



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**&**

**ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ**

**&**

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**



**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ : ΚΑΠΙΡΗ ΜΑΥΡΕΤΑ ( ΜΧΑΝ/ 0718 )**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Π.ΣΤΑΙΚΟΥΡΑΣ**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Τιτλοποίηση με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία.....	5
1.1 Τι είναι .....	5
Ορισμός.....	5
Χαρακτηριστικά εκχωρήσεων .....	6
Εμπλεκόμενα μέρη.....	7
1.2 Πως γίνεται .....	15
Στάδια .....	15
1.3 Γιατί τιτλοποιεί μια τράπεζα / τι επιτυγχάνει .....	21
Πλεονεκτήματα για το πιστωτικό ίδρυμα.....	21
Πλεονεκτήματα για τους επενδυτές.....	22
1.4 Ποιοι οι κίνδυνοι από τιτλοποίηση.....	24
Κίνδυνος φερεγγυότητας .....	25
Κίνδυνος αθέτησης πληρωμής.....	26
Κίνδυνος ρευστότητας.....	27
Κίνδυνος επιτοκίων.....	27
Κίνδυνος πρόωρης εξόφλησης.....	28
Νομικοί κίνδυνοι.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Τιτλοποίηση και πρόσφατη κρίση.....	32
2.1 Τιτλοποίηση στην Αμερική ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.....	32
Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής: Σύντομη Ανασκόπηση.....	32
Τιτλοποίηση: Χρηματοοικονομικό εργαλείο που συντέλεσε στην κρίση...33	
2.2 Τι πήγε λάθος.....	37
Ρόλος Credit Agencies.....	39
2.3 Μαθήματα από την τρέχουσα κρίση / προτάσεις για το μέλλον .....	41

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ) – Τιτλοποίηση στην Ελλάδα .....	52
3.1 Νόμος 3156/2003 - ΦΕΚ Α/ 157/ 25.6.2003 .....	53
3.2 Παράδειγμα.....	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	68

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝΙ

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αφετηρία της τιτλοποίησης εκτιμάται το 1970 με τη καθιέρωση υπηρεσιών, χρηματοδοτούμενων από την αμερικανική κυβέρνηση οι οποίες δημιουργήθηκαν με σκοπό την διευκόλυνση της στεγαστικής πίστωσης, διαμέσου της διασφάλισης χαμηλού κόστους δανεισμού για τους δανειολήπτες και υποστήριξης της ρευστότητας των δανειστών για τη χρηματοδότηση της.

Η τιτλοποίηση στη σύγχρονη τραπεζική αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο το οποίο εκμεταλλεύεται τις απαιτήσεις και στην ουσία τις μετατρέπει σε εμπορεύσιμους τίτλους. Το τελικό αποτέλεσμα μέσω της διαδικασίας εκχώρησης, εντοπίζεται στα οφέλη που αποκομίζει ένας οργανισμός από την πώληση των απαιτήσεών του και όχι από το δανεισμό των κεφαλαίων του. Στη πραγματικότητα όμως η δομή της διαδικασίας είναι αινιγματική και πολύπλοκη.

Αν και η φύση της διαδικασίας τιτλοποίησης χαρακτηρίζεται από την πολυπλοκότητά της, θα αναφερθούμε εν συντομία στην πορεία της διαδικασίας μέσω μιας απλουστευμένης παρουσίασης. Το πιστωτικό ίδρυμα που επιθυμεί να χρηματοδοτηθεί επιλέγει κατά κανόνα τις ομοειδείς απαιτήσεις που θα τιτλοποιήσει. Η πωλήτρια εταιρεία, δηλαδή το πιστωτικό ίδρυμα, μεταβιβάζει τις απαιτήσεις στην εταιρεία ειδικού σκοπού η οποία της καταβάλλει το τίμημα της αγοράς. Παράλληλα, οι απαιτήσεις αξιολογούνται από αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης, προκειμένου να καθοριστεί το ύψος του τιμήματος καθώς και οι ακριβείς εξασφαλίσεις της τιτλοποίησης. Στη συνέχεια η τράπεζα προωθεί τα κεφάλαια εξόφλησης των οφειλετών στην εταιρεία ειδικού σκοπού και αυτή με τη σειρά της στον εμπιστευματοδόχο. Αν δημιουργηθεί πρόβλημα με την αποπληρωμή από τους οφειλέτες, επεμβαίνουν οι πιστοδότες. Τα κεφάλαια από τις απαιτήσεις έχουν ως τελικό αποδέκτη τους επενδυτές οι οποίοι στην αρχή της διαδικασίας χορήγησαν τα κεφάλαιά τους και έγιναν δικαιούχοι τίτλων. Η όλη διαδικασία ελέγχεται από τον εμπιστευματοδόχο και κυρίως από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αυτό θεωρείται το κύκλωμα της τιτλοποίησης, τα οφέλη του οποίου γίνονται αντιληπτά μέσω της αύξησης των κερδών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Παρόλα αυτά, από τις αρχές του Σεπτεμβρίου 2009 και μετά την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού ομίλου Lehman Brothers στις Η.Π.Α., ξεκίνησε με τη μορφή ντόμινο μια παγκόσμια οικονομική κρίση η οποία αγγίζει γίγαντες του τραπεζικού τομέα, της αυτοκινητοβιομηχανίας, της βιομηχανίας γενικότερα, κράτη ολόκληρα αλλά και τον απλό άνθρωπο ο οποίος βλέπει να αλλάζει το τοπίο διαχείρισης του χρήματος και του οικογενειακού του προϋπολογισμού.

Σκοπός της εργασίας είναι να μελετήσει κατά πόσο αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο αποτέλεσε την αιτία ή την αφορμή για να οδηγηθεί η παγκόσμια οικονομία στη σημερινή δεινή κατάσταση.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Τιτλοποίηση με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία

## 1.1 Τι είναι

### Ορισμός

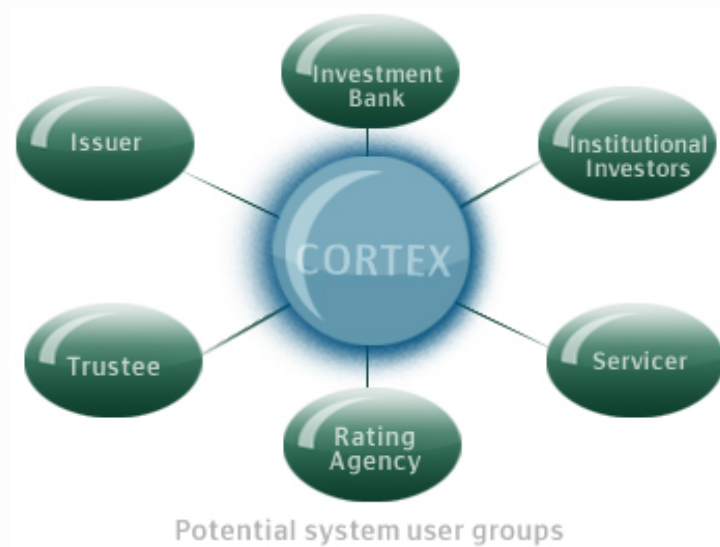
Η έννοια της εκχώρησης απαιτήσεων η οποία ταυτίζεται με την τιτλοποίηση για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας, σημαίνει τη δημιουργία τίτλων με σκοπό τη χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, τιτλοποίηση υπό την ευρεία έννοια του όρου αποτελεί κάθε ενσωμάτωση δικαιωμάτων σε αξιόγραφα με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των τραπεζών. Η παραδοσιακή μορφή δανεισμού έχει μετατραπεί σε χρηματοδότηση μέσω έκδοσης αξιόγραφων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές. Πρόκειται για απευθείας χρηματοδότηση από τους επενδυτές που γίνονται δικαιούχοι τίτλων<sup>3</sup>.

Συνηθέστερη μορφή τιτλοποίησης είναι αυτή που συναντάμε με τη στενή έννοια του όρου. Πρόκειται για ένα είδος ομολογιακού δανείου ως αποτέλεσμα της επιλογής ενός πιστωτικού ιδρύματος να χρηματοδοτηθεί από την κεφαλαιαγορά με την έκδοση ομολογιών ή άλλων τίτλων. Το νόμισμα των εκχωρημένων απαιτήσεων (currency) συνήθως είναι Euro ή USD ενώ οι εκχωρήσεις στην Αγγλία γίνονται σε Στερλίνα<sup>18</sup>.

Η διαφορά μεταξύ της προσέγγισης του όρου υπό την ευρεία έννοια σε σχέση με τη στενή, έγκειται στην ύπαρξη ή μη αξιόγραφων που ενσωματώνουν απαίτηση κατά της τράπεζας που χρειάζεται τη χρηματοδότηση. Στην τιτλοποίηση με τη στενή έννοια, τα κεφάλαια που θα ικανοποιήσουν τις αξιώσεις των τιτλούχων επενδυτών, προέρχονται από την εξυπηρέτηση των απαιτήσεων και την είσπραξή τους από τους οφειλέτες του πιστωτικού ιδρύματος.

## Χαρακτηριστικά εκχωρήσεων

1. Σχηματισμός μιας διακριτής ομάδας απαιτήσεων και εκχώρηση αυτών από την Τράπεζα (originator – Investment Bank) σε μια νέα εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV-Special Purpose Vehicle) η οποία αποτελεί τον εκδότη (Issuer).
2. Η νέα εταιρεία SPV αναλαμβάνει την έκδοση ομολογιακών δανείων με ενέχυρο τις εκχωρημένες απαιτήσεις
3. Οι τιτλούχοι επενδυτές (Institutional Investors) γνωρίζουν και απευθύνονται πλέον στην εκδότρια εταιρεία SPV και όχι στην Τράπεζα.
4. Οι ταμειακές ροές του ομολόγου καλύπτονται από τις ταμειακές ροές των εκχωρημένων απαιτήσεων (κεφάλαιο και τόκοι). Συνεπώς, οι επενδυτές δεν στηρίζονται στην πιστοληπτική ικανότητα του SPV αλλά στην επάρκεια των ταμειακών ροών του εκχωρημένου χαρτοφυλακίου
5. Οι επενδυτές δεν στηρίζονται μόνο στην επάρκεια των ταμειακών ροών που απορρέουν από το εκχωρημένο χαρτοφυλάκιο αλλά συνήθως τόσο η Τράπεζα όσο και η SPV υποστηρίζουν την εκχώρηση με συμπληρωματικά δάνεια ως «εγγύηση» για τους επενδυτές (loan facilities and credit enhancement)<sup>14</sup>.
6. Οι εκχωρήσεις στηρίζονται στη λεπτομερή νομική και λειτουργική καταγραφή της δομής τους.
7. Τα Rating Agencies αξιολογούν και αποτιμούν την ποιότητα / αξία του χαρτοφυλακίου άρα και των σχετικών ομολόγων, οπότε οι επενδυτές στηρίζονται σημαντικά στις δικές τους αποτιμήσεις<sup>27</sup>.



Διαγραμματικά οι συμμετέχοντες στην τιτλοποίηση

### **Εμπλεκόμενα μέρη**

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης απαραίτητα είναι τουλάχιστον τρία μέρη, ο πωλητής, η εταιρεία ειδικού σκοπού και οι επενδυτές. Ανάλογα με το μέγεθος, την πολυπλοκότητα, το νομικό καθεστώς και περιορισμούς που ισχύουν σε κάθε χώρα, ο αριθμός των εμπλεκόμενων μερών στην τιτλοποίηση μπορεί να ποικίλει και να αυξηθεί. Παρακάτω αναφέρονται οι πιθανοί μετέχοντες στη διαδικασία<sup>8</sup>.

#### **1. Πωλητής / Τράπεζα (Originator)**

Πωλητής, που στη περίπτωση που εξετάζουμε είναι οι τράπεζες, με αφορμή την ανάγκη χρηματοδότησης, διαθέτει τις απαιτήσεις του, τις τιτλοποιεί και ουσιαστικά τις ρευστοποιεί. Λόγω της εξοικείωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων με χρηματοοικονομικά εργαλεία και της ανάγκης τους για αναδιάρθρωση του ενεργητικού τους, περισσότερο από άλλους οργανισμούς και επιχειρήσεις προβαίνουν



στην εκχώρηση και τιτλοποίηση των απαιτήσεών τους. Οι απαιτήσεις προκειμένου να τιτλοποιηθούν πρέπει να προκαλούν σταθερή και προβλέψιμη ροή πληρωμών<sup>5</sup>.

Η τράπεζα αρχικά ξεχωρίζει νομικά και τεχνικά τις απαιτήσεις που θα εκχωρηθούν και τις διαμορφώνει ως ξεχωριστή ομάδα περιουσιακών στοιχείων, η οποία είναι ανεξάρτητη από την υπόλοιπη περιουσία της. Οι απαιτήσεις που θα εκχωρηθούν αναγκαίο είναι να είναι ομαδοποιημένες δηλαδή να έχουν κοινά χαρακτηριστικά (pool of assets). Εν συνεχεία, οι απαιτήσεις εκχωρούνται στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Μέσω της εκχώρησης θεμελιώνεται από την τράπεζα η αξίωση προς απόδοση των απαιτούμενων κεφαλαίων που θα της χορηγηθούν ως τίμημα πωλήσεων των απαιτήσεων.

Η εκχώρηση γίνεται με συμφωνία μεταξύ του πιστωτικού ιδρύματος και της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η συμφωνία αυτή περιλαμβάνει:

- την πώληση των απαιτήσεων
- τον καθορισμό του τιμήματος
- την περιγραφή των απαιτήσεων και των χαρακτηριστικών που διακρίνουν αυτές και τους οφειλέτες
- τον προσδιορισμό του ληξιπρόθεσμου των απαιτήσεων
- το βαθμό και το είδος της ευθύνης του πωλητή-τράπεζας
- τον τρόπο αναγγελίας στους οφειλέτες
- τις προβλέψεις αντιμετώπισης της αφερεγγυότητας των οφειλετών και την αποτύπωση μεθόδων αντιμετώπισης δυσχερειών που είναι δυνατόν να εμφανιστούν σε κάποιο στάδιο της εκχώρησης

## **2. Οφειλέτες**

Οι οφειλέτες δεν συμμετέχουν οικειοθελώς στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας που καλύπτει την τιτλοποίηση, δύναται η

απουσία πληροφόρησης για το γεγονός της εκχώρησης των οφειλών τους. Αν και αποτελούν τον κύριο παράγοντα μιας επιτυχημένης εκχώρησης μέσω της φερεγγυότητάς τους, η άγνοιά τους σχετικά με τη μεταβίβαση είναι βέβαιη.

Η δική τους αξιοπιστία κρίνει εκτός από την αποπληρωμή των τίτλων και άλλους όρους των συμφωνιών όπως η έννοια του κινδύνου που ενσωματώνει ο τίτλος, το ύψος του επιτοκίου αυτού, ο όγκος και το είδος των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν.

### **3. Εταιρεία ειδικού σκοπού - SPV (Issuer)**

Η εταιρεία ειδικού ή αποκλειστικού σκοπού, δημιουργείται για τη πραγματοποίηση μιας συγκεκριμένης εκχώρησης ή προϋπάρχει αλλά προσαρμόζει αναλόγως το σκοπό και η δραστηριότητά της. Μπορεί σε διεθνές επίπεδο να συσταθεί ως ανώνυμη εταιρεία, ως εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, ως προσωπική εταιρεία ή και ως εμπίστευμα. Όσον αφορά την ελληνική αγορά είναι επιτρεπτή η σύσταση εταιρείας ειδικού σκοπού μόνο με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας εφόσον εδρεύει στην Ελλάδα<sup>5</sup>.

Έχει στη διάθεσή της μόνο τα όργανα, τα κεφάλαια και τις εγκαταστάσεις που χρειάζεται για τη συμμετοχή της στην τιτλοποίηση χωρίς να εμφανίζει λοιπές δραστηριότητες. Οι αρμοδιότητες και ο σκοπός της σύστασής της είναι περιορισμένες και αυτό για την προστασία της από διεκδικήσεις δανειστών και από ενδεχόμενη πτώχευση. Η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν θα δημιουργήσει παθητικό ικανό να προκαλέσει αξιώσεις τρίτων εκτός της διαδικασίας της τιτλοποίησης, οι οποίες θα αλλοιώσουν την αποκλειστική διάθεση της ρευστοποίησης των απαιτήσεων προς ικανοποίηση των ομολογιούχων.

Προκειμένου να προστατεύονται οι επενδυτές, η εταιρεία ειδικού σκοπού καθώς και οι απαιτήσεις πρέπει να είναι απολύτως οικονομικά και νομικά ανεξάρτητα από το πιστωτικό ίδρυμα. Η αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού θωρακίζει και την ανεξαρτησία των απαιτήσεων και την προστασία τους από τους δανειστές της μεταβιβάζουσας εταιρείας.

Αντικειμενικός λόγος της ύπαρξης της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι να αποτελέσει το νομικό φορέα που έναντι των τρίτων θα είναι ο νέος φορέας απαιτήσεων. Ο αποκλειστικός σκοπός της είναι η απόκτηση απαιτήσεων και η έκδοση ομολογιών. Ο προσδιορισμός του σκοπού γίνεται τόσο στο καταστατικό της εταιρείας ειδικού σκοπού, όσο και στις μεταξύ των μερών συμβάσεις.

#### **4. Διαχειριστής απαιτήσεων(Servicer)**

Στη διεθνή πρακτική, κάποια πιστωτικά ιδρύματα επιλέγουν τη μεταβίβαση των καθικόντων της διαχείρισης και είσπραξης των απαιτήσεων, σε άλλο φορέα, που αποτελεί ξεχωριστό μέρος στη διαδικασία εκχώρησης. Ο διαχειριστής αναλαμβάνει τη διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων προκειμένου αυτές να ρευστοποιηθούν στα συμφωνημένα χρονοδιαγράμματα και να προκαλέσουν την αναμενόμενη αποπληρωμή των τίτλων που έχουν εκδοθεί. Η ανάθεση αυτή γίνεται με ειδική σύμβαση μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και του διαχειριστή που περιλαμβάνει την εξουσιοδότηση προς είσπραξη, την εποπτεία και διεκδίκηση πληρωμών και την αποστολή ενημερωτικών εκθέσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού και τα άλλα μέρη. Η αμοιβή του διαχειριστή, καθορίζεται αναλόγως της συμμετοχής του στην όλη διαδικασία τιλοποίησης. Η οργανωτική ευελιξία του πωλητή, η επαφή με τους οφειλέτες, η επιθυμία διατήρησης των σχέσεων και η ομαλή επικοινωνία τους, πολλές φορές επιβάλλουν, ο πωλητής να είναι και ο διαχειριστής των απαιτήσεων<sup>15</sup>.

#### **5. Εμπιστευματοδόχος(Trustee)**

Ο εμπιστευματοδόχος έχει το ρόλο του θεματοφύλακα και επόπτη των απαιτήσεων και διασφαλίζει την ακεραιότητα του ενεργητικού που σχηματίζουν οι απαιτήσεις και του προϊόντος ρευστοποίησης αυτών, από ενδεχόμενες ενοχλήσεις του πωλητή ή των δανειστών. Το δικαίωμα ιδιοκτησίας επί των απαιτήσεων το έχει η εταιρεία ειδικού σκοπού ενώ τη διαχείριση και επικαρπία την παρέχει ο εμπιστευματοδόχος και την ασκεί προς όφελος των επενδυτών. Ο εμπιστευματοδόχος αναλαμβάνει τον έλεγχο και την ορθή εκτέλεση της ροής πληρωμών από τους οφειλέτες προς τους επενδυτές προκειμένου το προϊόν ρευστοποίησης των

απαιτήσεων να διατίθεται με το συμφωνημένο τρόπο και με ασφάλεια στους επενδυτές. Απόρροια είναι ο αυξημένος εποπτικός ρόλος του και η παρέμβαση καθ' όλη τη διάρκεια της διαδικασίας. Περιληπτικά θα λέγαμε ότι ο εμπιστευματοδόχος είναι ο συνδετικός κρίκος μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού, του διαχειριστή των απαιτήσεων και των επενδυτών.

Η σύμβαση καταρτίζεται μεταξύ του εμπιστευματοδόχου και της εταιρείας ειδικού σκοπού.

#### **6. Πιστοδότες και χορηγοί εξασφάλισης ή ρευστότητας**

Οι απαιτήσεις αποτελούν το κάλυμμα των αξιώσεων από την τιτλοποίηση καθώς και το μέσο αποπληρωμής των τίτλων που εκδίδονται. Οι απαιτήσεις θα ρευστοποιηθούν και το προϊόν της ρευστοποίησης θα εξοφλήσει τις αξιώσεις που δημιουργούνται στη διαδικασία της εκχώρησης. Οι οφειλέτες θα αποπληρώσουν τις απαιτήσεις που έχουν μεταβιβαστεί και έχουν πάρει τη μορφή τίτλων και από την αποπληρωμή αυτή θα κινηθεί η ροή κεφαλαίων προς εξυπηρέτηση κάθε αξίωσης από την τιτλοποίηση<sup>7</sup>.

Παρόλο που διαμορφώνονται προβλέψεις σχετικά με την ποιότητα των απαιτήσεων και την απόδοση της είσπραξής τους, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο να προκύψουν απρόσμενες καταστάσεις και ανωμαλίες εισροών κατά την αποπληρωμή των απαιτήσεων. Η διατάραξη της ροής των πληρωμών μπορεί να ανατρέψει την εξέλιξη της διαδικασίας, να δημιουργήσει ζημιές ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη και να οδηγήσει σε ανεπιτυχή εκχώρηση<sup>11</sup>.

Προκειμένου να αποφευχθούν τα παραπάνω, επιβάλλεται η εξασφάλιση που παρέχεται από πιστοδότες στη διαδικασία τιτλοποίησης. Οι φορείς αυτοί με εγγυήσεις, πιστώσεις, καλύψεις ρευστότητας, αναπληρώνουν περιπτώσεις αφερεγγυότητας των οφειλετών και διασφαλίζουν τη συνεχή και σύμφωνα με τις προβλέψεις ροή των πληρωμών. Η σύμβαση καταρτίζεται μεταξύ των πιστοδοτών, της εταιρείας ειδικού σκοπού και του εμπιστευματοδόχου.

## **7. Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Rating Agencies)**

Λόγω της πολυπλοκότητας της διαδικασίας εκχώρησης, συμμετέχουν οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης οι οποίοι κρίνουν τους τίτλους που πρόκειται να λάβουν οι επενδυτές και βαθμολογούν τη φερεγγυότητά τους και την αξιοπιστία των πληρωμών τους. Ανάλογα με την επικινδυνότητα των τίτλων εκτιμάται και η ποιότητά τους καθώς και η γενικότερη πορεία της εκχώρησης. Ο κάθε επενδυτής αποτελεί δανειστή που αναλαμβάνει τους κινδύνους της επένδυσής του.

Η βαθμολογία βασίζεται σε συγκεκριμένες κλίμακες βαθμολόγησης που ο κάθε οίκος ακολουθεί σε κάθε ανάλυση τίτλου και επένδυσης. Οι βαθμοί που τίθενται από τους οίκους είναι π.χ. AAA(πλήρως εξασφαλισμένη), AA+, AA, AA-, και επόμενα ή Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2 και επόμενα. Ο βαθμός που θα λάβει η διαδικασία τιτλοποίησης και οι τίτλοι που θα εκδοθούν είναι ακριβώς αντίστροφος της επενδυτικής επικινδυνότητάς τους. Υψηλότερη βαθμολόγηση ενσωματώνεται σε τίτλους με χαμηλή επενδυτική επικινδυνότητα και αντίστροφα<sup>18</sup>.

Συνεπώς μέσω της εκτίμησης των οίκων αξιολόγησης παρέχεται στους επενδυτές και σε τρίτους, η πληροφόρηση σχετικά:

- με τους επενδυτικούς κινδύνους που ενσωματώνουν οι τίτλοι
- με την ποιότητα και την αποδοτικότητα των τίτλων
- τη διάρθρωση της διαδικασίας και τις πράξεις των συμμετεχόντων μερών

## **8. Τιτλούχοι επενδυτές (Investors)**

Οι επενδυτές αποτελούν τον άμεσο δανειστή στη διαδικασία της εκχώρησης. Οι επενδυτές χρηματοδοτούν άμεσα την εταιρεία ειδικού σκοπού και έμμεσα τον πωλητή (τράπεζα).

Τα στοιχεία που είναι απαραίτητο να αναφέρονται στους τίτλους είναι :

- τα στοιχεία της εκδότριας εταιρείας ειδικού σκοπού

- ο χρόνος και ο τόπος έκδοσης των ομολογιών
- η ονομαστική τους αξία
- ο δικαιούχος του τίτλου
- ο χρόνος, ο τόπος και ο τρόπος αποπληρωμής του τίτλου
- το επιτόκιο του τίτλου
- τα δικαιώματα πρόωρης λήξης και αποπληρωμής των τίτλων από την εταιρεία ειδικού σκοπού
- ο αύξων αριθμός της ομολογίας
- τα ενδεχόμενα τοκομερίδια
- η υπογραφή των εκπροσώπων της εταιρείας ειδικού σκοπού

καθώς και κάθε στοιχείο που προσδιορίζει τα δικαιώματα και τις εξασφαλίσεις των τιτλούχων επενδυτών.

Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για «συναλλαγές» τις οποίες οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν βαθμολογήσει με υψηλούς βαθμούς. Οι διαφορετικές βαθμίδες αξιολόγησης απεικονίζουν την ποιότητα των εκχωρημένων απαιτήσεων και την ικανότητα του εκδότη να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του<sup>27</sup>.

Επιπλέον κατόπιν έρευνας έχει διαπιστωθεί ότι οι επενδυτές επενδύουν είτε σε:

- Floating rate notes, τα οποία εκδίδονται από τράπεζες και έχουν διάρκεια 3-5 έτη ή maximum 7-10 χρόνια μέση διάρκεια ζωής
- Bonds (10-13 χρόνια αν εκδίδονται από pension funds ή maximum 10 χρόνια αν είναι από ασφαλιστικές εταιρείες<sup>27</sup>)

Συνήθως επενδύουν σε χαρτοφυλάκια με μεγάλο εύρος πελατών - απαιτήσεων όπου ο κίνδυνος μη αποπληρωμής εξαρτάται από πολλούς και άσχετους μεταξύ τους παράγοντες. Επιπλέον αποφεύγουν τα χαρτοφυλάκια που στηρίζονται σε λίγες και

μεγάλες απαιτήσεις στα οποία ο κίνδυνος μη αποπληρωμής μιας απαίτησης επηρεάζει άμεσα όλο το χαρτοφυλάκιο<sup>21</sup>.

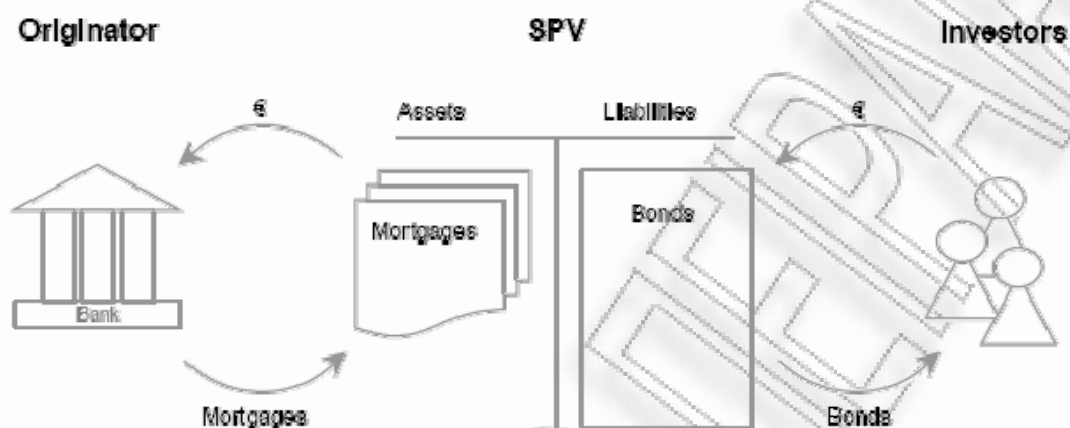
Ενδιαφέρον παρουσιάζουν και για την ασφαλιστική κάλυψη η οποία συνήθως καλύπτεται από τους όρους της σύμβασης εκχώρησης. Οι οικονομικές εγγυήσεις δεν είναι στους όρους αλλά θεωρούνται από τους επενδυτές δεδομένες. Συνήθως οι επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα σε εκχωρήσεις όπου όταν προκύψουν ζημιές αυτές δεν ξεπερνούν το όριο των senior notes (BBB/BBB+)<sup>18</sup>.

### **9. Συντονιστής της διαδικασίας εκχώρησης και άλλα μέρη(Arranger)**

Σπάνιες φορές συναντάμε συντονιστές στη διαδικασία της εκχώρησης. Ο συντονιστής αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση της όλης διαδικασίας, τη διαπραγμάτευση και επικοινωνία των μερών, την οργάνωση των εργασιών, τον έλεγχο της όλης διάρθρωσης, την επιλογή των απαιτήσεων, την εποπτεία των πληρωμών, τον έλεγχο των εκθέσεων κ.α..

Άλλα μέρη μπορούν να θεωρηθούν οι νομικοί και φοροτεχνικοί σύμβουλοι, οικονομολόγοι, αναλυτές, οι αρχές που εγκρίνουν τις ενέργειες ή τις υποδεικνύουν προς όφελος των επενδυτών και των οφειλετών.

## 1.2 Πως γίνεται



Διαγραμματική απεικόνιση

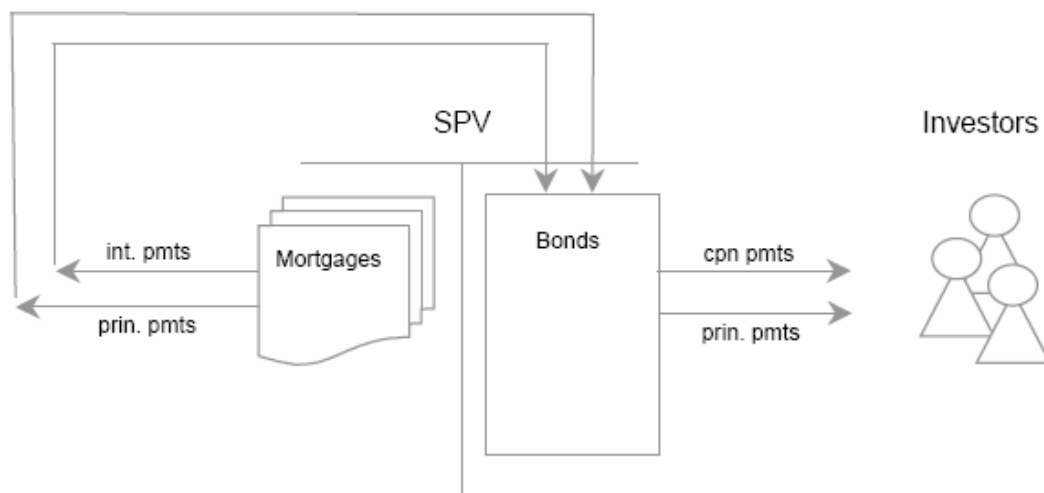
Ο μηχανισμός μέσω του οποίου μη άμεσα ρευστοποιήσιμες απαιτήσεις μετασχηματίζονται σε άμεσα ρευστοποιήσιμους τίτλους<sup>27</sup>.

### Στάδια

Η τράπεζα (originator) - δημιουργός συγκεντρώνει το χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων, το οποίο επιθυμεί να τιτλοποιήσει. Κατόπιν, συστήνει και μεταβιβάζει - πωλεί σε μια διακριτή εταιρεία, την εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV). Η SPV εκδίδει ομολογίες τις οποίες διαθέτει προς το επενδυτικό κοινό και οι οποίες εξυπηρετούνται - καλύπτονται από το χαρτοφυλάκιο των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Το αντίτιμο που καταβάλλουν οι επενδύτες για τις ομολογίες συνιστά το ποσό που λαμβάνει η τράπεζα δημιουργός για την πώληση του χαρτοφυλακίου, η δε ικανοποίηση των επενδυτών ως προς το καταβεβλημένο κεφάλαιο και τους αναμενόμενους ομολογιακούς τόκους προέρχεται από τη σταδιακή εξυπηρέτηση του κεφαλαίου και των τόκων των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων (mortgages).



Η τράπεζα δημιουργεί ειδικό λογαριασμό περιθωρίου (spread account) από τη διαφορά μεταξύ του υψηλού τόκου που φέρουν οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις και του χαμηλότερου τόκου ομολογιών. Τέλος, για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της τιτλοποίησης, η τράπεζα δημιουργός αναλαμβάνει έναντι αμοιβής το ρόλο του ταμιά με σκοπό τη συλλογή του κεφαλαίου και τόκων των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και την προώθηση τους προς την SPV για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών.



### **1. Στάδιο σχεδιασμού και προετοιμασία εκχώρησης**

Η αρχική κίνηση προκειμένου να οργανωθεί η διαδικασία της εκχώρησης είναι η σύνθεση μιας ομάδας του πιστωτικού ιδρύματος, από μέλη με ηγετικές αρμοδιότητες, εξειδικευμένες γνώσεις και αυξημένες προσβάσεις σε οικονομικές καταστάσεις, στοιχεία και πληροφορίες που αφορούν τις δυνάμεις και αδυναμίες της τράπεζας.

Η ομάδα αυτή με την υποστήριξη της ηγεσίας της τράπεζας λόγω της σπουδαιότητας του εγχειρήματος της εκχώρησης, αξιολογεί την ορθότητα της επιλογής της τιτλοποίησης ως μέσο χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, κρίνει την ύπαρξη ή όχι των προϋποθέσεων για τη δρομολόγηση της διαδικασίας. Ελέγχει τη

λογιστική και φορολογική αντιμετώπιση της προσπάθειας τιτλοποίησης και του κέρδους που θα αποφέρει.

Συγκεκριμένα, υπάρχει ένας προέλεγχος των χαρακτηριστικών των απαιτήσεων και κατά πόσο οι μη ρευστές απαιτήσεις, θα προκαλέσουν την κατάλληλη και προβλέψιμη ροή πληρωμών που θα εξυπηρετήσουν τους τίτλους που θα εκδοθούν. Αναλύεται το ενεργητικό της τράπεζας και τα συστατικά που θα μπορούσαν να υποστηρίξουν μια επιτυχημένη τιτλοποίηση.

Στη πορεία υπάρχει ο καθορισμός των στόχων και των προδιαγραφών και οι πρώτες επαφές με τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης<sup>2</sup>.

## ***2. Επιλογή απαιτήσεων και διαμόρφωση του ενεργητικού προς εκχώρηση***

Σ' αυτό το βήμα προβλέπεται η επιλογή των κατάλληλων στοιχείων του ενεργητικού που θα εκχωρηθεί και θα καλύψει την αποπληρωμή των τίτλων. Εδώ παρατηρείται διείσδυση στα χαρακτηριστικά αυτά των απαιτήσεων που θα καθορίσουν την επιλογή τους ως την κατάλληλη προκειμένου να καλύψουν, με τη ροή πληρωμών τους, την έκδοση των τίτλων στους επενδυτές<sup>15</sup>.

Η επιλογή πραγματοποιείται από την τράπεζα, τον οίκο αξιολόγησης και τον ενδεχόμενο συντονιστή. Η τελική απόφαση συνυπολογίζει την επιθυμία για άντληση μικρού ή μεγάλου κεφαλαίου από την κεφαλαιαγορά και τους επενδυτές καθώς και το ύψος του επιτοκίου και της απόδοσης που θα έχει ο τίτλος σε σχέση με τη ποιότητα και την αξία των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση. Εκτιμώνται τα παραπάνω και ο οίκος αξιολόγησης διαμορφώνει τα κριτήρια επιλογής των απαιτήσεων.

Ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης γνωρίζει τα διεθνή πρότυπα και τις προϋποθέσεις θετικής αξιολόγησης μιας επένδυσης και καθοδηγεί τη τράπεζα για την οργάνωση μιας επιτυχημένης διαδικασίας<sup>8</sup>.

Σε κανονικές συνθήκες οι τράπεζες τιτλοποιούν το 'φιλέτο' τους, διότι χρειάζονται χρήματα άμεσα και με χαμηλό ρίσκο δανεισμού. Δεν υπάρχει λόγος να προβούν σε μια τόσο χρονοβόρα διαδικασία με υπολογίσιμο κόστος και στο τέλος να

μην υπάρχει η πρόπουσα ανταπόκριση από το επενδυτικό κοινό έτσι ώστε η τράπεζα με τη σειρά της να εισπράξει τα ποσά που υπολόγιζε. Αξίζει να σημειωθεί ότι με αυτές τις προϋποθέσεις ξεκίνησε η τιτλοποίηση υπό κανονικές συνθήκες και αυτό επιβεβαιώνεται από τους τραπεζικούς της ελληνικής αγοράς που έχουν συμμετάσχει σε τιτλοποίηση. Ωστόσο, η διεθνής πρακτική έχει εσχάτως αποδείξει ότι τα παραπάνω δεν αποτελούν πάντοτε τον κανόνα, με τρανό παράδειγμα τις Η.Π.Α., στις οποίες οι τράπεζες παρέκλιναν και επεκτάθηκαν στην τιτλοποίηση και των επισφαλών δανείων.

### **3. Διάρθρωση εκχώρησης και σύναψη συμβάσεων των μερών**

Μέρος αυτού του βήματος είναι η σύσταση της εταιρείας ειδικού σκοπού από το συντονιστή. Τα κεφάλαια σύστασης της εταιρείας ειδικού σκοπού emίπτουν στα έξοδα της διαδικασίας. Στην πορεία η εταιρεία ανεξαρτητοποιείται και δεν ελέγχεται από κανένα εμπλεκόμενο στη διαδικασία μέλος<sup>11</sup>.

Παράλληλα σε αυτό το στάδιο επιλέγονται και οι υπόλοιποι συμμετέχοντες στη διαδικασία και συνάπτονται οι συμβάσεις μεταξύ των μερών οι οποίες εκτός των άλλων καθορίζουν την πώληση των απαιτήσεων, τη διαχείριση και είσπραξή τους καθώς και θέματα ασφάλειας.

Επόμενο βήμα είναι η επιλογή του είδους των τίτλων, το επιτόκίό τους και ο τρόπος ροής της αποπληρωμής των επενδυτών. Καθοριστικό ρόλο έχουν εδώ οι οικονομολόγοι, οι φοροτεχνικοί, οι νομικοί σύμβουλοι της τράπεζας, ο συντονιστής, ο οίκος αξιολόγησης, όπου όλοι μαζί διαμορφώνουν τους όρους της τιτλοποίησης και το αποτέλεσμα αυτής.

Στο τέλος επανεξετάζεται η όλη διαδικασία ώστε να διαπιστωθεί εάν:

- πληρούνται οι στόχοι της χρηματοδότησης
- πληρούνται οι όροι που είχαν τεθεί στην αρχή της προσπάθειας
- οι απαιτήσεις έχουν τα χαρακτηριστικά που χρειάζεται η επιτυχία της ενέργειας εκχώρησης

- οι εξασφαλίσεις που προβλέπονται καλύπτουν τη ροή των αποπληρωμών των τίτλων που θα εκδοθούν
- προκύπτουν αδυναμίες εφαρμογής του νομικού πλαισίου

#### **4. Διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό**

Εν συνεχεία, διατίθενται οι τίτλοι στο επενδυτικό κοινό. Η διάθεση μπορεί να έχει τη μορφή της ιδιωτικής ή δημόσιας τοποθέτησης των ιδιωτών. Η ιδιωτική απευθύνεται σε μεγάλους επενδυτές, τους θεσμικούς, όπου η διάθεση των τίτλων γίνεται με ένα ελάχιστο ποσό συμμετοχής. Στη δημόσια διάθεση των τίτλων, επενδυτής μπορεί να είναι ιδιώτης με μικρό σχετικά ποσό συμμετοχής με αποτέλεσμα τη διασπορά των τίτλων<sup>8</sup>.

Η δε ικανοποίηση των επενδυτών ως προς το καταβεβλημένο κεφάλαιο και τους αναμενόμενους ομολογιακούς τόκους προέρχεται από την σταδιακή εξυπηρέτηση του κεφαλαίου και των τόκων των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.

Επιπλέον, τα τελικά χαρακτηριστικά του τίτλου καθώς και οι όροι αποπληρωμής του εξαρτώνται από:

- τη διάρθρωση της εκχώρησης
- την ποιότητα και αποτελεσματικότητα ρευστοποίησης των εκχωρημένων απαιτήσεων
- τη διάρθρωση και πρόβλεψη των σχετικών εξασφαλίσεων

#### **5. Εξυπηρέτηση των απαιτήσεων και αποπληρωμή των εξόδων και της επένδυσης**

Τελευταίο είναι το στάδιο της εξυπηρέτησης των απαιτήσεων και της αποπληρωμής των εξόδων και της επένδυσης η οποία αποτελεί το αποτέλεσμα της επιτυχίας των προηγούμενων σταδίων<sup>11</sup>.

Για την επιτυχημένη έκβαση του εγχειρήματος στο τελευταίο στάδιο πρέπει:

- συντονιστής να εξυπηρετεί την ομαλή επικοινωνία μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών
- η τράπεζα να επιδιώκει την είσπραξη και αξιοποίηση των απαιτήσεων, την προώθηση των κεφαλαίων που προέρχονται από τις απαιτήσεις στους ειδικούς λογαριασμούς της εταιρείας ειδικού σκοπού και τη σύνταξη εκθέσεων ανά τακτά διαστήματα προς ενημέρωση των υπόλοιπων μερών
- ο εμπιστευματοδόχος να ασκεί εποπτεία και να ελέγχει τις ενημερωτικές αναφορές καθώς και την τήρηση των υποχρεώσεων όλων των μερών
- ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης να αξιολογεί τα εμπλεκόμενα μέρη και την πορεία της εκχώρησης και με τακτές αναφορές να ενημερώνει έγκαιρα και έγκυρα τους τελικούς αποδέκτες, τους επενδυτές. Όλα αυτά αποσκοπούν, προκειμένου να ολοκληρωθεί η εικόνα της ιδανικής τιτλοποίησης, η τράπεζα να κερδίσει χρήματα από αυτό το εγχείρημα και οι δανειστές να κάνουν μια επιτυχημένη επένδυση

Επιπλέον, προκειμένου να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη και να αρθεί η ανασφάλεια του επενδυτικού κοινού προς την ποιότητα του χαρτοφυλακίου απαιτήσεων, οι εκδιδόμενες ομολογίες συνοδεύονται από πρόσθετες εξασφαλίσεις. Τέτοιες εξασφαλίσεις μπορεί να λάβουν, στη σπανιότερη εκδοχή τους, τη μορφή του δικαιώματος αναγωγής κατά της τράπεζας σε περίπτωση καθυστέρησης πληρωμών και πολύ συχνότερα τη μορφή παροχής ασφάλειας – εγγύησης από τρίτα μέρη, της τιτλοποίησης απαιτήσεων, η αξία των οποίων υπερβαίνει την αξία των εκδιδόμενων ομολογιών (over collateralization), της δημιουργίας ειδικού λογαριασμού περιθωρίου (spread account) από τη διαφορά μεταξύ του υψηλού τόκου που φέρουν οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις και του χαμηλότερου τόκου ομολογιών<sup>16</sup>.

### 1.3 Γιατί τιτλοποιεί μια τράπεζα / τι επιτυγχάνει

#### Πλεονεκτήματα για το πιστωτικό ίδρυμα

Τα πλεονεκτήματα που εντοπίζονται προς όφελος του πιστωτικού ιδρύματος από την εκχώρηση απαιτήσεων είναι τα ακόλουθα:

- Η εκχώρηση απαιτήσεων οδηγεί σε βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, καθώς η δανειοδότησή τους στηρίζεται στις εκχωρημένες απαιτήσεις (regulatory arbitrage) και δεν απαιτεί την «επιπλέον» δέσμευση κεφαλαίων. Μειώνει τα κεφάλαια που εκ του νόμου υποχρεούνται να παρακρατήσουν τα πιστωτικά ιδρύματα έναντι των εκθέσεων που έχουν αναλάβει, δεδομένου ότι με τη μεταβίβαση – πώληση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, αυτές μεταφέρονται εκτός ισολογισμού<sup>17</sup>
- Βοηθά στην αντιμετώπιση του προβλήματος της διαφοράς ληκτότητας. Δίνεται η δυνατότητα στις Τράπεζες να συνδυάσουν και να «ταυτίσουν» πλήρως, τις πληρωμές των υποχρεώσεων τους (ομόλογο) με τις εισπράξεις που απορρέουν από τις απαιτήσεις που έχουν εκχωρήσει (efficient asset / liability management)<sup>14</sup>
- Ενίσχυση του βαθμού ρευστότητας του ενεργητικού των τραπεζών, καθώς στην περίπτωση της τιτλοποίησης σε μετρητά, στοιχεία με χαμηλό βαθμό ρευστότητας μετατρέπονται σε ρευστά διαθέσιμα
- Δυνατότητα ενίσχυσης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, καθώς η τιτλοποίηση των απαιτήσεων επιτρέπει την πραγματοποίηση υψηλότερου κύκλου εργασιών στον τομέα προσέλκυσης νέων δανειακών πελατών συνεπώς την πραγματοποίηση υψηλότερων εσόδων από νέες προμήθειες. Γενικά, στις περισσότερες περιπτώσεις η τιτλοποίηση επιδιώκει την επίτευξη από την τράπεζα ενός υψηλότερου επιπέδου εσόδων με δεδομένα ίδια κεφάλαια και ενεργητικό εφόσον τα έσοδα μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τη χορήγηση νέων δανείων

- Αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων των τραπεζών από τα δανειστικά τους χαρτοφυλάκια, με τη μεταφορά μέρους αυτών των κινδύνων σε θεσμικούς επενδυτές και ασφαλιστικές εταιρείες που είναι περισσότερο εξειδικευμένοι φορείς στην ανάληψη αυτών των κινδύνων. Ειδικότερα, η κατάλληλη επιλογή των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων προς τιτλοποίηση μπορεί να συμβάλει αποφασιστικά στη μείωση των κινδύνων από την υπερσυγκέντρωση των χορηγήσεων της τράπεζας σε ορισμένους πελάτες ή κλάδους και στην καλύτερη διαχείριση των πιστωτικών κινδύνων. Επομένως γίνεται διασπορά πιστωτικού και επιτοκιακού κίνδυνου στο ευρύ επενδυτικό κοινό
- Προσφέρει εναλλακτικές πηγές εσόδων, εφόσον η τράπεζα μπορεί να αναλάβει διαφορετικούς ρόλους έναντι αμοιβής σε μια τιτλοποίηση (π.χ. ταμίας ή εγγυητής). Η τράπεζα δημιουργός (originator) αναλαμβάνει έναντι αμοιβής το ρόλο του ταμία με σκοπό τη συλλογή του κεφαλαίου και τόκων των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και την προώθησή τους προς την SPV για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών

### **Πλεονεκτήματα για τους επενδυτές**

Όσον αφορά τους επενδυτές, οι εκχωρημένοι τίτλοι συγκεντρώνουν πολλά στοιχεία που συμβάλλουν στην ελκυστικότητα μιας επένδυσης όπως:

- Πρόσβαση σε μια αγορά που θεωρείται ασφαλής και είναι εκτιμημένη από ειδικούς στις επενδύσεις. Συνήθως προσφέρουν μεγαλύτερη ασφάλεια από άλλες εκδόσεις τίτλων αντίστοιχης διαβάθμισης τόσο σε θέματα πτώχευσης όσο και σε περιπτώσεις μείωσης της πιστοληπτικής διαβάθμισης. Οι δομές της
- τιτλοποίησης διαθέτουν τόσο ισχυρούς μηχανισμούς βελτίωσης της πιστοληπτικής διαβάθμισης, ώστε να εγγυώνται κατά κάποιον τρόπο την φερεγγυότητα της όλης διαδικασίας<sup>19</sup>

- Παρουσία και πρόσβαση σε αγορά με εντελώς διαφορετικό αντικείμενο δραστηριοτήτων από αυτό της επενδύτριας εταιρείας. Πολύ σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί η τιτλοποίηση για τους επενδυτές αφού μέσω αυτής μπορεί να καταστεί δυνατή η παρουσία τους σε αγορές που το αντικείμενο της εργασίας τους δεν το επιτρέπει, όπως για παράδειγμα μια επενδυτική εταιρεία να εισέλθει στην αγορά των στεγαστικών δανείων
- Τοποθέτηση σε προϊόντα που εμπεριέχουν μικρότερο κίνδυνο λόγω της υψηλής διαφοροποίησης των τίτλων. Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν μια επένδυση με ποικίλα χαρακτηριστικά που να περιέχει όλα εκείνα τα χαρακτηριστικά που ικανοποιούν επακριβώς τις ανάγκες τους. Σε αυτό συντελεί και το γεγονός ότι πολλές εκδόσεις τίτλων διαιρούνται συχνά σε υποκατηγορίες με διαφορετική διάρκεια ή διαφορετική σχέση απόδοσης κινδύνου και έτσι καθίσταται πιο εύκολη η απήχηση στις ανάγκες των επενδυτών
- Σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με αποδόσεις αντίστοιχων κρατικών ή εταιρικών τίτλων. Επενδυτικός στόχος είναι να επιτυγχάνει τις υψηλότερες δυνατές αποδόσεις, σε σχέση πάντα με το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου που της αντιστοιχεί. Λόγω της φύσης της διαδικασίας εκχώρησης, μια επένδυση αυτής της μορφής εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που υπόσχονται άλλες επενδύσεις
- Δυνατότητα για άμεση ρευστοποίηση της επένδυσής τους λόγω της καλής εμπορευσιμότητας των τίτλων. Οι εν λόγω τίτλοι, λόγω των θετικών χαρακτηριστικών που διαθέτουν, ενισχύουν με τη φύση τους την εμπορευσιμότητά τους
- Σταθερό εισόδημα. Ανάλογα με το είδος του τίτλου προς επένδυση, δύναται η εξασφάλιση μιας προγραμματισμένης επενδυτικής εισροής για τους αγοραστές



## **1.4 Ποιοι οι κίνδυνοι από τιτλοποίηση**

### ***Κίνδυνοι για αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες***

Οι χώρες που υποφέρουν περισσότερο μέχρι στιγμής είναι αυτές που η ευημερία τους στηρίζεται στο τραπεζικό τους σύστημα, στα χρηματιστήρια και στη βιομηχανία. Η Βρετανία και οι Η.Π.Α. βλέπουν το τραπεζικό τους σύστημα να καταρρέει. Οι τράπεζες απολύουν κατά χιλιάδες τους υπαλλήλους τους. Οι βιομηχανίες τους μειώνουν την παραγωγή και απολύουν τους εργάτες. Οι αξίες των ακινήτων και όλων των άλλων περιουσιακών στοιχείων τους μειώνονται. Το ίδιο συμβαίνει και στις άλλες βιομηχανικές χώρες. Οι αναπτυσσόμενες χώρες τη γλιτώνουν; Κάθε άλλο. Οι αναπτυσσόμενες χώρες που είχαν στηριχτεί στην εισροή ξένων κεφαλαίων καταρρέουν. Η Ισλανδία, που στηριζόταν στη βρετανική οικονομία, κατέρρευσε. Η Ρουμανία, η οποία απολάμβανε ταχύ ρυθμό ανάπτυξης λόγω των ξένων επενδύσεων, βρίσκεται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Επίσης, χώρες με αδύναμη οικονομία, μεγάλο χρέος και ελλείμματα, όπως η Ελλάδα, έχουν σοβαρό πρόβλημα. Τελικά κανένας δεν γλιτώνει από αυτή την κρίση<sup>9</sup>.

### ***Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι από την εκχώρηση***

Ο κίνδυνος που ενέχουν οι συναλλαγές τιτλοποίησης αφορά κυρίως τους επενδυτές που πρόκειται να αποκτήσουν τίτλους με κάλυμμα τιτλοποιημένες απαιτήσεις. Γι' αυτούς λοιπόν είναι απαραίτητος ο καθορισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων με βάση τους κινδύνους που αναλαμβάνονται.

Σύμφωνα με τις οδηγίες της Τράπεζας της Ελλάδος, η μεταβιβάζουσα τράπεζα, οφείλει να διασφαλίσει ότι η μέση ποιότητα των στοιχείων που παραμένουν στο ενεργητικό της μετά τη μεταβίβαση δεν διαφοροποιείται αισθητά και να γνωστοποιήσει τη μέθοδο δειγματοληψίας που χρησιμοποιήθηκε για την επιλογή των προς τιτλοποίηση στοιχείων στην Τράπεζα της Ελλάδος ή οποία διατηρεί το δικαίωμα να ζητήσει αντικατάστασή τους κατά την κρίση της.

Η απόδοση των εκχωρημένων τίτλων είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη φύση των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται και τα ποιοτικά συστατικά που τις χαρακτηρίζουν.

Διάφορες μορφές κινδύνων που ελλοχεύουν κάνουν μια τιτλοποίηση λιγότερο η περισσότερο ελκυστική μέσω μιας ευνοϊκής ή αυστηρής βαθμολόγησης από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης. Παρακάτω αναλύονται διάφορα είδη κινδύνων όπως της αφερεγγυότητας, της αθέτησης πληρωμής, της ρευστότητας, των επιτοκίων, της πρόωρης εξόφλησης, των αντισυμβαλλομένων μερών καθώς και νομικοί και διαρθρωτικοί κίνδυνοι. Οι κίνδυνοι αυτοί δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενοι και αλληλεπιδρούν μεταξύ τους<sup>14</sup>.

### **Κίνδυνος φερεγγυότητας**

Η φερεγγυότητα αποτελεί ζωτικής σημασίας κίνδυνο. Τόσο ο προσδιορισμός και η αξία των τίτλων όσο και οι εξασφαλίσεις που θα απαιτηθούν καθορίζουν ένα υψηλό ή χαμηλό δείκτη πιστωτικής κατάταξης. Δεν αρκεί μια επιδερμική έρευνα φερεγγυότητας αλλά ένας λεπτομερής έλεγχος της ποιότητας των απαιτήσεων, των εξασφαλίσεων που λαμβάνονται, της αποτελεσματικότητας των μεθόδων είσπραξης του πιστωτικού ιδρύματος, της εξέλιξης και παρακολούθησης αυτών των μεθόδων καθώς και της ιστορικότητας αυτών των δεδομένων. Παράλληλα, εξετάζεται η λειτουργική ικανότητα και η πιστωτική φερεγγυότητα του φορέα που θα διαχειρίζεται τις απαιτήσεις, προκειμένου να επιτευχθεί η ολοκλήρωση του έργου του φορέα, σε όλη τη διάρκεια της διαδικασίας της εκχώρησης. Αναμφισβήτητα, σημαντικό ρόλο εκτός από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων που θα εκχωρηθούν, παίζει και η αξιοπιστία γενικά του πιστωτικού ιδρύματος καθώς και η οικονομική ευρωστία της χώρας που θα εκδοθούν οι τίτλοι. Ένας υγιής πιστωτικός φορέας και ένα αποδοτικό οικονομικό σύστημα εμπνέουν φερεγγυότητα και δημιουργούν συνθήκες που αναγνωρίζουν και αντιμετωπίζουν κινδύνους.

Στο ενδεχόμενο κινδύνου πτώχευσης της Τράπεζας οι λοιποί πιστωτές της μπορεί να αμφισβητήσουν την εκχώρηση των απαιτήσεων. Τρόποι αντιμετώπισης της δυσμενούς κατάστασης είναι ότι κατά την εκχώρηση θα πρέπει να δοθεί insolvency certificate τόσο από το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας όσο και από εξωτερικούς φορείς π.χ. ελεγκτές. Επιπλέον αναγκαίο είναι να υπάρχει ξεκάθαρη νομική άποψη για την φερεγγυότητα της συμφωνίας εκχώρησης<sup>22</sup>.

## Κίνδυνος αθέτησης πληρωμής

Η αθέτηση εξόφλησης μιας υποχρέωσης από τους οφειλέτες, συνεπάγεται δυσλειτουργία στον προγραμματισμό της ροής των εισερχόμενων κεφαλαίων και κατά συνέπεια της διαδικασίας τιτλοποίησης. Μπορεί να έχει ως αφετηρία την αθέτηση πληρωμής από τους οφειλέτες και να επεκταθεί σε αθέτηση πληρωμή του ιδρύματος. Η αθέτηση αυτή δηλώνεται όταν μια προγραμματισμένη πληρωμή δεν εξοφλείται για κάποιο χρονικό διάστημα μετά τη λήξη της. Ο κίνδυνος αθέτησης αντικατοπτρίζει επομένως τις απώλειες που πιθανόν να έχει μία τράπεζα εάν ο αντισυμβαλλόμενος αθετήσει τις δανειακές ή εν γένει οικονομικές υποχρεώσεις του ή επιδεινώσει την πιστοληπτική του ικανότητα. Κατά συνέπεια, αυτής της μορφής ο κίνδυνος αποβαίνει κρίσιμος, εάν απορρέει από την αθέτηση πλήθους δανειζομένων. Με τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμής συνδέεται και ο κίνδυνος έκθεσης, ως αποτέλεσμα πιθανής μελλοντικής αφερεγγυότητας.

Μεγάλη έμφαση δίνεται στη μέτρηση του μεγέθους των ζημιών. Για την εκτίμηση αυτών των παραγόντων και μεγεθών, υπολογίζονται η μέση σταθμισμένη συχνότητα κατασχέσεων και η μέση σταθμισμένη ζημία, λαμβάνοντας υπόψιν και παραμέτρους που επηρεάζουν το δείκτη εισπραξιμότητας, όπως λόγου χάρι το εκάστοτε νομικό πλαίσιο αναγκαστικής είσπραξης.

Επιπλέον στις περιπτώσεις όπου δεν επαρκούν οι ταμειακές ροές των εκχωρημένων απαιτήσεων για την κάλυψη του ομολόγου, οι λόγοι προαναφέρθηκαν, συνηθίζεται η δημιουργία excess spread και reserve account για την κάλυψη πιθανής ανεπάρκειας των ταμειακών ροών, παροχή εγγυήσεων από την τράπεζα με την μορφή collateral loan όπως και η χρηματοδότηση του SPV από την τράπεζα με την μορφή subordinate loan<sup>27</sup>.

Στον κίνδυνο φυσικής απώλειας απαιτήσεων π.χ. θάνατος, ανικανότητα δανειολήπτη οι ατομικές ασφάλειες δανειοληπτών και η ομαδική ασφάλιση των εκχωρημένων απαιτήσεων θα βοηθούσαν στην επίλυση του προβλήματος.

## **Κίνδυνος ρευστότητας**

Ο κίνδυνος ρευστότητας αντανακλά τη σχετική δυσκολία με την οποία ένας τίτλος μπορεί να πωληθεί οποιαδήποτε χρονική στιγμή σε μία τιμή που να αντιπροσωπεύει την εσωτερική του αξία. Η αβέβαιη ρευστότητα, δηλαδή πόσο γρήγορα ένας τίτλος μπορεί να πωληθεί και να μετατραπεί σε μετρητά χωρίς να καταλήγει το πιστωτικό ίδρυμα να εισπράττει σημαντικά μικρότερο ποσό από το ποσό της αρχικής εκτίμησης, αποτελεί επικίνδυνο παράγοντα εξασφάλισης ή μη, μιας επιτυχημένης διαδικασίας εκχώρησης. Η ρευστότητα ενός τίτλου, επηρεάζεται άμεσα από την προσφορά και τη ζήτηση και επίσης έμμεσα από άλλους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων πιθανών διαταραχών στην αγορά, ή ζητημάτων υποδομής, όπως διαταραχής στη διαδικασία διακανονισμού τίτλων. Λόγω της τάσης του να διογκώνει και άλλους κινδύνους, είναι δύσκολο ή αδύνατο να απομονωθεί ο κίνδυνος ρευστότητας<sup>1</sup>.

Αξίζει να αναφερθεί ότι και ένας επιπλέον λόγος που τροφοδοτεί την επικινδυνότητα της ρευστότητας απορρέει από τη χρονική υστέρηση μεταξύ του χρονικού σημείου δέσμευσης κεφαλαίων, που είναι βραχυχρόνια και του χρονικού σημείου δανειοδότησης, που είναι μεσομακροχρόνια. Αυτή είναι μια ενδογενής αδυναμία των τραπεζών, καθότι με τις καταθέσεις χρηματοδοτούν τις δανειοδοτήσεις. Επιπλέον, λόγω του γεγονότος ότι δανείζουν για μεγάλα χρονικά διαστήματα, οπότε δεσμεύουν και τα κεφάλαιά τους αυτά, οι τράπεζες κάποιες φορές επιθυμούν να αποδεσμεύουν τα δάνεια από το χαρτοφυλάκιά τους, ώστε να απαλλαγούν από μια μακροχρόνια δέσμευση.

## **Κίνδυνος επιτοκίων**

Κίνδυνο επιτοκίου ονομάζουμε τη μεταβολή στις αποδόσεις που μπορεί να υποστούν οι επενδυτές εξαιτίας της ανόδου του επιτοκίου (ή των επιτοκίων της αγοράς). Η επίδρασή του επάνω στους τίτλους από τις εκχωρημένες απαιτήσεις είναι σημαντική όπως άλλωστε συμβαίνει για όλες τις μακροχρόνιες επενδύσεις. Κάθε αλλαγή στα επιτόκια αγοράς θα επηρεάσει και την αξία των τίτλων.

Ο κίνδυνος του επιτοκίου μπορεί να χαρακτηριστεί και ως πηγή συστηματικού κινδύνου, διότι οι αποφάσεις για τις μεταβολές των επιτοκίων παίρνονται συνολικά και επηρεάζουν την αγορά στο σύνολο της. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι δεν αναφερόμαστε στις μεταβολές των επιτοκίων που εξαγγέλλουν οι τράπεζες, διότι αυτές θεωρούνται φυσιολογικές αγοραίες συνθήκες στα πλαίσια του ενδοτραπεζικού ανταγωνισμού, αλλά για σημαντικές μεταβολές που συνήθως εξαγγέλλονται από τους κρατικούς φορείς, για την αντιμετώπιση δυσμενών συνθηκών της οικονομίας. Επιπρόσθετα μια μεταβολή στα επιτόκια μπορεί να μεταβάλει χαρακτηριστικά το επίπεδο των πρόωρων προεξοφλήσεων<sup>1</sup>.

### **Κίνδυνος πρόωρης εξόφλησης**

Όπως έχει προαναφερθεί η αποπληρωμή των τίτλων εξαρτάται ευθέως από τη ροή πληρωμών που πραγματοποιείται από τους οφειλέτες και φθάνει αμετάβλητη στους επενδυτές. Αν προκύψει έλλειμμα ή καθυστέρηση πληρωμών, οι επενδυτές προστατεύονται από τις ποικιλόμορφες εξασφαλίσεις που προβλέπονται στην κάθε διαδικασία τιτλοποίησης. Η άμεση εξάρτηση των επενδυτών από τους οφειλέτες εγκυμονεί τον κίνδυνο της πρόωρης εξόφλησης. Κατά την εξέλιξη πληρωμών ενδέχεται οι οφειλέτες των απαιτήσεων που έχουν εκχωρηθεί να εξοφλήσουν το χρέος τους νωρίτερα και να εισπράξουν οι επενδυτές την αξία των απαιτήσεων σε συντομότερο χρονικό διάστημα του αναμενόμενου με βάση την άμεση ροή πληρωμών.

Οι αιτίες των προπληρωμών είναι αρκετές αλλά μπορούμε να τις κατατάξουμε σε δύο κυρίως κατηγορίες όπως σε μεταβολές λόγων κοινωνικών αλλαγών και την αναχρηματοδότηση. Κοινωνικές αλλαγές όπως γάμοι, διαζύγια, αρρώστιες, μεταβολή του ρυθμού γεννήσεων, αλλαγές στην επαγγελματική απασχόληση, μετεγκατάσταση, υπερδανειοδότηση, θάνατοι είναι λόγοι που έχουν παρατηρηθεί σε περιπτώσεις πρόωρων εξοφλήσεων. Για το τέλος αφήσαμε την αναχρηματοδότηση, η οποία δημιουργεί στις μέρες έντονα τον κίνδυνο της πρόωρης εξόφλησης. Η πρόωρη εξόφληση των οφειλών, συνδέεται άμεσα με επιτόκια. Σε περιόδους πτώσης των επιτοκίων, οι οφειλέτες μειώνουν τα έξοδά τους παίρνοντας νέα δάνεια ή μεταφέροντας τα με καλύτερους όρους και αποπληρώνουν τα ήδη υπάρχοντα. Το

πόσο ευαίσθητοι μπορεί να είναι οι δανειολήπτες σε ενδεχόμενες μεταβολές, ποικίλει και εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Μελετώντας τις προπληρωμές μέσω ιστορικών δεδομένων μπορεί κατά προσέγγιση να εκτιμηθεί η ευαισθησία των οφειλετών σε οικονομικές μεταβολές. Οι προπληρωμές σαν ενέργεια έχουν θετική αλλά και αρνητική επίδραση στην αξία των συνδεδεμένων τίτλων. Η θετική η επίδραση έγκειται στο γεγονός ότι μια μείωση των επιτοκίων επιφέρει αύξηση της παρούσας αξίας των χρηματοροών τους καθώς και μικρότερη περίοδο ανάκτησης του κεφαλαίου. Η αρνητική επίδραση συνδέεται με το γεγονός ότι σε αυτή την περίπτωση έχουμε λιγότερες πληρωμές τόκου από αυτές που αναμένονταν και αύξηση της πιθανότητας για κίνδυνο επανεπένδυσης. Ενώ οι επενδυτές - αγοραστές των τίτλων, είχαν προγραμματίσει μια συγκεκριμένη απόδοση για κάποιο χρονικό διάστημα, λόγω της πρόωρης αποπληρωμής τους κινδυνεύουν να επανεπενδύσουν τα χρήματά τους σε μικρότερης απόδοσης τίτλους. Συνεπώς οι λόγοι που μπορούν να προκαλέσουν προπληρωμή συνδέονται με το ύψος του επιτοκίου, την ηλικία των οφειλών, την εποχικότητα και τις μεταβολές στις κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες που αναλύσαμε παραπάνω.

Τρόποι αντιμετώπισης της πρόωρης εξόφλησης είναι η επανεπένδυση των ταμειακών ροών των εκχωρημένων απαιτήσεων. Συγκεκριμένα σύναψη συμφωνίας με τρίτη Τράπεζα για την επανεπένδυση των ταμειακών ροών με εγγυημένη απόδοση (guarantee investment contract). Όπως και συμφωνία παρακράτησης των ταμειακών ροών από το SPV και απόδοσης τους στους επενδυτές κατά την ορισμένη ημερομηνία<sup>27</sup>.

### **Νομικοί κίνδυνοι**

Ο εν λόγω κίνδυνος πηγάζει είτε από μεταβολές στο νομικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη διατραπεζική αγορά και τη φορολόγηση των επενδύσεων που διενεργούνται σε αυτήν είτε από αδυναμία εκτέλεσης συμβάσεων λόγω νομικών προβλημάτων. Τούτο μπορεί να συμβεί λόγω εσφαλμένης νομικής εκτίμησης, αλλά και λόγω αβεβαιότητας εννοιών του δικαίου, που προκύπτει ιδίως λόγω ασαφών, αόριστων και γενικών νομοθετικών διατάξεων. Έτσι, μπορεί να κριθούν συμβάσεις ή άλλες συμφωνίες ανίσχυρες, αντίθετα προς την αρχική εκτίμηση των πιστωτικών

ιδρυμάτων και των εμπλεκόμενων μερών, με δυσμενέστερες οικονομικές επιπτώσεις στους συμβαλλομένους. Σε αυτό το σημείο αξίζει να σημειώσουμε ότι η νομοθεσία στην τιτλοποίηση βασίζεται πάνω σε ότι ισχύει για τις ανώνυμες εταιρίες. Επιπλέον, χρειάζεται μεγάλη προσοχή κατά την σύνταξη των όρων διότι πέρα της πολυπλοκότητας του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού εργαλείου υπάρχουν και κάποια κενά τα οποία μπορεί να αποδειχτούν μοιραία σε δυσμενείς καιρούς<sup>3,27</sup>.

Προτεινόμενοι τρόποι αντιμετώπισης στις περιπτώσεις όπου οι συμβάσεις της εκχώρησης δεν απεικονίζουν επαρκώς τη δομή και λειτουργία της συναλλαγής είναι : η απασχόληση τουλάχιστον δύο αξιόπιστων Νομικών Εταιρειών, οι οποίες θα ασχοληθούν με τον καταρτισμό και τον έλεγχο των συμβάσεων όπως και η λήψη νομικών γνωμοδοτήσεων για κάθε δύσκολο θέμα όπου δεν ορίζεται σαφώς από τις συμβάσεις.

Ο κίνδυνος είναι φυσιολογικό επακόλουθο κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας και δεν γίνεται να εξαλειφθεί τελείως παρά μόνο να ελαχιστοποιηθεί. Η σωστή διαχείριση του κινδύνου και προπαντός η πρόληψη αποτρέπει πιθανές μεγάλες απώλειες ή ακόμη και χρεοκοπίες<sup>9</sup>.

Από το 1992, ήδη, η επιτροπή Βασιλείας είχε υπογραμμίσει ότι η τράπεζα που τιτλοποιεί απαιτήσεις της, ενδέχεται να φέρει ευθύνη για τυχόν απώλειες που θα υποστούν οι τελικοί επενδυτές εξαιτίας της μη εξυπηρέτησης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Αν και τούτο είναι λιγότερο πιθανό με περιπτώσεις που έχει αποκλειστεί η δυνατότητα αναγωγής, η κατάσταση διαφοροποιείται όταν η τράπεζα έχει ή ίδια αγοράσει τμήμα των ομολογιών που έχουν εκδοθεί, ενώ δεν θα πρέπει να υποτιμάται και το γεγονός ότι ο κίνδυνος φήμης που διατρέχει μια τράπεζα σε περίπτωση δυσλειτουργιών της τιτλοποίησης στην οποία η ίδια έχει προχωρήσει, μπορεί να οδηγήσει στην εκ μέρους της τράπεζας οικειοθελή κάλυψη των απωλειών από τη μη εξυπηρέτηση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Το ενδεχόμενο αυτό, σε συνδυασμό με την προαναφερόμενη μείωση των διακρατούμενων ιδίων κεφαλαίων ως αποτέλεσμα της τιτλοποίησης, καθιστά τις τράπεζες ακόμη πιο ευάλωτες και το οικονομικό σύστημα περισσότερο εύθραυστο. Ακόμη ουσιαστικότερα, η τιτλοποίηση και ακόμη εντονότερα η επανατιτλοποίηση με τις ομολογίες δεύτερης, τρίτης κ.ο.κ γενιάς, δημιουργεί σοβαρά προβλήματα ηθικού κινδύνου. Από τη στιγμή που οι τράπεζες γνωρίζουν ότι, μέσω της τιτλοποίησης μπορούν να ρευστοποιήσουν άμεσα

τις απαιτήσεις τους σε ενυπόθηκα δάνεια μεταφέροντας παράλληλα τον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο στους τελικούς επενδυτές, έχουν αυξημένο κίνητρο, αφενός να ακολουθούν επιθετική πιστωτική πολιτική αγνοώντας την ποιότητα των χορηγούμενων δανείων και, αφετέρου, να αδιαφορούν για το διαρκή έλεγχο της πορείας αποπληρωμής των δανείων <sup>19,22</sup>.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Τιτλοποίηση και πρόσφατη κρίση

### 2.1 Τιτλοποίηση στην Αμερική ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων

#### Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής: Σύντομη Ανασκόπηση

Αφετηρία της έννοιας της εκχώρησης απαιτήσεων μπορεί να οριστεί το 1938 με πρωτοεμφανιζόμενη χώρα τις Η.Π.Α.. Το 1930 η αμερικανική κυβέρνηση ίδρυσε τον Ομοσπονδιακό Φορέα Ασφάλισης Στεγαστικών Δανείων που είχε σκοπό την εξασφάλιση της αποπληρωμής στεγαστικών δανείων που χορηγούνταν σε οικογένειες χαμηλών εισοδημάτων. Λίγο αργότερα ιδρύθηκε νέος φορέας με τον ίδιο σκοπό για τους απόστρατους αξιωματικούς. Η Ομοσπονδιακή Ένωση Στεγαστικών Δανείων που ιδρύθηκε το 1938, αγόραζε από τις τράπεζες στεγαστικά δάνεια που ήταν ασφαλισμένα στους προηγούμενους φορείς (Ομοσπονδιακό Φορέα Ασφάλισης Στεγαστικών Δανείων, Φορέας ασφάλισης στεγαστικών δανείων απόστρατων αξιωματικών) και στη συνέχεια εξέδιδε ομόλογα στην αγορά προκειμένου να αποπληρώσει το τίμημα της αγοράς. Τα αξιόγραφα που έχουν εκδοθεί από αυτούς τους οργανισμούς ονομάζονται ομολογίες που καλύπτονται από απαιτήσεις με ασφάλεια υποθηκών (MBS- Mortgage Backed Securities). Το 1968 και το 1970, ιδρύθηκαν η Ένωση Στεγαστικών Δανείων και η Ομοσπονδιακή Εταιρεία Στεγαστικών Δανείων αντίστοιχα, έχοντας τον ίδιο σκοπό ίδρυσης<sup>13, 14</sup>.

Τα πιστωτικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε αύξηση ρευστών διαθεσίμων μέσω της τιτλοποίησης λόγω του ότι αυτός ο τρόπος ήταν φθηνότερος. Από το 2001 έως το 2008 το ύψος των ενυπόθηκων δανείων ξεπέρασε τα 15 τετράκις εκατομμύρια δολάρια.

Τα χρόνια που προηγήθηκαν του ξεσπάσματος της τρέχουσας κρίσης στις Η.Π.Α., χαρακτηρίζονται από τις ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες, τα χαμηλά επιτόκια, την υψηλή ρευστότητα στην αγορά, την περιορισμένη χρηματοοικονομική μεταβλητότητα και τους ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Όλα τα παραπάνω, είχαν δημιουργήσει μια εικόνα ευφορίας και εφησυχασμού. Μέσα σε κλίμα

αισιοδοξίας, εκτός από τον Roubini, λίγοι ήταν αρκετά διορατικοί ώστε να διακρίνουν ότι οι θετικές μακροοικονομικές συνθήκες είχαν αφενός καλλιεργήσει στην αγορά ένα αίσθημα υπερβολικής εμπιστοσύνης και χαλαρότητας και αφετέρου είχαν τροφοδοτήσει σε καίριο βαθμό την αναζήτηση υψηλών αποδόσεων – κερδών και φυσικά την ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων από τους συμμετέχοντες στην αγορά μέσω της ανάπτυξης καινοτόμων πιστωτικών προϊόντων και επενδυτικών εργαλείων. Η εκτίναξη των τιμών των ακινήτων (‘φούσκα’) δεν είχε μόνο δημογραφικές αιτίες. Κυρίως οφειλόταν στην ασύδοτη πιστωτική πολιτική των πιστωτικών ιδρυμάτων η οποία με τη σειρά της είχε ενισχυθεί, πρωτίστως τόσο από την αυξημένη ρευστότητα και το γενικότερο κλίμα χαλάρωσης που προαναφέρθηκε όσο και από την ευρύτατη χρήση της τεχνικής τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανειακών απαιτήσεων, την κλιμακούμενη ζήτηση των επενδυτών για προϊόντα μεγάλων αποδόσεων αλλά και κινδύνων όπως αυτά της τιτλοποίησης και την αδυναμία (ηθελημένη ή μη) αποτελεσματικού ελέγχου από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές<sup>28</sup>.

### **Τιτλοποίηση: Χρηματοοικονομικό εργαλείο που συντέλεσε στην κρίση**

Ας πάρουμε όμως τα πράγματα με την σειρά και πιο αναλυτικά. Στις Η.Π.Α., είχε δημιουργηθεί η ανάγκη για ρευστά διαθέσιμα με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια. Οι τραπεζίτες στράφηκαν στο σχετικά νέο χρηματιστηριακό προϊόν, την τιτλοποίηση. Λόγω της μείωσης των επιτοκίων, της άνησης του κατασκευαστικού τομέα, την επιτακτική ανάγκη των τραπεζών να αυξήσουν τα κέρδη τους από τη χορήγηση όλο και περισσότερων δανείων όπως και την επιβολή του καταναλωτικού προτύπου από την σύγχρονη κοινωνία, παρατηρήθηκε έντονη αύξηση του δανεισμού από τα νοικοκυριά<sup>20,22</sup>.

Η τιτλοποίηση είναι ένα πολύπλοκο προϊόν με πολλές ασάφειες στη χρήση του. Χαρακτηριστικό που έγινε γρήγορα κατανοητό από τους τραπεζίτες. Ένα μεγάλο ποσοστό νοικοκυριών είχε δανειστεί χρήματα από τις τράπεζες χωρίς να πληροί τις κατάλληλες προϋποθέσεις. Στις ΗΠΑ και στην Αγγλία οι τράπεζες δάνειζαν για την αγορά σπιτιού ως και 120% της αξίας του. Στις Η.Π.Α. υπήρχαν πολλές περιπτώσεις όπου τα δάνεια δίνονταν σε ανθρώπους χωρίς περιουσία, χωρίς εισόδημα και τελικά χωρίς δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους. Παράλληλα τα σπίτια που είχαν

αγοραστεί με αυτόν τον τρόπο τα έβαζαν υποθήκη. Σε αυτό το σημείο αξίζει να επισημάνουμε ότι ο κατασκευαστικός τομέας γνώριζε άνθηση, οι τιμές των σπιτιών ολοένα ακολουθούσαν ανοδική πορεία με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,5% από 1997 έως το 2006, ο κάθε καταναλωτής έσπευδε να δανειστεί για να αγοράσει ακίνητα, γνωρίζοντας ότι ακόμη και αν δεν είχε το ανάλογο εισόδημα για να αποπληρώσει το δάνειο θα μπορούσε σε κάθε περίπτωση να πουλήσει το ακίνητο σε υψηλότερη τιμή και ενδεχομένως να αναχρηματοδοτήσει ένα νέο στεγαστικό δάνειο. Επιχείρημα που σαφώς ευσταθούσε αλλά με ημερομηνία λήξης την οποία δεν τη γνώριζε κανείς<sup>17</sup>.

Από την άλλη πλευρά η τράπεζα με αυτή τη διαδικασία έβγαζε περισσότερα κέρδη, παρουσιαζόντουσαν κερδοφόροι ισολογισμοί (υγιές πρόσωπο τράπεζας) και τα στελέχη της κέρδιζαν όλο και μεγαλύτερα μόνους (ύψους δισεκατομμυρίων δολαρίων στις Η.Π.Α., δισεκατομμυρίων ευρώ στην Ευρώπη)<sup>22</sup>.

Η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής των Η.Π.Α. και η συνακόλουθη σταδιακή αύξηση των επιτοκίων από τα μέσα του 2003, (οπότε και ανέρχονταν σε 1%) στο επίπεδο του 5,25% στα μέσα του 2006, καθώς και το γεγονός ότι το 2006 η προσφορά ακινήτων στις Η.Π.Α. είχε φτάσει σε τόσο οριακό επίπεδο, ώστε να μην μπορεί να απορροφηθεί από τη ζήτηση, ήταν η σπίθα για να γίνει η έκρηξη. Η υπερπροσφορά οδήγησε σε αποκλιμάκωση των τιμών των ακινήτων ενώ η οικονομική ηγεσία των Η.Π.Α., καθιστώντας το χρήμα ακριβότερο (αύξηση επιτοκίων), μείωσε την κατανάλωση, προσγείωσε τις τιμές των ακινήτων, με αποτέλεσμα η αποπληρωμή των δανείων να γίνει ακριβότερη με συνέπεια οι δανειολήπτες ιδίως των δανείων χαμηλής ποιότητας να αδυνατούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Με τη συμπίεση των τιμών των ακινήτων οι κάτοχοι στεγαστικών δανείων βρέθηκαν σε διπλό αδιέξοδο, δεδομένου ότι και η αξία του υποθηκευμένου ακινήτου δεν επαρκούσε για την κάλυψη των δανειακών οφειλών. Καθώς οι τράπεζες άρχισαν να προβαίνουν σε κατασχέσεις, οι τιμές των ακινήτων πιάστηκαν ακόμη περισσότερο, επιβαρύνοντας περαιτέρω την κατάσταση. Οι τράπεζες σταματούν να δίνουν δάνεια και αυξάνουν τα επιτόκια των δανείων που έχουν ήδη δώσει. Τα νοικοκυριά δυσκολεύονται να πληρώσουν τις δόσεις των στεγαστικών δανείων, των καρτών κτλ. Οι τράπεζες αρχίζουν να κατάσχουν τα σπίτια και τα αυτοκίνητα, και τα νοικοκυριά περιορίζουν την κατανάλωσή τους ελλείψει ρευστότητας. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες διακόπτουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ή τους αυξάνουν τα επιτόκια. Οι επιχειρήσεις

δυσκολεύονται να πληρώσουν και προβαίνουν σε απολύσεις. Επιπρόσθετα, έχουν μειωθεί οι πωλήσεις τους επειδή τα νοικοκυριά μείωσαν την κατανάλωση. Τα κέρδη τους περιορίζονται και περνάνε σε ζημιές. Εντείνουν τις απολύσεις και τη μείωση μισθών, ενώ πολλές κλείνουν. Όσοι χάνουν τη δουλειά τους δεν έχουν εισόδημα για να καταναλώσουν ούτε για να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Η μείωση της κατανάλωσης συνεχίζεται προκαλώντας νέα κλεισίματα επιχειρήσεων και νέα προβλήματα στις τράπεζες, που συνεχίζουν να περιορίζουν τα δάνεια και ούτω καθ' εξής<sup>28</sup>.

Επομένως, τα subprime ήταν μόνο η αρχή για το ντόμινο προβλημάτων στις τράπεζες. Στεγαστικά και ένα πλήθος δανείων και επενδύσεων σε σύνθετα τραπεζικά προϊόντα έχασαν τελείως την αξία τους και κατέστρεψαν κυριολεκτικά τις μεγαλύτερες τράπεζες των Η.Π.Α. και μερικές από τις μεγαλύτερες τράπεζες του κόσμου. Τα προϊόντα αυτά σήμερα τα ονομάζουμε «τοξικά», ενώ πριν από λίγους μήνες εθεωρούντο η επιτομή της τραπεζικής πρακτικής.

Ο φαύλος κύκλος της κρίσης είχε ενεργοποιηθεί πλήρως. Η αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις και στην αγορά ομολογιών που είχαν εκδοθεί με τιλοποίηση των ως άνω οφειλών. Οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επανετίμησαν τις αξιολογήσεις τους για τις τιλοποιούμενες απαιτήσεις, με συνέπεια την κατακόρυφη πτώση των τιμών των ομολογιών και την καλλιέργεια ενός κλίματος αβεβαιότητας σχετικά με την έκθεση των συμμετεχόντων στην αγορά σε τέτοια προϊόντα αλλά και την αξιοπιστία τους. Η κατάρρευση της αγοράς τιλοποιούμενων προϊόντων ουσιαστικά 'στέγνωσε' την αγορά των ενυπόθηκων δανείων. Προκειμένου να καλύψουν τις απώλειές τους οι επενδυτές των τιλοποιούμενων προϊόντων, τα οποία αδυνατούσαν να πουλήσουν ή πουλούσαν σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές, αναγκάζονταν να ρευστοποιήσουν μαζικά άλλες υγιείς τοποθετήσεις σε κινητές αξίες π.χ. μετοχές, ομολογίες, συμπιέζοντας τις τιμές σε πολλά διεθνή χρηματιστήρια διευρύνοντας κατ' αυτό τον τρόπο τις αρνητικές επιδράσεις σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στην ουσία η τιλοποίηση και η επανατιλοποίηση με τη δημιουργία πολύπλοκων και αδιάφανων επενδυτικών προϊόντων είχε σπείρει την καχυποψία στην αγορά. Η έλλειψη εμπιστοσύνης οδήγησε στη μείωση της πίστης και σε κρίση

ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά η οποία πέρασε στην πραγματική οικονομία, δεδομένου ότι ο δανεισμός έγινε δυσκολότερος και ακριβότερος.

Το αντιφατικό σε όλο το σενάριο που αναπτύχθηκε είναι το πώς οι οικονομολόγοι συνέχισαν αυτή τη διαδικασία και γιατί οι κεντρικές τράπεζες δεν τη διέκοψαν, γνωρίζοντας από τη μια το τι ακριβώς συνέβαινε και από την άλλη ότι υπάρχει ημερομηνία λήξεως.

Από τη μία πλευρά ήταν η απληστία των τραπεζών στο βωμό του κέρδους και κατά συνέπεια οι υψηλές αμοιβές των λεγόμενων Golden boys, για τους οποίους έχει γίνει αρκετός λόγος το τελευταίο διάστημα, και από την άλλη υποεκτιμήθηκαν κίνδυνοι και οι τράπεζες επένδυσαν με φρενήρη ρυθμό, τα δάνεια των καταθετών. Οι θεσμικοί παράγοντες δεν ήθελαν να σταματήσουν ή να μετριάσουν όλη αυτή την κατάσταση που είχε διαμορφωθεί διότι πίστευαν ότι το μικρό δικό τους κομμάτι δεν θα έβλαπτε τη συνολική εικόνα της οικονομίας. Έβλεπαν, με άλλα λόγια, όλοι από ένα δέντρο (την τοπική οικονομία) και κανείς δεν έβλεπε το δάσος (την παγκοσμιοποιημένη οικονομία). Επιπρόσθετα, κανείς δεν ήθελε να πιστέψει ότι έρχεται τέτοια κρίση. Ακόμη και οι κεντρικές τράπεζες ομολογούν σήμερα ότι ήξεραν πως υπάρχει «τρελός δανεισμός» αλλά θεωρούσαν ότι τα δάνεια και η άνοδος όλων των αξιών δικαιολογούνται από το ρυθμό αύξησης των κερδών των τραπεζών και των επιχειρήσεων. Εντωμεταξύ, οι δυναμικοί τραπεζίτες και οι λεγόμενοι «γκουρού» των αγορών μιλούσαν για κρίση που θα έπρεπε να είχε σκάσει πιο μπροστά και βλέποντας την ελαστικότητα της αγοράς πίστευαν ότι, ίσως δια μαγείας, η κατάσταση αυτή θα μπορούσε να κρατήσει για άπειρο χρονικό διάστημα<sup>22</sup>.

## 2.2 Τι πήγε λάθος

Υπάρχουν ελλείψεις στα συστήματα μέτρησης κινδύνου, ανεπαρκής ρευστότητα πολλών χρηματοοικονομικών οργανισμών, αδυναμίες στον ακριβή υπολογισμό της έκθεσης σε οντότητες εκτός ισολογισμού, αλλά και υπερβολική εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης. Ειδικότερα, κατά την περίοδο της ευφορίας, όταν είχε αναπτυχθεί μια αρκετά ρευστή αγορά για τα προϊόντα της τιτλοποίησης, οι περισσότεροι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί βασίζονταν στις τρέχουσες τιμές για την εκτίμηση των προϊόντων αυτών στο χαρτοφυλάκιο τους. Με το ξέσπασμα της αγοράς αποδείχθηκε ότι δεν διέθεταν εναλλακτικά εκτιμητικά μοντέλα, γεγονός που δημιούργησε σοβαρά προβλήματα στην αποτελεσματική μέτρηση και διαχείριση του κινδύνου (π.χ. έγκαιρη πώληση ή αντισταθμιστικές θέσεις). Σε αυτό συνετέλεσε και το ότι τα μοντέλα δεν ήταν δοκιμασμένα στο παρελθόν και οι μεταβλητές δεν πάρθηκαν με ακρίβεια ορθότητας. Εξάλλου, ότι νέο, λειτουργεί πολλές φορές με αβεβαιότητα.

Κατά το ξέσπασμα της κρίσης, δεν υπήρχαν εσωτερικά συστήματα εκτίμησης των προϊόντων τιτλοποίησης και η κατάσταση επιδεινώθηκε όταν πολλοί οργανισμοί αδυνατούσαν να αποδείξουν και να εξωτερικεύσουν το επίπεδο ρευστότητας των εν λόγω κεφαλαιακών στοιχείων, γεγονός που ενίσχυε την καχυποψία των πελατών.

Η πολυπλοκότητα της τιτλοποίησης και επανατιτλοποίησης απαιτήσεων δημιούργησε ένα πέπλο μυστηρίου, με αποτέλεσμα οι τελικοί επενδυτές να αδυνατούν με ακρίβεια να εκτιμήσουν τον κίνδυνο.

Οι περιπτώσεις ανώμαλης εξέλιξης της διαδικασίας τιτλοποίησης, οδήγησαν στο να βρεθούν εκτεθειμένες οι τράπεζες που και οι ίδιες είχαν αγοράσει τα τιτλοποιούμενα ομόλογα<sup>28</sup>.

Στη πραγματικότητα, η κρίση αποτελεί την αποκάλυψη μιας σειράς ανεπαρκειών της σημερινής αρχιτεκτονικής του χρηματοοικονομικού συστήματος, όπως για παράδειγμα :

- η υπερβολική μόχλευση- δανεισμός των χρηματοοικονομικών οργανισμών

- η δημιουργία πολύπλοκων και εν πολλοίς αδιαφανών και όχι άμεσα ρευστοποιήσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων
- η έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών διαχείρισης κινδύνων και κανόνων λογιστικής αποτίμησης καινοτόμων χρηματοπιστωτικών μέσων
- οι στρεβλώσεις σε ότι αφορά το σύστημα κινήτρων και αμοιβών των διευθυντικών στελεχών των χρηματοοικονομικών οργανισμών
- η ατελής ρύθμιση για την κεφαλαιακή επάρκεια και ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων
- η αναποτελεσματική άσκηση ελέγχου από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές

Στην πραγματικότητα δεν πρόκειται για κρίση που οφείλεται μόνον στα επισφαλή δάνεια αλλά περισσότερο στο υφιστάμενο επισφαλές σύστημα. Η τρέχουσα κρίση οφείλεται στην παντελή έλλειψη ρυθμιστικής παρέμβασης στις χρηματαγορές και ειδικά στον τραπεζικό τομέα<sup>28</sup>.

Επιπλέον, υπήρχε η χαλάρωση των προδιαγραφών χορηγήσεων και του τρόπου ελέγχου. Είναι χαρακτηριστικό ότι ενώ μέχρι το 2001 η πλειοψηφία των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. ήταν πρώτης ποιότητας δάνεια, από το χρονικό αυτό σημείο και μετά, οπότε και όπως αναφέρθηκε άρχισε να γίνεται εκτεταμένη χρήση της τιτλοποίησης, αυξήθηκε δραματικά ο αριθμός των ενυπόθηκων δανείων μειωμένης ποιότητας αγγίζοντας το 2006 το ποσοστό του 25% για τα δάνεια μεσαίας ποιότητας και 21% για τα δάνεια χαμηλής ποιότητας. Η πιστωτική αυτή επέκταση επί τη βάση χαλαρών προδιαγραφών χορηγήσεως στεγαστικών δανείων, σε συνδυασμό με την εξαιρετικά χαλαρή νομισματική πολιτική από 2001 έως 2004, οπότε και τα επιτόκια κυμαίνονταν στο επίπεδο του 1%, δημιούργησαν ένα εκρηκτικό μείγμα.

Παράλληλα, αξίζει να επισημάνουμε ότι τα προϊόντα της τιτλοποίησης συνιστούν από τη φύση τους ιδανικούς μηχανισμούς ανάδειξης και μεγιστοποίησης της κρίσης για τους παρακάτω λόγους :

- οι αποδόσεις τους είναι έντονα ασύμμετρες δηλαδή, ενώ παρουσιάζονται ικανοποιητικές σε περιόδους ευφορίας, είναι

υπερβολικά ευάλωτες σε αρνητικές μεταβολές συνθηκών, οδηγώντας σε ζημιές

- επειδή έχουν μικρό παρελθόν και ο βαθμός κινδύνου διαφέρει από τις κλασικές ομολογίες, η ακριβής μοντελοποίηση – μέτρηση του κινδύνου καθίσταται εξαιρετικά επισφαλής. Πιο συγκεκριμένα, κατά το στάδιο της εφορίας ο καινοτόμος χαρακτήρας των προϊόντων έκανε της εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ιδιαίτερα αισιόδοξες στην εκτίμηση του κινδύνου, δεδομένου ότι δεν διέθεταν επαρκή ιστορικά στοιχεία για την συμπεριφορά τους σε αντίξοες συνθήκες<sup>11</sup>

### **Ρόλος Credit Agencies**

Τα credit agencies εκ των πραγμάτων έχασαν την αξιοπιστία τους εφόσον οι αμοιβές τους προερχόντουσαν από την ίδια την τράπεζα που ήθελε να τιτλοποιήσει. Δεν είχαν αναπτύξει εσωτερικά μοντέλα εκτίμησης των προϊόντων, τα ιστορικά στοιχεία ήταν ανεπαρκή για την μοντελοποίηση του κινδύνου και γενικότερα απαιτούνταν χρόνος για τη δημιουργία καινοτόμων τεχνικών. Οι εταιρείες αυτές πληρώνονται και για την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών ως προς τη δόμηση της τιτλοποίησης, γεγονός που δημιούργησε πρόσθετα ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων και περαιτέρω υπονόμωσε την αντικειμενικότητά τους. Η αγορά των οίκων είναι ολιγοπωλιακή (το 80% ανήκει στις εταιρίες Moody's, Standard and Poor's και Fitch Ratings) με συνέπεια να δημιουργούνται ερωτήματα ως προς την ποιότητα των εκτιμήσεων, την πολιτική τιμολόγησης αλλά και την προοπτική ανάπτυξης νέων μεθόδων. Οι ελεγκτικοί μηχανισμοί δεν ήταν τόσο αδιάβλητοι όσο παρουσιάζονταν και οι υψηλοί βαθμοί προφανώς δίνονταν απλόχερα. Οι επόπτες φάνηκαν ανίκανοι να ελέγξουν την επάρκεια των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και ρευστότητας των τραπεζών. Το ίδιο απροετοίμαστοι αποδείχθηκαν ως προς την καθοδήγηση της αγοράς σχετικά με την τιμολόγηση των προϊόντων της τιτλοποίησης κατά τη διάρκεια της κρίσης, τη διασφάλιση επαρκούς επιπέδου διαφάνειας σε όλα τα στάδια της τιτλοποίησης, τον έλεγχο της αξιοπιστίας των εκτιμήσεων των εταιριών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, την ανάπτυξη δικτύου συνεργασίας και ανταλλαγής



πληροφοριών μεταξύ τους ώστε να εντοπίσουν εγκαίρως τους κινδύνους και την έκταση στην αγορά αλλά και να αντιδράσουν με ταχύτητα και συντονισμό κατά της κρίσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

### **2.3 Μαθήματα από την τρέχουσα κρίση / προτάσεις για το μέλλον**

Η τρέχουσα κρίση δεν είναι καινοφανής. Τουλάχιστον ως προς τα βασικά αίτια, αποτελεί μια ακόμη απόδειξη των εγγενών κινδύνων και ορίων της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν φέρει κάποια χαρακτηριστικά διαφοροποίησης, κυρίως ως προς το μέγεθός της και την ταχύτητα εξάπλωσής της<sup>28</sup>.

Συγκεκριμένα στις τραπεζικές κρίσεις παρατηρούμε υπερβολική ανάληψη και συσσώρευση κινδύνου κατά της περιόδους της ευφορίας, γεγονός που προκαλεί αστάθεια στο οικονομικό σύστημα όταν οι συνθήκες μεταβληθούν. Η αυξημένη ρευστότητα δίνει την εντύπωση της απεριόριστης ικανότητας αναχρηματοδότησης του αναλαμβανόμενου χρέους. Οι δείκτες ανάληψης κινδύνου, που θα έπρεπε να λειτουργούν προειδοποιητικά, τείνουν να είναι συγκριτικά χαμηλοί ακριβώς λίγο πριν ο κύκλος της εικονικής ευφορίας αντιστραφεί.

Η καινοτομία της κρίσης θα πρέπει να αναζητηθεί αφενός στο συνδυασμό της ανάπτυξης και διαπραγμάτευσης των νέων προϊόντων της τιτλοποίησης και αφετέρου στις σοβαρές ελλείψεις στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Συνοψολογίζοντας τα προηγούμενα κοινά χαρακτηριστικά των τραπεζικών κρίσεων και διανύοντας αυτή τη δυσμενή οικονομική κατάσταση, αναγκαίο είναι να ελεγχθούν οι λάθος κινήσεις και να υπάρξουν προτάσεις έτσι ώστε να μπορέσουμε να ανατρέψουμε την τρέχουσα κρίση αλλά και να παρθούν μέτρα για να μην επαναληφθεί κάτι αντίστοιχο στο μέλλον.

Επομένως, από εδώ και στο εξής χρειάζεται να βελτιωθούν τα κακώς κείμενα της τιτλοποίησης και να προταθούν καινοτομίες προς όφελος του κοινού.

Παρακάτω αναφέρονται μερικά από τα μέτρα-προτάσεις που θα μπορούσαν να ισχύσουν για ένα καλύτερο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον:

- Θέσπιση ρυθμίσεων για την ενίσχυση της πληροφόρησης ως προς τις υποχρεώσεις, την πείρα, την απόδοση και το ρόλο όλων των εμπλεκόμενων μερών σε μια τιτλοποίηση, δίδοντας ιδιαίτερη έμφαση στην παροχή δημόσιας πληροφόρησης ως προς τη νομική μορφή
- Πληροφόρηση προς τους επενδυτές για τους κινδύνους των προϊόντων τιτλοποίησης, τον τρόπο αξιολόγησής τους από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και της παρελθοντικές αποδόσεις τους
- Οι εποπτικές αρχές οφείλουν να εκδώσουν νέους κανόνες αναφορικά με την παρακολούθηση της συγκέντρωσης κινδύνου σε συγκεκριμένους οφειλέτες, τομείς, γεωγραφικές περιοχές, οικονομικούς εγγυητές
- Οι εποπτικές αρχές πρέπει να επιδείξουν μεγαλύτερη προσοχή στον έλεγχο της αποτελεσματικότητας των εσωτερικών μοντέλων πρόγνωσης των χρηματοοικονομικών οργανισμών
- Να υπάρχει δημοσιοποίηση στο βαθμό έκθεσης των οργανισμών προς οντότητες εκτός ισολογισμού. Να εξασφαλίζουν ότι τα εσωτερικά συστήματα πληροφόρησης, διαχείρισης και πρόγνωσης κινδύνου θα καλύπτουν και τις οντότητες που είναι εκτός ισολογισμού
- Νέα συστήματα διαχείρισης κινδύνου που να εξετάζονται υπό συνθήκες πίεσης
- Αύξηση του ποσοστού ιδίων κεφαλαίων που παρακρατείται κατά την τιτλοποίηση
- Υιοθέτηση αποτελεσματικότερων κανόνων για την λογιστική αντιμετώπιση των προϊόντων τιτλοποίησης. Καλύτερη λογιστική απεικόνιση των προϊόντων τιτλοποίησης, όσο η επιτροπή βασιλείας αλλά και το διεθνές συμβούλιο λογιστικών προτύπων έχουν αναλάβει τη διενέργεια διαβούλευσης με φορείς της αγοράς. Συχνότερη δημοσίευση των στοιχείων των οργανισμών και καλύτερη ποιότητα

αναφορικά με τα στοιχεία που δημοσιεύουν έτσι ώστε να μην στηρίζονται τόσο στους οίκους αξιολόγησης

- Να γίνει αναθεώρηση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, των αρχικών υποθέσεων και δεδομένων, με άμεση αναθεώρηση των εκτιμήσεών τους από διαφορετική ομάδα αναλυτών σε σχέση με εκείνη που πραγματοποίησε την αρχική εκτίμηση. Να υιοθετούν μηχανισμούς επαναξιολόγησης των μεθοδολογιών και μοντέλων εκτίμησης κινδύνου - απόδοσης. Να χρησιμοποιούν ιστορικά στοιχεία για τις εκτιμήσεις τους και όταν δεν είναι εφικτό να υπάρχει σχετική ενημέρωση - προειδοποίηση. Να εξετάζουν με τη συμμετοχή διευθυντικών στελεχών κατά πόσο είναι δυνατή η παροχή εκτιμήσεων κινδύνου - απόδοσης για καινοτόμα προϊόντα. Να αποφεύγουν την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σχετικά με τη δομή της διαδικασίας τιτλοποίησης. Να υπάρχουν δημοσιεύσεις εάν πάνω από το 10% των εσόδων τους προέρχεται από οποιοδήποτε εμπλεκόμενο στην τιτλοποίηση μέρος ή συνδεδεμένο πρόσωπο, να δημοσιοποιούν ποσοτικά στοιχεία για τις παρελθοντικές επιτυχίες, να γνωστοποιούν τις εκτιμήσεις τους, τις υποθέσεις και την μεθοδολογία που έχουν ακολουθήσει και τις αλλαγές που έχουν κάνει, εάν έχουν προκύψει. Να διαφοροποιούν π.χ. με τη χρήση διακριτών συμβόλων τις εκτιμήσεις για τα προϊόντα τιτλοποίησης σε σχέση με άλλα επενδυτικά προϊόντα. Ήδη, η ευρωπαϊκή επιτροπή έχει καταθέσει πρόταση για την υιοθέτηση κοινοτικού κανονισμού, ο οποίος θα περιλαμβάνει αναλυτικές ρυθμίσεις σχετικά με την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων που ανακύπτουν από τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, την εξασφάλιση της ποιότητας ανεξαρτησίας των εκτιμήσεών τους καθώς και την ενίσχυση διαφάνειας και παροχής πληροφόρησης αναφορικά με τη δραστηριότητά τους και τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αξιολόγησης. Το οποίο καινοτόμο μέτρο είναι το εξής: η επιτροπή προβλέπει μια συγκεκριμένη διαδικασία αδειοδότησης και εγγραφής σε σχετικό μητρώο όλων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εδρεύουν στην Ε.Ε

- Υιοθέτηση νέων αρχών για την αποτελεσματικότερη διαχείριση κινδύνου ρευστότητας. Η τράπεζα οφείλει να εγγυάται τη διαρκή διατήρηση ενός επαρκούς επιπέδου ρευστότητας, έναντι μιας σειράς πιθανών δυσμενών σεναρίων διαταραχών της αγοράς. Αυτό με την σειρά της μπορεί να το πετύχει αξιολογώντας σε διαρκή βάση τις εξελίξεις αναφορικά με το επίπεδο ρευστότητας και για κάθε νέο επενδυτικό προϊόν να δημιουργεί διασπορά του κινδύνου μέσω διαφορετικών και εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Επίσης να διατηρεί ως ασφάλεια, υψηλής ποιότητας στοιχεία του ενεργητικού. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο παίζει το να συνεργάζονται με άλλες εποπτικές και δημόσιες αρχές σε εθνικό και υπερεθνικό επίπεδο
- Ύπαρξη μέτρων έτσι ώστε σε δύσκολες στιγμές οι τράπεζες να μπορούν να προσφύγουν στην κεντρική τράπεζα δίχως το φόβο να μη δημιουργηθεί stigma effect και επιδεινωθεί η θέση τους. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τη διασφάλιση της ανωνυμίας της ταυτότητας της τράπεζας - δανειολήπτριας
- Εποπτική συνεργασία σε παγκόσμιο επίπεδο έτσι ώστε να μπορούν να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που δημιουργούνται στις αγορές και να οδηγούμαστε στον επιθυμητό στόχο που είναι η χρηματοοικονομική σταθερότητα. Για αυτή την πρόταση έχει συζητηθεί να αναπτυχθεί στενότερη συνεργασία μεταξύ του διεθνούς νομισματικού ταμείου και του φόρουμ για την χρηματοοικονομική σταθερότητα

Όλα τα προαναφερθέντα, αποτελούν ορισμένες προτάσεις οι οποίες εάν και εφόσον υλοποιηθούν, δύνανται να αντιμετωπίσουν σε μεγάλο βαθμό τις αρνητικές επιπτώσεις της τιτλοποίησης αλλά, το κυριότερο, να προλάβουν την εμφάνιση πιθανών παρόμοιων αποτελεσμάτων κατά το μέλλον.

Όπως έχει προαναφερθεί, «γεννέτηρα» χώρα του χρηματοοικονομικού εργαλείου της τιτλοποίησης, αποτελούν οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Συνέπεια αυτού και σε συνδυασμό πάντα με τους επίσης προαναφερθέντες λανθασμένους χειρισμούς τόσο από πλευράς Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων όσο και από πλευράς των αρμόδιων ελεγκτικών φορέων, ήταν οι Η.Π.Α. να αποτελέσουν και τη χώρα από την

οποία ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση, πριν επεκταθεί σε παγκόσμιο επίπεδο, με τις γνωστές σε όλους συνέπειες.

Το παραπάνω γεγονός, όπως ήταν αναμενόμενο, δεν θα μπορούσε παρά να αναγκάσει την Κυβέρνηση των Η.Π.Α., πρώτη από όλες, να προβεί σε μία εις βάθος ανάλυση των αιτιών της κρίσης με σκοπό την εξαγωγή προτάσεων και κυρίως τη θέσπιση αναγκαίων μέτρων προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα κακώς κείμενα της τιτλοποίησης και να προληφθεί η πιθανή επανεμφάνισή τους.

Το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. υπό την Κυβέρνηση του νεοεκλεγέντος Προέδρου, κ. Ομπάμα, αποσκοπεί στη θέσπιση γενικών ρυθμιστικών κανόνων ως «απάντηση» στην τρέχουσα κρίση και στις συνέπειες αυτής, έτσι ώστε να αυξήσει δραστικά το ρόλο της Κυβέρνησης στη λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς, αν και οι αλλαγές που θα επέλθουν βάσει αυτού πάνω στην τιτλοποίηση, ενδέχεται να είναι λιγότερο αισθητές από τις αναμενόμενες. Προς αυτή την κατεύθυνση, το Υπουργείο Οικονομικών εξέδωσε πρόσφατα τη λεγόμενη Λευκή Βίβλο με τίτλο: «Χρηματοοικονομική Μεταρρύθμιση: Ένα Νέο Ίδρυμα: Αναδομώντας τη Χρηματοοικονομική Επίβλεψη και τις Κανονιστικές Αρχές<sup>29</sup>», η οποία εστίασε σε πέντε κύριες κατευθύνσεις / στόχους:

- Καθιέρωση εντατικής εποπτείας και ρυθμιστικής παρεμβατικής πάνω στις χρηματοοικονομικές αγορές
- Προστασία των καταναλωτών και των επενδυτών από τη λεγόμενη «χρηματοοικονομική κατάχραση»
- Προώθηση στιβαρής εποπτείας και ρυθμιστικής παρεμβατικής πάνω στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
- Βελτιστοποίηση των εργαλείων αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών κρίσεων
- Εφαρμογή διεθνών ρυθμιστικών προτύπων και βελτίωση της διεθνούς συνεργασίας

Εφόσον οι παραπάνω προτάσεις υλοποιηθούν, τότε η επίδρασή τους δεν θα αφορά μόνο τον ευρύτερο κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αλλά και

ειδικότερα την αγορά της τιτλοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, οι κυριότερες από τις ρυθμιστικές αλλαγές που πρόκειται να επέλθουν αναφορικά με τη διαδικασία της τιτλοποίησης είναι οι ακόλουθες:

- Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα / πωλητές τιτλοποίησης (originators) θα υποχρεωθούν να παρακρατούν το 5% του πιστωτικού κινδύνου. Ο κίνδυνος αυτός δεν θα μπορεί να αντισταθμιστεί (hedging). Οι ομοσπονδιακές τράπεζες θα καθορίζουν τη μορφή με την οποία αυτή η παρακράτηση θα λαμβάνει χώρα, καθώς και την ελάχιστη χρονική διάρκεια αυτής
- Οι ρυθμιστές θα επιδιώξουν να αποσυνδέσουν τα οφέλη όλων των συμμετεχόντων στη διαδικασία της εκχώρησης δανείων από την παραγωγή και να τη συνδέσουν με ευρύτερα και πιο μακροπρόθεσμα χαρακτηριστικά
- Η Λευκή Βίβλος περικλείει τις προταθείσες από το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών και Λογιστικών Προτύπων (FASB) αλλαγές στους λογιστικούς χειρισμούς οι οποίες θα επιφέρουν την εντός του Ισολογισμού ενοποίηση / καταχώριση των τιτλοποιήσεων
- Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα / πωλητές τιτλοποίησης (originators) θα υποχρεωθούν να παρέχουν τυποποιημένης μορφής έγγραφες εγγυήσεις αναφορικά με τους κινδύνους που συνδέονται με την εκχώρηση
- Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. θα έχει την εξουσία να απαιτεί από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να γνωστοποιούν στους επενδυτές συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της εκχώρησης πριν και κατά τη στιγμή της συναλλαγής. Μέχρι σήμερα δεν υφίσταται τέτοιου είδους δέσμευση από πλευράς ιδρυμάτων
- Οι οίκοι αξιολόγησης θα υποχρεωθούν να «διαφοροποιούν» την πιστοληπτική τους διαβάθμιση ανάλογα με τη «δομή» των προϊόντων. Δεν είναι ακόμη σαφές αν αυτό σημαίνει διαφορετικές

κλίμακες διαβάθμισης ή απλά επεξήγηση των διαφορών των διαβαθμίσεων μεταξύ δομημένων και μη δομημένων προϊόντων

- Οι ρυθμιστικές αρχές θα μειώσουν την εξάρτησή τους από τις διαβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης αναφορικά με την επιβολή της ρυθμιστικής και ελεγκτικής τους πολιτικής. Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι διαβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης θα λαμβάνονται υποχρεωτικά υπόψη, οι ρυθμιστικές αρχές θα υποχρεώνονται να κάνουν διάκριση μεταξύ διαβαθμίσεων που αφορούν δομημένα και διαβαθμίσεων που αφορούν μη δομημένα προϊόντα

Η Λευκή Βίβλος περικλείει τις προθέσεις της Κυβέρνησης των Η.Π.Α. προς την κατεύθυνση της αντιμετώπισης της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία δημιουργήθηκε κατά τη διάρκεια μιας παρατεταμένης περιόδου δίχως σοβαρή οικονομική ύφεση. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτές ήταν εφησυχασμένοι και ο δανεισμός εκτινάχθηκε ενώ την ίδια στιγμή τα συστήματα διαχείρισης κινδύνου δεν συμβάδιζαν με την πολυπλοκότητα των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Η έλλειψη διαφάνειας και προτύπων στην αγορά των τιτλοποιήσεων συντέλεσε στο να αποδυναμωθούν οι δικλείδες ασφαλείας ενώ η «πειθαρχία» στην αγορά κατέρρευσε καθώς οι επενδυτές βασίζονταν σε υπερβολικό βαθμό στους οίκους πιστοληπτικής διαβάθμισης. Οι πολιτικές ανταμοιβών, αποζημιώναν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη εις βάρος της μακροπρόθεσμης δημιουργίας αξίας. Καθώς η πίστωση γινόταν πλέον ευρέως διαθέσιμη, η έλλειψη επαρκούς συστήματος προστασίας των καταναλωτών οδήγησε σε πλήθος προβλημάτων λόγω του γεγονότος ότι οι καταναλωτές αδυνατούσαν να συνειδητοποιήσουν των κίνδυνο που αναλάμβαναν και να ανταπεξέλθουν στις οικονομικές υποχρεώσεις που αναλάμβαναν<sup>30</sup>.



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η τρέχουσα κρίση αποδεικνύει ότι, εκτός από τους κινδύνους της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, υπάρχει και ο κίνδυνος των ενοποιημένων αγορών ελλείψει αποτελεσματικών ρυθμιστικών και εποπτικών δομών. Περίτρανα δηλώνεται η στενή αλληλεξάρτηση που υπάρχει μεταξύ νομισματικής – ρυθμιστικής - εποπτικής πολιτικής του χρηματοοικονομικού συστήματος και της πραγματικής οικονομίας.

Αναμφισβήτητα η κρίση μας έφερε αντιμέτωπους με το άλλο πρόσωπο της παγκοσμιοποίησης. Τούτο θα ήταν άδικο να μας οδηγήσει σε άκριτους αφορισμούς και αλόγιστα συμπεράσματα περί της ανάγκης επιστροφής στις ημέρες μας στον απόλυτα κρατικό παρεμβατισμό και προστατευτισμό. Παρόλα αυτά, ακραίο θα ήταν να πιστεύουμε στην ικανότητα της αγοράς να πετύχει την πλήρη και αποτελεσματική αυτορύθμιση χωρίς κανένα είδος ρυθμιστικής και εποπτικής παρέμβασης.

Εξάλλου σήμερα στο καθεστώς της ελεύθερης οικονομίας, η ρυθμιστική παρέμβαση είναι δεδομένη και κοινώς αποδεκτή.

Συνεπώς, η σημερινή κρίση θα πρέπει να αντιμετωπισθεί ως ευκαιρία εντοπισμού και διόρθωσης των υπαρχόντων ρυθμιστικών και εποπτικών αδυναμιών και όχι ως τροχοπέδη που θα οδηγήσει σε μία επιστροφή στο παρελθόν.

Το σημαντικότερο είναι να δημιουργηθεί μια νέα βάση στήριξης και αναμόρφωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος όπου η κρατική σταθεροποιητική παρέμβαση θα είναι αναγκαία σε μια ελεύθερη αγορά. Οι οικονομικές αναταράξεις και η κρίση ρευστότητας της διεθνούς οικονομίας προβληματίζουν για τη μετακύλιση αυτών των φαινομένων και την ταχύτητα διασποράς τους. Εύλογο είναι το ερώτημα πώς ο συστηματικός κίνδυνος των διεθνών χρηματαγορών αυξάνεται τα τελευταία χρόνια αντί να μειώνεται. Η αναζήτηση των αιτίων μοιραία θα επικεντρωθεί στη χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση και στις σύγχρονες μορφές τραπεζικών εργασιών, ιδιαίτερα δε στο φαινόμενο της τιτλοποίησης και στον τρόπο διαμεσολάβησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων το τελευταίο χρονικό διάστημα.

Η κρίση στα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, που απειλεί να ξεθεμελιώσει το διατλαντικό πιστωτικό σύστημα, οδηγεί πλέον με μαθηματική ακρίβεια σε ύφεση, το μέγεθος και η χρονική διάρκεια της οποίας δε μπορεί να εκτιμηθεί στην παρούσα φάση. Η κύρια διαφοροποίηση σχετίζεται με τον τρόπο λογιστικής μεταχείρισης των δανειακών απαιτήσεων. Στο παρελθόν, τα ποσά των δανείων που χορηγούσαν οι τράπεζες, τα διατηρούσαν στο ενεργητικό τους και έτσι κατείχαν τον πιστωτικό κίνδυνο καθώς και τον κίνδυνο ρευστότητας. Με την εφαρμογή όμως της εκχώρησης, οι τράπεζες σταμάτησαν να διατηρούν αυτά τα στοιχεία του ενεργητικού τους στα βιβλία τους και άρχισαν να τα διαθέτουν ως προϊόντα τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η τιτλοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού μετατρέπει ορισμένα παραδοσιακά μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία όπως τα στεγαστικά δάνεια, σε διαπραγματεύσιμες ομολογίες. Συνεπώς το μοντέλο της χρηματοοικονομικής διαχείρισης καταρχήν πολλαπλασίασε και στη συνέχεια διέσπειρε τον κίνδυνο σε άλλους χρηματοπιστωτικούς φορείς.

**Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η τιτλοποίηση είναι απλά ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο, που κατά γενική ομολογία είναι ισχυρό, παραμένει όμως απλά ένα εργαλείο. Όπως τα περισσότερα επικουρικά μέσα μπορούν να χρησιμοποιηθούν κατάλληλα ή με άσχημο τρόπο, το ίδιο συμβαίνει και με αυτό. Το γεγονός ότι ένα βοήθημα μπορεί να μη λειτουργήσει αποτελεσματικά δεν σημαίνει ότι πρέπει να απορριφθεί, να εγκαταλειφθεί ή να καταστραφεί. Τα οφέλη της όλης διαδικασίας παραμένουν αναμφισβήτητα, παρ' όλα αυτά πρέπει να εντοπίζονται περιπτώσεις αδυναμίας ασφαλούς περαιώσής της. Μια σωστή προσέγγιση της διαδικασίας εκχώρησης θα βοηθούσε στον εντοπισμό ενδεχόμενων κενών και θα απέτρεπε τη πιθανότητα υπονόμευσης της όλης προσπάθειας. Λαμβάνοντας υπόψιν την πολυπλοκότητα, το πλήθος των εμπλεκόμενων μερών, την ποικιλία και το εύρος των κινδύνων που εγκυμονούν, για πολλούς φαντάζει ουτοπικό το δίχως ζημιές αποτέλεσμα της. Η πράξη, όμως, πολλές φορές διαψεύδει τους φόβους και τις ανασφάλειες και η επιλογή της εν λόγω μεθόδου αποδεικνύεται επιτυχημένη.**

Θα λέγαμε ότι σήμερα πολλά πιστωτικά ιδρύματα έχουν προβεί σε τιτλοποίηση λόγω της θέσης τους που έχει δυσχερανθεί από την αγωνιώδη προσπάθεια κάλυψης μεγαλύτερου τμήματος της αγοράς, χωρίς να είναι πάντα εγγυημένη η επιστροφή των κεφαλαίων και η ανατροφοδότηση των χορηγήσεών τους. Οι ισολογισμοί των

τραπεζών έχουν την ανάγκη της αναδιάρθρωσης των κινδύνων. Παράλληλα, η στροφή των τραπεζών σε νέες μορφές χρηματοδότησης ενισχύθηκε από τη διεθνοποίηση και ενοποίηση των αγορών, από την απελευθέρωση και τη γενικότερη απορύθμιση των αγορών, την κυκλική λειτουργία κρίσεων που κλονίζουν την παγκόσμια οικονομία, τη διεθνοποίηση των συναλλαγών, την επιτοκιακή πτώση, την αύξηση χρηστικότητας των αξιογράφων και τη γενικότερη εξοικείωση με τη χρήση αυτών.

Παρολα αυτά, στην Ελληνική τραπεζική αγορά το εργαλείο της εκχώρησης απαιτήσεων μέσω έκδοσης τίτλων, συγκεντρώνει λίγα χρόνια εφαρμογής και περιορισμένη χρήση αλλά με αισιόδοξες τάσεις. Η πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού εργαλείου άλλα και η έλλειψη του 'know how', βοήθησαν τους οικονομολόγους να μη 'βουτήξουν' στα βαθιά και να μην επεκταθούν στον ατέρμονο ορίζοντα του κέρδους.

Ωστόσο, οφείλουμε να σχολιάσουμε ότι στη χώρα μας, κάθε οικονομικό γεγονός αντιμετωπίζεται με μεγάλη δόση υπερβολής από τον τύπο και κυρίως από τον ηλεκτρονικό, ο οποίος σε πολύ μεγάλο βαθμό καθορίζει και την κοινή γνώμη καθώς και την αντίδραση των Ελλήνων πολιτών στα διάφορα ζητήματα. Η αγοραστική δύναμη των Ελλήνων δεν έχει μεταβληθεί σε τερατώδη βαθμό από πέρσι σε φέτος πράγμα το οποίο αποδεικνύεται από το γεγονός ότι υπάρχουν επιχειρήσεις που συνεχίζουν να αναπτύσσονται. Ο εξορθολογισμός των οικογενειακών εξόδων, ο επαναπροσδιορισμός του τι εστί αναγκαίο και τι πολυτέλεια, η αναθεώρηση των δυνατοτήτων μας, μόνο υγεία μπορεί να λεχθεί και όχι κρίση. Αυτό στο οποίο έχει επιδράσει πολύ σημαντικά αυτή η κρίση την οποία βιώνουμε τώρα είναι στην ψυχολογία του ανθρώπου ως καταναλωτή, ως παραγωγική δύναμη, κοιτώντας την προοπτική του στο μέλλον. Αυτός ο παράγοντας είναι πραγματικά σημαντικός στο οικονομικό γίγνεσθαι. Υπάρχει στάση αναμονής και επιφυλακτικότητα.

Θα ήταν άδικο να μην αναφερθεί ότι από την κρίση αυτή ωφελήθηκαν μόνο αυτοί που την προκάλεσαν, δηλαδή τα μεγάλα στελέχη των επενδυτικών τραπεζών που εισέπραξαν κολοσσιαία μπόνους προκαλώντας τη φούσκα η οποία οδήγησε στην κρίση. Ωφελούνται επίσης αυτοί που έχουν τεράστιες αποταμιεύσεις σε μετρητά και οι οποίοι μπορούν να αγοράσουν τώρα φθηνότερα ακίνητα, επιχειρήσεις, μετοχές κτλ. Αυτοί όμως είναι ελάχιστοι, αφού όλοι οι πλούσιοι είχαν τοποθετήσει τα χρήματά τους σε διάφορες επενδύσεις που κατέρρευσαν. Γι' αυτό και η κρίση αυτή

ονομάστηκε κρίση των κροίσων. Επομένως, χρήζει ιδιαίτερης προσοχής το να μη γίνει υπερσυγκέντρωση του κεφαλαίου σε λίγα χέρια

Συμπερασματικά, καταλήγουμε ότι η χρηματοοικονομική κρίση για άλλους ήρθε πιο νωρίς και για άλλους άργησε να εμφανιστεί. Το μόνο σίγουρο είναι ότι η οικονομία δεν βασιζόταν σε γερά θεμέλια, έτσι ώστε η κακή και αλόγιστη χρήση κάποιου εργαλείου (τιτλοποίηση) να οδηγήσει στην κατάρρευση του οικοδομήματος.

Το πιο αισιόδοξο σενάριο είναι να αποδώσουν τα μέτρα των κυβερνήσεων και να αποκατασταθεί η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αν αυτό συμβεί, οι τράπεζες θα αρχίσουν να χρηματοδοτούν ξανά την παγκόσμια οικονομία και η ισορροπία θα αποκατασταθεί. Το πότε θα συμβεί αυτό, κανείς δεν μπορεί να το προβλέψει με σιγουριά. Το μόνο βέβαιο είναι ότι από τις κρίσεις παθαίνουμε αλλά και μαθαίνουμε αρκεί να είμαστε έτοιμοι να εφαρμόσουμε τις γνώσεις μας και να κάνουμε κέντρο της θεώρησής μας τον άνθρωπο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 (ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ) – Τιτλοποίηση στην Ελλάδα

Το Προεδρικό Διάταγμα 22/30 του Σεπτέμβρη του 1931 ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο το θεσμό των κτηματικών ομολόγων των γερμανικών δικαίων. Το άρθρο 1 και 3 του εν λόγω διατάγματος ορίζει πως το δικαίωμα εκδόσεως ομολογιών το έχουν κτηματικές τράπεζες με έδρα την Ελλάδα. Ως τέτοιες θεωρούνται οι τράπεζες που στο καταστατικό τους έχουν ως δραστηριότητα την χορήγηση δανείων και πιστώσεων με εμπράγματα ασφάλεια. Τα κτηματικά ομόλογα του 1931 αποτελούν το προπομπό για τη τιτλοποίηση του νόμου 3156/2003<sup>7</sup>.

Ακολουθούν τα κτηματικά ομόλογα του νόμου 1892/1990. Σύμφωνα με το νόμο αυτό για την Κτηματική Εταιρεία Δημοσίου, προβλεπόταν η δυνατότητα σύστασης ανωνύμων εταιρειών, με σκοπό τη χωροταξική και πολεοδομική οργάνωση ακινήτων. Τα ακίνητα ανήκαν κατά κυριότητα στο ελληνικό δημόσιο και υπήρχε ο στόχος της μεταβίβασής τους, υπό τη μορφή οικοδομήσιμων άρτιων οικοπέδων, σε δικαιούχους ομολόγων.

Ερχόμαστε το 2000 όπου παρατηρούμε την έντονη προσπάθεια της χώρας για οικονομική άνθηση και δημοσιονομική εξυγίανση προκειμένου να εναρμονιστεί με τη συνθήκη του Μάαστριχ και να διαμορφώσει υγιείς δείκτες για μεγέθη όπως το έλλειμμα και το δημόσιο χρέος. Μια λύση για το παραπάνω ήταν η άντληση κεφαλαίων από έσοδα δημόσιων φορέων, τα οποία θα εισπράττονταν τη χρονική στιγμή που χρειαζόταν η ροή χρήματος και όχι σε μελλοντικό διάστημα. Με αφορμή αυτό ψηφίστηκε ο νόμος 2801/2000 και λίγο αργότερα η τροποποίηση αυτού, ο νόμος 2843/2000. Με αυτό το τρόπο εισήχθη στην Ελλάδα η διαδικασία της τιτλοποίησης υπό την στενή έννοια. Εδώ ο νομοθέτης περιόρισε το εύρος εφαρμογής του νόμου και κατ' επέκταση της χρήσης του ως χρηματοδοτικό εργαλείο, μόνο στο δημόσιο τομέα. Αναγκαία εξέλιξη του νόμου αυτού λόγω της περιορισμένης εφαρμογής και ανάλυσης διαδικασιών, καθώς και της αδυναμίας κάλυψης με επάρκεια νομικών ζητημάτων, είναι ο νόμος 3156/2003 που ισχύει σήμερα.

### **3.1 Νόμος 3156/2003 - ΦΕΚ Α/ 157/ 25.6.2003**

Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις<sup>3</sup>.

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ

Εκδίδομε τον ακόλουθο νόμο που ψήφισε η Βουλή:

#### **Άρθρο 10**

Τιτλοποίηση απαιτήσεων

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ'**

1. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, 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 ταμία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

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

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

4. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές.

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

6. Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, εφόσον αυτές προσδιορίζονται ή είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με οποιονδήποτε τρόπο. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται και

απαιτήσεις υπό αίρεση. Διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, ακόμη και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα κατά την έννοια του άρθρου 458 του Α.Κ., εφόσον συνδέονται με τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, μπορούν να μεταβιβάζονται μαζί με αυτές. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί τη γένεση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η πώληση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 513 επ. του Α.Κ., η δε μεταβίβαση από τις διατάξεις των άρθρων 455 επ. του Α.Κ., εφόσον οι διατάξεις αυτές δεν αντίκεινται στις διατάξεις του νόμου αυτού.

7. Η εταιρεία ειδικού σκοπού, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς επίσης και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στους σκοπούς της τιτλοποίησης του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογίων, 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 κατισχύει 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 εχόντων δικαιώματα από την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου αυτού.

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

12. Στις μεταβιβασθείσες ή 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, δικονομική και φορολογική φύση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και των σχετικών δικαιωμάτων, όπως ίσχυαν αυτά πριν από τη μεταβίβαση σύμφωνα με τις κατά περίπτωση εφαρμοστέες διατάξεις. Ειδικά προνόμια που ισχύουν υπέρ του

μεταβιβάζοντας 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<sup>14</sup>. Με σύμβαση που συνάπτεται εγγράφως η είσπραξη και εν γένει διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων μπορεί να ανατίθεται σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες σύμφωνα με το σκοπό του στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, στον μεταβιβάζοντα ή και σε τρίτο, εφόσον ο τελευταίος είτε είναι εγγυητής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων είτε ήταν επιφορτισμένος με τη διαχείριση ή την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση τους στον αποκτώντα. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, τα πρόσωπα στα οποία ανατίθεται η διαχείριση πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα. Σε περίπτωση υποκατάστασης του διαχειριστή, ο υποκατάστατος ευθύνεται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον με τον διαχειριστή<sup>15</sup>. 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.

### Γενικά στοιχεία και παράδειγμα ελληνικής τράπεζας

Η EFG Eurobank Ergasias, η Τράπεζα Πειραιώς, η Millennium Bank, η Alpha Bank, η Aspis Bank, είναι μερικές από τις τράπεζες που έχουν προβεί σε εκχώρηση απαιτήσεων. Η περίπτωση της EFG Eurobank Ergasias:

#### Πηγές Κεφαλαίων στις 31.12.2008



Πηγή: Ενημερωτικό δελτίο έκδοσης

Στην παρούσα φάση, η τράπεζα διαθέτει τρία προγράμματα άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές χρεογράφων ένα από τα οποία είναι η τιτλοποίηση απαιτήσεων που προέρχονται από πιστωτικές κάρτες, στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά και ομολογιακά δάνεια. Μόλις στις 7/7/08 η τράπεζα προέβη στην πρώτη τιτλοποίηση ομολογιακών δανείων<sup>25</sup>.

Όπως παρατηρούμε η τράπεζα αντλεί το 6% των κεφαλαίων της από τιτλοποιήσεις χορηγήσεων. Ποσοστό καθόλου αμελητέο αν αναλογιστούμε για το πόσο πρόσφατα υιοθετήθηκε αυτή η μέθοδος χρηματοδότησης, στην ελληνική τραπεζική αγορά.

#### ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΕΩΝ EFG 04-08

ΕΙΔΟΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ	ΗΜ/ΝΙΑ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ	ΟΙΚΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΠΟΣΟ ΤΙΤΛΟΠ. ΣΕ ΕΚ.€
Στεγαστικά δάνεια	7/6/2004	Themeleion Mortgage Finance PLC	Moody's και Fitch	Citibank, η Deutsche Bank και η EFG Telesis Finance	750
Στεγαστικά δάνεια	9/6/2005	Themeleion II Mortgage Finance PLC	Standard & Poors, Moody's και Fitch	Citigroup Global Markets Ltd, η Morgan Stanley & Co International Ltd και η EFG Telesis Finance	750
Πιστωτικές κάρτες	13/7/2005	Karta 2005-1	Standard & Poors, Moody's και Fitch	Deutsche Bank AG London και η EFG Telesis Finance S.A.,	750
Στεγαστικά δάνεια	9/6/2006	Themeleion III	Standard & Poors, Moody's και Fitch	Citigroup Global Markets Ltd, η Morgan Stanley & Co International Ltd και η EFG Telesis Finance	1.000
Επιχειρηματικά δάνεια	24/10/2006	Anartyxi 2006-1	Standard & Poors και Moody's	Deutsche Bank AG London και η EFG Telesis Finance S.A	1.750
Στεγαστικά δάνεια	7/6/2007	Themeleion IV Mortgage Finance PLC	Standard & Poor's, Moody's και Fitch	ABN AMRO, η Barclays Capital, η Morgan Stanley και η EFG Telesis Finance	1.555
Καταναλωτικά δάνεια	28/11/2007	Daneion 2007 – 1	Standard & Poor's και Moody's	Citi, η EFG Telesis Finance και η Merrill Lynch International	2.500
Στεγαστικά δάνεια	26/2/2008	Themeleion V Mortgage Finance PLC	Fitch και Moody's	Morgan Stanley και η Eurobank EFG Telesis Investment Firm S.A	1.040
Ομολογιακά δάνεια	7/7/2008	Anartyxi SME I PLC	Moody's	Citigroup Global Markets Ltd, η Deutsche Bank AG και η Eurobank EFG Telesis Finance Investment Firm S.A	2.500

- Themeleion Mortgage Finance PLC (η πρώτη τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων). Τα ομόλογα είναι λήξης 2036 με δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής το 2011. Το μέσο κόστος άντλησης των κεφαλαίων για 7 έτη είναι Euribor + 0,19 μονάδες βάσης. Ποσό €693,5 εκ. έλαβε αξιολόγηση Aaa/AAA (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 0,16 μονάδες βάσης), ποσό €32εκ. αξιολογήθηκε ως Aa/A (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 0,38 μονάδες βάσης) και ποσό €24,5εκ. ως Baa/BBB (με κουπόνι που καθορίζεται από Euribor + 0,78 μονάδες βάσης αντίστοιχα)<sup>26,27</sup>
- Themeleion II Mortgage Finance PLC (η δεύτερη τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων). Το μέσο κόστος άντλησης των κεφαλαίων για 7 έτη είναι Euribor + 17,5 μονάδες βάσης. Ποσό €690 εκ. έλαβε αξιολόγηση με AAA /Aaa/AAA (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 16 μονάδες βάσης), ποσό €37,5 εκ. αξιολογήθηκε ως A/A2/A+ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 28 μονάδες βάσης) και ποσό €22,5εκ. ως BBB/Baa2/BBB+ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 50 μονάδες βάσης αντίστοιχα)
- Karta 2005-1 (η πρώτη τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών Visa/Mastercard). Το μέσο κόστος άντλησης των κεφαλαίων διαμορφώθηκε σε τρίμηνο Euribor + 21,7 μονάδες βάσης, με αναμενόμενη εξόφληση των ομολογιών στα 4,96 έτη. Ποσό €592,5 εκ. έλαβε αξιολόγηση με AAA /Aaa/AAA (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 15 μονάδες βάσης), ποσό €75 εκ. αξιολογήθηκε ως A/A2/A+ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 32 μονάδες βάσης) και ποσό €82,5εκ. ως BBB/Baa2/BBB+ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 60 μονάδες βάσης αντίστοιχα)
- Themeleion III Mortgage Finance PLC (η τρίτη τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων). Το μέσο κόστος άντλησης των κεφαλαίων για 7 έτη είναι Euribor τριμήνου + 16 μονάδες βάσης. Ποσό €900 εκ. έλαβε αξιολόγηση με AAA /Aaa/AAA (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 14 μονάδες βάσης), ποσό €40 εκ. αξιολογήθηκε ως AA/Aa2/AA- (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 21 μονάδες βάσης) ποσό €20 εκ. αξιολογήθηκε ως A/A2/A (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 30 μονάδες

βάσης) και ποσό €40εκ. ως BBB/Baa2/BBB+ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 58 μονάδες βάσης αντίστοιχα)

- Anartychi 2006-1 (η πρώτη τιτλοποίηση δανείων και πιστώσεων μικρών επιχειρήσεων). Ποσό €1.750 εκ. έλαβε αξιολόγηση με AAA /Aaa (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 17 μονάδες βάσης), ποσό €150 εκ. αξιολογήθηκε ως A/A1/ (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 40 μονάδες βάσης) ποσό €125 εκ. ως BBB/Baa1 (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 75 μονάδες βάσης) και ποσό €225εκ. ως BB/Ba2 (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 250 μονάδες βάσης αντίστοιχα)
- Themeleion IV Mortgage Finance PLC (η τέταρτη τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων). Ποσό €1.352,9 εκ. έλαβε την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση με AAA /Aaa / AAA και από τους τρεις οίκους (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 13 μονάδες βάσης), ποσό €155,5 εκ. αξιολογήθηκε ως Aa3/A από τους οίκους Moody's & Fitch αντίστοιχα (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 28 μονάδες βάσης) και ποσό €46,6εκ. ως Baa3/BBB από τους οίκους Moody's & Fitch αντίστοιχα (με κουπόνι τρίμηνο Euribor + 58 μονάδες βάσης αντίστοιχα).
- Daneion 2007 – 1 (η πρώτη τιτλοποίηση καταναλωτικών δανείων). Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση AAA/Aaa παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's
- Themeleion V Mortgage Finance PLC (η πέμπτη τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων). Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση AAA/Aaa παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Fitch και Moody's
- Anartychi SME I PLC (η πρώτη τιτλοποίηση ομολογιακών δανείων). Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση Aaa παρείχε ο διεθνής οίκος αξιολόγησης Moody's

-



### 3.2 Παράδειγμα

Παρακάτω παρουσιάζεται ένα απλοποιημένο παράδειγμα τιλοποίησης για να γίνει κατανοητό ο τρόπος που λειτουργεί στην τραπεζική αγορά και το μέγεθος του κέρδους που μπορεί να αποφέρει με την σωστή χρήση του, σε ένα υγιές περιβάλλον<sup>27</sup>

#### SPV ΑΠΛΗ ΔΟΜΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Έστω η τράπεζα έχει χορηγήσει στεγαστικά δάνεια ύψους €1.000.000,00 με διάρκεια αποπληρωμής 10 έτη και επιτόκιο EURIBOR+1%. Κατόπιν οικονομικής-επενδυτικής μελέτης αποφασίζεται το ανώτερο ποσό στεγαστικών δανείων να τιλοποιηθεί. Το ποσό €1.000.000,00 μεταφέρεται στις απαιτήσεις της SPV και στις υποχρεώσεις εμφανίζονται τα ομόλογα τα οποία επρόκειτο να διατεθούν στο επενδυτικό κοινό.

Λογιστική απεικόνιση:

**SPV with simple structure:**  
*a single bond is issued*

Assets	Liabilities
Mortgages	Bonds



**ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ : €1.000.000,00**

**ΔΙΑΡΚΕΙΑ : 10 έτη**

**ΕΠΙΤΟΚΙΟ : EURIBOR+1%**

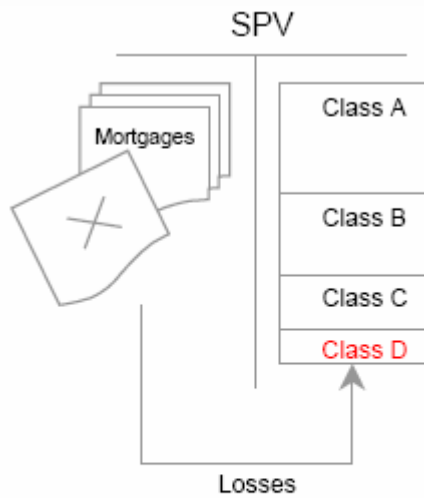
**ΟΜΟΛΟΓΑ: €1.000.000,00**

**ΔΙΑΡΚΕΙΑ : 10 έτη**

**ΕΠΙΤΟΚΙΟ : EURIBOR+1%**

Η τράπεζα έχει χορηγήσει στεγαστικά δάνεια ύψους €1.000.000,00 με διάρκεια αποπληρωμής 10 έτη και επιτόκιο  $EURIBOR(4\%)+1\%=5\%$ . Το ποσό που εισπράττει σε τόκους είναι  $1.000.000,00*5\%=50.000.000,00$ . Τα στεγαστικά δάνεια ύψους €1.000.000,00 τα εκχωρεί στην SPV και αυτή με την σειρά της εκδίδει ομόλογα CLASS A ποσού 900.000,00 δίνοντας στους επενδυτές  $EURIBOR(4\%)+0,20\%$ , ομόλογα CLASS B ποσού 60.000,00 με  $EURIBOR(4\%)+0,40\%$ , ομόλογα CLASS C ποσού 30.000,00 με  $EURIBOR(4\%)+0,80\%$  και τέλος κρατάει την CLASS D ποσού 10.000,00 το οποίο μένει στην τράπεζα για ασφάλεια είναι το λεγόμενο transeferor. Σαυτο το σημείο αξίζει να παρατηρήσουμε ότι όσο μεγαλύτερη ασφάλεια προσφέρεται στους επενδυτές τόσο πιο χαμηλό είναι το επιτόκιο των ομολόγων.

## ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΑΞΕΩΝ:



**ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ : €1.000.000,00**

**ΔΙΑΡΚΕΙΑ : 10 έτη**

**ΕΠΙΤΟΚΙΟ : EURIBOR(4%)+1%=5%**

**ΤΟΚΟΥΣ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΥΣ : 50.000.000,00**

### **ΟΜΟΛΟΓΑ:**

**CLASS A: 900.000,00 EURIBOR(4%)+0,20%**

**CLASS B: 60.000,00 EURIBOR(4%)+0,40%**

**CLASS C: 30.000,00 EURIBOR(4%)+0,80%**

**CLASS D: 10.000,00 TRANSEFEROR ΔΕΝ ΜΕΤΑΒΙΒΑΖΕΤΑΙ**

Στη στήλη με την ονομασία spread βλέπουμε το έσοδο-έξοδο της τράπεζας δηλ. 50.000.000,00 είναι τα χρήματα που εισπράττει η τράπεζα από τα χορηγούμενα δάνεια ενώ  $37.800.000,00+2.640.000,00+1.440.000,00=41.880.000,00$  είναι το ποσό που θα δώσει στους ομολογιούχους. Αν εξαιρέσουμε το Euribor το καθαρό ποσό που δίνει στους επενδυτές είναι  $2.280.000,00=1.800.000,00+240.000,00+240.000,00$ .

Τα 8.120.000,00 ( = 50.000.000,00 - 41.880.000,00 ) είναι το συνολικό ποσό που κερδίζει η τράπεζα. Εάν αφαιρέσουμε από τα 10.000.000,00 transeferor τα **2.280.000,00 που πληρώνει τους investors τα 7.720.000,00 είναι αυτό που μένει από τιλοποίηση.**

	Rating	Amount	Euribor	Spread	Total Interest	Net Interest Income (Spread)	
<b>Mortgages</b>		<b>1.000.000.000</b>	<b>4,00%</b>	<b>1,00%</b>	<b>50.000.000</b>	<b>10.000.000</b>	
Class A	AAA	900.000.000	4,00%	0,20%	37.800.000	1.800.000	} Sold to Investors
Class B	A	60.000.000	4,00%	0,40%	2.640.000	240.000	
Class C	BBB	30.000.000	4,00%	0,80%	1.440.000	240.000	
<b>Total Class A - C</b>		<b>990.000.000</b>				<b>2.280.000</b>	
<b>Class D</b> (Total less Class A-C)	<b>unrated</b>	<b>10.000.000</b>			<b>8.120.000</b>	<b>7.720.000</b>	} Retained by the Bank

## ΚΕΡΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΑΠΟ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τι πρέπει να αποδοθεί στους investors από την πλευρά της τράπεζας  $1.800.000,00+240.000,00+240.000,00=2.280.000,00$ . Εάν από από τις 10.000,00 αφαιρέσω 2.280.000,00 το 7.720.000,00 που προκύπτει αντιστοιχεί προσεγγιστικά στο 77% το οποίο λαμβάνει από τα δάνεια.

	Amount	Net Interest Income (Spread)	Capital Charged %	Amount of capital required by the Bank
<b>Mortgages</b>	1.000.000.000	10.000.000	4%	40.000.000
Class A	900.000.000	1.800.000		} Sold to Investors
Class B	60.000.000	240.000		
Class C	30.000.000	240.000		
<b>Class D</b>	10.000.000	7.720.000	1 - 1	10.000.000 } Retained by the Bank

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. **Αγγελόπουλος Παναγιώτης Χ.**, Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, αγορές, προϊόντα, κίνδυνοι, Σταμούλη Α.Ε. , Αθήνα 2008
2. **Alpha Bank**, Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων: Νέες μορφές χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνων, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 89, Μάρτιος 2004
3. **Βενιέρης Ιάκωβος**, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005
4. **Γεωργιάδης Απόστολος**, Νέες Μορφές Συμβάσεων της σύγχρονης Οικονομίας, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2000
5. **Γεωργιάδης Γεώργιος**, Η εκχώρηση μελλοντικής απαίτησης, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2006
6. **Ζαββός Γιώργος -Αυγερινός Γιάννης**, Η πολιτική της Ε.Ε. για τις τράπεζες και τα χρηματιστήρια. Νομικό πλαίσιο και εξελίξεις, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2007
7. **Ζαχαριάδης-Σούρας Δημήτρης.**, Χρήμα, Πίστη, Τράπεζες, Σταμούλη Α.Ε. 2002
8. **Λέκκας Γεώργιος**, Η εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 2005
9. **Συριόπουλος Κωνσταντίνος**, Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 2000

10. **Ψυχομάνης Σπύρος**, Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους, Σάκκουλας Εκδόσεις Α.Ε. , Αθήνα 2006

#### **ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

11. **Davidson A. / Sanders A. /Wolff Lan-Ling / Ching A.**  , Securitization, Structuring and Investment Analysis, John Wiley & Sons, United States 2004
12. **Fabozzi Frank**, The handbook of fixed income securities, Sixth Edition, Mc Graw-Hill, New York 2001
13. **Fabozzi Frank**, Mortgage Backed Securities, Probus Publishing, Chicago IL. 1987
14. **Kothari, V**, Securitization: The financial instrument of the future, John Wiley & Sons Ltd, Singapore 2006
15. **Ocampo, Juan M**, Securitization of credit inside the new technology of finance, John Wiley & Sons Ltd, United States 1988
16. **Tavakoli J.**, Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization, John Wiley & Sons Ltd, United States 2004

#### **ΆΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ**

17. [www.securitization.net](http://www.securitization.net)
18. [www.moodys.com](http://www.moodys.com)
19. [www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr)

20. [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
21. [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)
22. [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
23. Alpha Bank: [www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)
24. BIS (Bank of International Settlements): [www.bis.org](http://www.bis.org)
25. Efg Eurobank Ergasias: [www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)
26. Bank of Greece: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)
27. Φωκίων Καραβιάς, Εισαγωγή στην τιτλοποίηση. Σεμινάριο οικονομικής διεύθυνσης EFG.
28. Παναγιώτης Σταικούρας: Εφημερίδα Διοικητικού δικαίου, άρθρο: Το χρηματοοικονομικό κραχ του 2007 - 2008. Κρίση της αγοράς επισφαλών δανείων ή κρίση του επισφαλούς ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών αγορών;
29. [www.financialstability.gov](http://www.financialstability.gov)
30. [www.internationallawoffice.com](http://www.internationallawoffice.com)