σύνθεση του επενδυτικού κοινού. Σύμφωνα λοιπόν με την ίδια διάταξη τα αμοιβαία κεφαλαία και οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, μόνο εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade).

Το ποσοτικό όριο των εκατόν πενήντα επενδυτών οδηγεί αναγκαστικά στην απόκτηση τίτλων από θεσμικούς επενδυτές, που έχουν ως σκοπό και ως επαγγελματική δραστηριότητα την απόκτηση επενδυτικών αξιών. Ο νομοθέτης

⁵⁷ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 385-390

επιδιώκει με τους παραπάνω περιορισμούς να προστατέψει την απλή και μεγάλη μάζα των επενδυτών από την απόκτηση τίτλων οι οποίοι προέρχονται από μια διαδικασία με ιδιαιτερότητες και αλλοδαπής προέλευσης τεχνικές.⁵⁸

Στο άρθρο 10 παρ. 1 εδ. α' αναφέρεται η έκδοση τίτλων οποιουδήποτε είδους και μορφής. Έτσι βασιζόμενοι στην ανάγκη να γίνουν αποδεκτοί οι τίτλοι από το επενδυτικό κοινό και να υπάρξει φθηνή και αποτελεσματική χρηματοδότηση για την μεταβιβάζουσα εταιρεία, γίνεται η επιλογή του είδους των τίτλων. Οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογιών λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και όχι από την Γενική Συνέλευση της εταιρείας ειδικού σκοπού όπως καθορίζεται από το άρθρο 10 παρ. 5, ρύθμιση που εξυπηρετεί την αρχή της οικονομίας στην διαδικασία της τιτλοποίησης.⁵⁹ Υπάρχει λοιπόν η δυνατότητα να εκδοθούν τίτλοι σε άυλη ή σε έγχαρτη μορφή, ονομαστικές, ανώνυμες ή εις διαταγή ομολογίες, με τοκομερίδια σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένα με EURIBOR ή LIBOR ή και άνευ τοκομεριδίου ομολογίες (zero coupon). Τρία είναι τα είδη των ομολογιών που με βάση τη διαδικασία και τους σκοπούς της τιτλοποίησης δεν μπορούν να εκδοθούν γιατί αλλοιώνουν τη μορφή της διαδικασίας και την απομακρύνουν από τις διατάξεις του νόμου. Τα είδη αυτά είναι οι ομολογίες με εξασφάλιση υποθήκης της εκδότριας ή τρίτου προσώπου, οι μετατρέψιμες ομολογίες και οι ανταλλάξιμες ομολογίες.⁶⁰

⁵⁸ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 404

⁵⁹ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 401

⁶⁰ Ι. Βενιέρης, όπ. π, σελ 394

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΩΝ

Πρώτη από τις ελληνικές τράπεζες, η Aspis Bank προχώρησε στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων ύψους 225 εκατ. ευρώ, ήδη από το φθινόπωρο του 2003, ενώ ακολούθησαν οι EFG Eurobank και η Τράπεζα Πειραιώς με δύο προγράμματα για την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων ύψους 750 και 400 εκατ. ευρώ αντίστοιχα. Στην πράξη όμως, πριν από τις ίδιες τις τράπεζες, το Ελληνικό Κράτος είχε ήδη από τα τέλη του 2000 προχωρήσει στην τιτλοποίηση απαιτήσεων και μελλοντικών εσόδων, όπως οι εισροές του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης από την Ε.Ε., ή τα έσοδα από το Εθνικό Λαχείο, συνολικού ύψους πάνω από 3 δισ. ευρώ.

Πράγματι, η ίδια η ελληνική κυβέρνηση έχει εκδώσει τρία τιτλοποιημένα ομόλογα μεταξύ Νοεμβρίου 2000 και Οκτωβρίου 2001, συνολικού ύψους 3.39 δισ. ευρώ. Το πρώτο, το οποίο εκδόθηκε τον Νοέμβριο του 2000, ύψους 740 εκατ. ευρώ, τιτλοποίησε στεγαστικά δάνεια προς δημοσίους υπαλλήλους. Το δεύτερο, ύψους 650 εκατ. ευρώ, εκδόθηκε μόλις ένα μήνα αργότερα, τιτλοποιώντας τις μελλοντικές κρατικές εισπράξεις από το Εθνικό Λαχείο. Τέλος, το τρίτο, ύψους 2 δισ. ευρώ, τιτλοποίησε τις μελλοντικές εισροές προς τη χώρα μας από το Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης. Σημειώνεται ότι και στις τρεις περιπτώσεις, ενώ η πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας ήταν τότε A- από τους S&P, τα ομόλογα αυτά έλαβαν A+, δύο δηλαδή βαθμίδες υψηλότερη, οπότε επιτεύχθηκε χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Επιπλέον, καθώς οι αποφάσεις της Eurostat δεν άρχισαν να εφαρμόζονται παρά μετά τα μέσα του 2002, τα τρία παραπάνω ομόλογα δεν εμφανίζονταν για μεγάλο διάστημα στον συνολικό δανεισμό της χώρας μας.⁶¹

Στον ιδιωτικό τομέα σύμφωνα και με τα στοιχεία που υπάρχουν στην έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2005 η μετάθεση πιστωτικού κινδύνου μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων επιταχύνθηκε σημαντικά κατά το έτος 2005. Συγκεκριμένα, εντός του 2005 οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες τιτλοποίησαν απαιτήσεις ύψους 2.250 εκατ. Ευρώ (εκ των οποίων 750 εκατ. Ευρώ αφορούσαν για πρώτη φορά απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες), έναντι 750 εκατ. Ευρώ το 2004 (αύξηση κατά 200%). Στο τέλος του 2005 το συνολικό υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί διαμορφώθηκε στα 2.220 εκατ. Ευρώ και το υπόλοιπο των τιτλοποιημένων απαιτήσεων από πιστωτικές κάρτες στα 975 εκατ. Ευρώ. Το συνολικό υπόλοιπο των τιτλοποιημένων απαιτήσεων ανήλθε στα 3.195

⁶¹ http://news.kathimerini.gr/4dcgj/_w_articles_economyepix_1_12/12/2004_126681 Date of entry 14/07/2008

εκατ. Ευρώ και αποτελούσε το 1,1% του συνολικού ενεργητικού του πιστωτικού συστήματος.⁶²

Σύμφωνα με την έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2006 η μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων επιταχύνθηκε περαιτέρω κατά το 2006. Συγκεκριμένα, οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες τιτλοποίησαν απαιτήσεις ύψους 4.850 εκατ. Ευρώ (εκ των οποίων 2.250 εκατ. Ευρώ αφορούσαν για πρώτη φορά δάνεια προς μικρού μεγέθους επιχειρήσεις), έναντι 2.250 εκατ. Ευρώ το 2005 (αύξηση 116%). Στο τέλος του 2006 το υπόλοιπο των στεγαστικών δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί διαμορφώθηκε στα 4.643 εκατ. Ευρώ (8,1% του συνόλου των υπολοίπων των στεγαστικών δανείων), των τιτλοποιημένων απαιτήσεων έναντι πιστωτικών καρτών στα 997 εκατ. Ευρώ (3,8% του συνόλου των υπολοίπων στην καταναλωτική πίστη) και των τιτλοποιημένων απαιτήσεων έναντι μικρού μεγέθους επιχειρήσεων σε 2.864 εκατ. Ευρώ (3% της συνολικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα. Εκτός από τη μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου, η τιτλοποίηση απαιτήσεων χρησιμοποιήθηκε και για την καλύτερη κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού, την ενίσχυση της ρευστότητας και τη χρηματοδότηση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζών, κυρίως προς τα νοικοκυριά. Η μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων ενδέχεται να έχει συμβάλει στη χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών έναντι των νοικοκυριών, σύμφωνα και με τη διεθνή εμπειρία.⁶³

Η έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007 δεν αναφέρει συγκεκριμένα ποσά απαιτήσεων οι οποίες τιτλοποιήθηκαν. Η μόνη αναφορά που γίνεται είναι ότι η πολιτική χρηματοδότησης της πιστωτικής επέκτασης μέσω της τιτλοποίησης δανείων θα πρέπει να επανεξεταστεί για δύο λόγους. Η πώληση των δανείων σε επενδυτές αφενός μειώνει τα κίνητρα των τραπεζών για τήρηση αυστηρών πιστοδοτικών κριτηρίων και για στενή παρακολούθηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και αφετέρου εντείνει την εξάρτηση των τραπεζών από την εύρυθμη λειτουργία των διεθνών αγορών πιστώσεων και χρήματος, η οποία-όπως διαπιστώθηκε – δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη.⁶⁴

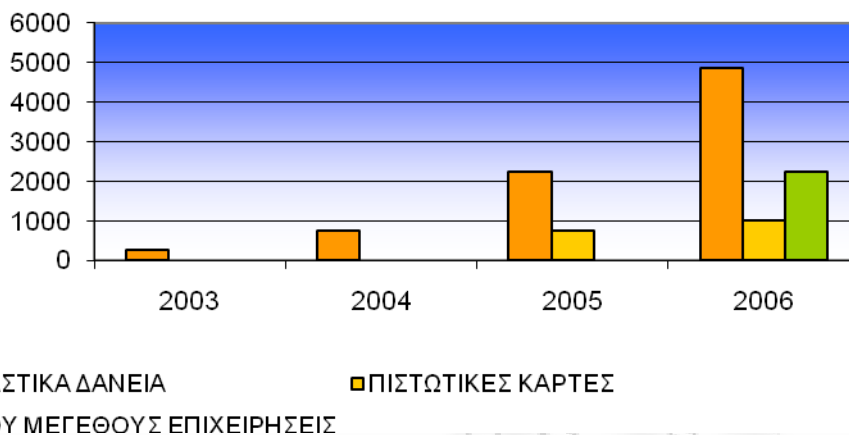
Στον παρακάτω πίνακα (Διάγραμμα Ι) παρουσιάζονται οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων των ελληνικών εμπορικών τραπεζών σύμφωνα με τα στοιχεία που παρατίθενται στις εκθέσεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος από τα έτη 2003 έως και 2006, τα ποσά είναι σε εκατ. Ευρώ.

⁶² Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ 399

⁶³ Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ 339

⁶⁴ Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ 168

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Ι
ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ



Στον ευρωπαϊκό χώρο τώρα τα δεδομένα είναι διαφορετικά. Σύμφωνα με έκθεση της 31 Ιανουαρίου 2008 από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's η συνολική μεταφορά πιστωτικού κινδύνου το 2007 αυξήθηκε σε 383,6 δις € από 274,3 δις € το 2006. Ο περίπου 40% ρυθμός αύξησης του όγκου συναλλαγών (y-o-y), συμβαδίζει με τον 39% ρυθμό αύξησης που καταγράφηκε για το έτος 2006, αλλά τα στοιχεία μεταξύ εκδόσεων που πραγματοποιήθηκαν στο πρώτο και το δεύτερο εξάμηνο του 2007 είναι εντυπωσιακά. Στο πρώτο εξάμηνο η αύξηση ήταν υπερδιπλάσια σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006, διαμορφώθηκε στα 199,5 δις. €. Στα δεύτερο εξάμηνο, όταν και «ξέσπασε» η κρίση, η αύξηση ήταν μόλις 1,6% με την αξία του πιστωτικού κινδύνου να ανέρχεται στα 184 δις. €. Για το 2008 ο διεθνής οίκος αξιολόγησης προβλέπει σημαντικό περιορισμό της τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανείων, αλλά μερική ανάκαμψη μετά το δεύτερο μισό του έτους.⁶⁵

Η μεγαλύτερη δραστηριότητα τέτοιων τιτλοποιήσεων εμφανίζεται στη Βρετανία, την Ολλανδία, την Ισπανία και την Ιταλία. Η «έκθεση» της Βρετανίας ανέρχεται στα 143,5 δις. €, της Ολλανδίας στα 92,9 δις. €, της Ισπανίας στα 62,4 δις. €, ενώ ακολουθούν οι Δανία με 25 δις. € και η Ιταλία με 21,9 δις. €.

Για τη χώρα μας σύμφωνα με την ίδια έκθεση ο πιστωτικός κίνδυνος από τιτλοποιημένα δάνεια υψηλού ρίσκου ανέρχεται στα 2,8 δις. €, περίπου το 0,7% της συνολικής αξίας στην Ευρώπη. Συγκεκριμένα αναφέρεται πως η μεταφορά πιστωτικού κινδύνου για το 2007 υπολογίστηκε σε 2,8 δις € έναντι 3,6 δις € το 2006, μέσω δύο συναλλαγών τιτλοποιήσεων. Με το πρόγραμμα Estia Mortgage Finance II

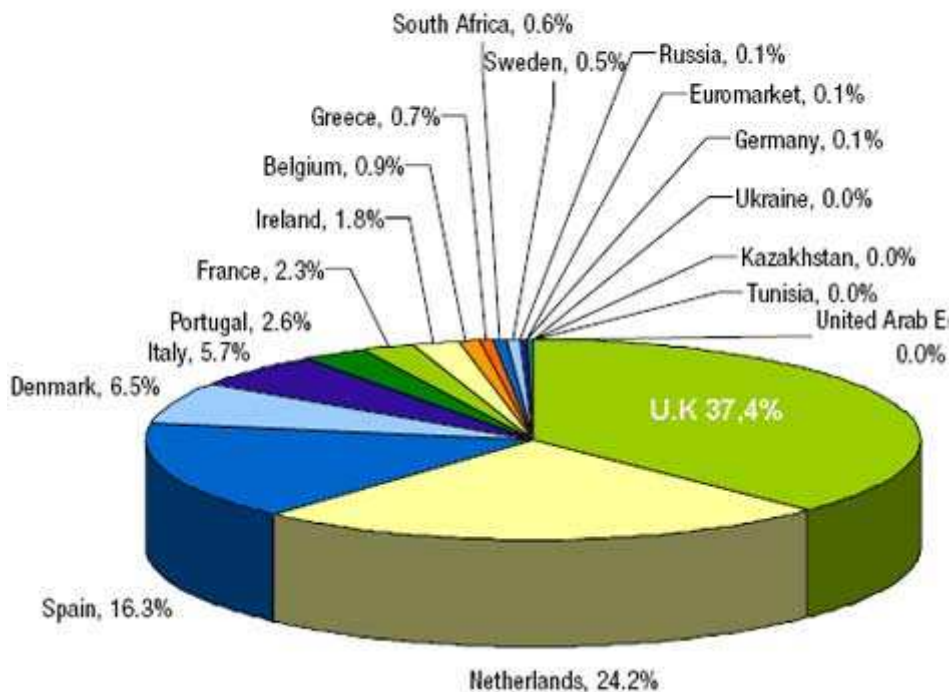
⁶⁵ http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathextra_9_01/02/2008_220563 Date of entry 04/02/2008

ρισ τιτλοποιήθηκε χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων της Τράπεζας Πειραιώς, ύψους 1,25 δις € και αντίστοιχα με το πρόγραμμα Themeleion IV τιτλοποιήθηκε χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων της Τράπεζας EFG Eurobank Ergasias, ύψους 1,555 δις €.⁶⁶

Στον παρακάτω πίνακα (Διάγραμμα II) εμφανίζεται σε όρους όγκου συναλλαγών ο πιστωτικός κίνδυνος που έχει μεταφερθεί μέσω τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων για τις χώρες της Ευρώπης, Μέσης Ανατολής και Αφρικής.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ II

RMBS Credit Risk Transfer in Volume 2007



⁶⁶ <http://sup.kathimerini.gr/xtra/media/files/kathimerini/pdf/moodys010208.pdf> Date of entry 04/02/2008

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΤΙΛΟΠΟΙΗΣΕΙΣ

Η απελευθέρωση των αγορών, η αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των κεφαλαίων, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την εισαγωγή των παραγώγων, καθώς επίσης και τη χρήση της τεχνολογίας σε επίπεδο συναλλαγών αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης κεφαλαίων, δημιούργησαν ένα συνεχώς εξελισσόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον που επηρέασε σημαντικά τη λειτουργία του τραπεζικού κλάδου.

Ιδιαίτερα σημαντική και αναγκαία κατέστη η άσκηση από τις Κεντρικές Τράπεζες της προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων η οποία στοχεύει στην διασφάλιση της σταθερότητας και της εύρυθμης λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η αύξηση των πτωχεύσεων στα τραπεζικά ιδρύματα κυρίως την δεκαετία του 1970 οδήγησε τις αρχές να εισάγουν θεσμούς και κανόνες σχετικά με την Κεφαλαιακή Επάρκεια. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου προήρθαν κυρίως από την έλλειψη σωστής διαχείρισης του δανειακού χαρτοφυλακίου των ιδρυμάτων.

Ο σημαντικότερος παράγοντας που τέθηκε από τις Εποπτικές Αρχές είναι η Κεφαλαιακή Επάρκεια, που στοχεύει να θέσει ελάχιστο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να έχει κάθε πιστωτικό ίδρυμα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Είναι πρώτη φορά που συνδέεται το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων με το Πιστωτικό Κίνδυνο και καθιερώνεται ο συντελεστής φερεγγυότητας για την αντιμετώπιση του Πιστωτικού Κινδύνου. Ο Συντελεστής Φερεγγυότητας ορίζεται ως ο λόγος των Ιδίων Κεφαλαίων του Πιστωτικού Ιδρύματος προς τα στοιχεία του Ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία σταθμισμένα με τον κίνδυνο τους. Η ελάχιστη τιμή του Συντελεστή καθιερώθηκε στο 8% και είναι σχεδιασμένος να καλύπτει τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης της υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου σε όλες τις μορφές.⁶⁷

Ο περιορισμός των Πιστωτικών Ιδρυμάτων να διαθέτουν επαρκή κεφάλαια προκειμένου να αντιμετωπιστούν πιθανοί κίνδυνοι που μπορεί να προκύψουν κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, επηρεάζει σημαντικά τις ανάγκες τους για ρευστότητα. Οι τραπεζικές δραστηριότητες λοιπόν οριοθετούνται από τις υποχρεώσεις για πρόβλεψη αντίστοιχων κεφαλαίων. Πρέπει δηλαδή είτε να μειωθεί το μέγεθος των χορηγούμενων πιστώσεων, γεγονός ζημιογόνο και επικίνδυνο ανταγωνιστικά, ώστε να διατηρηθεί το μέγεθος των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων

⁶⁷ <http://elearn.elke.uoa.gr/petrakis/tutorials/Basel-Committee.doc>

και της κεφαλαιακής επάρκειας ή να αυξηθούν τα τελευταία προκειμένου να αυξηθούν οι χορηγήσεις, επιλογή ιδιαίτερα δύσκολη και πολυδάπανη.

Μέσω των τιτλοποιήσεων δίνεται η δυνατότητα στα Πιστωτικά Ιδρύματα να αντλήσουν ρευστότητα αλλά και να βελτιώσουν λογιστικά τη θέση τους καθώς απελευθερώνουν κεφάλαια από τον ισολογισμό τους, μειώνουν το ενεργητικό τους και επιτυγχάνουν μεταφορά σημαντικού μέρους του πιστωτικού κινδύνου.

Η Τράπεζα της Ελλάδος με την Πράξη Διοικητή αριθμ. 2593/20.8.2007⁶⁸, καθορίζει τις εναλλακτικές μεθόδους για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών σε σχέση με τα ανοίγματά τους που συνδέονται με τιτλοποιήσεις, με σκοπό να διασφαλιστεί ότι τα πιστωτικά ιδρύματα διαθέτουν επαρκή κεφάλαια για την κάλυψη των κινδύνων που διατηρούν ή αποκτούν στο πλαίσιο της εν λόγω τεχνικής.

Παράλληλα με την Εγκύκλιο Διοίκησης αριθμ. 9 που κοινοποιήθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδος στις Διοικήσεις των Πιστωτικών Ιδρυμάτων στις 30.10.2003⁶⁹, καθορίζεται το πλαίσιο εποπτείας των προγραμμάτων τιτλοποίησης απαιτήσεων από συμβάσεις πιστώσεων.

Σύμφωνα λοιπόν με την ανωτέρω εγκύκλιο στο κεφάλαιο Γ αλλά και στο τμήμα Α της ανωτέρω Πράξεως αναφέρονται οι λειτουργικές προϋποθέσεις για την εποπτική αναγνώριση της τιτλοποίησης απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής και οι ελάχιστες απαιτήσεις για την αναγνώριση μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου αντίστοιχα. Έτσι λοιπόν η μεταβιβάζουσα τράπεζα, δεν συμπεριλαμβάνει την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού στην ενοποιημένη εποπτεία και, κατά τον υπολογισμό του δείκτη κεφαλαιακής της επάρκειας και των ορίων των μεγάλων χρηματοδοτικών της ανοιγμάτων, δεν συνυπολογίζει τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις, εφόσον πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Αναλυτικότερα θα πρέπει να υφίσταται νομική γνωμοδότηση από την οποία σαφώς προκύπτει ότι: α) η μεταβίβαση πραγματοποιήθηκε κατά τις διατάξεις του Νόμου 3156/2003 και β) επέρχεται πλήρης απομόνωση της μεταβιβάζουσας τράπεζας από τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, χωρίς να υπάρχει κίνδυνος να προκύψει μελλοντικώς οιαδήποτε υποχρέωσή της από αυτές, καθώς και ως προς τη σχέση της τράπεζας ή και συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων με την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού από άποψη κεφαλαιουχικής σύνθεσης, συμμετοχής στη διοίκηση ή εταιρικών συμφωνιών. Για την εγκυρότητα της γνωμοδότησης προβλέπεται πως το

⁶⁸ Πηγή Τράπεζα της Ελλάδος, Πράξη Διοικητή υπ' αριθμ. 2593/20.8.2007: Υπολογισμός Σταθμισμένων Ανοιγμάτων για Θέσεις σε Τιτλοποίηση

⁶⁹ βλ. Παράρτημα

περιεχόμενο αυτής πρέπει να κρίνεται ικανοποιητικό από το Διοικητικό Συμβούλιο της μεταβιβάζουσας τράπεζας

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν πρέπει να έχει οποιοδήποτε υπολειπόμενο κίνδυνο ή ωφέλεια από το αρχικό κεφάλαιο των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων. Διατηρείται σε αυτό το σημείο μια επιφύλαξη για τις περιπτώσεις όπου η μεταβιβάζουσα τράπεζα συμμετέχει στη διαδικασία της τιτλοποίησης ως φορέας πιστωτικής ενίσχυσης ή παρέχει ταμειακές διευκολύνσεις προς την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού για την κάλυψη λειτουργικών αναγκών.

Οι συμβάσεις, το ενημερωτικό δελτίο και τα λοιπά, σχετικά με την τιτλοποίηση έγγραφα, θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν την οικονομική ουσία της συναλλαγής.

Το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα δεν πρέπει να διατηρεί πραγματικό ή έμμεσο έλεγχο επί των μεταβιβασθέντων ανοιγμάτων. Το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα θεωρείται ότι έχει διατηρήσει πραγματικό έλεγχο επί των μεταβιβασθέντων απαιτήσεων, εάν έχει το δικαίωμα, το ίδιο ή συνδεδεμένη με αυτό επιχείρηση, να τις επαναγοράσει από τον αποκτώντα για να ρευστοποιήσει τα κέρδη τους ή εάν είναι υποχρεωμένο να αναλάβει εκ νέου το μεταβιβασθέντα κίνδυνο. Η διατήρηση από το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων διαχείρισης (servicing) των μεταβιβασθέντων απαιτήσεων δεν συνιστά αυτή καθαυτή έμμεσο έλεγχο επί των απαιτήσεων.

Συνεχίζοντας ως προϋπόθεση αναφέρεται πως οι τίτλοι που εκδίδονται από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού δεν θα πρέπει να αποτελούν, σε καμία περίπτωση, υποχρεώσεις της μεταβιβάζουσας τράπεζας έναντι των επενδυτών. Οι επενδυτές, αποκτώντας τα συγκεκριμένα χρεόγραφα, έχουν απαίτηση έναντι των αρχικών οφειλετών, δηλαδή έναντι αυτών των οποίων οι οφειλές έχουν εκχωρηθεί στην εκδότρια εταιρεία.

Επιπλέον, η μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτήν επιχείρηση που υπάγεται σε ενοποιημένη εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος (i) δεν αναλαμβάνει υποχρέωση να ασκήσει το δικαίωμα αγοράς των εκδοθέντων τίτλων ή επαναγοράς των υποκείμενων απαιτήσεων, αλλά τυπικά και ουσιαστικά η άσκηση του δικαιώματος αυτού εναπόκειται στην διακριτική της ευχέρεια και (ii) διασφαλίζει ότι το συνολικό ύψος των τίτλων ή των υποκείμενων απαιτήσεων που κατέχει δεν υπερβαίνει το 10% είτε της αρχικής ονομαστικής αξίας των εκδοθέντων τίτλων είτε της αρχικής συνολικής αξίας των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.

Μια ακόμα προϋπόθεση είναι ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα οφείλει να έχει ενημερώσει τους επενδυτές και την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, μέσω του προγράμματος τιτλοποίησης (ενημερωτικό φυλλάδιο), ότι δεν έχει υποχρέωση

επαναγοράς των στοιχείων ή κάλυψης ενδεχόμενων ζημιών που θα προκύψουν από αυτά.

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην ενεργεί ως ανάδοχος έκδοσης και να μην επηρεάζει, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος, την αντίστοιχη δευτερογενή αγορά τίτλων με οποιοδήποτε τρόπο.

Σε περίπτωση αλλαγής του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής των απαιτήσεων ή επαναδιαπραγμάτευσης των όρων αυτών, στους τροποποιημένους όρους υπόκειται μόνον η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.

Τα σχετικά με την τιτλοποίηση έγγραφα, συμπεριλαμβανομένων των σχετικών συμβάσεων, ενημερωτικών δελτίων κλπ, δεν θα πρέπει να περιέχουν καμία ρήτρα που:

- α) με εξαίρεση τις περιπτώσεις όπου προβλέπεται πρόωρη εξόφληση, να απαιτεί από το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα τη βελτίωση της ποιότητας των θέσεων σε τιτλοποίηση, μεταξύ άλλων, με την αναδιάρθρωση-αναδιάταξη των υποκείμενων πιστωτικών ανοιγμάτων.
- β) να επιτρέπουν την τροποποίηση, μετά την έναρξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης, των όρων ή/και του ποσού της πιστωτικής ενίσχυσης, που συμφωνήθηκε να παρασχεθεί από την μεταβιβάζουσα τράπεζα και
- γ) να αυξάνουν την απόδοση που καταβάλλεται στους κατόχους των θέσεων σε τιτλοποίηση, σε περίπτωση επιδείνωσης της πιστωτικής ποιότητας της υποκείμενης ομάδας απαιτήσεων.
- δ) να υποχρεώνουν τη μεταβιβάζουσα τράπεζα να μεταβάλλει τους όρους που διέπουν τις υποκείμενες απαιτήσεις,

Τέλος στην περίπτωση που η μεταβιβάζουσα τράπεζα είναι και διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, θα πρέπει να εμβάζει στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού ποσά που αφορούν κεφάλαιο και τόκους, ίσα με τα εισπραττόμενα.

Στις λοιπές διατάξεις ορίζεται πως η μεταβιβάζουσα τράπεζα οφείλει να γνωστοποιεί στο προσάρτημα των ετήσιων λογιστικών καταστάσεων τουλάχιστον (α) το ποσό της τιτλοποίησης, (β) το όνομα της Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, (γ) τη σχέση της με την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, (δ) τους όρους εξαίρεσης της Εταιρεία Ειδικού Σκοπού από την ενοποίηση της στις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της τράπεζας και (ε) τις επιπτώσεις της τιτλοποίησης επί του υπολοίπου των σχετικών απαιτήσεων.

Παρατηρούμε πως με την επιβολή των συγκεκριμένων προϋποθέσεων γίνεται πρόβλεψη όχι μόνο για την νομική αλλά και την οικονομική αποξένωση των απαιτήσεων, την προστασία των επενδυτών, την εναρμόνιση της διαδικασίας με το

ν.3156/2003 και την αποτροπή χειραγώγησης της αξίας και της απόδοσης των τίτλων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

N.3156/2003 (ΦΕΚ Α΄157 / 25.06.2003)

Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις

Άρθρο 10

Τιτλοποίηση απαιτήσεων

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

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

3. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και διέπεται από τις διατάξεις του νόμου αυτού και συμπληρωματικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών και τις διατάξεις του ν.δ. 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφόσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο αυτόν. Η

διάταξη της περιπτώσεως (γ) της παραγράφου 1 του άρθρου 48 του κ.ν. 2190/1920 δεν εφαρμόζεται.

4. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές.

5. Οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογιών λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να παρέχεται περαιτέρω εξουσιοδότηση για τον καθορισμό επιμέρους λεπτομερειών, όπως αυτών που αναφέρονται στον αριθμό και τη συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσης τους, τον τρόπο καθορισμού της τιμής διάθεσης τους, το πρόσωπο που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, καθώς και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ.

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

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

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

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

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

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

12. Στις μεταβιβασθείσες ή μεταβιβαστέες απαιτήσεις, με την επιφύλαξη της παραγράφου 18, δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος. Αν

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

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

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

15. Ο διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξη τους, το προϊόν των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη

κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Κάθε εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων, τα κεφάλαια, που εισπράττει ο διαχειριστής για λογαριασμό τους ή οι κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

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

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

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

19. Από της καταχώρισεως, το κύρος της πώλησης και μεταβίβασης της παραγράφου 1, των παρεπόμενων προς τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις δικαιωμάτων και του νομίμου ενεχύρου, δεν θίγεται από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών, που συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης των περιουσιακών στοιχείων του μεταβιβάζοντος, της εταιρείας ειδικού σκοπού ή τρίτου εγγυοδότη ή δικαιούχου παρεπόμενου δικαιώματος ή του προσώπου που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, ούτε από την υποβολή σχετικής

αίτησης κατ' αυτών. Το ίδιο ισχύει και όταν πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις, η γένεση των οποίων επέρχεται μετά την επιβολή του συλλογικού μέτρου ή την υποβολή της σχετικής αίτησης.

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

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

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

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Αθήνα, 30 Οκτωβρίου 2003

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ 9

Κοινοποιείται στις Διοικήσεις των Πιστωτικών Ιδρυμάτων (24)

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

A. Εισαγωγή

1. Με το νόμο 3156/2003 περί ομολογιακών δανείων, τιτλοποίησης απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλων συναφών διατάξεων και ειδικότερα με τα άρθρα 10 έως 14 ρυθμίζονται θέματα τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων. Εφόσον "μεταβιβάζων", κατά την έννοια του ν. 3156/2003, είναι πιστωτικό ίδρυμα που εδρεύει στην Ελλάδα και έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, στην εποπτεία της οποίας και υπόκειται, γεννώνται ερμηνευτικά προβλήματα ως προς θέματα της ενοποιημένης εποπτείας, υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων και διαχείρισης κινδύνων του μεταβιβάζοντος πιστωτικού ιδρύματος. Με την παρούσα Εγκύκλιο παρέχονται κατευθυντήριες ερμηνευτικές οδηγίες σχετικά με τα θέματα αυτά.
2. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, οι κυριότερες μορφές τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι οι εξής:
(α) Τιτλοποίηση απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής (traditional securitisation): Μεταφορά ομάδας δανείων ή άλλων πιστωτικών ανοιγμάτων με ομοειδή χαρακτηριστικά προς μια εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) βάσει των οποίων εκδίδονται, από την εν λόγω εταιρεία, τίτλοι, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Αυτό επιτυγχάνεται με τον πλήρη νομικό διαχωρισμό

των υποκείμενων δανείων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα και τα σχετικά ανοίγματα δεν εμφανίζονται πλέον στον ισολογισμό της.

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

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

(γ) Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ανακυκλούμενες πιστώσεις (securitisation of revolving assets): Μεταφορά πιστώσεων, οι οποίες επιτρέπουν στο δανειζόμενο να μεταβάλλει την πιστωτική του ευχέρεια εντός ενός προκαθορισμένου ορίου (πιστωτικές κάρτες, επιχειρηματικές πιστωτικές διευκολύνσεις κλπ). Η αποπληρωμή των υποχρεώσεων πραγματοποιείται είτε με ένα ελάχιστο ποσό ανά περίοδο πληρωμής είτε με σταθερό χρονοδιάγραμμα. Κύρια χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης τιτλοποίησης είναι αφενός ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί κάποιο εμπράγματο δικαίωμα επί των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και αφετέρου, κατά κανόνα, περιλαμβάνεται ρύθμιση προκαθορισμένη (controlled) ή άμεσης (non-controlled) πρόωρης εξόφλησης των τίτλων (early amortisation)

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

B. Ορισμοί

Για τους σκοπούς της παρούσας, νοούνται ως:

1. **Τιτλοποίηση απαιτήσεων (securitisation):** Οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων κατά την έννοια των άρθρων 10 παρ.1 και 11 παρ.1 του Ν.3156/2003.
2. **Εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) - Special Purpose Vehicle:** Το νομικό πρόσωπο, το οποίο έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση απαιτήσεων

για την τιτλοποίηση τους κατά τις διατάξεις των άρθρων 10 παράγραφοι 2 και 3 και 11 παρ. 3 του Ν. 3156/2003.

3. **Μεταβιβάζουσα τράπεζα (originating bank):** Η τράπεζα που έχει την ιδιότητα του μεταβιβάζοντος κατά την έννοια των άρθρων 10 παρ. 2 και 11 παρ. 2 του Ν. 3156/2003. Είναι δυνατόν η μεταβιβάζουσα τράπεζα να διαχειρίζεται το όλο πρόγραμμα και να παρέχει συγκεκριμένου τύπου ρευστότητα, καθώς και επιπλέον ασφάλειες για την ενίσχυση της φερεγγυότητας του εκδότη των τίτλων.
4. **Επενδύτρια τράπεζα (investing bank):** Η τράπεζα που επενδύει στους τίτλους που εκδίδει η ΕΕΣ, αναλαμβάνοντας το σχετιζόμενο με αυτούς οικονομικό κίνδυνο, και η οποία δε επιτρέπεται να είναι η μεταβιβάζουσα τράπεζα, με εξαίρεση της περίπτωσης δ(ii) της παραγράφου Γ της παρούσας Εγκυκλίου.
5. **Διαχειρίστρια τράπεζα (servicer bank):** Η τράπεζα που παρακολουθεί και διαχειρίζεται όλα τα δάνεια σε καθημερινή βάση, εισπράττει τοκοχρεολύσια και εξοφλεί τους κατόχους των τίτλων, για λογαριασμό της ΕΕΣ, κατά την έννοια του άρθρου 10 παρ.14 του Ν. 3156/2003.
6. **Δικαίωμα αγοράς εκδοθέντων τίτλων (clean-up call):** Δικαίωμα που επιτρέπει στη μεταβιβάζουσα τράπεζα να αγοράζει τίτλους ή να επαναγοράζει απαιτήσεις από την ΕΕΣ πριν από την ημερομηνία εξόφλησής τους.
7. **Πιστωτική Ενίσχυση (credit enhancement):** Συμβατική ρύθμιση, με την οποία η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί ή αναλαμβάνει τον οικονομικό κίνδυνο των υποκείμενων απαιτήσεων των εκδιδόμενων τίτλων και, ουσιαστικά, παρέχει επιπρόσθετη ασφάλεια στα εμπλεκόμενα μέρη. Ο φορέας πιστωτικής ενίσχυσης δύναται να είναι και τρίτο πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα, η δε πιστωτική ενίσχυση μπορεί να λάβει διάφορες μορφές όπως, ενδεικτικά, το υπερβάλλον περιθώριο επιτοκίου (spread account), ήτοι η θετική διαφορά του επιτοκίου που εισπράττεται από την ΕΕΣ και αυτού που αποδίδεται στους επενδυτές, η υπερεξασφάλιση (over-collateralisation), τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loans) και η παροχή εγγύησης.

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

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

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

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

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

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

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

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

i) η μεταβίβαση πραγματοποιήθηκε κατά τις διατάξεις του Νόμου 3156/2003 και

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

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

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

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

(δ) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτήν επιχείρηση που υπάγεται σε ενοποιημένη εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος (i) δεν αναλαμβάνει υποχρέωση να ασκήσει το δικαίωμα αγοράς των εκδοθέντων τίτλων ή επαναγοράς των υποκείμενων απαιτήσεων, αλλά τυπικά και ουσιαστικά η άσκηση του δικαιώματος αυτού εναπόκειται στην διακριτική της ευχέρεια και (ii) διασφαλίζει ότι το συνολικό ύψος των τίτλων ή των υποκείμενων απαιτήσεων που κατέχει δεν υπερβαίνει το 10% είτε της αρχικής ονομαστικής αξίας των εκδοθέντων τίτλων είτε της αρχικής συνολικής αξίας των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.

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

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

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

(η) Η σχετική σύμβαση δεν περιλαμβάνει ρήτρες που να

- (i) υποχρεώνουν τη μεταβιβάζουσα τράπεζα να μεταβάλλει τους όρους που διέπουν τις υποκείμενες απαιτήσεις,
- (ii) επιτρέπουν την τροποποίηση, μετά την έναρξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης, των όρων ή/και του ποσού της πιστωτικής ενίσχυσης, που συμφωνήθηκε να παρασχεθεί από την μεταβιβάζουσα τράπεζα και
- (iii) αυξάνουν την πληρωτέα στους επενδυτές απόδοση/επιτόκιο, λόγω μείωσης της πιστωτικής ποιότητας των δανείων, ιδίως σε περίπτωση που ορισμένα τείνουν να καταστούν επισφαλή

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

Δ. Εξαιρέση της ΕΕΣ από την ενοποιημένη εποπτεία

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

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

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

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

(δ) Η ΕΕΣ να μην είναι αντισυμβαλλόμενη σε συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή νομισμάτων με την μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτή εταιρεία που εποπτεύεται σε ενοποιημένη βάση, εκτός αυτών που διενεργούνται σε αντιπροσωπευτικές αγοραίες τιμές, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος.

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

Ε. Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων

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

1. Η μεταβιβάζουσα τράπεζα

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

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

2. Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων για τη μεταβιβάζουσα τράπεζα

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

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

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

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

(ii) υπερεξασφάλισης (over-collateralisation)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων για την επενδύτρια τράπεζα

(α) θέσεις του επενδυτικού χαρτοφυλακίου:

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

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

(β) θέσεις του χαρτοφυλακίου συναλλαγών:

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

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

4. Ταμειακές Διευκολύνσεις

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

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

ΣΤ. Συστήματα διαχείρισης κινδύνων

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

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

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

Ζ. Λοιπές Διατάξεις

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

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

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

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

Βιβλιογραφία

Ι. Βενιέρης, *Τιτλοποίηση Απαιτήσεων Σύμφωνα με το ν.3156/2003 υπό το Πρίσμα και της Διεθνούς Πρακτικής*, (Αθήνα- Κομοτηνή 2005, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα)

Ι. Βενιέρης, Ν. Βερβεσός, Κ. Κυριακάκης, Β. Τουντόπουλος, *Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας – Ειδικά Θέματα 10 Εταιρική Διακυβέρνηση (Ν 3016/2002) Ομολογίες και Τιτλοποίηση απαιτήσεων (Ν 3156/2003)*, (Αθήνα 2005, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη)

Γ. Χαρδούβελλης, Ε.Τσιριτάκης, *Πιστωτικά Ιδρύματα & διαχείριση Κινδύνων*, (Πειραιάς 2003)

Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για τα έτη 2003, 2004, 2005, 2006, 2007

Τράπεζα της Ελλάδος, Πράξη Διοικητή αριθμ. 2593/20.08.2007
Θέμα: Υπολογισμός Σταθμισμένων Ανοιγμάτων για Θέσεις σε Τιτλοποίηση

Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, *Επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών (Βασιλεία ΙΙ), Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών*, 25/03/2004

Τράπεζα Πειραιώς, Ενημερωτικό Δελτίο για το Πρόγραμμα Τιτλοποίησης Στεγαστικών Δανείων Εστία ΙΙΙ, Prospectus 24/04/2008

Philip Wood, "Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-Off and Netting", (Sweet & Maxwell, 1995),

Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, "Financial Institutions Management, A Risk Management Approach", (Mc Graw-Hill, Sixth Edition)

Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document, Asset Securitisation, Supporting Document to the new Basel Capital Accord, (January 2001)

Moody's Investors Service *International Structured Finance, Europe, Middle East, Africa Special Report 2007 Review and 2008 Outlook* (31 January 2008)

<http://www.indubio.gr/Site/modules/smartsection/print.php?itemid=71> Τιτλοποίηση Απαιτήσεων: Μια πρώτη προσέγγιση της έννοιας και της διαδικασίας πραγματοποίησής της
Date of entry 03/11/2007

http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitization
Date of entry 03/01/2008

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economyepix_1_12/12/2004_126681
Date of entry 14/07/2008

http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathextra_9_01/02/2008_220563 Date of entry 04/02/2008

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ