



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ

**Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΩΣ
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ
ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ**

**ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΗ
ΦΑΛΑΤΑΚΗΣ ΜΥΡΩΝ**

**ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ
ΔΑΣΚΑΛΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ**

ΑΘΗΝΑ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ, 2013

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Περίληψη	4
Abstract	6
<u>Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή</u>	
1.1 Η έννοια, η οργάνωση και η λειτουργία της τιτλοποίησης	8
1.2 Βασικές κατηγορίες τιτλοποιήσεων	9
1.3 Τα οφέλη των τραπεζών και οι κίνδυνοι από την τιτλοποίηση	11
1.4 Συμπεράσματα	13
<u>Κεφάλαιο 2: Η Διαδικασία της Τιτλοποίησης</u>	
2.1 Οι συμμετέχοντες στην διαδικασία της τιτλοποίησης	
2.1.α Οι Τράπεζες	15
2.1.β Οι Εταιρείες Ειδικού Σκοπού	16
2.1.γ Οι Διαχειριστές	17
2.1.δ Οι Οίκοι Αξιολόγησης	18
2.1.ε Οι Οφειλέτες ή Δανειολήπτες	20
2.1.στ Οι Τιτλούχοι Επενδυτές	21
2.2 Η λειτουργία της τιτλοποίησης	22
2.3 Η επιρροή της τιτλοποίησης στα Τραπεζικά Ιδρύματα	28
2.4 Τα αποτελέσματα της τιτλοποίησης για το χρημ/νομικό σύστημα	29
<u>Κεφάλαιο 3: Η Τιτλοποίηση διεθνώς και η οικονομική κρίση</u>	
3.1 Τιτλοποίηση απαιτήσεων – Η διεθνής εμπειρία	32
3.2 Πως ξεκίνησε η οικονομική κρίση	36
3.3 Ποιοι επηρέασαν μέσω της τιτλοποίησης την εξέλιξη της κρίσης	37
3.4 Η επέκταση της κρίσης – Το συστημικό πρόβλημα των αγορών	39

<u>Κεφάλαιο 4: Η Τιτλοποίηση στην Ελλάδα και η οικονομική κρίση</u>	
4.1 Το θεσμικό πλαίσιο για τις Τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα	41
4.2 Οι διαφορές των Τιτλοποιήσεων από τις καλυμμένες ομολογίες	42
4.3 Οι Τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα	43
4.4 Η Παγκόσμια κρίση ομοιότητες και διαφορές με την Ελληνική κρίση	46
<u>Κεφάλαιο 5: Πρακτική εφαρμογή Τιτλοποίησης</u>	
5.1 Λογιστικές εγγραφές Τιτλοποίησης Απαιτήσεων	51
5.2 Παρουσίαση διάρθρωσης διαδικασίας της Τιτλοποίησης	53
5.3 Πρακτικό παράδειγμα Τιτλοποίησης Απαιτήσεων	54
<u>Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα</u>	
6.1 Είναι η οικονομική κρίση αποτέλεσμα της Τιτλοποίησης;	58
6.2 Θεσμικό πλαίσιο, ευθύνες και αλλαγές	59
6.3 Προτάσεις για την πρόληψη, διαχείριση και επίλυση της κρίσης	60
Βιβλιογραφία	62
Παραρτήματα	65

*Αφιερωμένη,
Στην Μαρία και τον Ευάγγελο*

Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΩΣ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ, Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων βοήθησαν στην αλματώδη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δώδεκα ετών. Οι υπερβολές και οι αδυναμίες του επιχειρηματικού μοντέλου τους αποτέλεσαν μία από τις αιτίες της πρόσφατης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται ολόκληρη την διαδικασία της τιτλοποίησης, τα στάδια, τους συμμετέχοντες και τα αποτελέσματα της. Επίσης γίνεται μια σύντομη ανάλυση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, των αιτίων της και αναλύεται κατά πόσο η οικονομική κρίση επηρεάστηκε από την τιτλοποίηση στην Ελλάδα και στον κόσμο.

Αναλυτικά ανά κεφάλαιο θα δούμε τα εξής:

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται η έννοια, η οργάνωση και η λειτουργία της τιτλοποίησης. Αναφέρονται οι βασικές κατηγορίες τιτλοποιήσεων που είναι η τιτλοποίηση τοις μετρητοίς και η συνθετική τιτλοποίηση όπως επίσης και οι υποκατηγορίες τους που έχουν να κάνουν με το υποκείμενο κάλυμμα των εκδόσεων. Τέλος στο πρώτο κεφάλαιο σημειώνονται τα οφέλη των τραπεζών από την διαδικασία αυτή αλλά και οι κίνδυνοι που εγκυμονεί για τις τράπεζες και το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά οι συμμετέχοντες στην διαδικασία της τιτλοποίησης και ποιος είναι ο ρόλος του καθενός. Στην συνέχεια αναλύεται εκτενώς η λειτουργία της τιτλοποίησης και δίνονται κάποια εμπειρικά παραδείγματα ισολογισμών εταιρείας ειδικού σκοπού η οποία έχει τον βασικό ρόλο της μετατροπής των τραπεζικών απαιτήσεων σε τίτλους, γι' αυτό και είναι απαραίτητο να καταλάβουμε την λειτουργία και τον ρόλο της. Τέλος περιγράφεται η επιρροή της τιτλοποίησης στα τραπεζικά ιδρύματα και τα αποτελέσματα που έχει για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η διεθνής εμπειρία από την τιτλοποίηση και δίνονται διαχρονικά στοιχεία από τα ποσά που τιτλοποιήθηκαν στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη από το 1985 έως το 2012. Στην συνέχεια δίνεται μια παρουσίαση της τελευταίας οικονομικής κρίσης, των αιτίων και της πορείας της και συνδυάζεται η διαδικασία της τιτλοποίησης με την οικονομική κρίση και την επιρροή της σε αυτήν. Αναλύεται επίσης το συστημικό πρόβλημα των αγορών και πως το διογκώθηκε λόγω της προσπάθειας κάλυψης των πιστωτικών κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με την εκτεταμένη χρήση τιτλοποιήσεων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα

και δίνεται η διαφορά των τιτλοποιήσεων από τις καλυμμένες ομολογίες. Επίσης δίνονται πραγματικά στοιχεία για τις τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα, τα ποσά που τιτλοποίησαν και διαβαθμίσεις που είχαν λάβει οι τέσσερις πιο μεγάλες Ελληνικές τράπεζες, Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα, Eurobank, και Τράπεζα Πειραιώς. Τέλος γίνεται σύγκριση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης με την Ελληνική κρίση.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται εμπειρική ανάλυση της τιτλοποίησης, οι λογιστικές εγγραφές που είναι απαραίτητο να γίνουν από πλευράς τράπεζας δηλαδή του εκχωρητή των απαιτήσεων αλλά από πλευράς της εταιρείας ειδικού σκοπού δηλαδή του αγοραστή των απαιτήσεων και εκδότη των τίτλων. Δίνεται σε σχηματική απεικόνιση η ακριβής διάρθρωση της τιτλοποίησης και πρακτικά παραδείγματα τιτλοποιήσεων και των λογιστικών εγγραφών τους καθώς και καταστάσεις χρηματικών ροών εταιρείας ειδικού σκοπού.

Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο παρατίθενται κάποια συμπεράσματα που αφορούν την ευθύνη των τιτλοποιήσεων για την οικονομική κρίση, την ευθύνη του θεσμικού πλαισίου και των φορέων του και δίνονται προτάσεις για την πρόληψη, την διαχείριση και την επίλυση της οικονομικής κρίσης.

THE SECURITIZATION OF RECEIVABLES AS AN EXTRACTION METHOD OF LIQUIDITY AND ITS CONTRIBUTION ON THE FINANCIAL CRISIS, THE GREEK EXPERIENCE

ABSTRACT

The securitization of receivables helped the rapid growth in global economy of the past twelve years. The excesses and weaknesses of their business model became one of the causes of the recent global economic crisis.

This paper addresses the entire process of securitization, its stages, the participants and the results. There is also a brief analysis of the recent economic crisis, its causes and it is discussed whether the financial crisis is affected by the securitization in Greece and all over the world.

In particular each chapter presents the following:

The first chapter describes the concept, the organization, and the operation of securitization. It describes the basic types of securitizations, which is cash securitization and synthetic securitization and its subcategories that have to do with the cover of notes. At the end of the chapter the benefits of the banks from this process are mentioned along with the risks for the banks and the financial system.

The second chapter presents the participants in the securitization process and the role of each one of them. Then the operation of the securitization is analyzed in detail and some empirical examples of balance sheet of special purpose entity are given, which has the vital role of converting receivables into notes. For this reason it is important to understand its function and role. Finally it describes the influence of securitization on banking institutions and the effects it has on the financial system.

In the third chapter, the international experience of securitization is presented as well as longitudinal data from the amounts that have been securitized in the U.S. and Europe from 1985 to 2012. Then there is a presentation of the last financial crisis, its causes and its course and the process of securitization is combined with the financial crisis and its influence on it. The systemic problem of the markets is also analyzed and how it was inflated by the attempt to cover credit risks of the financial institutions with the widespread use of securitization.

The fourth chapter analyzes the institutional framework for securitization in Greece and the difference between securitization and covered bonds. Also real facts are given for securitization in Greece, the amounts of securitization and the ratings based that the four major Greek banks had - Alpha Bank, National Bank, Eurobank, and Piraeus Bank. In the end the global economic crisis is compared to the Greek crisis.

The fifth chapter is an empirical analysis of securitization and of the accounting entries which are necessary not only on the side of the bank - that is the outsourcers of receivables - but also on the side of the special purpose entity, which is the buyer of the receivables and the issuer of the notes. An exact schematic structure of securitization is given, as well as practical examples of it with accounting records and statements of cash flows of a special purpose entity.

The sixth and final chapter presents some conclusions concerning the liability of securitization on the financial crisis, the responsibility of the institutional framework and its agencies and there are suggestions for the prevention, the management and resolution of the financial crisis.

1.1 Η έννοια, η οργάνωση και η λειτουργία της Τιτλοποίησης

Τιτλοποίηση είναι η έκδοση τίτλων, όπως για παράδειγμα ομολογιών, που έχουν ως κάλυμμα δανειακά κεφάλαια και χρηματοροές από στοιχεία ενεργητικού ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Στην ουσία έχουμε μια εκχώρηση, έναντι οικονομικού τιμήματος στοιχείων του ενεργητικού μια εταιρείας, προς μία εταιρεία ειδικού σκοπού (special purpose entity – SPE), η οποία εκδίδει τίτλους. Τα στοιχεία του ενεργητικού που εκχωρούνται έχουν ομοειδή χαρακτηριστικά και χρηματοροές, που στηρίζουν την πληρωμή των τίτλων. Οι τίτλοι με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο διαχωρίζονται σε τουλάχιστον δύο τμήματα (tranches). Το τμήμα με τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο συνήθως είναι αδιαβάθητο και χαρακτηρίζεται ως «μετοχικό κεφάλαιο» ή «τμήμα πρώτης ζημίας» (first loss tranche).

Η βασική λογική της τιτλοποίησης είναι η μετατροπή μη ρευστών στοιχείων του ενεργητικού, σε εμπορεύσιμους τίτλους και η διάθεση των διαφορετικών τμημάτων τους σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών ανάλογα με την διάθεση ανάληψης κινδύνων. Στόχοι της τιτλοποίησης είναι η άντληση ρευστότητας, η μεταφορά πιστωτικού κινδύνου και η μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η ανωτέρω περιγραφόμενη διαδικασία αποτελεί την παραδοσιακή μορφή τιτλοποίησης (cash securitization) ενώ υπάρχει επίσης η συνθετική μορφή τιτλοποίησης (synthetic securitization), όπου δεν γίνεται άντληση ρευστότητας. Ο στόχος της συνθετικής τιτλοποίησης είναι η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου δανειακών χαρτοφυλακίων μέσω πιστωτικών παραγώγων.

Με την παραδοσιακή μορφή τιτλοποίησης το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να επιτύχει μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου και κεφαλαιακή ελάφρυνση εάν πωληθούν τα κατώτερα τμήματα της τιτλοποίησης σε επενδυτές. Ωστόσο εάν ο στόχος του ιδρύματος είναι η άντληση ρευστότητας με χαμηλό επιτοκιακό κόστος τότε μπορεί να επιλέξει να πουλήσει στους επενδυτές τα ανώτερα τμήματα της τιτλοποίησης και να διατηρήσει τα κατώτερα.

Επίσης μεγάλη σημασία στην τιτλοποίηση έχουν τα «καλύμματα» στα οποία στηρίζεται και η ποιότητα της. Ουσιαστικά αναφερόμαστε στην δεξαμενή (pool) από όπου προέρχονται οι τίτλοι που δημιουργούνται. Για παράδειγμα εάν τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από ενυπόθηκα δάνεια τότε τα νέα αξιόγραφα είναι στεγαστικοί τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία (residential mortgage backed securities - RMBS), εάν τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από

επιχειρηματικά δάνεια τότε οι νέοι τίτλοι είναι γνωστοί ως δομημένα χρεωστικά ομόλογα (collateralized loan obligations – CLOs). Ένα CLO ομόλογο εκδίδεται συνήθως σε συνδυασμό με την τιτλοποίηση εταιρικών ομολόγων ενώ υπάρχουν και τα (collateralized bond obligations – CBOs) όπου η τιτλοποίηση περιλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο από εταιρικά ομόλογα. Οι πληρωμές του κεφαλαίου και των τόκων των νέων τίτλων που δημιουργήθηκαν με την διαδικασία της τιτλοποίησης προέρχονται από τις χρηματοροές που γεννούν οι δεξαμενές (pools) των περιουσιακών στοιχείων. Πολλές φορές συναντάμε τον ευρέως πλέον γνωστό όρο, CDO (collateralized debt obligations) ο οποίος είναι ένας γενικότερος όρος και ενσωματώνει τις περισσότερες μορφές τίτλων που εκδίδονται με την διαδικασία της τιτλοποίησης συμπεριλαμβανομένου και τους δημοσίου χρέους. Τα CDOs είναι δομημένα «παράγωγα» προϊόντα (structured bonds) τα οποία έχουν ως υποκείμενο άλλους δομημένους τίτλους, ενώ εκδίδονται διάφορες σειρές τέτοιων τίτλων με χαρακτηριστικά που κάποιοι επενδυτές προηγούνται στις πληρωμές.

1.2 Βασικές κατηγορίες Τιτλοποιήσεων

Όπως αναφέρεται στην παράγραφο 1.1 υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες τιτλοποιήσεων, η τιτλοποίηση απαιτήσεων τοις μετρητοίς (cash securitization) και η συνθετική μορφή τιτλοποίησης (synthetic securitization).

i) Στην τιτλοποίηση απαιτήσεων τοις μετρητοίς (cash securitization), η τράπεζα συγκεντρώνει ένα χαρτοφυλάκιο δανείων ή άλλων απαιτήσεων της, το μεταβιβάζει σε μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ), η οποία έχοντας τα απαραίτητα κεφάλαια καθώς και μετοχικό κεφάλαιο από ανεξάρτητους επενδυτές, εκδίδει ομολογιακά δάνεια με κάλυψη το μεταβιβασμένο από την τράπεζα χαρτοφυλάκιο. Η τράπεζα πουλώντας τα εκδιδόμενα καλυμμένα ομόλογα αυξάνει τα ρευστά διαθέσιμα της ενώ παράλληλα μειώνεται το χαρτοφυλάκιο των χορηγήσεων της κατά το ύψος του μεταβιβασμένου χαρτοφυλακίου. Είναι σημαντικός ο νομικός διαχωρισμός του χαρτοφυλακίου και των υποχρεώσεων της τράπεζας από τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδονται. Σε αυτή την κατηγορία τιτλοποιήσεων μπορούμε να διακρίνουμε δύο νέες κατηγορίες τιτλοποιήσεων που προκύπτουν από τις διαφορές που υπάρχουν στα χρησιμοποιούμενα στοιχεία του ενεργητικού που εκχωρούνται από την τράπεζα. Έχουμε λοιπόν την παραδοσιακή τιτλοποίηση και την τιτλοποίηση επιχειρηματικών δανείων και ανακυκλούμενων πιστώσεων.

a) Παραδοσιακή τιτλοποίηση είναι η έκδοση τίτλων με κάλυμμα ένα χαρτοφυλάκιο ομοειδών δανείων και απαιτήσεων με προκαθορισμένες μελλοντικές ροές. Σε αυτήν την κατηγορία εκδίδονται ομόλογα και ενεχυριάζονται κυρίως στεγαστικά δάνεια.

b) Στην τιτλοποίηση απαιτήσεων επιχειρηματικών δανείων και ανακυκλούμενων

πιστώσεων στο ενεχυριαζόμενο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνονται δάνεια διαφόρων τύπων, τα οποία δεν είναι σταθερά σε όλη την διάρκεια της συναλλαγής και απαιτείται μια συνεχή διαχείριση και παρακολούθηση των υποχρεώσεων των ομολόγων. Επίσης περιλαμβάνονται δάνεια όπου ο δανειζόμενος είναι σε θέση να μεταβάλλει το ποσό του δανεισμού του εντός ενός προκαθορισμένου πιστωτικού περιθωρίου. Σε αυτού του τύπου την τιτλοποίηση η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί ένα μετοχικό μερίδιο επί των χρηματικών ροών που θα προκύψουν από το χαρτοφυλάκιο και ως εκ τούτου συμμετέχει με μετοχική σχέση στην ΕΕΣ που πραγματοποιεί την τιτλοποίηση. Ουσιαστικά το μερίδιο της τράπεζας είναι ότι απομένει μετά που αφαιρεθεί το μερίδιο της ΕΕΣ που της αναλογεί για την παρακολούθηση και την διαχείριση των ομολόγων που έχει εκδώσει. Σε αυτή την κατηγορία τιτλοποιήσεων εντάσσονται οι εκδόσεις ομολόγων με κάλυμμα ενεχυριαζόμενα επιχειρηματικά δάνεια.

Πρακτικά η τράπεζα εκχωρεί τα δάνεια από το χαρτοφυλάκιο της και λαμβάνει σήμερα το σύνολο των χρημάτων από την τιτλοποίηση και όχι σε μελλοντικές δόσεις και συνεχίζει να χρηματοδοτεί τους πελάτες της που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Τα ομόλογα που εκδίδονται έχουν ημερομηνία λήξης μετά το τέλος της χρηματοδότησης (διάρκειας από δύο έως δέκα έτη). Οι αποπληρωμές των δανείων των δανείων του χαρτοφυλακίου ανακύκλωσης επιστρέφονται στην μεταβιβάζουσα τράπεζα η οποία μπορεί να προβεί σε νέες χορηγήσεις δανείων.

ii) Στην τιτλοποίηση απαιτήσεων συνθετικής μορφής (synthetic securitization) πραγματοποιείται μεταφορά πιστωτικού κινδύνου και προκύπτει από το χαρτοφυλάκιο μέσω χρηματοοικονομικών παραγώγων. Η μεταφορά πιστωτικού κινδύνου γίνεται είτε με έκδοση ομολόγων που συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (credit linked notes) είτε χωρίς την ύπαρξη χρηματοδότησης, όπου έχει την μορφή ενός συμβολαίου ανταλλαγής του κινδύνου χρεοκοπίας (credit default swap). Επίσης είναι δυνατόν η τιτλοποίηση να λάβει τη μορφή εγγυήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο της τράπεζας. Στην περίπτωση αυτή, οι απαιτήσεις που προκύπτουν από το χαρτοφυλάκιο, θα εξακολουθούν να εμφανίζονται στον ισολογισμό της μεταβιβάζουσας τράπεζας.

Η Επιτροπή της Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας έχει θέσει κάποιες προϋποθέσεις προκειμένου η μορφή της συνθετικής τιτλοποίησης να συμβάλει στη βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας της μεταβιβάζουσας τράπεζας. Η εποπτική αντιμετώπιση των λειτουργικών προϋποθέσεων της τιτλοποίησης απαιτήσεων συνθετικής μορφής και ανακυκλούμενων πιστώσεων, καθώς ο υπολογισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων θα πρέπει να συμφωνούνται με την Τράπεζα της Ελλάδος.¹

¹ Εγκύκλιος Διοίκησης 9 της ΤΤΕ, 30/10/2003, παράγραφος Ζ.

1.3 Τα οφέλη των τραπεζών και οι κίνδυνοι από την τιτλοποίηση

Στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχουν καταγραφεί διάφορες μορφές κινδύνων που μπορεί να δημιουργήσουν μη αναμενόμενα αποτελέσματα σε κάθε οικονομική μεταβολή που συντελείται σ' αυτό. Οι κίνδυνοι αυτοί όπως έχουν καταγραφεί και αναφέρονται στην διεθνή βιβλιογραφία είναι ο λειτουργικός κίνδυνος που έχει να κάνει με την βασική λειτουργία της κάθε επιχείρησης και ο κίνδυνος της αγοράς που αφορά τις αλλαγές στις συνθήκες της χρηματοοικονομικής κατάστασης. Επίσης συναντούμε τον νομικό κίνδυνο που αναφέρεται στις αλλαγές της νομοθεσίας που επηρεάζει της τρέχουσα οικονομική ζωή και τον κίνδυνο ρευστότητας που συνδέεται με την δυνατότητα της επιχείρησης να αποπληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Ο μεγαλύτερος όμως κίνδυνος, όπως καταγράφεται στις μέρες μας είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και αφορά την αδυναμία των επιχειρήσεων και ιδίως των τραπεζικών ιδρυμάτων να τηρήσουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις έναντι των αντισυμβαλλομένων τους. Ιδιαίτερα τα τελευταία τέσσερα έτη ο πιστωτικός κίνδυνος επηρέασε πολύ έντονα την παγκόσμια οικονομική ζωή και γι' αυτόν το λόγο έχουν γίνει πολλές τεχνικές, νομικές αλλά και θεσμικές παρεμβάσεις και αλλαγές σε μια προσπάθεια αντιμετώπισης ή εξάλειψης του.

Σε αυτά τα πλαίσια αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου, τα πιστωτικά ιδρύματα υιοθέτησαν την τεχνική της τιτλοποίησης απαιτήσεων με σκοπό να μεταβιβάσουν σε πρόθυμους επενδυτές και έναντι τιμήματος μέρος του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχεται στα χαρτοφυλάκια χορηγήσεων που διαθέτουν. Τι κερδίζει λοιπόν η τράπεζα που συγκεντρώνει σε μια δεξαμενή (pool), όπως αναφέραμε παραπάνω, ενυπόθηκα δάνεια, απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες ή επιχειρηματικά δάνεια και εκχωρεί αυτά τα στοιχεία του ενεργητικού της σε μια άλλη νομική οντότητα (ΕΕΣ);

Η τράπεζα μετά την τιτλοποίηση ουσιαστικά μετατρέπει τα περιουσιακά αυτά στοιχεία που έχει εκχωρήσει σε νομισματικές μονάδες, ελευθερώνοντας έτσι το ρευστό που είχε δεσμεύσει με την χορήγηση του αρχικού δανείου. Από την στιγμή που το δάνειο έχει μετατραπεί σε ρευστό διαγράφεται από τα βιβλία δανείων του εκδότη, ο οποίος έχει πλέον ρευστό για να εκδώσει νέα δάνεια ή να προβεί σε νέες επενδύσεις. Αυτό είναι ένα πολύ κρίσιμο σημείο για πολλές εμπορικές τράπεζες που εκδίδουν δάνεια υψηλού ρίσκου και δεν επιθυμούν αυτά τα δάνεια να επηρεάζουν τις απαιτήσεις ελαχίστων ρευστών διαθεσίμων. Έχουμε λοιπόν ενίσχυση του βαθμού ρευστότητας του ενεργητικού της τράπεζας. Στην συνθετική τιτλοποίηση βέβαια δεν ισχύει αυτό, αλλά με την μείωση του πιστωτικού κινδύνου μπορεί η τράπεζα να βελτιώσει τα κανάλια εύρεσης ρευστότητας και να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης.

Επίσης με την τιτλοποίηση βελτιώνεται ο η κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας παρά τον υψηλό ρυθμό επέκτασης των χορηγήσεων. Αυτό επιτυγχάνεται με την εξοικονόμηση

κεφαλαίων μέσω της μείωσης του σταθμισμένου ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού καθώς το χαρτοφυλάκιο που επιλέγεται για τιτλοποίηση και μεταβιβάζεται στην ΕΕΣ σταθμίζεται με συντελεστή κινδύνου συνήθως 50% ή και 100% , έναντι ρευστών διαθέσιμων που εισρέουν στο ενεργητικό που σταθμίζονται με 0% συντελεστή κινδύνου. Ακόμη και στην σύνθετη τιτλοποίηση η μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου χωρίς την εκχώρηση στοιχείων του ενεργητικού οδηγεί σε μείωση του σταθμισμένου ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού, κάτω φυσικά από τις συγκεκριμένες προϋποθέσεις που ορίζει η ΤΤΕ.

Μία άλλη δυνατότητα που προσφέρεται μέσω της τιτλοποίησης στις τράπεζες είναι η ενίσχυση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων καθώς αυξάνεται ο κύκλος εργασιών στον τομέα των δανειακών πελατών, πραγματοποιούνται υψηλότερα έσοδα από προμήθειες και διατηρείται ένα μέρος περιθωρίου επιτοκίων που προορίζεται για την κάλυψη των πιστωτικών κινδύνων το οποίο μπορεί να υπολογιστεί ως κέρδος της τράπεζας και ιδίως κατά την έναρξη της περιόδου της τιτλοποίησης. Γενικά η τιτλοποίηση στοχεύει στην επίτευξη από την τράπεζα ενός υψηλότερου επιπέδου εσόδων με δεδομένα ίδια κεφάλαια και ενεργητικό, πράγμα που συνεπάγεται την βελτίωση του ROA (Return On Assets) ή Απόδοση Ενεργητικού και του ROE (Return On Equity) ή Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων.

Τέλος η αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων της τράπεζας στα δανειακά τους χαρτοφυλάκια αποτελεί ένα σημαντικό όφελος της τιτλοποίησης καθώς επιτυγχάνεται η 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.

Πέρα από τις ευνοϊκές επιπτώσεις της τιτλοποίησης απαιτήσεων υπάρχουν και προβλήματα κατά την υλοποίηση της. Ιδιαίτερα κατά την μεταβίβαση (πώληση) των χαρτοφυλακίων αναφοράς επιχειρηματικών δανείων και ανακυκλούμενων πιστώσεων, τα οποία δεν είναι απολύτως ομοιογενή μεταξύ τους και δεν τεκμηριώνονται πάντα με τυποποιημένες συμβάσεις μεταξύ τράπεζας και πελάτη-δανειζόμενου. Επιπλέον η εκτίμηση των μελλοντικών χρηματοροών σε χαρτοφυλάκια ανομοιογενών επιχειρηματικών δανείων είναι σχετικά δύσκολη. Η ανάγκη κάλυψης των συνεπαγόμενων αυξημένων νομικών και πιστωτικών κινδύνων, καθώς και των κινδύνων της αγοράς που μπορεί να υπάρχουν, αυξάνει συχνά το κόστος της τιτλοποίησης σε βαθμό που να καθίσταται ασύμφορη, ιδιαίτερα σε τράπεζες που έχουν ικανοποιητική πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές ώστε να αντλούν ρευστότητα με μικρότερο κόστος.

Ένας επίσης αντισταθμιστικός παράγοντας στα οφέλη της τιτλοποίησης είναι το

πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard problem) των τραπεζών όταν χορηγούν δάνεια προοριζόμενα για τιτλοποίηση. Υπάρχουν δάνεια που δεν πληρούν τα κριτήρια ασφαλείας για δανειοδότηση αλλά παρόλα αυτά δίνονται αφού θα τιτλοποιηθούν και θα μεταφερθεί ο πιστωτικός κίνδυνος από τις τράπεζες σε τρίτους επενδυτές. Τα συγκεκριμένα δάνεια μειωμένης διασφάλισης (subprime mortgages), αν δεν υπήρχε η τιτλοποίηση ως διαδικασία μείωσης του πιστωτικού κινδύνου της τράπεζας ίσως να μην χορηγούνταν ποτέ και έτσι θα μειωνόταν ο συνολικός πιστωτικός κίνδυνος της αγοράς ενώ τώρα αυξάνεται. Το θέμα αυτό συνιστά πλέον ένα συστημικό πρόβλημα που διαχέεται σε όλες τις αγορές και δεν είναι απλά ένα πρόβλημα κατανομής του πιστωτικού κινδύνου των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών γι' αυτό θα το αναλύσουμε διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο.

Αν θέλαμε να προσδιορίσουμε με σχετική ακρίβεια το κέρδος από την τιτλοποίηση απαιτήσεων, αυτό συνίσταται στο περιθώριο που προκύπτει, αν από την απόδοση των δανείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο αφαιρεθούν, πρώτον το επιτόκιο των ομολόγων που θα εκδοθούν, δεύτερον το μη-επιτοκιακό κόστος που προκύπτει από τις διαδικασίες οργάνωσης και διαχείρισης της τιτλοποίησης (επενδυτικές τράπεζες, εταιρείες παροχής νομικών συμβουλών, οίκους εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας, κ.α.) και τρίτον το κόστος των απωλειών από επισφαλή δάνεια στο χαρτοφυλάκιο που επιβαρύνει την μεταβιβάζουσα τράπεζα.

1.4 Συμπεράσματα

Οι τραπεζικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν το πρόβλημα του πιστωτικού κινδύνου στα χαρτοφυλάκια χορηγήσεων που διατηρούν. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι ο βασικός τρόπος αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου και μέσω αυτής της διαδικασίας μειώνεται και ουσιαστικά μεταφέρεται σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν, έναντι μιας απόδοσης που προσφέρουν οι εκδιδόμενοι τίτλοι.

Η τιτλοποίηση διακρίνεται σε τιτλοποίηση τοις μετρητοίς όπου οι τράπεζες μεταβιβάζουν το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων τους σε μία ΕΕΣ και εκδίδονται τίτλοι οι οποίοι επιστρέφουν ρευστότητα στην τράπεζα και σε συνθετική τιτλοποίηση. Η δεύτερη περίπτωση είναι απλά η μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχουν τα χαρτοφυλάκια απαιτήσεων με την χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Μεγάλη σημασία στην τιτλοποίηση παίζει το περιεχόμενο των χαρτοφυλακίων που χρησιμοποιούνται ως καλύμματα για τους εκδιδόμενους τίτλους γιατί στις μελλοντικές ροές που έχουν τα χαρτοφυλάκια απαιτήσεων στηρίζονται οι πληρωμές των τίτλων. Τα κέρδη που έχουν οι τράπεζες από την διαδικασία της τιτλοποίησης είναι πολλά και σε διάφορα επίπεδα. Κυρίως ενισχύεται η ρευστότητα των τραπεζών και μειώνεται ο πιστωτικός του κίνδυνος με

συνέπεια να αυξάνεται η πιστοληπτική τους ικανότητα και η διαβάθμιση τους. Επίσης έχουν κέρδη και σε επίπεδο αποδοτικότητας από αυτήν την διαδικασία.

Βέβαια πρέπει να τονιστούν και οι κίνδυνοι που εγκυμονεί μια τέτοια πολύπλοκη διαδικασία κυρίως όταν παραβιάζονται οι κανόνες και το θεσμικό πλαίσιο που πρέπει να ακολουθείται. Όπως όλα τα χρηματοοικονομικά εργαλεία έτσι και η τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων έχει δημιουργηθεί ώστε να καλύπτει μια συγκεκριμένη ανάγκη που αφορά στην αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών και στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας. Δεν είναι όμως αυτοσκοπός και δεν πρέπει να φτάνουμε σε ακραίες περιπτώσεις όπου χορηγούνται δάνεια μόνο και μόνο επειδή θα τιτλοποιηθούν. Τα φαινόμενα της υπερβολής αυτής και τα αποτελέσματα τους έχουν γίνει ορατά στις μέρες μας πολύ έντονα. Θα ασχοληθούμε παρακάτω για να τα αναλύσουμε και να φτάσουμε στα αίτια που οδήγησαν σε εκτροχιασμό τις διαδικασίες των τιτλοποιήσεων. Επίσης θα προσδιορίσουμε ποιες είναι οι θεσμικές παρεμβάσεις που μπορούν να επαναφέρουν σε εύρυθμη λειτουργία τις κεφαλαιαγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

2.1 Οι συμμετέχοντες στην διαδικασία της Τιτλοποίησης

2.1.α Οι Τράπεζες

Οι τράπεζες είναι από τους βασικούς συντελεστές που συμμετέχουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Αποτελούν τους οργανισμούς που χορηγούν τα δάνεια στους πελάτες τους και στην συνέχεια επιθυμούν να λάβουν ρευστότητα μέσω της τιτλοποίησης των απαιτήσεων που έχουν χορηγήσει. Η κλασική λειτουργία μιας εμπορικής τράπεζας είναι να δέχεται τις καταθέσεις των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων (νοικοκυριών ή επιχειρήσεων) και να χορηγεί στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες δάνεια για καλύψουν τις ανάγκες τους.

Αυτή η λειτουργία φαίνεται σχηματικά παρακάτω στο Υπόδειγμα 1.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ 1



Η τράπεζα δέχεται ρευστότητα και παράγει δανεισμό

Έτσι λοιπόν οι τράπεζες αντλούν ρευστότητα από τους καταθέτες και διοχετεύουν μέρος αυτής της ρευστότητας σε πελάτες που επιθυμούν δάνεια. Ο πιστωτικός κίνδυνος έχει διαφορετική κατεύθυνση από αυτή της ροής της ρευστότητας και φαίνεται στο Υπόδειγμα 2.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ 2



Η τράπεζα παράγει, χρηματοδοτεί, διαχειρίζεται και κρατά τον πιστωτικό κίνδυνο του δανειζόμενου

Η επιχείρηση που θέτει σε κίνηση την όλη διαδικασία της τιτλοποίησης είναι η πωλήτρια των απαιτήσεων. Ο σκοπός της είναι η μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου που έχει σωρευτεί στο δανειακό της χαρτοφυλάκιο. Η επιχείρηση αυτή μπορεί να είναι δημόσιου ή ιδιωτικού τομέα και μπορεί να έχει οποιοδήποτε σκοπό ή δραστηριότητα. Η πρακτική δείχνει ότι συνήθως οι κύριοι χρήστες της τιτλοποίησης ως πωλητές είναι μεγάλες ΑΕ και τράπεζες. Η βασική προϋπόθεση για την συμμετοχή στην διαδικασία αυτή είναι να έχει έδρα την Ελλάδα ή να έχει έδρα στην αλλοδαπή και εγκατάσταση στην Ελλάδα. Με τον τρόπο αυτό μπορούν να ενταχθούν στην διαδικασία μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα του εξωτερικού που δραστηριοποιούνται έντονα στην Ελλάδα. Έτσι εξασφαλίζεται από τον νομοθέτη ότι δεν πρόκειται να εκχωρηθούν προς τιτλοποίηση απαιτήσεις αγνώστου προελεύσεως και αμφιβόλου ποιότητας που δεν μπορεί να οριστεί με ασφάλεια ο κίνδυνος τους.

Επίσης η διεθνής πρακτική έχει δείξει ότι είναι δυνατή η συμμετοχή και περισσότερων από ενός πωλητών σε μια τιτλοποίηση (multiseller securitization conduit). Με την δυνατότητα αυτή επιτυγχάνεται ο επιμερισμός των εξόδων της διαδικασίας μεταξύ περισσότερων εταιριών, χρησιμοποιώντας μια εταιρία ειδικού σκοπού και κοινούς παροχείς υπηρεσιών ενώ ταυτόχρονα επιτυγχάνεται να τιτλοποιηθούν ομάδες απαιτήσεων που από μόνες τους δεν θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μια δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων επαρκή για την υλοποίηση της διαδικασίας.

2.1.β Οι Εταιρείες Ειδικού Σκοπού

Η εταιρία ειδικού (ή αποκλειστικού) σκοπού δημιουργείται με σκοπό την συγκεκριμένη τιτλοποίηση ή μπορεί να προϋπάρχει και προσαρμόζει αναλόγως τον σκοπό της. Η σύσταση της μπορεί να είναι ως ΑΕ, ως ΕΠΕ, ως προσωπική εταιρία ή ακόμη και ως εμπίστευμα, μορφή ιδιαίτερος διαδεδομένη σε χώρες όπου έχουν καθιερωθεί τα trust.. Στην Ελλάδα ο νόμος 3156/2003 στο άρθρο 10 παράγραφο 3 ορίζει ως μοναδικό αποδεκτό τύπο Εταιρίας Ειδικού Σκοπού την Ανώνυμη Εταιρία.

Η συμμετοχή της ΕΕΣ στην τιτλοποίηση είναι καθοριστική καθώς γίνεται ο αποκλειστικός δικαιούχος των απαιτήσεων και γι' αυτό οι δραστηριότητες της είναι περιορισμένες και επικεντρώνονται στην διαδικασία της τιτλοποίησης χωρίς περαιτέρω ενέργειες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν διεκδικήσεις από τους δανειστές σε περίπτωση πτώχευσης. Πολλές δραστηριότητες της τιτλοποίησης πραγματοποιούνται από τα υπόλοιπα μέλη που συμμετέχουν στην διαδικασία και η ΕΕΣ ενεργεί μόνο για τον σκοπό που υφίσταται. Επίσης η ΕΕΣ διαθέτει κεφάλαια, εγκαταστάσεις και τα απαραίτητα όργανα για την υλοποίηση του αποκλειστικού σκοπού της ενώ είναι νομικά και οικονομικά ανεξάρτητη

από την πωλήτρια εταιρία. Έτσι μπορεί να επιτευχθεί η ασφάλεια των επενδυτών από την εξουσία της πωλήτριας εταιρίας πάνω στις απαιτήσεις και κατά συνέπεια αποτρέπεται η τυχόν προσπάθεια των δανειστών της πωλήτριας να ικανοποιηθούν από τις απαιτήσεις αυτές. Με την ανεξαρτησία της ΕΕΣ από την πωλήτρια επιτυγχάνεται επίσης ο πλήρης διαχωρισμός των απαιτήσεων από το ενεργητικό της πωλήτριας εταιρίας και είναι δυνατή η αφαίρεση των απαιτήσεων από τους ισολογισμούς της. Ο Ιάκωβος Βενιέρης² αναφέρει την ΕΕΣ και ως «ορφανή εταιρία» που συστήνεται με τρόπο ώστε να ανήκει σε ανεξάρτητο φορέα ακόμη και μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και να είναι πλήρως αποχωρισμένη από τα άλλα μέρη της διαδικασίας. Η αυτοτέλεια της αφορά τόσο στις αποφάσεις της όσο και στη τύχη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται σε αυτήν και αποτελούν κάλυψη των αξιώσεων των επενδυτών.

Μέσω της σύμβασης εκχώρησης επιτυγχάνεται στο ελληνικό δίκαιο της τιτλοποίησης, ο διαχωρισμός των απαιτήσεων, που χρησιμοποιούνται για τους σκοπούς της τιτλοποίησης (τιτλοποιούμενες απαιτήσεις) και βαρύνονται με το νόμιμο ενέχυρο υπέρ των δανειστών του αποκτώντος, από την υπόλοιπη περιουσία του μεταβιβάζοντος.³

Ο αποκλειστικός ρόλος της ΕΕΣ είναι να αποτελέσει το νομικό μόρφωμα που θα είναι ο νέος φορέας των απαιτήσεων και θα μπορεί να τις χρησιμοποιεί ως εγγύηση για την έκδοση τίτλων ώστε να τροφοδοτεί παράλληλα με ρευστότητα την πωλήτρια. Ουσιαστικά η ΕΕΣ είναι ο εκδότης των τίτλων στην διαδικασία της τιτλοποίησης, με πολύ συγκεκριμένο και ακριβή ρόλο που δεν δέχεται παρεμβάσεις από κανένα άλλον συμμετέχοντα στην διαδικασία ούτε προβαίνει σε παρεκκλίσεις από τον κύριο σκοπό της.⁴

2.1.γ Οι Διαχειριστές

Η τιτλοποίηση για να ολοκληρωθεί ως διαδικασία πρέπει να αποπληρωθούν οι επενδυτές με το συνολικό κεφάλαιο που επένδυσαν προσ αυξημένο κατά το ποσό των τόκων που αποδίδουν οι τίτλοι που έχουν εκδοθεί. Για να γίνει αυτό πρέπει να κινηθεί απρόσκοπτα η ροή των πληρωμών των απαιτήσεων που ο τίτλος πώληθηκαν και να υπάρχει επαρκή ρευστότητα ώστε να ικανοποιούνται οι όροι έκδοσης των τίτλων. Πρέπει λοιπόν το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων που εκχωρήθηκε να διαχειρίζεται προσεκτικά και με επιμέλεια ούτως ώστε οι χρηματοροές να κινούνται ομαλά και με τάξη.

Η διαχείριση αυτή είναι μια πολύ σημαντική και ουσιώδης διαδικασία που πρέπει να γίνεται από εξειδικευμένη εταιρία με σκοπό την εποπτεία του χαρτοφυλακίου και την διεκδίκηση των πληρωμών των απαιτήσεων. Πραγματοποιείται για τον σκοπό αυτό από την

² Βενιέρης Ιάκωβος Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν.3156, σελ 34

³ Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματα Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποιήσεων, σελ139

⁴ Βενιέρης Ιάκωβος Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν.3156 σελ 32

ΕΕΣ ανάθεση σε εταιρία διαχείρισης χρέους, με συμβατικό τρόπο και όρους, της εποπτείας, της διεκδίκησης των πληρωμών καθώς και της δημιουργίας ενημερωτικών εκθέσεων για την πορεία του χαρτοφυλακίου. Η διαχειρίστρια εταιρεία αμείβεται με προκαθορισμένο τρόπο αναλόγως του χαρτοφυλακίου που έχει να διαχειριστεί και η αμοιβή της συμπεριλαμβάνεται στα έξοδα της τιτλοποίησης.

Είναι σύνηθες, λόγω της γνώσης του χορηγητικού της πελατολογίου, της ευελιξίας που έχει, της άμεσης επαφής της με το πελατολόγιο, της αναστάτωσης που τυχόν θα προκαλέσει η ανάμιξη μιας νέας εταιρίας στην διαχείριση των απαιτήσεων καθώς και της επιθυμίας της να μην απεμπολήσει την σχέση με το πελατολόγιο της αλλά και λόγω της αμοιβής του διαχειριστή, η πωλήτρια εταιρία να αναλαμβάνει τον ρόλο της διαχείρισης των απαιτήσεων της τιτλοποίησης.

Η θέση του διαχειριστή είναι καθοριστική για όλη την διαδικασία της τιτλοποίησης. Από την επιμελή εκτέλεση των καθηκόντων του εξαρτάται η εμπρόθεσμη αποπληρωμή των εκδιδόμενων τίτλων. Η πλημμελής εκτέλεση των καθηκόντων του είναι πολύ επιβλαβής για την διαδικασία και θέτει σε κίνδυνο το όλο εγχείρημα και την ομαλή έκβαση του, με κίνδυνο να μην επιτευχθεί η χρηματοδότηση του πωλητή ή να σημειωθεί απώλεια κεφαλαίου για τους επενδυτές. Η έννοια της πλημμελούς άσκησης των καθηκόντων διαχείρισης είναι πιο εύκολη ιδιαίτερα εάν η ανάθεση έχει γίνει στην μεταβιβάστρια εταιρία, η οποία θα έχει όπως και πριν την ευθύνη είσπραξης και διαχείρισης των απαιτήσεων, καθώς οι ενέργειες της θα πρέπει να είναι ίδιες με αυτές, πριν την μεταβίβαση και τιτλοποίηση του χαρτοφυλακίου.

Είναι δυνατή η αντικατάσταση του διαχειριστή από της ΕΕΣ, εάν κριθεί ότι εκτελεί πλημμελώς τα καθήκοντα του και βάζει σε κίνδυνο την ομαλή λειτουργία της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Μάλιστα ο Ν.3156/2003 στο άρθρο 10 παράγραφο 14 ορίζει ότι η αντικατάσταση του διαχειριστή δεν απαλλάσσει αυτόν από της ευθύνης του αλλά ευθύνεται εις ολόκληρο και αλληλεγγύως με τον αντικαταστάτη διαχειριστή.

2.1.δ Οι Οίκοι αξιολόγησης

Επειδή η διαδικασία της τιτλοποίησης είναι αρκετά πολύπλοκη και δυσνόητη για τον κάθε απλό επενδυτή, που έχει το κεφάλαιο και επιθυμεί να επενδύσει ώστε να έχει μια απόδοση από την ρευστότητα του, πρέπει να υπάρξει τρόπος αντικειμενικής προσέγγισης των τίτλων και εύκολης αξιολόγησης του κινδύνου που εμπεριέχεται σ' αυτούς. Έτσι θα μπορεί να υπάρχει μια διαβάθμιση (rating) του κάθε τίτλου ώστε η πρόσβαση να μην είναι τυφλή και χωρίς γνώση των κινδύνων που ενέχουν ώστε να υπάρχει και εκτίμηση της απόδοσης που προκύπτει από αυτούς και κατά πόσο ανταποκρίνεται στο ρίσκο που «αγοράζει» ο επενδυτής.

Προκειμένου να επιλυθεί το παραπάνω πρόβλημα καθιερώθηκε διεθνώς η συμμετοχή των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στην διαδικασία της τιτλοποίησης. Οι οίκοι αυτοί

αξιολογούν τους τίτλους που προκύπτουν, τους αποδίδουν ένα βαθμό φερεγγυότητας καθώς και μια πιθανότητα κατάρρευσης ή αντίθετα μια πιθανότητα αποπληρωμής τους. Η ευθύνη του οίκου αξιολόγησης έγκειται στο να μελετήσει εκτενώς τα δεδομένα της τιτλοποίησης, τα καλύμματα που υπάρχουν ως εγγυήσεις για το τίτλο που προκύπτει αλλά και το γενικότερο περιβάλλον μέσα στο οποίο λαμβάνει χώρα η διαδικασία και να δώσει στην δημοσιότητα μια διαβάθμιση των τίτλων. Η διαβάθμιση αυτή προκύπτει από συγκεκριμένα και γνωστά εκ των προτέρων μαθηματικά και οικονομετρικά μοντέλα τα οποία αναφέρονται σε μια κλίμακα αξιολόγησης που αποδίδει ένα βαθμό (rating) για κάθε τίτλο. Έτσι οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις που έχουν την μορφή επενδυτικών προϊόντων πια, μπορούν να αξιολογηθούν και εκτιμηθεί ο κίνδυνος ώστε το κάθε προϊόν να αγοραστεί από τον επενδυτή που ταιριάζει στο επενδυτικό του προφίλ.

Η εμπλοκή του οίκου αξιολόγησης γίνεται μετά από συμφωνία με την Εταιρία Ειδικού Σκοπού. Ο Ν.3156/2003 έχει θέση ως απαραίτητη προϋπόθεση την συμμετοχή των οίκων αξιολόγησης στην διαδικασία της τιτλοποίησης. Οι οίκοι αξιολόγησης είχαν εμπλακεί και σε όλες τις τιτλοποιήσεις που είχαν γίνει με τους με τους προηγούμενους νόμους, τον Ν.2801/2000 και τον Ν.2843/2000.

Ο Ν.3156/2003 αναφέρει ρητά ότι προκειμένου να αποκτηθούν τιτλοποιημένα προϊόντα από εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ή από αμοιβαία κεφάλαια με έδρα την Ελλάδα, θα πρέπει τα προϊόντα αυτά να έχουν υποχρεωτικά αξιολογηθεί από αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) και μάλιστα με ποσοστό διαβάθμισης που να χαρακτηρίζεται ως επενδυτικού βαθμού (investment grade).

Ο οίκος αξιολόγησης με την μελέτη που κάνει ουσιαστικά αποκωδικοποιεί, ερμηνεύει και εκλαϊκεύει την διαδικασία της τιτλοποίησης και δίνει την δυνατότητα στους επενδυτές να διαμορφώσουν μια συνοπτική και περιεκτική εικόνα της διαδικασίας. Επίσης είναι εύκολη η σύγκριση της κάθε επένδυσης με άλλες αντίστοιχες που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά ή και με άλλες επενδυτικές επιλογές καθώς με την αξιολόγηση όλες οι επιλογές έχουν αναχθεί σε μια ενιαία κλίμακα βαθμολόγησης.

Είναι αξιοσημείωτο ότι ο οίκος παρακολουθεί την πορεία του τίτλου κατά της διάρκεια της ζωής του καθώς και την διαχείριση των απαιτήσεων που εκχωρήθηκαν ώστε να επικαιροποιεί την βαθμολόγηση που έχει αποδώσει και σε πολλές περιπτώσεις ανάλογα με την πορεία της επένδυσης προβαίνει σε αναβαθμίσεις ή υποβαθμίσεις του βαθμού αξιολόγησης.

Γίνεται εύκολα κατανοητό ότι η συμμετοχή του οίκου αξιολόγησης στην διαδικασία είναι ιδιαίτερα βαρύνουσα σημασίας και μπορεί να αποτρέψει μια χρηματοδότηση ή να οδηγήσει σε κατάρρευση μια επένδυση. Γι' αυτό τον λόγο έχουν θεσπιστεί αυστηροί κανόνες για τον τρόπο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης και την διαφάνεια που θα πρέπει να

υπάρχει στις αξιολογήσεις τους. Έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες για την συμμετοχή και την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης στην κρίση χρέους που βιώσαμε τα τελευταία χρόνια παγκοσμίως και θα αναπτύξουμε την ευθύνη τους παρακάτω όταν θα αναλύσουμε τα αίτια της κρίσης.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι οι κυριότεροι οίκοι αξιολόγησης είναι οι τρεις:

1. Η Moody's που είναι Αμερικάνικη εταιρία και η πρώτη που δημιουργήθηκε το 1906 από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody.
2. Η Standard and Poor's η οποία επίσης έχει έδρα τις ΗΠΑ και δημιουργήθηκε το 1941 από συγχώνευση δύο άλλων εταιρειών των Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau και κατέχει αυτή την στιγμή το 40% της παγκόσμιας αγοράς.
3. Η Fitch Ratings που έχει δύο έδρες, την Νέα Υόρκη και το Λονδίνο η ανάπτυξη της εταιρείας χρονολογείται το 1989 ενώ καλύπτει πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με την Moody's και την Standard & Poor's.

Τα συστήματα αξιολόγησης και οι βαθμοί αξιολόγησης των παραπάνω εταιριών παρουσιάζονται στα Παραρτήματα 1 και 2, στο τέλος της διατριβής.

2.1.ε Οι Οφειλέτες ή Δανειολήπτες

Οι οφειλέτες δεν συμμετέχουν οικειοθελώς στην διαδικασία της τιτλοποίησης αλλά αποτελούν μέρος της. Ανάλογα με το θεσμικό πλαίσιο της χώρας που πραγματοποιείται η διαδικασία, μπορεί να μην πληροφορηθούν ποτέ άμεσα το γεγονός της μεταβίβασης των οφειλών τους. Όμως η σημασία των χρηματοροών που προκύπτουν από την εξόφληση των χρεών το ω , καθιστά το ω οφειλέτες ως κινητήρια δύναμη της ροής κεφαλαίων και της άντλησης ρευστότητας, που ξεκινά από αυτούς και καταλήγει στους επενδυτές και στους ομολογιούχους δανειστές.

Στην Ελλάδα ο Ν.3156/2003 αλλά και ο Αστικός Κώδικας ορίζουν την αναγγελία εκχώρησης των απαιτήσεων στους οφειλέτες ως προϋπόθεση για την μεταβίβαση τους. Σύμφωνα με αυτό, αναγγέλλεται εγγράφως στον οφειλέτη από την ΕΕΣ ή από την μεταβιβάζουσα και στην αναγγελία πρέπει να αναφέρονται και οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά η μεταβίβαση.

Η κύρια εγγύηση εξασφάλισης της επιτυχίας της τιτλοποίησης είναι οι δανειολήπτες, καθώς η φερεγγυότητα τους καθορίζει όχι μόνο την απρόσκοπτη αποπληρωμή των τίτλων αλλά και πολλούς όρους των συμφωνιών που απαρτίζουν την τιτλοποίηση. Η ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν στις ενοχικές τους υποχρεώσεις καθορίζει τον κίνδυνο που ενσωματώνει ο εκδιδόμενος τίτλος, το ύψος του επιτοκίου του τίτλου αλλά και τον όγκο των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν. Η ενδεχόμενη έλλειψη επαρκούς φερεγγυότητας από πλευράς των οφειλετών καλύπτεται με διάφορες άλλες εξασφαλίσεις που λαμβάνονται κατά

την τιτλοποίηση αλλά φυσικά κοστίζουν για τον εκδότη και επιβαρύνουν τα έξοδα της διαδικασίας.

2.1.στ Οι Τιτλούχοι Επενδυτές

Οι τιτλούχοι επενδυτές είναι ουσιαστικά ο φορέας που θέτει σε έναρξη την τιτλοποίηση και την χρηματοδότηση μέσω αυτής. Όλη η δυσκολία εκτέλεσης της τιτλοποίησης και οι δυσχέρειες που εμφανίζονται κατά την υλοποίηση της, έχουν κύριο αίτιο την προσπάθεια προστασίας των επενδυτών. Αποτελούν τον άμεσο δανειστή σε αυτήν την διαδικασία και τον παροχέα ρευστότητας που εκκινεί ολόκληρη την διαδικασία. Κατά την πραγματοποίηση της τιτλοποίησης οι συνεχείς έλεγχοι, η προσπάθεια προσεκτική διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου, οι εξασφαλιστικές δικλείδες, η πρόβλεψη πολυέξοδων ασφαλειών έχουν ένα και μόνο στόχο, την προστασία των επενδυτών.

Οι επενδυτές αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας και ουσιαστικά χορηγούν τα κεφάλαια που θα χρηματοδοτήσουν την εταιρία η οποία μεταβιβάζει τις απαιτήσεις της, συνεπώς βρίσκομαι και στην αρχή αλλά και στο τέλος της ροής των πληρωμών της όλης διαδικασίας. Αυτό συμβαίνει γιατί αρχικά χορηγούν τα κεφάλαια χρηματοδότησης και αγοράς των απαιτήσεων και στο τέλος απολαμβάνουν το προϊόν της είσπραξης και εκμετάλλευσης των απαιτήσεων αυτών. Αποκτούν το τελικό προϊόν της τιτλοποίησης, τους τίτλους, τα ομόλογα όπως συνήθως αναφέρονται, είναι δηλαδή ο αγοραστής των ομολογιών και κατ' επέκταση ο αγοραστής των απαιτήσεων που εκχωρεί η εταιρία αφού οι απαιτήσεις είναι η κάλυψη και το τελικό αντίκρισμα της επένδυσης τους.⁵

Το θεσμικό πλαίσιο που καλύπτει την διαδικασία της τιτλοποίησης δίνει μεγάλη βαρύτητα στην προστασία των επενδυτών. Ο Ν.3156/2003 δεν επιτρέπει την προσφορά σε ελεύθερο κύκλο επενδυτών τα προϊόντα της τιτλοποίησης αλλά ορίζει να γίνεται αυτό συνήθως με ιδιωτική τοποθέτηση και σε περιορισμένο κύκλο επενδυτών. Επίσης σύμφωνα με την κοινοτική οδηγία της MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν υπογεγραμμένο έντυπο καταγραφής των επενδυτικών τους επιθυμιών και των «επενδυτικών τους συνηθειών» που εξάγει το μέγιστο βαθμό κινδύνου που μπορούν να αναλάβουν και εάν δεν είναι σύμφωνο με τους κινδύνους που ενέχουν τα τιτλοποιημένα προϊόντα απαγορεύεται η πώληση τους σε αυτούς. Εάν πραγματοποιηθεί τέτοια πώληση, που απαγορεύεται, και καταγγελθεί στις εποπτεύουσες αρχές, ο εκδότης υποχρεώνεται σε απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου πλέον των τόκων στον επενδυτή κι επίσης επιβάλλεται πρόστιμο από τις αρχές στον εκδότη.

⁵ Βενιέρης Ιάκωβος Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν.3156 σελ 40

2.2 Η λειτουργία της τιτλοποίησης

Σύμφωνα με τον Ν.3156/2003 τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση απαιτήσεων λόγω πώλησης, σε σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: α) από το προϊόν της είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων.⁶

Οι δομές της τιτλοποίησης αποσκοπούν στην αντιστοίχιση (matching) των χρηματοροών των τιτλοποιημένων δανείων και των τίτλων που εκδίδονται και διακρίνονται σε δύο βασικές δομές:

α. Στη δομή όπου οι αποπληρωμές των τιτλοποιημένων δανείων χρησιμοποιούνται για σταδιακή αποπληρωμή των τίτλων που εκδίδονται (δομή *pass through*). Η εν λόγω δομή χρησιμοποιήθηκε από τις Ελληνικές τράπεζες στις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων κυρίως λόγω της συγκριτικά μεγάλης μέσης διάρκειας ζωής τους και της αργής αποπληρωμής των τίτλων.

β. Στη δομή όπου οι αποπληρωμές των δανείων χρησιμοποιούνται για αγορά νέων δανείων για μία καθορισμένη περίοδο (δομή *revolving*). Η αποπληρωμή των τίτλων γίνεται μετά τη λήξη της ανακυκλούμενης περιόδου. Έχει εφαρμοσθεί από τις Ελληνικές τράπεζες σε συναλλαγές μεσοπρόθεσμων τοκοχρεωλυτικών δανείων, όπως καταναλωτικά τοκοχρεωλυτικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, κ.λπ.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης επιβάλλουν συγκεκριμένους περιορισμούς στις ανακυκλούμενες δομές προκειμένου να διατηρηθούν όσο το δυνατόν σταθερότερα τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της περιόδου αναπλήρωσης (*revolving period*). Το γεγονός αυτό πρέπει να συναξιολογηθεί στην επιλογή της δομής μιας τιτλοποίησης. Μία ειδική μορφή της ανακυκλούμενης δομής, που αναπτύχθηκε πρώτα στην Αγγλία, είναι η δομή *master trust* όπου έχουμε μεταφορά χαρτοφυλακίου μεγαλύτερου ποσού από τους τίτλους που εκδίδονται. Στη δομή *master trust* υπάρχει η δυνατότητα έκδοσης πολλαπλών τμημάτων τίτλων με χρήση του ίδιου χαρτοφυλακίου δανείων. Η δομή αυτή χρησιμοποιήθηκε σχεδόν σε όλες τις τιτλοποιήσεις ανακυκλούμενων δανείων στην Ελλάδα, όπως καρτών, ανοικτών καταναλωτικών δανείων, επιχειρηματικών αλληλόχρεων λογαριασμών.⁷

Το βασικότερο κριτήριο προκειμένου να μπορούν οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα να διατεθούν σε επενδυτές ή να γίνουν αποδεκτά ως ενέχυρο από τις κεντρικές

⁶ Νόμος 3156/2003 Κεφάλαιο Γ, Άρθρο 10

⁷ Ζαγορήσιος - Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας σελ.249

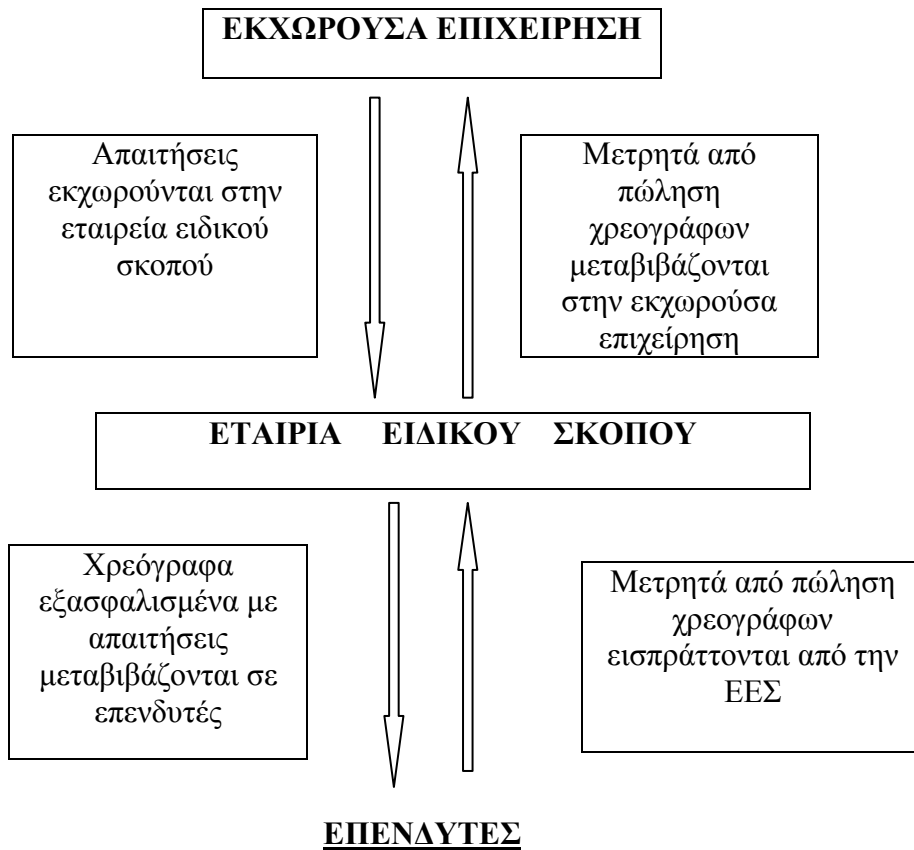
τράπεζες είναι η διαβάθμισή τους, κυρίως από τους αναγνωρισμένους οίκους S&P, Fitch και Moody's. Δεδομένης της διασποράς του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιείται ως κάλυμμα και της πιστωτικής ενίσχυσης ή υπέρ-εξασφάλισης, είναι δυνατή η επίτευξη διαβάθμισης καλύτερης από εκείνη του πιστωτικού ιδρύματος. Για παράδειγμα, οι Ελληνικές τράπεζες μέχρι και το τέλος του 2009 μπορούσαν να επιτύχουν διαβαθμίσεις AAA στις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα, περίοδο κατά την οποία οι διαβαθμίσεις των ιδρυμάτων ήταν Α ή BBB. Η χρήση των τιτλοποιήσεων ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου οδήγησε στη σημαντική αύξηση των τιτλοποιήσεων την τελευταία δεκαετία. Οι υψηλές διαβαθμίσεις (συνήθως AAA) των ανώτερων τμημάτων και η ευνοϊκή αντιμετώπισή τους για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας τα έκαναν προϊόντα ιδιαίτερα δημοφιλή για τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές.

Τα καλυμμένα ομόλογα που παρέχουν υψηλή προστασία στον επενδυτή και λαμβάνουν υψηλές διαβαθμίσεις (συνήθως AAA) χρησιμοποιήθηκαν ως ένα, χαμηλού κόστους, χρηματοδοτικό εργαλείο από τις Ευρωπαϊκές τράπεζες. Οι επενδυτές των καλυμμένων ομολογίων προσβλέπουν σε ένα προϊόν με πιστωτικό κίνδυνο παρεμφερή αυτών των ομολόγων του Δημοσίου και αποδέχονται τις σχετικά χαμηλές αποδόσεις.

Αν και η δημιουργία της αγοράς των καλυμμένων ομολογίων δεν είναι σχετικά καινούργια, ορόσημο θεωρείται η καθιέρωση της αγοράς τυποποιημένων εκδόσεων καλυμμένων ομολογίων (jumbo). Η πρώτη έκδοση jumbo γερμανικού pfandbrief έλαβε χώρα τον Μάιο του 1995 από τη Frankfurter Hypothekenbank. Οι εκδόσεις τέτοιου τύπου καθιερώθηκε να είναι για ποσά άνω του €1 δις. Η συγκεκριμένη αγορά αυξήθηκε με γρήγορους ρυθμούς και ανήλθε σε ποσό άνω των €800 δις το 2007.⁸

⁸ Ζαγορήσιος – Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας
σελ.252

Σχηματικά η διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να παρουσιαστεί ως εξής:



Η Διερμηνεία 12, η οποία αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, επιβάλλει την ενοποίηση των οικονομικών καταστάσεων της Οικονομικής Οντότητας και της Εκχωρούσας Επιχείρησης, με αποτέλεσμα να εμφανίζονται τόσο οι απαιτήσεις, όσο και οι υποχρεώσεις στον Ισολογισμό.

Το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 39 αναφέρει ότι όταν μια επιχείρηση (ατομική ή όμιλος) διατηρεί τα συμβατικά δικαιώματα να εισπράττει τις ταμειακές ροές από μια χρηματοοικονομική απαίτηση, αλλά αναλαμβάνει τη συμβατική υποχρέωση να πληρώνει αυτές τις ταμειακές ροές σε κάποιους τελικούς αποδέκτες, τότε η επιχείρηση χειρίζεται το οικονομικό γεγονός ως μια μεταβίβαση της χρηματοοικονομικής απαίτησης, εφόσον πληρούνται οι ακόλουθες τρεις προϋποθέσεις:

1) Η επιχείρηση δεν έχει υποχρέωση να πληρώσει κάποιο ποσό στους τελικούς αποδέκτες, εκτός εάν εισπράξει χρηματοοικονομικές απαιτήσεις του ίδιου σκοπού.

2) Η επιχείρηση απαγορεύεται να πληρώσει ή να υποθηκεύσει τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις, εκτός εάν δίδονται ως εξασφάλιση στους τελικούς αποδέκτες για την υποχρέωση που έχει αναλάβει να καταβάλει κάποια ποσά σε αυτούς.

3) Η επιχείρηση έχει υποχρέωση να μεταβιβάζει οποιοσδήποτε εισροές εισπράττει για λογαριασμό των τελικών αποδεκτών χωρίς καθυστέρηση.

Επειδή όμως μπορεί η επιχείρηση να έχει την υποχρέωση να πληρώσει τους τελικούς αποδέκτες ακόμα και όταν δεν εισπράττει τις απαιτήσεις, οι ανωτέρω τρεις προϋποθέσεις δεν ικανοποιούνται και δεν υπάρχει μεταβίβαση των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων. Σε αυτή την περίπτωση, η τιτλοποίηση δε συνεπάγεται απομάκρυνση των απαιτήσεων από τον ισολογισμό, αλλά τη δημιουργία υποχρεώσεων. Επιπλέον, οι σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει πάντα να αναφέρουν ότι οι απαιτήσεις έχουν δοθεί ως εξασφάλιση για να επιτευχθεί η τιτλοποίηση με άμεσο στόχο τη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης.⁹

Για να κατανοήσουμε τις χρηματοροές θα δούμε ένα παράδειγμα τιτλοποίησης καταναλωτικών δανείων.

Η Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias ολοκλήρωσε την τιτλοποίηση καταναλωτικών δανείων ύψους €2.500.000.000. Εκδότης των ομολογιών είναι η εταιρεία Daneion 2007-1 PLC με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση AAA/Aaa παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's. Σύμβουλοι για την τιτλοποίηση ήταν η Citi, η EFG Telesis Finance και η Merrill Lynch International.¹⁰

Οι λογαριασμοί του Ισολογισμού μετά την τιτλοποίηση καταγράφονται από την ΕΕΣ η οποία είναι η DANEION 2007-1 PLC, απευθύνονται σε ξένες εταιρείες διαχείρισης χαρτοφυλακίων (θεσμικούς επενδυτές) γι' αυτό είναι στην Αγγλική γλώσσα και έχουν ως εξής:

⁹ Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, Δημητρίου Χ. Γκίκα, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2007, σελ.125

¹⁰ Δελτίο τύπου Τράπεζας EFG Eurobank Ergasias 28 Νοεμβρίου 2007

DANEION 2007-1 PLC
(previously SKIPPERGREEN PLC)

BALANCE SHEET

AS AT 31 DECEMBER 2007

	Note	20 August 2007 to 31 December 2007 €
Non-current Assets		
Intra-group loan to APC	7	<u>2,500,000,000</u>
Total non-current assets		2,500,000,000
Current Assets		
Other assets	8	2,944,274
Cash and cash equivalents	9	<u>24,272</u>
Total current assets		<u>2,968,546</u>
Total assets		<u>2,502,968,546</u>
Equity		
Issued capital	10	17,721
Retained earnings	10	<u>830</u>
Total equity	10	<u>18,551</u>
Non-current Liabilities		
Liabilities evidenced by paper held at amortised cost	11	<u>2,497,528,922</u>
Total non-current liabilities		<u>2,497,528,922</u>
Current Liabilities		
Other liabilities	13	5,420,717
Tax payable		<u>356</u>
Total current liabilities		<u>5,421,073</u>
Total liabilities		<u>2,502,949,995</u>
Total equity and liabilities		<u>2,502,968,546</u>

Και οι χρηματοροές της τιτλοποίησης όπως δημοσιεύτηκαν από την Εταιρία Ειδικού Σκοπού είναι οι παρακάτω:

DANEION 2007-1 PLC
(previously SKIPPERGREEN PLC)

CASH FLOW STATEMENT

FOR THE PERIOD FROM INCORPORATION ON 20 AUGUST 2007 TO 31 DECEMBER 2007

	20 August 2007 to 31 December 2007 €
Cash flows from operating activities	
Profit before tax for the period*	1,186
<i>Adjustments for:</i>	
Amortisation of issue costs	<u>28,922</u>
Operating profit before changes in operating assets and liabilities	30,108
Increase in other receivables	(2,944,274)
Increase in other payables	5,420,717
Net increase in the intra-group loan	<u>(2,500,000,000)</u>
Net cash from operating activities	<u>(2,497,493,449)</u>
Cash flows from financing activities	
Issue of loan notes	2,500,000,000
Issue costs	(2,500,000)
Share capital issued	<u>17,721</u>
Net cash from financing activities	<u>2,497,517,721</u>
Net increase in cash and cash equivalents	24,272
Cash and cash equivalents at start of period	<u>-</u>
Cash and cash equivalents at end of period	<u><u>24,272</u></u>

*The company has prepared cash flow under the indirect method. The interest received and paid during the period amounted to €8,915,551 and €6,408,281 respectively are included in arriving at the profit before tax for the period ended 31 December 2007.

2.3 Η επιρροή της τιτλοποίησης στα Τραπεζικά Ιδρύματα

Οι βασικότεροι χρηματοοικονομικοί σκοποί που επιδιώκονται με την τιτλοποίηση, είναι η βελτίωση της εικόνας του ισολογισμού και η χρηματοδότηση του μεταβιβάζοντος με ευνοϊκούς όρους ενώ στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων που λαμβάνονται υπόψη για την κεφαλαιακή τους επάρκεια.

Η βελτίωση του ισολογισμού επιτυγχάνεται αφού επιτρέπεται η χρηματοδότηση χωρίς να εμφανίζεται με τη μορφή δανείου ή πίστωσης και καρπώνεται την υπεραξία από την διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων. Το τίμημα που καταβάλει ο αποκτών στον μεταβιβάζοντα επιτρέπει στον δεύτερο να αποπληρώσει δανειακές του υποχρεώσεις και δημιουργεί τις προϋποθέσεις για νέο δανεισμό. Η τιτλοποίηση συντελεί επίσης στην βελτίωση των οικονομικών αριθμοδεικτών του μεταβιβάζοντος, ιδίως του λόγου των ιδίων κεφαλαίων προς τις δανειακές υποχρεώσεις, ο οποίος αυξάνεται εξαιτίας της μείωσης των δανειακών του υποχρεώσεων.

Η χρηματοδότηση που επιτυγχάνεται με την τιτλοποίηση έχει ευνοϊκούς όρους. Πρώτο, ο μεταβιβάζων εισπράττει άμεσα την ρευστότητα από το τίμημα των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και δεν περιμένει την εξόφληση τους όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες. Δεύτερο, η τιτλοποίηση είναι φθηνότερος τρόπος μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό ή την έκδοση ομολογιακού δανείου, διότι στηρίζεται στην αποπληρωμή των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και αποσυνδέεται από τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του μεταβιβάζοντος. Τρίτο, ενώ η τιτλοποίηση αποτελεί μορφή εμπραγμάτως εξασφαλισμένης χρηματοδότησης, δεν προϋποθέτει σύσταση δικαιωμάτων εμπράγματης ασφάλειας στα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Τέταρτο σημείο είναι ότι υφίσταται απεξάρτηση της χρηματοδότησης από τις τράπεζες. Πέμπτο σημαντικό επίτευγμα για την πορεία των ταμειακών ροών της επιχείρησης είναι η εξομάλυνση της διαφοράς μεταξύ της χρονικής διάρκειας των απαιτήσεων της επιχείρησης και των υποχρεώσεων της. Η εξομάλυνση αυτή είναι πολύ σημαντική στις περιπτώσεις που οι περισσότερες απαιτήσεις της επιχείρησης είναι μακροπρόθεσμες και χρησιμοποιούνται στην αποπληρωμή βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ουσιαστικά έτσι βελτιώνονται οι αριθμοδείκτες ρευστότητας και ταχύτητας κυκλοφορίας.

Ιδιαίτερως σημαντική διαδικασία είναι η τιτλοποίηση για τα πιστωτικά ιδρύματα και εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, των οποίων το ύψος των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται σε συνάρτηση με το ύψος των απαιτήσεων που δημιουργούνται από την άσκηση της δραστηριότητας τους (δάνεια κάθε είδους, απαιτήσεις από χρεωστικούς τίτλους

και μετοχές, απαιτήσεις από συναλλαγές με παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα) σύμφωνα με τους κανόνες που καθορίζονται από τα θεσμικά όργανα εποπτείας. Έτσι με αυτήν την διαδικασία επιτυγχάνεται η βελτίωση της κεφαλαιακής τους επάρκειας με την μείωση των απαιτήσεων τους και χωρίς να είναι απαραίτητη η ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων μέσω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ή την κεφαλαιοποίηση αποθεματικών που είναι μορφές χρηματοδότησης με ιδιαίτερα αυξημένο κόστος.¹¹

2.4 Τα αποτελέσματα της Τιτλοποίησης για το χρηματοοικονομικό σύστημα

Οι εμπορικές τράπεζες στις αναπτυγμένες χώρες, αλλά και σε πολλές αναπτυσσόμενες, χρησιμοποιούν τα τελευταία χρόνια σε αυξανόμενη έκταση τις νέες χρηματοοικονομικές τεχνικές, που εντάσσονται στην κατηγορία της «τιτλοποίησης απαιτήσεων» (securitization) και ειδικότερα των απαιτήσεων που προκύπτουν από τα χαρτοφυλάκια των δανείων που έχουν χορηγήσει στους πελάτες τους και από άλλα στοιχεία του ενεργητικού τους.

Χρησιμοποιώντας μια τράπεζα τη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτήσεων, μεταβιβάζει, σε θεσμικούς επενδυτές και σε ασφαλιστικές εταιρείες, τον πιστωτικό κίνδυνο που ενυπάρχει σε ένα επιλεγμένο χαρτοφυλάκιο δανείων της, το λεγόμενο χαρτοφυλάκιο αναφοράς (XA). Η μεταβίβαση αυτή μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

Πρώτον, με την οριστική εκχώρηση του XA σε μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) έναντι μετρητών (cash securitization) όπου η ΕΕΣ χρηματοδοτεί την αγορά του XA μέσω της έκδοσης μιας σειράς διαβαθμισμένων ομολόγων. Τα διαβαθμισμένα ομόλογα εκδίδονται με ενέχυρο το XA και εξυπηρετούνται από τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από αυτό το χαρτοφυλάκιο.

Δεύτερον, με την πληρωμή ασφαλιστρών σε μια ΕΕΣ για την ανάληψη από την τελευταία του πιστωτικού κινδύνου που ενυπάρχει στο XA (synthetic securitization). Η ΕΕΣ από την πλευρά της εκδίδει ομόλογα που είναι συνδεδεμένα με τον πιστωτικό κίνδυνο του XA (credit linked notes ή CLNs) ή πραγματοποιεί με άλλες εξειδικευμένες επενδυτικές τράπεζες ανταλλαγές πιστωτικής χρεοκοπίας (credit default swaps ή CDS).

Και οι δύο βασικοί μέθοδοι της τιτλοποίησης απαιτήσεων έχουν ως βασικό στόχο τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου απαιτήσεων στους θεσμικούς επενδυτές. Κύρια επιδίωξη των τραπεζών με την εφαρμογή των μεθόδων της τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι η απρόσκοπτη συνέχιση της πορείας ανάπτυξης των δραστηριοτήτων τους στον τομέα των χορηγήσεων και η επίτευξη των χρηματοοικονομικών τους στόχων, με τη χρήση πιο αποτελεσματικών μηχανισμών χρηματοδότησης και χωρίς κίνδυνο υπερβολικής

¹¹ Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ.117-119, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

επέκτασης του ενεργητικού τους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά τους. Χωρίς, επομένως, τον κίνδυνο μιας ανησυχητικής επιδείνωσης των δεικτών της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Με αυτό τον τρόπο θα εξασφαλιστεί η συνέχιση της αναπτυξιακής πορείας των τραπεζών, αφού η «τιτλοποίηση των απαιτήσεων» μπορεί να λύσει τα προβλήματα της κεφαλαιακής επάρκειας και της αποτελεσματικής χρηματοδότησης της αναπτυξιακής προσπάθειας. Επιπλέον, η τιτλοποίηση των δανειακών απαιτήσεων των τραπεζών θα αποτελέσει έναν πρόσθετο μοχλό για την ανάπτυξη της αγοράς θεσμικών επενδυτών και ασφαλιστικών εταιρειών οι οποίοι θα κληθούν να αναλάβουν απευθείας τους πιστωτικούς κινδύνους που ενυπάρχουν στα χαρτοφυλάκια των τραπεζικών δανείων.

Προκύπτει, επομένως η ανάγκη για τη χρήση και της μεθόδου της «τιτλοποίησης απαιτήσεων» για να εξασφαλιστεί η απρόσκοπτη αναπτυξιακή πορεία των τραπεζών. Δεδομένου δε ότι το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου των τραπεζών αποτελείται από επιχειρηματικά δάνεια (πολλά από τα οποία είναι ανακυκλούμενων πιστώσεων), συνεπάγεται ότι οι τράπεζες θα πρέπει να προσφύγουν όχι μόνο στις παραδοσιακές μορφές τιτλοποίησης (όπως αυτές της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων) αλλά και σε πιο σύνθετες μορφές, όπως αυτές της τιτλοποίησης ανακυκλούμενων πιστώσεων (π.χ., επιχειρηματικών δανείων και πιστωτικών καρτών) και της τιτλοποίησης συνθετικής μορφής.¹²

Η αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου αναπτύχθηκε κυρίως στις ΗΠΑ αρχικά από χρηματοοικονομικά ιδρύματα (XI) εξειδικευμένα στην παροχή στεγαστικών δανείων. Στη συνέχεια, στην αγορά αυτή εισήλθαν και πολλές εμπορικές τράπεζες. Τα δάνεια άρχισαν να δίδονται με υποθήκη ή προσημείωση επί της κατοικίας σε ομάδες του πληθυσμού που επιβαρύνονταν με δυσμενή δανειακή ιστορία ή άλλα χαρακτηριστικά που επιφέρουν απόρριψη των αιτήσεών τους για στεγαστικό δάνειο. Οι δανειζόμενοι της κατηγορίας αυτής έχουν σχετικά μεγαλύτερη πιθανότητα να περιέλθουν στο μέλλον σε αδυναμία εξυπηρέτησεως των δανείων τους ή σε καθυστερήσεις πληρωμής δόσεων ή/και σε τελική χρεοκοπία. Ο υψηλός κίνδυνος αθετήσεως πληρωμών των δανείων καλύπτεται: α) με εξασφάλιση χαμηλότερου ποσοστού της αξίας του δανείου ως προς την αξία της κατοικίας στην οποία έχει εγγραφεί η προσημείωση ή η υποθήκη, β) με ακριβή εκτίμηση και τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, γ) με διαπίστωση ότι ο δανειζόμενος, παρά την προηγούμενη μη ικανοποιητική πιστωτική του ιστορία, μπορεί τώρα να εξυπηρετήσει και να ξεπληρώσει τελικά το δάνειο, δ) με τιτλοποίηση των σχετικών απαιτήσεων των XI από ΣΔΥΚ ή κάλυψη του συνεπαγόμενου πιστωτικού κινδύνου με πιστωτικά παράγωγα.

Η κρίση στην αγορά ΣΔΥΚ συνέβαλε στην ταχεία απόσυρση των επενδυτών αρχικώς από τις αγορές ομολόγων που ήταν καλυμμένα με ΣΔΥΚ και στην κατακόρυφη πτώση της αξίας αυτών των ομολόγων. Μάλιστα, η πτώση της αγοραίας αξίας των ομολόγων που ήταν

¹² Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 89, Μάρτιος 2004, σελ 4-5

καλυμμένα με ΣΔΥΚ ήταν συνήθως πολύ μεγαλύτερη από την πτώση της αξίας του πακέτου των ΣΔΥΚ που είχε χρησιμοποιηθεί για την κάλυψή τους. Επιπλέον, οι επενδυτές άρχισαν γρήγορα να ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους και στις αγορές ομολόγων που ήταν καλυμμένες αφενός με ομόλογα καλυμμένα με στεγαστικά δάνεια και αφετέρου με ΣΔΥΚ καλυμμένα με πιστωτικά παράγωγα.

Εξαιτίας των παραπάνω, η χρηματοδότηση των τραπεζών και των επιχειρήσεων, τόσο μέσω των τιτλοποιήσεων, όσο και μέσω της αγοράς επιχειρηματικών ομολόγων και γραμματίων, άρχισε να καθίσταται ιδιαίτερος προβληματική με την πάροδο του χρόνου. Επιπλέον, η μεγάλη υποτίμηση της αξίας των διαφόρων κατηγοριών καλυμμένων ή/και σύνθετων ομολόγων είχε ως αποτέλεσμα τη δραματική υποτίμηση του ενεργητικού και την αύξηση των ζημιών των τραπεζών παγκοσμίως που είχαν επενδύσει εκτεταμένα στα ομόλογα αυτά και άμεσα σε ΣΔΥΚ των ΗΠΑ.

Οι κατηγορίες αυτές των υποτιμημένων (μη ρευστοποιήσιμων ή/και επισφαλών) στοιχείων ενεργητικού ονομάστηκαν από την αγορά «τοξικά περιουσιακά στοιχεία», δηλαδή στοιχεία που συνεπάγονται σημαντικές ζημίες στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που τα κατέχουν. Οι επιπτώσεις της κρίσεως συνέχισαν να διευρύνονται και οι δυσμενείς εξελίξεις επιταχύνθηκαν από τον Σεπτέμβριο του 2008 ως ακολούθως: α) Αποδείχθηκε η εμφανής αδυναμία των μεγάλων υπό κρατικό έλεγχο εταιριών τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ (Government Sponsored Enterprises ή GSEs), Freddie Mac και Fannie Mae, να εξασφαλίσουν από μόνες τους την αναγκαία χρηματοδότησή τους με ίδια και ξένα κεφάλαια, μετά τις μεγάλες ζημίες που υπέστησαν από την έκθεσή τους στην αγορά ΣΔΥΚ. Σημειώθηκε μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών τους στα χρηματιστήρια και έφθασαν κοντά στον κίνδυνο χρεοκοπίας.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η χρηματοοικονομική κρίση που άρχισε από την αγορά ΣΔΥΚ των ΗΠΑ έλαβε τελικά υπέρμετρες διαστάσεις, προσβάλλοντας το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα στο σύνολό του και αναπόφευκτα και την πραγματική οικονομία των χωρών σε παγκόσμιο επίπεδο, οδηγώντας στη σημερινή βαθιά ύφεση στην οποία έχουν ήδη περιέλθει οι μεγάλες ανεπτυγμένες χώρες. Ο μεγαλύτερος δε κίνδυνος είναι η προ αικη μίας περαιτέρω επιβαρύνσεως της οικονομικής καταστάσεως των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τη σημαντική επιδείνωση της οικονομικής καταστάσεως των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων που αναμένεται να προκύψει από τη βαθιά ύφεση στις ανεπτυγμένες και σε πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες. Την αποτροπή μίας τέτοιας δυσμενούς τροπής των πραγμάτων επιδιώκουν οι Κεντρικές Τράπεζες και οι κυβερνήσεις των χωρών σε παγκόσμιο επίπεδο.¹³

¹³ Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 108, Φεβρουάριος 2009, σελ 11

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΔΙΕΘΝΩΣ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3.1 Τιτλοποίηση απαιτήσεων – Η διεθνή εμπειρία

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων όπως και πολλά νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα έχουν ως «γενέτειρα» τους τις ΗΠΑ καθώς αποτελεί την κοιτίδα των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, οι οποίες μεταλαμπαδεύονται σε δεύτερο χρόνο στην Ευρώπη και στον παγκόσμιο ιστό της οικονομικής ζωής. Στις ΗΠΑ είχαμε αρχικά την δημιουργία των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων χαμηλής διαβάθμισης (subprime markets). Αυτό το φαινόμενο διογκώθηκε λόγω της χαλάρωσης των κανόνων θεσμικού ελέγχου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (deregulation) και της ταυτόχρονης αύξησης της αποδιαμεσολάβησης δηλαδή της συμμετοχής μη-τραπεζικών οργανισμών στην διαδικασία χρηματοδοτήσεων καθώς και της εκτεταμένης χρήσης της διαδικασίας των τιτλοποιήσεων.

Έτσι σε περίοδο πτώσης των επιτοκίων ιδίως μεταξύ των ετών 2002-2005 έχουμε έξαρση της πιστωτικής επέκτασης, χωρίς αυστηρά κριτήρια αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου των δανείων και μια αγορά υποβαθμισμένων δανείων που ανθεί. Αυτά τα δάνεια άρχισαν να τιτλοποιούνται και να μεταβιβάζεται ο πιστωτικός κίνδυνος από τις τράπεζες και τους νεοσύστατους οργανισμούς χορήγησης δανείων, σε επενδυτές και σε άλλες αγορές. Η τιτλοποίηση στεγαστικών αλλά και άλλων δανείων έλαβε πολύ μεγάλες διαστάσεις ιδιαιτέρως στις ΗΠΑ αλλά και στην Ευρώπη λίγο αργότερα.

Στις ΗΠΑ υπήρχαν τιτλοποιήσεις δανείων από το 1994 σε αξιόλογα νούμερα καθώς υπήρχε ρυθμιστικό πλαίσιο και ικανοποιητικός έλεγχος από τις εποπτικές αρχές. Από το 1997-1998 η διαδικασία της τιτλοποίησης άρχισε να μπαίνει σε νέους αυξανόμενους ρυθμούς με κορύφωση το 2006, όταν ξεκινάει η δραματική πτώση των τιμών των ακινήτων και η σχεδόν κατάρρευση της διαδικασίας τιτλοποίησης απαιτήσεων. Ενδεικτικά στοιχεία για τις ΗΠΑ αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα:

U.S. Asset-Backed Securities Issuance¹⁴

USD Millions

Year	Auto	Credit Cards	Equipment	Home Equity	Manufactured Housing	Other	Student Loans	Total
1985	1.039,30		191,70					1.231,00
1986	9.763,00		174,00			66,30		10.003,30
1987	6.203,60	2.295,20			182,70	229,70		8.911,20
1988	5.839,50	6.920,30	99,70		789,10	617,90		14.266,50
1989	6.139,70	10.992,90		2.699,30	1.952,20	288,40		22.072,50
1990	13.375,80	22.581,40		5.534,40	1.070,20	644,50		43.206,30
1991	17.466,40	21.821,20	482,80	10.291,80	1.384,10	458,90		51.905,20
1992	24.768,80	17.398,20	2.283,70	6.645,10	2.593,90	1.507,10		55.196,80
1993	24.671,90	19.608,40	3.674,70	8.257,00	2.486,90	3.140,90	339,50	62.179,30
1994	19.515,60	31.522,70	4.323,20	11.009,60	4.662,00	8.101,50	2.402,80	81.537,40
1995	29.965,10	47.385,00	3.462,70	15.758,00	6.141,90	7.237,80	2.862,40	112.812,90
1996	35.737,60	48.736,80	12.391,20	37.521,70	8.117,70	16.203,10	8.047,50	166.755,60
1997	42.123,50	40.570,90	8.321,80	69.034,10	9.581,10	19.871,00	12.563,90	202.066,30
1998	40.901,60	43.070,00	10.142,80	87.069,70	11.893,70	43.797,90	10.229,20	247.104,90
1999	46.579,80	40.676,80	12.527,30	75.709,20	15.009,60	34.502,30	11.092,90	236.097,90
2000	71.026,90	57.143,30	11.464,90	75.520,80	11.277,30	36.055,70	18.562,00	281.050,90
2001	83.946,90	68.618,40	8.499,60	112.209,50	7.149,90	30.897,40	14.883,90	326.205,60
2002	94.659,00	70.336,90	6.419,50	150.774,60	4.619,50	19.353,20	27.739,90	373.902,60
2003	82.525,70	66.730,90	9.451,40	229.074,20	399,20	30.367,90	42.993,00	461.542,30
2004	79.381,40	53.742,30	8.462,80	425.029,10	368,90	36.504,00	48.042,80	651.531,30
2005	106.096,00	67.833,50	10.442,80	460.494,30	439,90	44.969,30	63.239,60	753.515,40
2006	90.440,20	66.899,00	8.777,60	483.913,10	200,60	36.516,20	67.129,20	753.875,90
2007	78.599,80	99.527,20	5.768,90	216.890,20	413,00	44.389,10	61.370,90	506.959,10
2008	36.164,20	59.059,50	3.070,30	3.815,70	307,80	8.870,20	28.204,00	139.491,70
2009	62.748,00	46.094,50	7.655,10	2.070,40	0,00	10.249,50	22.095,90	150.913,40
2010	57.856,96	7.433,34	7.624,57	3.506,90	0,00	13.353,27	17.719,10	107.494,14
2011	68.145,59	16.151,77	8.822,52	2.207,66	0,00	15.490,73	13.941,02	124.759,30
2012	86.909,56	37.831,54	17.833,53	3.480,83	0,00	21.198,36	23.682,07	190.935,89

Αντίστοιχα στοιχεία της Ευρώπης εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα:

¹⁴ Source: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

Europe Securitisation Issuance¹⁵

USD Millions

Year	Belgium	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Spain	United Kingdom	Total
1985								55,55	55,55
1986									0,00
1987								1.010,62	1.010,62
1988								5.635,07	5.635,07
1989								3.012,04	3.012,04
1990								3.862,96	3.862,96
1991								5.771,03	5.771,03
1992								1.376,94	1.762,84
1993		561,03		140,00			98,55	3.449,97	4.449,97
1994		3.229,73				402,00	621,03	2.015,69	7.132,33
1995		2.321,99	96,32		482,17	470,00	391,53	976,95	5.734,13
1996	718,96	10.314,13	666,05			560,00	2.136,45	2.668,61	17.945,03
1997	1.544,83	3.696,21				557,56	861,49	4.577,49	13.279,15
1998	1.796,63	3.772,53	3.390,31		583,60	1.152,32	3.301,72	10.490,51	31.310,56
1999	821,58	6.487,34	9.167,09		1.213,93	8.514,62	7.095,42	25.046,93	70.227,64
2000	213,55	2.942,14	5.103,10	1.194,27	1.538,63	9.577,75	7.319,19	35.532,95	85.679,60
2001	153,52	6.561,67	5.299,04	509,11	2.624,98	43.557,35	10.694,91	45.670,17	191.821,79
2002		7.913,70	10.871,07			39.331,00	20.608,26	55.833,82	191.113,39
2003	2.778,10	7.409,38	7.797,85	423,04	2.199,68	33.650,42	28.524,63	76.958,97	231.191,28
2004	2.482,51	7.787,43	8.555,59	921,53		44.912,26	40.064,24	103.973,79	285.003,30
2005	586,10	4.289,29	27.809,36	2.770,65	2.042,95	43.804,61	52.325,79	135.824,69	395.063,98
2006	2.943,66	9.029,52	46.735,89	7.315,67	13.140,88	42.783,02	86.493,16	199.875,03	575.815,91
2007	5.715,55	7.938,37	28.178,35	7.488,24	21.132,32	47.889,74	157.601,53	213.707,91	800.636,55
2008	49.911,96	19.467,50	110.208,35	18.937,43	50.876,46	134.366,45	148.412,84	390.232,06	1.160.162,92
2009	38.807,19	9.605,43	24.683,60	30.363,67	35.589,83	96.796,80	88.595,26	125.307,47	589.256,83
2010	18.201,38	12.058,18	18.164,42	1.295,28	8.745,23	21.123,60	71.826,54	136.377,95	508.065,68
2011	25.229,33	22.155,45	17.913,56	8.760,87	0,00	65.846,72	85.336,04	139.259,16	514.016,71
2012	19.385,07	14.008,73	10.105,61	2.549,99	1.549,80	56.564,44	12.567,90	62.458,04	239.659,10

Αν παρατηρήσουμε την στήλη των συνολικών τιτλοποιήσεων στην Ευρώπη θα δούμε ότι από το 2001 αρχίζει να αυξάνεται το ποσό των δανείων που τιτλοποιούνται και κορυφώνεται το 2008 με ποσοστιαία αύξηση 500% μέσα σε επτά χρόνια. Η πτώση που επέρχεται μετά το 2008 είναι της τάξεως του 50% κατά τον πρώτο χρόνο, δηλαδή το 2009, και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα πτωτικά. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2012 η πτώση του ετησίου ποσού τιτλοποιήσεων στην Ευρώπη φτάνει σε ποσοστό το 80% σε σύγκριση με το 2009.

Οι ενδείξεις για την επερχόμενη πτώση στις αξίες των καλυμάτων των τιτλοποιημένων

¹⁵ Source: <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

δανείων υπήρχαν από το 2006 αλλά παρόλα αυτά, η πορεία των τιτλοποιήσεων ήταν ανοδική ακόμη και μέχρι το 2007 στις ΗΠΑ και μέχρι το 2009 στην Ευρώπη.

Η πρόσφατη κρίση ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007 από τις ΗΠΑ και τις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστωτικής αξιολόγησης (subprime). Τα χαρακτηριστικά των αγορών σε αυτό το διάστημα είναι η απώλεια της επενδυτικής εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα το κλείσιμο των αγορών, τη μεταβλητότητα και τη σημαντική αύξηση των περιθωρίων των επιτοκίων. Σε αυτή την περίοδο υπήρχαν και βελτιώσεις του οικονομικού κλίματος, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να απευθυνθούν στις αγορές αλλά για σχετικά μικρά χρονικά διαστήματα. Για παράδειγμα, στο 2ο εξάμηνο του 2009 τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα μπόρεσαν να προβούν σε εκδόσεις κοινών ομολογιακών δανείων, καλυμμένων ομολόγων αλλά και σε αυξήσεις κεφαλαίου.

Το οικονομικό μοντέλο της τιτλοποίησης βοήθησε σημαντικά την ανάπτυξη της οικονομίας τα τελευταία δέκα έτη μέσω της ανακατανομής του πιστωτικού κινδύνου και της άντλησης ρευστότητας για νέες χορηγήσεις. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, πριν την κρίση οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα παρείχαν μεταξύ 20% και 60% της χρηματοδότησης των νέων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, Δυτική Ευρώπη, Ιαπωνία και Αυστραλία. Τον Ιούνιο του 2009 στις ΗΠΑ περίπου 19% όλων των δανείων για απόκτηση ακινήτων και των καταναλωτικών δανείων και καρτών συνολικού ύψους \$18 τρις χρηματοδοτείται από τιτλοποιήσεις χωρίς να περιλαμβάνονται οι τιτλοποιήσεις των κυβερνητικών οργανισμών.¹⁶

Οι τιτλοποιήσεις βοήθησαν σημαντικά στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δέκα ετών. Οι υπερβολές και οι αδυναμίες του επιχειρηματικού μοντέλου τους ήταν και από τις αιτίες της κρίσης που οδήγησαν στην κατάρρευση της επενδυτικής εμπιστοσύνης και στο κλείσιμο των κεφαλαιαγορών.

Οι καλυμμένες ομολογίες, αν και με αρκετά κοινά χαρακτηριστικά με τις τιτλοποιήσεις, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν πολύ καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την κρίση και δείχνουν τον δρόμο για τις αλλαγές και για τις τιτλοποιήσεις.

Είναι σημαντική για τη διεθνή οικονομία η επαναφορά της επενδυτικής εμπιστοσύνης στις τιτλοποιήσεις και οι πρωτοβουλίες που είναι σε εξέλιξη για την εισαγωγή του ρυθμιστικού πλαισίου, εκτιμάται ότι θα βοηθήσουν σημαντικά. Με την αδυναμία άντλησης ρευστότητας από τις αγορές, οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα είναι αναγκαία εργαλεία για δημιουργία ενεχύρων για νομισματικές πράξεις με τις κεντρικές τράπεζες.¹⁷

¹⁶ Ζαγορήσιος-Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας σελ.258

¹⁷ Ζαγορήσιος-Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας σελ.267

3.2 Πως ξεκίνησε η οικονομική κρίση

Από τον Αύγουστο του 2007, η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται στη δίνη μίας μεγάλης χρηματοοικονομικής κρίσεως. Η κρίση ξεκίνησε από την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (ΣΔΥΚ) των ΗΠΑ και της αγοράς τιτλοποιηθέντων δανείων, δηλαδή ομολόγων που ήταν καλυμμένα με στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου. Η κρίση αυτή επεκτάθηκε στη συνέχεια στις αγορές ομολόγων και στις διατραπεζικές αγορές και εξελίχθηκε τελικά σε βαθειά κρίση εμπιστοσύνης στο χρηματοοικονομικό σύστημα (ΧΣ) των ΗΠΑ και σε ουσιαστική διατάραξη της ομαλής λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος (ΠΧΣ). Η αγορά ΣΔΥΚ των ΗΠΑ είχε γνωρίσει εκρηκτική ανάπτυξη στα προηγούμενα 10 έτη υπό την ευνοϊκή επίδραση των ταχέως αυξανόμενων τιμών των ακινήτων και των εξαιρετικά χαμηλών (βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων) επιτοκίων που επικρατούσαν στις ΗΠΑ και παγκοσμίως από τις αρχές της δεκαετίας του 2000.

Η αντίστροφη μέτρηση για την εκδήλωση της κρίσεως ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2006 με την άνοδο των επιτοκίων από την FED, την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ, που οδήγησε σε ένα σχετικά υψηλό επίπεδο επιτοκίων στις αρχές του 2007 (από 1% τον Ιούνιο του 2004 σε 5,25% τον Αύγουστο του 2006). Η εξέλιξη αυτή συνέβαλε στην αντιστροφή της ανοδικής πορείας των τιμών των ακινήτων από τις αρχές του 2007. Την ίδια περίοδο πολλά δάνεια άρχισαν να εισέρχονται στην περίοδο του υψηλότερου επιτοκίου μετά την περίοδο του επιτοκίου χαμηλής εκκινήσεως, με συνέπεια τη διόγκωση των μη εξυπηρετούμενων δόσεων των ΣΔΥΚ και τη συνακόλουθη απότομη αύξηση των κατασχέσεων κατοικιών.

Οι χρεοκοπίες αυξήθηκαν λόγω της πτώσεως των τιμών των ακινήτων σε επίπεδα χαμηλότερα από την αξία των δανείων. Η αύξηση των κατασχέσεων και η προσπάθεια πώλησεως των ακινήτων από τις τράπεζες συνέβαλε σε περαιτέρω αύξηση της προσφοράς ακινήτων στην αγορά, ενώ η ζήτηση είχε περιορισθεί λόγω του αυξημένου κόστους του χρήματος και της αναβολής των αγορών από τους αγοραστές για αγορά σε χαμηλότερες τιμές. Έτσι, η πτωτική πορεία των τιμών των ακινήτων έλαβε τη μορφή φαύλου κύκλου, ενισχυόμενη και από την επιβράδυνση της αναπτύξεως της οικονομίας των ΗΠΑ.¹⁸

Οι βασικές αιτίες για τις οποίες η αγορά ΣΔΥΚ των ΗΠΑ περιήλθε σε βαθειά κρίση, με μεγάλη αύξηση του ποσοστού των κατοικιών που έχουν κατασχεθεί από τους δανειστές και εκείνων των οποίων οι δανειζόμενοι καθυστερούν για μεγάλες περιόδους στις πληρωμές των τοκοχρεωλυτικών δόσεων των δανείων, συνοψίζονται στα ακόλουθα:

1) Στην αύξηση του λόγου του δανείου προς την αξία της κατοικίας των ΣΔΥΚ κοντά στο 100% τα τελευταία έτη, από 60%-70% που ήταν αρχικώς, λόγω του ανταγωνισμού που

¹⁸ Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 108, Φεβρουάριος 2009, σελ 3-4

είχε αναπτυχθεί στη συγκεκριμένη αγορά και υπό την επίδραση και των συνεχώς αυξανόμενων τιμών των ακινήτων τα προηγούμενα 40 έτη.

2) Στην ανεπαρκή εκτίμηση και τιμολόγηση του υπάρχοντος πιστωτικού κινδύνου, με αποτέλεσμα τα περιθώρια των επιτοκίων των ΣΔΥΚ από τα αντίστοιχα των κανονικών στεγαστικών δανείων να έχουν μειωθεί σημαντικά.

3) Στην παρεμβολή πρακτορείων παροχής ΣΔΥΚ έναντι προμήθειας με συνέπεια την πλημμελή εξέταση της πιστωτικής επάρκειας των δανειζόμενων.

4) Στην πρακτική της προσφοράς χαμηλού επιτοκίου στα πρώτα έτη του δανείου για προσέλκυση πελατών και μεγάλης αυξήσεως του επιτοκίου αργότερα, με ανεπαρκή εκτίμηση της δυνατότητας των δανειζόμενων να εξυπηρετήσουν το δάνειο, ιδιαίτερος σε περιόδους αυξανόμενων επιτοκίων και πτωτικών τιμών των ακινήτων.

5) Στην εκτίμηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο ότι η τιτλοποίηση και τα πιστωτικά παράγωγά τους παρείχαν πλήρη απαλλαγή από τον πιστωτικό κίνδυνο. Η εκτίμηση αυτή δεν επιβεβαιώθηκε από τις εξελίξεις.¹⁹

3.3 Ποιοι επηρέασαν μέσω της τιτλοποίησης την εξέλιξη της κρίσης

Τα βασικά προβλήματα του πλαισίου των τιτλοποιήσεων πριν την οικονομική κρίση μπορούν να συνοψισθούν στα κάτωθι:

1. Λανθασμένη ανακατανομή, τιμολόγηση και κατανόηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους επενδυτές.

2. Αναντιστοιχία υψηλών διαβαθμίσεων και επενδυτικού κινδύνου. Υπερβολική εμπιστοσύνη των επενδυτών στις διαβαθμίσεις, χωρίς να έχουν καλή κατανόηση των μεθοδολογιών των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι από τις τιτλοποιήσεις στις ΗΠΑ (collateralized debt obligations-CDOs) που διαβαθμίστηκαν AAA από την S&P μεταξύ του 2005 και του 2007, τον Ιούνιο του 2009 μόνο το 10% παρέμεινε AAA και περίπου 60% υποβαθμίστηκε σε διαβάθμιση μικρότερη από B.

3. Ελλείψεις εποπτικού πλαισίου, περιορισμένη παροχή ουσιαστικής πληροφόρησης στους επενδυτές, μη τυποποίηση των προϊόντων και αδυναμίες των λογιστικών προτύπων.

4. Ύπαρξη σύνθετων προϊόντων υψηλού πιστωτικού κινδύνου, όπως οι τιτλοποιήσεις τίτλων από άλλες τιτλοποιήσεις (CDOs).

5. Σε πολλές περιπτώσεις, ειδικά στις ΗΠΑ, πλήρης μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τους εκδότες στους επενδυτές, που οδήγησε στην έλλειψη κινήτρων για συνεπή διαχείριση και παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους εκδότες.

¹⁹ Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 108, Φεβρουάριος 2009, σελ. 5

6. Παραλείψεις των αναδόχων και συμβούλων μιας τιτλοποίησης ως προς τη γνωστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων στους επενδυτές.

Οι αγορές των καλυμμένων ομολογιών επηρεάστηκαν σημαντικά, όχι όμως λόγω του εφαρμοζόμενου μοντέλου αλλά λόγω της γενικής κρίσης στην επενδυτική εμπιστοσύνη. Στη διαφορετική συμπεριφορά των καλυμμένων ομολόγων βοήθησαν σημαντικά τα χαρακτηριστικά τους ήτοι:

a. Διατήρηση του πιστωτικού κινδύνου στον εκδότη, άρα και της ταύτισης συμφερόντων επενδυτών και εκδοτών.

b. Ύπαρξη αυστηρού εποπτικού πλαισίου.

c. Τυποποιημένες συναλλαγές.

Η συγκεκριμένη κρίση είναι μια τραπεζική κρίση, όχι απλά μια χρηματοοικονομική κρίση με την ευρεία έννοια του όρου. Η ιστορία των τραπεζικών κρίσεων όπου οι τράπεζες υφίστανται μεγάλες απώλειες, παρέχει πολύτιμες πληροφορίες για την αναζήτηση των αιτίων της κρίσης. Μακροοικονομικοί παράγοντες όπως η χαλαρή νομισματική πολιτική σχετίζονται με τα αίτια των κρίσεων. Οι τραπεζικές κρίσεις οφείλονται κατά κανόνα σε έντονες μικροοικονομικές στρεβλώσεις οι οποίες συχνά συνδέονται με κρατική «επιδότηση» για την ανάληψη κινδύνων (subsidization risk).

Το βασικό πρόβλημα στην τραπεζική κρίση που ακόμη βιώνουμε είναι ότι ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων, όσο αφορά τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια subprime, υποτιμήθηκε έντονα στην αγορά κατά την περίοδο της ραγδαίας εξάπλωσης τους από το 2003 έως το 2007. Πρόσφατες ακαδημαϊκές έρευνες περιγράφουν λεπτομερώς τις εσφαλμένες υποθέσεις στις οποίες βασίστηκε η μαζική τιτλοποίηση ενυπόθηκων δανείων subprime και συναφών διασφαλισμένων δανειακών υποχρεώσεων.

Τα δύο σημαντικότερα σφάλματα ήταν, πρώτο η υπόθεση ότι οι τιμές των κατοικιών δεν θα μειώνονταν, παρά την μεγάλη αύξηση που είχε σημειωθεί την τελευταία δεκαετία. Δεύτερο, η χορήγηση δανείων με περιορισμένο αριθμό πιστοποιητικών εγγράφων, που απλά αξιολογούνταν από την Fair Isaac Co (FICO) και η αξιολόγηση της, θεωρούνταν ότι έδινε μια διαβάθμιση στο δάνειο ικανή για να χορηγηθεί, ανεξάρτητα από το εάν συνοδεύταν με τα απαραίτητα παραστατικά αξιολόγησης. Έτσι ο εκδότης του δανείου οδηγούνταν στο πρόβλημα της αντίθετης επιλογής (adverse selection) και στην συνέχεια οδηγούμασταν στην τιτλοποίηση από τον ανάδοχο ενός δανείου που κάλυπτε ένα τίτλο ο οποίος εμπεριείχε πιστωτικό κίνδυνο μη-εκτιμημένο και μη-υπολογισμένο στην τιμολόγηση του τίτλου.

Η αναπόφευκτη αθέτηση των πληρωμών των στεγαστικών δανείων, που από την αρχή ήταν καταδικασμένα σε κατάρρευση, έφερε αλυσιδωτά αποτελέσματα πτώσης των τιμών των κατοικιών, μείωσης των αξιών των καλυμμάτων των τίτλων, κατάρρευσης των εκδοτών, των αναδόχων και τέλος γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση στην κεφαλαιαγορά.

3.4 Η επέκταση της κρίσης – Το συστημικό πρόβλημα των αγορών

Στις αρχές του Φθινοπώρου του 2008, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έφτασε ένα βήμα από την πλήρη κατάρρευση του. Αν η εξέλιξη αυτή δεν είχε αποφευχθεί, οι αρνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία, τις αγορές και τελικά για την ευημερία των πολιτών θα ήταν ανυπολόγιστες. Η πλειονότητα των οικονομολόγων σήμερα συμφωνεί ότι τέσσερις είναι οι βασικοί παράγοντες που συνέβαλαν καθοριστικά στη διαμόρφωση των χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών παγκοσμίως:

- α) οι διεθνείς ανισορροπίες στο εξωτερικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών,
- β) οι σημαντικές διασυννοριακές κινήσεις κεφαλαίων,
- γ) η χαλαρή νομισματική πολιτική,
- δ) το ανεπαρκές εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο.

Ωστόσο δεν υπάρχει ομοφωνία ως προς το βαθμό στον οποίο ο κάθε παράγοντας συνέβαλε τελικά στην κρίση.

Η παρατεταμένη διατήρηση μακροοικονομικών ανισορροπιών που χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα και χαμηλά επιτόκια δημιουργεί σοβαρούς συστημικούς κινδύνους, ενθαρρύνοντας την υπερβολική μόχλευση των νοικοκυριών, επιχειρήσεων, θεσμικών επενδυτών και τραπεζών. Αυτό τροφοδοτεί τη μη διατηρήσιμη αύξηση τιμών των αγαθών και κινητών αξιών (φαινόμενο φούσκας), υποδαυλίζοντας την κερδοσκοπική δραστηριότητα. Τα φαινόμενα αποκτούν δυναμική και αποσταθεροποιητική έκταση, όταν εσωτερικό και εξωτερικό εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο είναι ελλιπές και αναποτελεσματικό, ασυντόνιστο σε διεθνές επίπεδο σε συνθήκες χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης και κυρίως με χαμηλό βαθμό κατανόησης των εξελίξεων και των επιπτώσεων των φαινομένων από τις εποπτικές αρχές.²⁰

Τα πιστωτικά ιδρύματα είχαν υποτιμήσει τους κινδύνους αντισυμβαλλομένου, δηλαδή, την έκθεση τους έναντι άλλων ιδρυμάτων στη διεθνή και εγχώρια διατραπεζική αγορά, καθώς και των μεγεθών και το εύρος των κινδύνων που η τελευταία δημιουργούσε για την κερδοφορία και την χρηματοοικονομική τους σταθερότητα. Ιδιαίτερα σημαντική παράμετρος αναδείχθηκε η διατραπεζική διαχείριση και κάλυψη των κινδύνων της αγοράς ή και των πιστωτικών κινδύνων που αναλάμβαναν τα πιστωτικά ιδρύματα με τη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Η κρίση έδειξε ότι η κάλυψη των παραπάνω κινδύνων είναι ατελής, διότι οι τράπεζες δεν λάμβαναν υπόψη τους τις συνέπειες από μια πολλαπλή υποβάθμιση, από τους οίκους

²⁰ Καραμούζης Νικόλαος, Από τη Διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας, τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδοτικός οίκος Λιβάνη 2011, σελ 477

αξιολόγησης, ή και χρεωκοπίας της αντισυμβαλλόμενης τράπεζας. Αν συμβεί το τελευταίο, οι αρχικά θεωρούμενοι πλήρως καλυμμένοι (hedged), κίνδυνοι αγοράς μετατρέπονται αυτόματα σε ανοικτούς που πρέπει η τράπεζα να καλύψει εξ αρχής.

Επίσης η υπέρμετρη εμπιστοσύνη των τραπεζών σε υποδείγματα VAR (Value At Risk) για τον υπολογισμό των αναλαμβανόμενων κινδύνων και τον καθορισμό της κεφαλαιακής τους επάρκειας απεδείχθη εξαιρετικά επικίνδυνη και ανεπαρκής προσέγγιση. Καθώς ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι υψηλός, τα υποδείγματα αυτά υποεκτιμούν το συστημικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα τα εποπτικά κεφάλαια να είναι χαμηλότερα από ότι θα έπρεπε. Τα συγκεκριμένα υποδείγματα που στηρίζονται κυρίως στην ιστορική συμπεριφορά των τιμών, απέτυχαν να εντοπίσουν έγκαιρα τους συστημικούς κινδύνους και τα ακραία φαινόμενα.

Γι' αυτό τα παραπάνω υποδείγματα και οι όποιες μεθοδολογίες μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου αλλά και του κινδύνου της αγοράς θα πρέπει να χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες σε συνδυασμό με πιο παραδοσιακές μεθόδους μέτρησης και παρακολούθησης των αναλαμβανόμενων κινδύνων, παράλληλα με την δημιουργία ισχυρών και οργανωμένων εσωτερικών τμημάτων ελέγχου, μέτρησης και παρακολούθησης των κινδύνων.²¹

²¹ Καραμούζης Νικόλαος, Από τη Διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας, τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδοτικός οίκος Λιβάνη 2011, σελ 493

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1 Το θεσμικό πλαίσιο για τις Τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα

Η τιτλοποίηση πρωτοεμφανίσθηκε στη χώρα μας με τους νόμους 2801/2000 και 2844/2000, με τους οποίους δόθηκε δικαίωμα στα νομικά πρόσωπα του Δημοσίου Τομέα, να τιτλοποιήσουν περιουσιακά τους στοιχεία. Ουσιαστικό όμως νομικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις καθορίζεται στην Ελλάδα από τον Ν.3156//2003 που μεταξύ άλλων διευθετεί λειτουργικά θέματα, όπως γνωστοποιήσεις στους δανειολήπτες καθώς και θέματα φορολογικής αντιμετώπισης. Το εποπτικό πλαίσιο, ειδικά όσον αφορά την αντιμετώπιση των τιτλοποιήσεων για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας, καλύπτεται από την εγκύκλιο 9/2003 και την Πράξη Διοικητή/ΤΕ 2593/2007.

Οι συναλλαγές γίνονται κυρίως για σκοπούς άντλησης ρευστότητας. Στα πλαίσια της Βασιλείας I σε κάποιες περιπτώσεις μειώνουν και τις κεφαλαιακές απαιτήσεις αλλά όχι σημαντικά. Επιπλέον, βοηθάνε τις τράπεζες να βελτιώσουν τα συστήματά τους, καθώς και τις εσωτερικές τους διαδικασίες και πολιτικές που αφορούν τα δανειακά χαρτοφυλάκια.

Στην Ελλάδα το νομικό πλαίσιο για τις καλυμμένες ομολογίες εισάγεται αρκετά αργότερα, το καλοκαίρι του 2007, και καθορίζεται από τον Ν. 3601/2007 (άρθρο 91). Ο νόμος, πλέον της απευθείας έκδοσης (direct issue), δίνει τη δυνατότητα και για έκδοση όπου μπορεί να χρησιμοποιηθεί εταιρεία ειδικού σκοπού. Η εν λόγω δυνατότητα κρίθηκε χρήσιμη δεδομένων νομικών περιορισμών που θα μπορούσαν να υπάρχουν στην άμεση έκδοση καλυμμένων ομολογιών από όρους προγραμμάτων εκδόσεων κοινών ομολογιών. Η ΠΔ/ΤΕ 2620/28.08.2009 καθορίζει το σχετικό εποπτικό πλαίσιο και, μεταξύ άλλων, τις προϋποθέσεις για την εποπτική αναγνώριση των καλυμμένων ομολογιών.²²

Στη συνέχεια, τα βασικά στοιχεία της λειτουργίας της τιτλοποίησης εμφανίζονται από την αναλυτική περιγραφή των μερών που συμμετέχουν στη διαδικασία. Ο νόμος ορίζει ότι ο μεταβιβάζων μπορεί να είναι έμπορος (άρα δεν επιτρέπεται στο Δημόσιο), με εγκατάσταση στην Ελλάδα, γεγονός που τον χαρακτηρίζει «ελληνοκεντρικό», καθώς αποτρέπει την τιτλοποίηση απαιτήσεων, πωλητών με έδρα αποκλειστικά το εξωτερικό. Όσον αφορά την ΕΕΣ, τη χαρακτηρίζει ως νομικό πρόσωπο που «αγοράζει» τις απαιτήσεις, αποκλείοντας με αυτό τον τρόπο κάθε ανάμειξη της μεταβιβάζουσας εταιρίας – τράπεζας στην έκδοση των τίτλων. Η εκτενής αναφορά του νόμου στις ΕΕΣ δείχνει τη μεγάλη σημασία που έχει δώσει ο νομοθέτης στο φορέα αυτό.

²² Ζαγορήσιος - Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας σελ.264

Επιπλέον, ο Ν.3156/2003 αναφέρεται στους οίκους αξιολόγησης, χωρίς ωστόσο να εμβαθύνει παραπάνω. Υπάρχει εκτενής αναφορά στην έκδοση ομολογιών και στο νομικό και φορολογικό καθεστώς που διέπει την έκδοση και την εξόφλησή τους (παρ. 17, αρ.10). Τέλος, στα άρθρα 20 και 21 αναφέρονται οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου και επεξεργασίας προσωπικών δεδομένων.

Γενικά, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο εξεταζόμενος νόμος, έχει αρκετές αποκλίσεις (από τα ισχύοντα στο αστικό και εμπορικό δίκαιο), με σκοπό τη διευκόλυνση της διαδικασίας τιτλοποίησης και προς όφελος της μεταβιβάζουσας τράπεζας, ενώ περιλαμβάνει ελλειψείς ρυθμίσεις για άλλα θέματα όπως οι οίκοι αξιολόγησης, και η προστασία των επενδυτών, παρά την πλήρη ρύθμιση των δεδομένων αυτών από την διεθνή πρακτική, που συχνά επικαλείται ο νομοθέτης.

4.2 Διαφορές των τιτλοποιήσεων από τις καλυμμένες ομολογίες

Οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα έχουν σημαντικές ομοιότητες, δεδομένου ότι και τα δύο χρηματοοικονομικά προϊόντα αποσκοπούν σε άντληση ρευστότητας με χρήση μη ρευστών στοιχείων ενεργητικού ως κάλυμμα. Οι βασικές διαφορές μεταξύ των καλυμμένων ομολογιών και των τιτλοποιήσεων είναι οι κάτωθι:

1. Οι καλυμμένες ομολογίες πλέον της εξασφάλισης από τις χρηματορροές του χαρτοφυλακίου ασφαλείας χαίρουν και της εγγύησης του πιστωτικού ιδρύματος. Συνεπώς, ο πιστωτικός κίνδυνος του υποκείμενου χαρτοφυλακίου παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα.

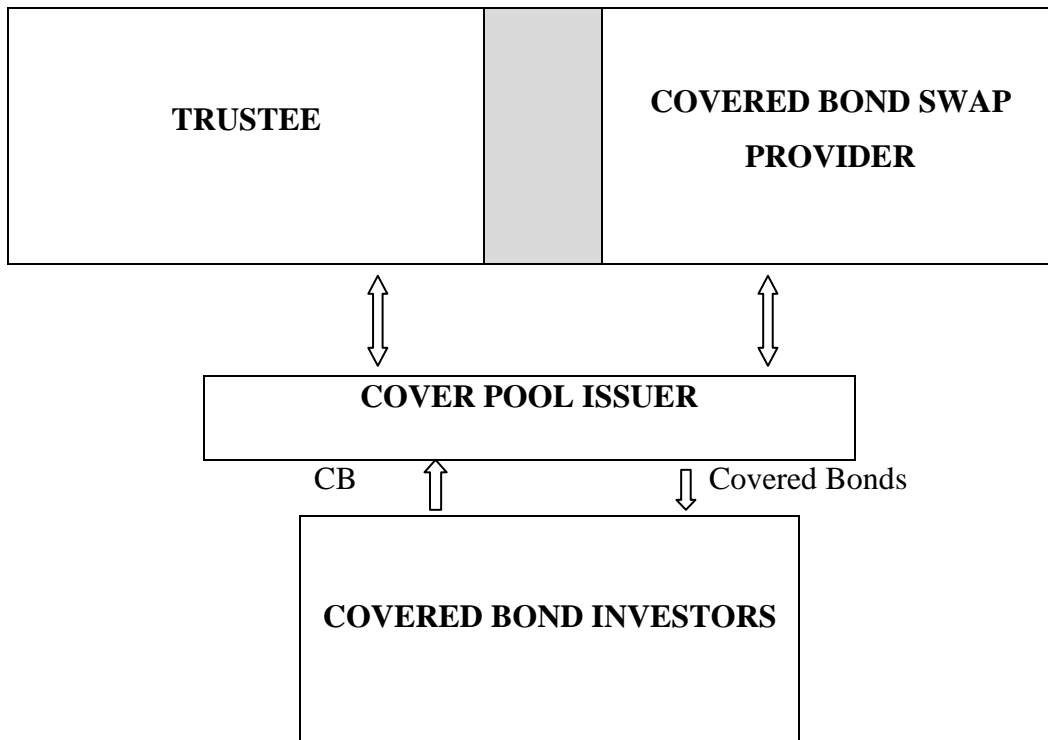
2. Τα καλυμμένα ομόλογα χρησιμοποιούνται μόνο ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και όχι ως εργαλείο διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Στις συναλλαγές τιτλοποίησης, όταν τα πιστωτικά ιδρύματα δεν διακρατούν τα κατώτερα τμήματα τίτλων μεταβιβάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στους επενδυτές.

3. Οι καλυμμένες ομολογίες που εκδίδονται στα πλαίσια του ίδιου προγράμματος είναι της ίδιας εξασφάλισης σε αντίθεση με τις τιτλοποιήσεις στα πλαίσια των οποίων εκδίδονται τουλάχιστον δύο τμήματα ομολόγων διαφορετικής εξασφάλισης. Στα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών, η επίτευξη της υψηλής διαβάθμισης επιτυγχάνεται μέσω υπερκάλυψης (over collateralization) της ονομαστικής αξίας των ομολόγων από το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας.

4. Στις καλυμμένες ομολογίες τα στοιχεία ενεργητικού που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας μπορούν να είναι ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, δάνεια με υποθήκη επί εμπορικών ακινήτων ή πλοίων και δάνεια προς ή εγγυημένα από κεντρικές κυβερνήσεις ή επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα χωρών της ΕΕ. Εν αντιθέσει, στις τιτλοποιήσεις το ενέχυρο δύναται να αποτελείται από οποιοδήποτε στοιχείο ενεργητικού.

5. Οι επιτρεπόμενες δομές συναλλαγών καλυμμένων ομολογίων είναι απλές και τυποποιημένες. Γενικότερα τα καλυμμένα ομόλογα έχουν έναν μεγάλο βαθμό τυποποίησης σε αντίθεση με τις τιτλοποιήσεις που ειδικά πριν την οικονομική κρίση εμφανίστηκαν σύνθετα προϊόντα, όπως τιτλοποιήσεις τιτλοποιημένων τμημάτων.²³

Στο παρακάτω σχήμα φαίνεται η δομή της απευθείας έκδοσης καλυμμένων ομολόγων (covered bonds).



Πηγή: ALPHA BANK

4.3 Οι τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα

Την περίοδο έως το 2001, το Δημόσιο προέβη σε σημαντικό ύψος τιτλοποιήσεων περιουσιακών του στοιχείων και εσόδων. Θεσπίστηκε ο Ν.2801/2000 και αργότερα ο Ν.2843/2000 που τροποποίησε τον πρώτο και εισήχθη για πρώτη φορά στην Ελλάδα η έννοια της τιτλοποίησης με την στενή έννοια. Η λογική ήταν να μεταβιβάσει το Ελληνικό δημόσιο ή κάποιος φορέας του τις απαιτήσεις τους σε ΕΕΣ και να εκδοθούν ομόλογα, τα οποία είχαν τον αδόκιμο τίτλο «τίτλοι προεσόδων». Οι τίτλοι αυτοί διαφοροποιούνται από τα γνωστά κρατικά ομόλογα και έχουν ως κάλυμμα μελλοντικά έσοδα του Ελληνικού Δημοσίου που προέρχονταν από το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, από τα Ελληνικά Λαχεία, από τον

²³ Ζαγορήσιος – Ασημέλης Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας σελ.252

οργανισμό Euro control που εφαρμόζει το εναρμονισμένο σύστημα ελέγχου εναέριας κυκλοφορίας, από το ΙΚΑ και άλλα ασφαλιστικά ταμεία, αλλά και από κεφάλαια που αναμένονταν να εισρεύσουν από το 3^ο ΚΠΣ τα οποία δεσμεύονταν προς αποπληρωμή των εκδιδόμενων τίτλων.²⁴

Αξιοσημείωτο είναι ότι με την παραπάνω διαδικασία επιτύχαμε ως χώρα τον στόχο της μείωσης του δημοσίου ελλείμματος και την είσοδο μας στην ΟΝΕ, κάτι που αργότερα ανατράπηκε από την EUROSTAT η οποία δεν δέχεται πλέον την μείωση του δημοσίου χρέους με τεχνικές τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων.

Η πρώτη συναλλαγή ιδιωτικής τιτλοποίησης έγινε τον Νοέμβριο του 2003 και αφορά τα στεγαστικά δάνεια της Aspis Bank. Είναι ενδιαφέρον ότι τις εν λόγω συναλλαγές αξιοποιούσαν και μικρότερες τράπεζες, όπως η Aspis Bank και η Millennium Bank, που πιθανά η πρόσβασή τους στις αγορές κεφαλαίου μέσω κοινών ομολογιών να ήταν δυσκολότερη. Οι συναλλαγές αρχικά αφορούν στεγαστικά δάνεια και σταδιακά επεκτείνονται σε καταναλωτικά δάνεια, κάρτες, καθώς και σε επιχειρηματικά δάνεια.

Με τη διεθνή κρίση που ξεκινάει το καλοκαίρι του 2007 δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα τοποθέτησης των τιτλοποιήσεων στις αγορές. Με τη στροφή των ελληνικών τραπεζών στο ευρωσύστημα για χρηματοδότηση, οι τιτλοποιήσεις γίνονται ένα πολύτιμο εργαλείο για δημιουργία αποδεκτών καλυμμάτων. Από το 2008 και μετά όλες οι νέες τιτλοποιήσεις γίνονται για σκοπούς χρήσης ως ενέχυρο. Δεδομένου ότι για σκοπούς ευρωσυστήματος γίνεται αποδεκτό μόνο το ανώτερο τμήμα των τιτλοποιήσεων, η δομή των τιτλοποιήσεων αλλάζει και εκδίδονται πλέον μόνο δύο τμήματα: το ανώτερο και ένα αδιαβάθητο τμήμα που ιδιοκατέχεται από το πιστωτικό και αποτελεί πιστωτική ενίσχυση του ανώτερου τμήματος.

Η πρώτη έκδοση καλυμμένων ομολογιών με ενέχυρο στεγαστικά δάνεια γίνεται από την Alpha Bank τον Ιούλιο του 2008. Αντίστοιχα προγράμματα δημιουργούν και οι άλλες Ελληνικές τράπεζες. Το σύνολο σχεδόν των εκδόσεων των Ελληνικών καλυμμένων ομολογιών χρησιμοποιούνται ως κάλυμμα στο ευρωσύστημα. Με το πρόγραμμα αγορών του ευρωσυστήματος των €60 δισ. δημιουργήθηκαν οι συνθήκες για τοποθέτηση σε επενδυτές.

Σύμφωνα με τις επίσημες ανακοινώσεις και τα ενημερωτικά δελτία των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών έχουν πραγματοποιηθεί οι παρακάτω τιτλοποιήσεις και εκδόσεις καλυμμένων ομολογιών στην Ελλάδα:

Η Alpha Bank το 2008 με την ΕΕΣ ΚΑΤΑΝΑΛΟΤΙΚΑ, τιτλοποίησε 1,52 δις ευρώ απαιτήσεις καταναλωτικών δανείων με αξιολόγηση από την Moody's και το 2009 μέσω της ΕΕΣ ΕΡΗΙΗΡΟ τιτλοποίησε 3,25 δις ευρώ επιχειρηματικά δάνεια, λαμβάνοντας αξιολόγηση

²⁴ Βενιέρης Ιάκωβος, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον Ν.3156/2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς Πρακτικής σελ.73-84

από την Moody's. Το 2009 επίσης τιτλοποίησε απαιτήσεις της από LEASING, μέσω της ΕΕΣ IRIDA PLC, ύψους 0,4 δις ευρώ με αξιολογήσεις από τις Standard and Poor's και Moody's. Το ίδιο έτος τιτλοποιεί 1,2 δις ευρώ μέσω της ΕΕΣ TALANTO, αξιολογημένα από την Moody's, η τιτλοποίηση αυτή έχει ήδη λήξει. Το 2010 τιτλοποίησε 1 δις ευρώ περίπου στεγαστικά δάνεια από τις Standard and Poor's (ΕΕΣ PISTI PLC). Επίσης το 2008 εξέδωσε πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών ύψους 8 δις ευρώ με εκδότη την Barclay's Capital το οποίο έλαβε διαβαθμίσεις από την Moody's και την Fitch.²⁵

Η ΕΤΕ το 2008 με την ΕΕΣ ETERIKA τιτλοποίησε 1,3 δις ευρώ περίπου εταιρικές απαιτήσεις, λαμβάνοντας αξιολόγηση από τον οίκο Moody's. Το Δεκέμβριο του ίδιου έτους με την ΕΕΣ REVOLVER τιτλοποιεί 1,768 δις ευρώ καταναλωτικά δάνεια, με αξιολόγηση από τις Standard and Poor's και Fitch. Επίσης τον Φεβρουάριο 2009 τιτλοποίησε 5,1 δις ευρώ απαιτήσεις της, με την εταιρία TITLOS PLC με αξιολόγηση από την Moody's. Τον Απρίλιο του 2009 τιτλοποίησε με την Autokinito Plc 2,6 δις ευρώ καταναλωτικά δάνεια. Τέλος τον Σεπτέμβριο του 2011 τιτλοποίησε μέσω της Agorazo Plc 1,66 δις ευρώ και την ίδια περίοδο τιτλοποίησε 1,749 δις ευρώ στεγαστικά δάνεια μέσω της Spiti Plc. Επίσης το 2008 η ΕΤΕ εξέδωσε το πρώτο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών αξίας 10 δις ευρώ με διαβάθμιση από Moody's και Fitch ενώ τον Ιούνιο του 2010 εξέδωσε το δεύτερο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών αξίας 15 δις ευρώ.²⁶

Να σημειώσουμε εδώ ότι αυτά, τα σχετικά μεγάλα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών, δεν απευθύνονται σε επενδυτές αλλά είναι χρηματοδότηση των Ελληνικών τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα λόγω του προβλήματος ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι Ελληνικές Τράπεζες που οφείλεται στην μεγάλη άνοδο των επιτοκίων στην διατραπεζική αγορά. Στο συγκεκριμένο θέμα θα αναφερθούμε στην συνέχεια.

Η ΕFG Eurobank Ergasias από τον Ιούνιο 2004 έως τον Νοέμβριο 2008 σταδιακά τιτλοποίησε με την ΕΕΣ THEMELION, 6,8 δις ευρώ περίπου στεγαστικά δάνεια. Για τις συγκεκριμένες τιτλοποιήσεις αξιολογήθηκε από τις Moody's και Fitch. Επιπλέον το Μάιο 2007 τιτλοποίησε 350 εκ. ευρώ ομόλογα, και αργότερα τον Νοέμβριο του 2007 ολοκλήρωσε την τιτλοποίηση καταναλωτικών δανείων ύψους 2,5 δις ευρώ με εκδότη των ομολογιών την εταιρεία Daneion 2007-1 PLC με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση AAA/Aaa παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's. Ενώ από το 2006 έως το Φεβρουάριο 2009 έχει τιτλοποιήσει μέσω της ΕΕΣ ANARTYXI PLC, δάνεια μικρών επιχειρήσεων, ύψους 10,1 δις ευρώ περίπου. Για τις τιτλοποιήσεις αυτές χρησιμοποιήθηκε ο οίκος αξιολόγησης Moody's. Τέλος, είχε προβεί σε

²⁵ www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=7592

²⁶ www.nbg.gr/wps/portal/el/THE-GROUP/Investor-Relations/Dept-Investors

τιτλοποίηση απαιτήσεων καρτών το έτος 2005 με ΕΕΣ KARTA PLC, ύψους 670 εκ. ευρώ. Επίσης η EFG Eurobank Ergasias εξέδωσε σειρές τίτλων καλυμμένων ομολογιών τον Μάρτιο 2010 αξίας 5 δις ευρώ, τον Απρίλιο 2010 αξίας 3 δις ευρώ και τον Απρίλιο 2011 αξίας 5 δις ευρώ, που απευθύνονταν αποκλειστικά στην ΕΚΤ ως ενέχυρα για την λήψη ρευστότητας.²⁷

Η Τράπεζα Πειραιώς από το 2005 έως το 2008 τιτλοποίησε μέσω της ΕΕΣ ESTIA 2,8 δις στεγαστικών δανείων με αξιολόγηση από τις Standard and Poor's και Fitch. Το 2008 με ΕΕΣ την GAIA LEASE τιτλοποίησε 0,53 δις ευρώ απαιτήσεις από leasing με αξιολόγηση της Moody's. Τα έτη 2008 και 2009 τιτλοποιεί 5 δις ευρώ περίπου, επιχειρηματικά δάνεια αξιολογημένα από την Moody's (ΕΕΣ AXIA). Το έτος 2010 μέσω της ΕΕΣ PRAXIS τιτλοποίησε 1,3 δις ευρώ καταναλωτικά δάνεια και κάρτες με αξιολόγηση από την Moody's. Τον Φεβρουάριο του 2011 εξέδωσε καλυμμένες ομολογίες αξίας 3 δις ευρώ με διαβάθμιση από την Fitch, απευθυνόμενη στην ΕΚΤ για λήψη ρευστότητας.²⁸

4.4 Η Παγκόσμια κρίση, ομοιότητες και διαφορές με την Ελληνική κρίση

Αν θέλουμε να δούμε να σημειώσουμε επιγραμματικά τα αίτια της τελευταίας παγκόσμιας κρίσης μπορούμε να επικεντρωθούμε σε ορισμένα σημεία.

Τις τελευταίες δεκαετίες επεκράτησαν σταδιακά οι νεοκλασικές αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς στη διεθνή οικονομική, επιστημονική και πολιτική ζωή. Αυτή η ιδεολογική κυριαρχία οδήγησε σε γενικευμένη υιοθέτηση ορισμένων βασικών αρχών λειτουργίας της διεθνούς οικονομίας, όπως:

- η αποδοχή της έμφυτης σταθερότητας και αρμονίας της οικονομίας της αγοράς, με το αόρατο χέρι του Adam Smith να κάνει πάντα σωστά τη δουλειά του,
- η αποτελεσματικότητα των ελεύθερων αγορών χρήματος και κεφαλαίου να προσδιορίζουν πάντα τις σωστές τιμές,
- η ικανότητα των αγορών να αυτορυθμίζονται και σε κάποιο βαθμό να αυτοεποπτεύονται, με τη συνακόλουθη εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας και παρέμβασης,
- η πεποίθηση ότι οι οικονομικές μονάδες ενεργούν πάντα ορθολογικά στη λήψη αποφάσεων και ότι η αθροιστική τους συμπεριφορά οδηγεί αυτομάτως και σε αρμονική λειτουργία της οικονομίας της αγοράς, (R. Lucas) η πεποίθηση ότι η κερδοσκοπία αποτελεί πάντα σταθεροποιητικό παράγοντα στις αγορές και στοιχείο πειθαρχίας,

²⁷ www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=274&mid=636&lang=gr

²⁸ www.piraeusbank.gr/ecpage.asp?id=238354&lang=1&nt=99

- η υιοθέτηση του δόγματος «η καλύτερη μακροοικονομική πολιτική είναι η μη πολιτική», ότι επαρκεί μόνο η θέσπιση «σταθερών κανόνων», ενώ η νομισματική πολιτική εγκλωβίστηκε σε μονοδιάστατη στόχευση, στη διατήρηση δηλαδή, χαμηλού πληθωρισμού, υποτιμώντας τον αποσταθεροποιητικό ρόλο, την πολυπλοκότητα και τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών υπερβολών (π.χ. τις φούσκες των τιμών) και

- η άποψη ότι οι μέτοχοι των εταιρειών και των τραπεζών έχουν τα μέσα να επιβάλουν ορθολογισμό και έλεγχο στη διοίκηση των εταιρειών, έτσι ώστε να ταυτίζονται τα συμφέροντα μετόχων/ διοικούντων, ενώ παράλληλα οι εταιρικές επιδιώξεις να οδηγούν συλλογικά το οικονομικό σύστημα σε σταθερή λειτουργία. Επεκράτησε λίγο η λογική του «ό,τι είναι καλό για τη Citibank & την General Motors είναι καλό για την Αμερική» ή ακόμα χειρότερα «ό,τι είναι καλό για τις Διοικήσεις της Citibank & της General Motors είναι καλό για την Αμερική».

Η δεύτερη σημαντική αιτία της τρέχουσας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, ήταν οι μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, που δεν αντιμετωπίστηκαν επί μακρόν την τελευταία δεκαετία και που συνδέονταν:

- με τα πολύ χαμηλά επιτόκια, που διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ,
- με τη διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας,
- με την αυξανόμενη ανισορροπία αποταμίευσης - επένδυσης στις Ηνωμένες Πολιτείες, που οδήγησε σε διεύρυνση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε αντίστοιχα πλεονάσματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών,

- με την πολιτική σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη συνακόλουθη ραγδαία αύξηση των εθνικών συναλλαγματικών αποθεματικών σε δολάρια χωρών της Άπω Ανατολής.

Τα χαμηλά επιτόκια, η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών και τη ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων, κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη, που οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών. Επιπλέον, τα πολύ χαμηλά πραγματικά αλλά και τα ονομαστικά επιτόκια που έφθασαν κοντά στο 1% το 2006, από 4.5% στις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, είχαν ως αποτέλεσμα:

α. Οι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές είτε να επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω απόκτησης δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων υψηλού κινδύνου, είτε να δανείζονται με ευνοϊκούς όρους για ανάπτυξη κινητών και ακινήτων αξιών, τροφοδοτώντας

τις τιμές και τον ανοδικό κερδοσκοπικό κύκλο. Παράλληλα, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί για να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και για να βελτιώσουν τη κερδοφορία τους, άρχισαν:

1. να προσφέρουν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα με υποσχόμενες υψηλότερες αποδόσεις,
2. να δημιουργούν νέες αγορές (π.χ. τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, over-the-counter παράγωγα) για την κάλυψη ή / και μεταφορά σε τρίτους των κινδύνων,
3. να χαλαρώνουν τα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων ειδικότερα στις ΗΠΑ στον τομέα των στεγαστικών δανείων.

Η τρίτη αιτία της κρίσης, ίσως και η σημαντικότερη, συνδέεται με τη σταδιακή μετατόπιση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες. Καθοριστικό ρόλο για τον παραπάνω μετασχηματισμό των τραπεζών διαδραμάτισαν :

α) Η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εφαρμογή στο χρηματοπιστωτικό χώρο των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας, η εκρηκτική ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, η εντυπωσιακή ανάπτυξη και διεθνοποίηση των νέων αγορών και της θεσμικής διαχείρισης, εξελίξεις που δεν συνοδεύθηκαν από την αναβάθμιση και διεθνοποίηση της εποπτείας και των ελέγχων.

β) Οι κερδοσκοπικές συμπεριφορές, ενίοτε, απληστίας και μεγαλομανίας ορισμένων Διοικήσεων διεθνών τραπεζών, που δεν προάσπισαν τα συμφέροντα των μετόχων αλλά τα βραχυχρόνια δικά τους και ενεπλάκησαν:

- σε σημαντικές και πανάκριβες εξαγορές και συγχωνεύσεις υψηλού κινδύνου (π.χ. RBS αποκτά τμήμα της ABN AMRO σε απίστευτα υψηλή τιμή),

- σε αλόγιστη αύξηση του ενεργητικού τους (π.χ. η UBS απέκτησε δεκάδες δις τιτλοποιημένων αμερικανικών ομολόγων), σε χρηματοδότηση της ταχείας αύξησης του ενεργητικού από πηγές ρευστότητας υψηλού κινδύνου, όπως οι χρηματαγορές και η διατραπεζική αγορά.

γ) Η συστηματική υποτίμηση από τις Διοικήσεις των διεθνών Τραπεζών αλλά και από τις εποπτικές αρχές του μεγέθους της πολυπλοκότητας των κινδύνων, που αναλάμβαναν σταδιακά οι τράπεζες. Κυρίως, δεν έγιναν κατανοητοί οι κίνδυνοι από την εκρηκτική ανάπτυξη των τιτλοποιήσεων, των παραγώγων, της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, και της χρηματοδότησης των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές και τη διατραπεζική αγορά.

δ) Η διαμόρφωση επί μακρόν με την ανοχή των μετόχων, λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων αναφορικά με τις μεταβλητές αμοιβές των στελεχών στο διεθνές τραπεζικό χώρο (bonuses).

ε) Η ανεπάρκεια των διεθνών λογιστικών προτύπων (IFRS), ιδιαίτερα αναφορικά με τις μεθόδους αποτίμησης σε τρέχουσες τιμές επενδυτικών στοιχείων του ενεργητικού των Τραπεζών, καθώς και των στοιχείων εκτός ισολογισμού.

στ) Η σύγκρουση συμφερόντων και οι ανεπαρκείς αναλύσεις και μεθοδολογίες, που εφήρμοσαν οι διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης κινδύνων, (Moody's, S&P, Fitch). Αποτέλεσμα, είχαν αξιολογήσει τα τελευταία χρόνια 70,000 (!) διεθνείς εκδόσεις στη βαθμίδα AAA, δηλαδή ελάχιστου κινδύνου και οι επενδυτές στηρίχθηκαν στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων των παραπάνω οίκων για να τοποθετήσουν τρισεκατομμύρια ευρώ και δολάρια σε κινητές αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου, αλλά απεδείχθησαν τοξικά προϊόντα.²⁹

Η προαναφερθείσα παγκόσμια οικονομική κατάσταση εισήχθη και στην Ελληνική Τραπεζική αγορά και στην εγχώρια οικονομική ζωή. Τα διαφοροποιημένα όμως χαρακτηριστικά ιδιαιτέρως του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα, σε σχέση με τις δυτικές χώρες, που όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν Αμερικάνικες ιδίως μελέτες, έχει ένα απαρχαιωμένο τραπεζικό σύστημα, την προστάτευσαν εν μέρη από τα προβλήματα τα οποία ταλάνισαν επί δύο και πλέον έτη το παγκόσμιο οικονομικό στερέωμα.

Από τον Νοέμβριο του 2009 οι διεθνείς αγορές άρχισαν να επικεντρώνονται όλο και περισσότερο στο Ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα που ήταν μια μεγάλη δημοσιονομική εκτροπή. Γύρω από αυτή την δημοσιονομική εκτροπή στήθηκε σταδιακά από αγγλοσαξονικούς κυρίως επενδυτικούς κύκλους ένα μεγάλο κερδοσκοπικό παιχνίδι που επιδείνωσε το σοβαρό Ελληνικό πρόβλημα.

Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι αρνητικές αναλύσεις μετέτρεψαν το ουσιαστικό ελληνικό πρόβλημα σε αυτό-τροφοδοτούμενη κρίση το πρώτο εξάμηνο του 2010. Τα προβλήματα εμπιστοσύνης των αγορών προς τις Ελληνικές κυβερνήσεις, η αναποτελεσματικότητα του δημόσιου τομέα, η δυσλειτουργία του κράτους και τα αυξημένα ελλείμματα των κυβερνήσεων της μεταπολίτευσης δημιούργησαν μια τεράστια δημοσιονομική εκτροπή. Αυτή η εκτροπή σε συνδυασμό με μια νομισματική ένωση που δεν αντιπροσώπευε και δεν αντικατοπτρίζει ούτε και σήμερα την πραγματική οικονομική κατάσταση της χώρας και δεν έπρεπε να πραγματοποιηθεί με τους όρους που έγινε, στραγγάλισε την Ελληνική οικονομία. Καθώς οι ασόβαρες Ελληνικές κυβερνήσεις συνέχιζαν την ίδια «άσωτη» δημοσιονομική διαχείριση των οικονομικών της χώρας φτάσαμε να

²⁹ Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και Ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Ομιλία Αθήνα 12/11/2009. Νικόλαος Καραμούζης

δημιουργούνται ανυπέρβλητα προβλήματα, έως και την πραγματική Ελληνική χρεοκοπία που για αποφευχθεί να γίνει και τυπική, μοναδική λύση φαντάζει η πολιτική λύση εκ μέρους των Ευρωπαίων εταίρων μας.

Εν συντομία λοιπόν η Ελληνική κρίση, πολύ λίγο έχει να κάνει με την παγκόσμια οικονομική κρίση και τα προβλήματα που δημιούργησε, το μόνο που έκανε η παγκόσμια κρίση ήταν, με την έλλειψη ρευστότητας που εμφανίστηκε στις αγορές, να αναδείξει την προϋπάρχουσα παθογένεια της Ελληνική οικονομίας και την «εγκληματική» διαχείριση των δημοσίων οικονομικών της χώρας. Φαινόμενο που, λίγο ως πολύ, παρατηρείται στις περισσότερες χώρες του Ευρωπαϊκού νότου και είναι απόρροια της ιδιοσυγκρασίας και της νοοτροπίας των μεσογειακών λαών αλλά και της τάσης πλουτισμού και διαφθοράς της πολιτικής "ελίτ" που υφίσταται ως επάγγελμα και κυριαρχεί σε αυτές τις χώρες, με «αποδοτικές απολαβές» για τους ίδιους και τις οικογένειες τους.

5.1 Λογιστικές Εγγραφές Τιτλοποίησης απαιτήσεων

Προκειμένου να καθοριστεί ο λογιστικός χειρισμός (σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) μίας συναλλαγής τιτλοποίησης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων θα πρέπει αρχικά, να εξεταστεί αν ικανοποιούνται τα κριτήρια για τη διακοπή αναγνώρισης των απαιτήσεων αυτών από τον Ισολογισμό. Ειδικότερα, θα πρέπει να εξεταστεί αν η εταιρία η οποία προβαίνει στην τιτλοποίηση των απαιτήσεων έχει ουσιαστικά μεταβιβάσει στην εταιρία ειδικού σκοπού τους κινδύνους και τα οφέλη που απορρέουν από τις απαιτήσεις αυτές (για παράδειγμα συνεκτιμώνται παράγοντες όπως οι εγγυήσεις που τυχόν παρέχονται από την εταιρία που τιτλοποιεί τις απαιτήσεις της, η διακράτηση από την εταιρία αυτή ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης εκδόσεως της εταιρίας ειδικού σκοπού, η είσπραξη του *deferred consideration*³⁰). Επισημαίνεται πως μία τιτλοποίηση απαιτήσεων δύναται να λάβει χώρα για ποικίλους λόγους όπως πχ, στην περίπτωση των Τραπεζών, η βελτίωση της κεφαλαιακής τους επάρκειας μέσω της μείωσης του πιστωτικού τους κινδύνου (περίπτωση διακοπής αναγνώρισης των απαιτήσεων) ή η βελτίωση της ρευστότητάς τους μέσω της έκδοσης των ομολόγων.

1. Εγγραφές αρχικής μεταβίβασης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων και εκδόσεως ομολογίων από την εταιρία ειδικού σκοπού:

Σε περίπτωση που μία τιτλοποίηση οδηγεί σε διακοπή αναγνώρισης των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται, καταχωρούνται οι ακόλουθες λογιστικές εγγραφές (στις κατωτέρω εγγραφές θεωρείται ότι το τίμημα της μεταβίβασης των απαιτήσεων είναι ίσο με τη λογιστική τους αξία):

Εταιρία των οποίων οι απαιτήσεις τιτλοποιούνται:

Χρέωση: Μετρητά
Πίστωση: Απαιτήσεις

Εταιρία ειδικού σκοπού:

Χρέωση: Μετρητά
Πίστωση: Ομολογίες

Χρέωση: Τιτλοποιημένες απαιτήσεις
Πίστωση: Μετρητά

Σε περίπτωση που μία τιτλοποίηση δεν οδηγεί σε διακοπή αναγνώρισης των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται, καταχωρούνται οι ακόλουθες λογιστικές εγγραφές (στις

³⁰ Πρόκειται για την υπολειμματική αξία (το ποσό δηλαδή που απομένει μετά την ικανοποίηση όλων των υποχρεώσεων της εταιρίας ειδικού σκοπού) η οποία ενδεχομένως να καταβάλλεται (κατά τη διάρκεια ή κατά τη λήξη της συναλλαγής) στην εταιρία που πραγματοποίησε την τιτλοποίηση

κατωτέρω εγγραφές θεωρείται ότι το τίμημα της μεταβίβασης των απαιτήσεων είναι ίσο με τη λογιστική τους αξία):

Εταιρία των οποίων οι απαιτήσεις τιτλοποιούνται:

Χρέωση: Μετρητά

Πίστωση: Υποχρέωση από τιτλοποίηση απαιτήσεων →

Η υποχρέωση αυτή εκτοκίζεται & τακτοποιείται καθώς αποπληρώνονται οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις

Εταιρία ειδικού σκοπού:

Χρέωση: Μετρητά

Πίστωση: Ομολογίες

Χρέωση: Απαιτήσεις από τιτλοποίηση απαιτήσεων →

Πίστωση: Μετρητά

Η απαίτηση αυτή εκτοκίζεται & εξοφλείται καθώς αποπληρώνονται οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις

2. Έξοδα στα οποία προβαίνει η εταιρία προκειμένου να πραγματοποιήσει τη συναλλαγή της τιτλοποίησης (πχ νομικά έξοδα, έξοδα οίκων αξιολόγησης, κ.α.)

Στην περίπτωση που στοιχειοθετείται η διακοπή της αναγνώρισης των απαιτήσεων, τα έξοδα αυτά αναγνωρίζονται άμεσα στα αποτελέσματα.

Στην περίπτωση που δεν στοιχειοθετείται η διακοπή αναγνώρισης, τα έξοδα αυτά κεφαλαιοποιούνται (ουσιαστικά αυξάνοντας το ύψος της υποχρέωσης από την τιτλοποίηση) και αποσβένονται μέσω της μεθόδου του πραγματικού επιτοκίου στους τόκους έξοδα από την υποχρέωση.

3. Προμήθειες εξυπηρέτησης των απαιτήσεων από την εταιρία που προέβη σε τιτλοποίηση των απαιτήσεων

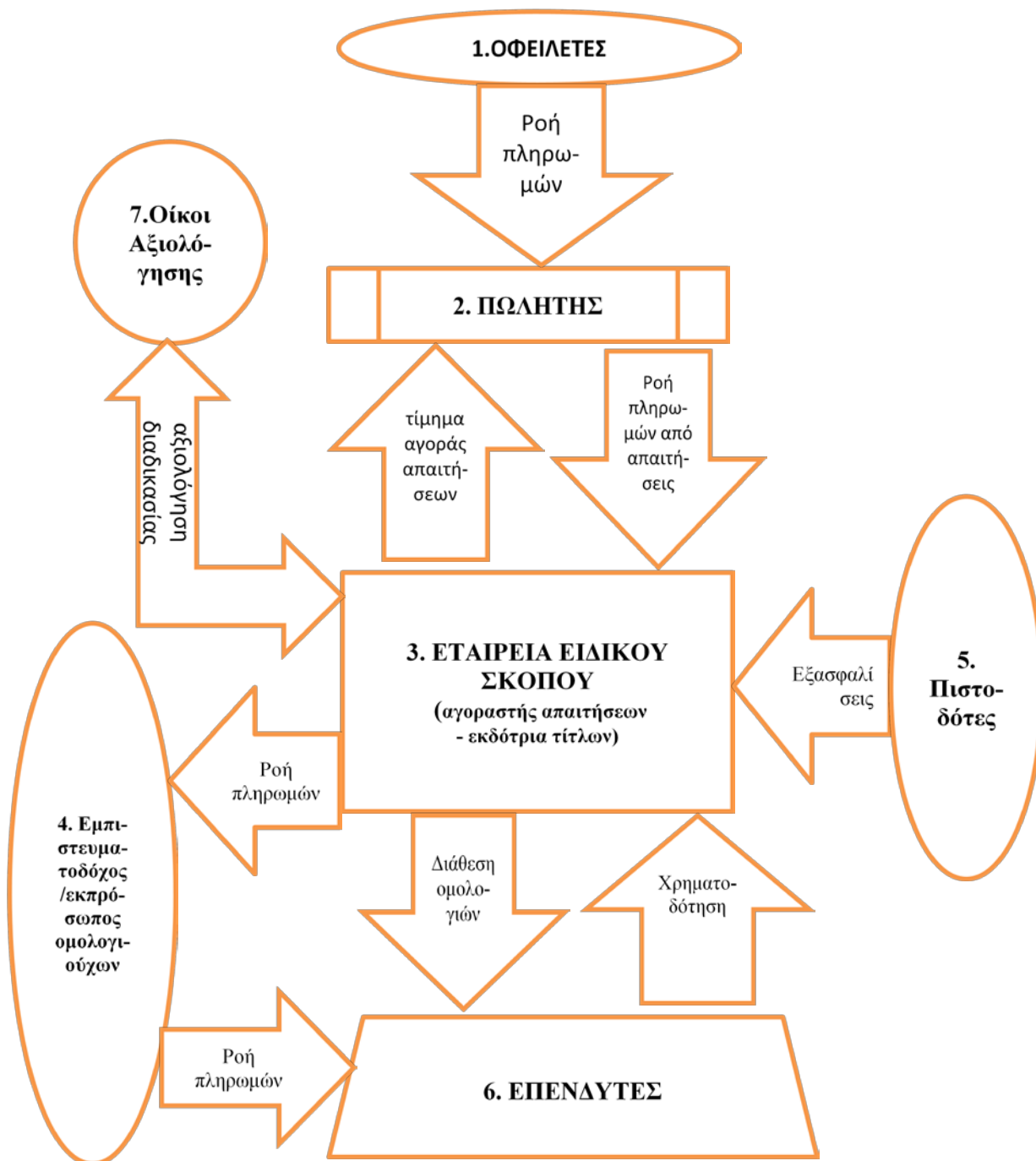
Συνήθως, η εταιρία που τιτλοποιεί τις απαιτήσεις της, εξακολουθεί να τις εξυπηρετεί (πχ η Τράπεζα εξακολουθεί να εξυπηρετεί όλα τα δάνεια τα οποία έχει τιτλοποιήσει). Η εταιρία ειδικού σκοπού καταβάλλει στην περίπτωση αυτή προμήθεια την οποία η ίδια και η εταιρία που έχει κάνει την τιτλοποίηση αναγνωρίζουν αντίστοιχα σε έξοδα και έσοδα από προμήθειες.

4. Χρηματοροές αποπληρωμής τιτλοποιημένων απαιτήσεων

Τα ποσά που καταβάλλονται σε αποπληρωμή των τιτλοποιημένων απαιτήσεων κατατίθενται σε λογαριασμό της εταιρίας ειδικού σκοπού (στην Τράπεζα ή σε άλλο πιστωτικό ίδρυμα ανάλογα με τα όσα προβλέπει η σύμβαση), καθώς με τα ποσά αυτά η εταιρία ειδικού σκοπού αποπληρώνει στη συνέχεια τις δικές της υποχρεώσεις (πχ τόκοι και κεφάλαιο ομολόγων, προμήθεια εξυπηρέτησης των απαιτήσεων, κ.α.). Για λόγους πρακτικούς, η κατάθεση των ποσών αυτών ενδέχεται να μην πραγματοποιείται κατά την ημερομηνία των πληρωμών αλλά πχ την επόμενη ημέρα.

5.2 Παρουσίαση διάρθρωσης διαδικασίας Τιτλοποίησης

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ³¹



Αν θέλαμε να δούμε σχηματικά την διαδικασία της τιτλοποίησης, το παραπάνω διάγραμμα αποτυπώνει με μεγάλη σαφήνεια τους συμμετέχοντες όπως επίσης και την ροή των πληρωμών, των εξασφαλίσεων και των τίτλων που κινούνται μέσα στα πλαίσια της διαδικασίας της τιτλοποίησης.

³¹ Βενιέρης Ιάκωβος, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον Ν.3156/2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς Πρακτικής, Παράρτημα

Οι οφειλέτες (1) εξοφλούν τις απαιτήσεις που έχει η (2) πωλήτρια εταιρεία μεταβιβάσει στην (3) εταιρεία ειδικού σκοπού. Η εταιρεία ειδικού σκοπού καταβάλει το τίμημα αγοράς στην πωλήτρια. Αυτή προωθεί αργότερα τα κεφάλαια εξόφλησης των οφειλετών στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η τελευταία τα προωθεί στον εμπιστευματοδόχο (ή στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων όπου υπάρχει) (4). Αν προκύψει πρόβλημα με την αποπληρωμή εκ των οφειλετών, επεμβαίνουν οι πιστοδότες (5). Τα κεφάλαια εκ των απαιτήσεων έχουν στο τέλος αποδέκτη τους επενδυτές (6) που έχουν στην αρχή της διαδικασίας χορηγήσει τα κεφάλαια τους και έχουν γίνει για αυτό δικαιούχοι τίτλων. Η όλη διαδικασία ελέγχεται από τον εμπιστευματοδόχο και κυρίως από τον (7) οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης.

5.3 Πρακτικό παράδειγμα Τιτλοποίησης Απαιτήσεων

Η τράπεζα έχει το χαρτοφυλάκιο των δανείων της στα στοιχεία του Ενεργητικού ως Απαιτήσεις από Πελάτες. Για παράδειγμα: Έχουμε την γνωστοποίηση της Alpha Bank:

« 3. Στις 17.2.2009 ολοκληρώθηκε επιτυχώς η συναλλαγή τιτλοποίησης τμήματος του χαρτοφυλακίου δανείων της Τραπέζης ύψους € 1,25 δισ., μέσω της εταιρίας ειδικού σκοπού Talanto PLC. Το τμήμα των ομολογιών που έχει λάβει διαβάθμιση A1 από τον οίκο πιστοληπτικής διαβαθμίσεως Moody's, ύψους € 811 εκατ., είναι αποδεκτό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως ενέχυρο για πράξεις αναχρηματοδότησεως.»³²

Τι σημαίνει αυτό πρακτικά; Η τράπεζα εκχώρησε € 1,25 δισ δάνεια στην ΕΕΣ Talanto PLC, αυτή τα τιτλοποίησε και από αυτά η τράπεζα ενεχυρίασε στην ΕΚΤ € 811 εκατ. που ήταν το ανώτερο τμήμα της έκδοσης, με το μικρότερο ρίσκο και έλαβε αντίστοιχο ποσό μετρητών και το υπόλοιπο μέρος της έκδοσης ύψους € 439 εκατ., που ήταν χαμηλής διαβάθμισης έμεινε στην τράπεζα στις υποχρεώσεις, δηλαδή στο παθητικό της. Αν απομονώσουμε αυτό το λογιστικό γεγονός, το οποίο δεν φαίνεται στον Ισολογισμό ξεκάθαρα καθώς η τράπεζα ενοποιεί όλους τους πιστωτικούς τίτλους μαζί, θα μπορούσαμε να έχουμε τις παρακάτω εγγραφές:

1. Εάν έχουμε διακοπή της αναγνώρισης των απαιτήσεων δηλαδή αφαίρεσης τους από τον Ισολογισμό της τράπεζας:

Για την Τράπεζα (Εταιρία της οποίας οι απαιτήσεις τιτλοποιούνται): ³³

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Ταμείο	1.250.000	
	Δάνεια και απαιτήσεις κατά πελατών		1.250.000
	Αιτ. Τιτλοποίηση Απαιτήσεων ΕΕΣ Talanto PLC		

³² ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ALPHA BANK χρήσεως από 1 η Ιανουαρίου μέχρι 31 η Δεκεμβρίου 2008(Σύμφωνα με το Ν.3556/2007), 24 Φεβρουαρίου 2009, σελ. 101

³³ Οι εγγραφές είναι ενδεικτικές καθώς πραγματικές εγγραφές δεν δίνονται στην δημοσιότητα από τις τράπεζες αλλά μόνο στην ΤΤΕ προς έλεγχο

Για την ΕΕΣ (Εταιρία που αγοράζει τις απαιτήσεις και πραγματοποιεί την τιτλοποίηση):

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Τιτλοποιημένες απαιτήσεις	1.250.000	
	Ταμείο		1.250.000
	Αιτ. Αγορά Απαιτήσεων		
17-Φεβ	Ταμείο	1.250.000	
	Ομολογίες		1.250.000
	Αιτ. Έκδοση ομολογιών		

2. Στην περίπτωση που η τιτλοποίηση δεν οδηγεί σε διακοπή αναγνώρισης των απαιτήσεων από την τράπεζα που τις εκχωρεί, θα έχουμε τις εγγραφές:

Για την Τράπεζα (Εταιρία της οποίας οι απαιτήσεις τιτλοποιούνται):

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Ταμείο	1.250.000	
	Υποχρέωση από Τιτλοποίηση απαιτήσεων		1.250.000
	Αιτ. Τιτλοποίηση Απαιτήσεων ΕΕΣ Talanto PLC		

Για την ΕΕΣ (Εταιρία που αγοράζει τις απαιτήσεις και πραγματοποιεί την τιτλοποίηση):

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Απαιτήσεις από τιτλοποίηση απαιτήσεων	1.250.000	
	Ταμείο		1.250.000
	Αιτ. Ενεχυρίαση Απαιτήσεων		
17-Φεβ	Ταμείο	1.250.000	
	Ομολογίες		1.250.000
	Αιτ. Έκδοση ομολογιών		

Στην συγκεκριμένη περίπτωση η Τράπεζα έχει πραγματοποιήσει την δεύτερη λογιστική εγγραφή καθώς δεν διέκοψε την αναγνώριση των απαιτήσεων αλλά διατήρησε τον κίνδυνο του δανειακού της χαρτοφυλακίου και απλά προέβει σε ενεχυρίαση των εκδιδόμενων ομολόγων στην ΕΚΤ προς λήψη ρευστότητας. Η ενεχυρίαση όμως αφορούσε τα € 811 εκατ. κι έλαβε την αντίστοιχη ρευστότητα, το υπόλοιπο μέρος των τίτλων διατηρήθηκε στον Ισολογισμό της τράπεζας ως ομολογίες στο παθητικό.

Η Alpha Bank επίσης τιτλοποίησε το 2010 € 1 δις στεγαστικά δάνεια μέσω της ΕΕΣ Pisti 2010-1 Plc, οι χρηματικές ροές που παρουσιάστηκαν από την ΕΕΣ παρακάτω, η τράπεζα έχει ενοποιήσει τις οικονομικές καταστάσεις της ΕΕΣ καθώς δεν προχώρησε σε διακοπή της αναγνώρισης των συγκεκριμένων απαιτήσεων που τιτλοποιήθηκαν, αλλά οι εγγραφές δεν εμφανίζονται χωριστά ούτε σε λογαριασμούς στον Ισολογισμό για να παρατεθούν.

PISTI 2010-1 PLC

STATEMENT OF CASH FLOW

FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2011

	1 January 2011 to 31 December 2011	29 January 2010 to 31 December 2010
Cash flows from operating activities Profit before tax for the year/period	€ 4,800	€ 3,600
Increase in other assets (Decrease)/increase in other liabilities	(4,094)	
Net increase in the Deemed Loan to Originator	(116,126)	920,639
Net cash used in operating activities before tax	<u>8,331,907</u>	<u>(888,661,875)</u>
	8,216,487	(887,737,636)
Tax paid Net cash used in operating activities after tax	<u>(1,008)</u>	<u>(887,737,636)</u>
8,215,479		
Cash flows from financing activities		956,300,000
Issue of loan notes and borrowings		
Issue of shares		
Net cash from financing activities		<u>956,314,283</u>
Net increase in cash and cash equivalents	8,215,479	68,576,647
Cash and cash equivalents at start of the year/period	68,576,647	
Cash and cash equivalents at end of the year/period	76,792,126	68,576,647

All withdrawals from the Company's bank accounts are restricted by the detailed priority of payments set out in the securitisation agreements and as such the cash and cash equivalents are not freely available to be used for other purposes.

Για αυτήν την τιτλοποίηση οι λογιστικές εγγραφές είναι οι εξής:³⁴

Για την Τράπεζα

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Ταμείο	1.000.000	
	Υποχρέωση από Τιτλοποίηση απαιτήσεων		1.000.000
	Αιτ. Τιτλοποίηση Απαιτήσεων ΕΕΣ Pisti 2010-1 Plc		

Για την ΕΕΣ

Ημερ.	Λογαριασμοί - Αιτιολογία	Χρέωση	Πίστωση
17-Φεβ	Απαιτήσεις από τιτλοποίηση απαιτήσεων	1.000.000	
	Ταμείο		1.000.000
	Αιτ. Ενεχυρίαση Απαιτήσεων		
17-Φεβ	Ταμείο	1.000.000	
	Ομολογίες		1.000.000

³⁴ Υποθέτουμε ότι το τίμημα της μεταβίβασης των απαιτήσεων είναι ίσο με τη λογιστική τους αξία και με την αξία των ομολόγων που εκδίδονται

Η τιτλοποίηση δεν έχει πάντοτε ως σκοπό την μείωση του πιστωτικού κινδύνου. Στην περίπτωση των Ελληνικών τραπεζών όλες οι τιτλοποιήσεις που έγιναν την τελευταία τριετία έχουν πραγματοποιηθεί με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας τους και σε όλες τις περιπτώσεις δεν έχει στοιχειοθετηθεί διακοπή αναγνώρισης απαιτήσεων τους.

Πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι στα πλαίσια του λογιστικού χειρισμού εξετάζεται αν η εταιρεία ειδικού σκοπού θα πρέπει να ενοποιηθεί κατά την σύνταξη των ενοποιημένων καταστάσεων της κάθε τράπεζας. Η Ελληνική εμπειρία των τελευταίων ετών παρουσιάζει τουλάχιστον για τις τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες την τάση να ενοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις των ΕΕΣ καθώς οι τιτλοποιήσεις είναι μονόδρομος άντλησης ρευστότητας απ' αυτές και η πρακτική της μη διακοπής αναγνώρισης των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται είναι η πάγια τακτική τους.

Έτσι είναι δύσκολο να ανασύρουμε ακριβή στοιχεία των λογιστικών έγγραφών των ελληνικών τραπεζών όσο αφορά τις ενοποιήσεις των λογιστικών καταστάσεων των ΕΕΣ όπως και των εγγραφών των εκδιδόμενων τίτλων καθώς απλά συμπεριλαμβάνονται στους ισολογισμούς και με υποσημειώσεις διευκρινίζουν ποιες τιτλοποιήσεις συμπεριλαμβάνουν. Το μόνο που είναι ευκρινές είναι οι λογιστικές καταστάσεις των ΕΕΣ όπως ανακοινώνονται στα πλαίσια των ΔΛΠ οι οποίες έχουν όμως μια καθαρά λογιστική καταγραφή με έξοδα και χρηματοροές που πολλές από αυτές είναι εικονικές. Ουσιαστικά εδώ απεμπολείται η αρχή της ανεξαρτησίας της ΕΕΣ από το νεκχωρητή των απαιτήσεων, όπως ρητά ορίζει ο Ν.3156/2003 καθώς σκοπός της ΤΤΕ, της ΕΚΤ αλλά του Υπουργείου Οικονομικών είναι να διασωθεί το ελληνικό τραπεζικό σύστημα με «ενέσεις ρευστότητας» που προέρχονται από την ΕΚΤ χρησιμοποιώντας ως διάυλο παροχής της ρευστότητας τις τιτλοποιήσεις αυτές. Έτσι παραβλέπονται κάποιοι όροι και προϋποθέσεις της διαδικασίας που θα ήταν απαραίτητοι εάν οι τιτλοποιήσεις απευθύνονταν σε τρίτους επενδυτές που θα "αγόραζαν" τους κινδύνους των Ελληνικών τραπεζών και όχι στην ΕΚΤ.

6.1 Είναι η οικονομική κρίση αποτέλεσμα της Τιτλοποίησης;

Η οικονομική κρίση είναι αποτέλεσμα μιας πλειάδας παραγόντων που έχουν να κάνουν με το μακροοικονομικό περιβάλλον όπως διαμορφώθηκε τα τελευταία χρόνια, την νομισματική πολιτική η οποία ασκείται με μοναδικό στόχο την χαλιναγώγηση του πληθωρισμού αλλά και με τις ανισορροπίες που υπάρχουν και διατηρούνται στα ισοζύγια των ισχυρών χωρών του κόσμου, είτε πλεονάσματα είτε ελλείμματα.

Σίγουρα η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου, η χαλάρωση των κανόνων ελέγχου και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η εμφάνιση νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην έναρξη και διάδοση της οικονομική κρίσης. Σε αυτά τα πλαίσια εντάσσεται και η συμμετοχή της τιτλοποίησης απαιτήσεων στην οικονομική κρίση. Σαν λειτουργία για περισσότερα από δέκα χρόνια υφίσταται ομαλά δεν υπήρχε κανένα απολύτως πρόβλημα. Όταν αυξήθηκε πολύ ο όγκος των τιτλοποιήσεων, σίγουρα η ποιότητα των ενεχυριαζόμενων χαρτοφυλακίων υποβαθμίστηκε και φυσικά η ίδια η λειτουργία της τιτλοποίησης αποτέλεσε τροχοπέδη για τους ίδιους τους εκδότες αλλά και για ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η επιρροή της τιτλοποίησης έχει να κάνει με την φύση της ύπαρξη της καθώς είναι ο τρόπος μεταφοράς πιστωτικού κίνδυνου από ένα δανειακό χαρτοφυλάκιο και τον ιδιοκτήτη του σε τρίτους επενδυτές και σε διαφοροποιημένες γεωγραφικά αγορές. Έτσι ένα πρόβλημα που θα εμφανιστεί σε μία αγορά διαχέεται ταχύτατα και σε άλλες ενώ με το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης η διάχυση αυτή φτάνει παντού στην υφήλιο.

Επίσης η δομή της τιτλοποίησης έχει επιρροή στην οικονομική κρίση επειδή σε πολλές περιπτώσεις δεν τηρήθηκαν οι όροι και οι προϋποθέσεις που καθιστούν την τιτλοποίηση ασφαλή διαδικασία. Δεν εκτιμήθηκαν σωστά οι κίνδυνοι που εμπεριέχει, ούτε φυσικά παρουσιάστηκαν με σαφήνεια στους υποψήφιους επενδυτές αλλά αντίθετα σε πολλές περιπτώσεις οι πληροφορίες που δινόταν ήταν παραπλανητικές, με μοναδικό σκοπό την πώληση και όχι την προστασία του επενδυτή. Ταυτόχρονα οι έχοντες τον έλεγχο και την εποπτεία του συστήματος δεν εκπλήρωναν τις υποχρεώσεις τους και τους ελέγχους όπως είχαν υποχρέωση να κάνουν με αποτέλεσμα τα φαινόμενα παραβίασης των διαδικασιών και των μέτρων ασφαλείας να υφίστανται αβίαστα και ανεμπόδιστα.

Η τιτλοποίηση λοιπόν ως διαδικασία έχει κάποια χαρακτηριστικά που μπορεί να δημιουργήσουν πολύ μεγάλα προβλήματα όταν η χρήση της είναι αλόγιστη και παραπλανητική και ξεφεύγει από τον σκοπό της προκειμένου να εξυπηρετήσει διαφορετικούς στόχους από αυτούς για τους οποίους δημιουργήθηκε. Εδώ λοιπόν υπεισέρχεται το θέμα της

εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το θέμα του εποπτικού και νομικού πλαισίου, το θέμα των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών αλλά κυρίως το θέμα του ηθικού κινδύνου (moral hazard problem) καθώς και την επενδυτικής φιλοσοφίας όπως αυτή έχει διαμορφωθεί τα τελευταία χρόνια.

6.2 Θεσμικό πλαίσιο, ευθύνες και αλλαγές

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση δημιούργησε ένα νέο και πολύ διαφορετικό χρηματοοικονομικό τοπίο. Πέρα από τις αλλαγές στον αριθμό, το είδος και τον τρόπο λειτουργίας των επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, έκανε φανερή την ανάγκη δημιουργίας μιας νέας αρχιτεκτονικής στη δομή και κυρίως στον έλεγχο και στην εποπτεία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η προσπάθεια να βρεθεί μια κοινή συνισταμένη για την δημιουργία της νέας αυτής αρχιτεκτονικής ξεκίνησε δυνατά και προχώρησε αρκετά, όσο η κρίση βρισκόταν στον αρχικό παροξυσμό της τα δύο πρώτα χρόνια. Συνεχίζεται όμως και έτσι δεν έχει χαθεί η ελπίδα ότι οι πολιτικές δυνάμεις στις επιμέρους χώρες θα μπορέσουν να καταλήξουν από κοινού σε ένα χρηματοοικονομικό πλαίσιο ικανό να διασφαλίσει την σταθερότητα της παγκόσμιας οικονομίας.

Η κρίση αποκάλυψε με δραματικό τρόπο τα ευάλωτα σημεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στις κυριότερες αδυναμίες του περιλαμβάνονται:

1. Η λειτουργία ενός τεράστιου «σκιάδους» τραπεζικού συστήματος που ενώ ήταν στενά συνδεδεμένο με το υπόλοιπο ΧΣ λειτουργούσε ουσιαστικά χωρίς κανένα εποπτικό έλεγχο.
2. Ο ηθικός κίνδυνος από την λειτουργία των ΧΙ «πολύ μεγάλων για να αφεθούν να χρεοκοπήσουν»
3. Η αδυναμία αναγνώρισης των συστημικών κινδύνων
4. Η έλλειψη επαρκούς και αξιόπιστου πλαισίου εποπτείας και ελέγχου ιδίως των μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών με διασυννοριακή παρουσία
5. Η ανυπαρξία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού επίλυσης κρίσεων.³⁵

Οι προσπάθειες μεταρρύθμισης του εποπτικού πλαισίου του παγκόσμιου ΧΣ συντονίζονται από την Ομάδα των 20 πλουσιότερων κρατών (G20). Στα πλαίσια της ίδιας μεταρρυθμιστικής προσπάθειας η Επιτροπή της Βασιλείας διαμορφώνει βελτιωμένους ρυθμιστικούς κανόνες, την αποκαλούμενη Βασιλεία III. Στις ΗΠΑ ψηφίστηκε μια ριζική αναμόρφωση του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου. Ταυτόχρονα στις επιμέρους χώρες του πλανήτη προχωρούν παράλληλες τοπικές μεταρρυθμίσεις.

³⁵ Γκίκας Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης Ελληνικής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική, Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη σελ. 85

Οι μεταρρυθμίσεις στην αύξηση της αντοχής των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε κρίσεις, τόσο σε μικροοικονομικό επίπεδο (δηλαδή ανά τράπεζα), όσο και στο μακροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή, στην αναγνώριση και αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και της υπερκυκλικότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό στόχος είναι να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ, αφενός του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη και αφετέρου, του κόστους και της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού τομέα.

6.3 Προτάσεις για την πρόληψη, διαχείριση και επίλυση της κρίσης

Οι βασικοί πυλώνες πάνω στους οποίους πρέπει να στηρίζεται το νέο πλαίσιο αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών κρίσεων συνοψίζονται στα εξής:

α. Έγκαιρη παρέμβαση των αρχών καθώς η λήψη μέτρων όταν τα προβλήματα βρίσκονται στο αρχικό στάδιο συνεπάγεται χαμηλότεροι κόστος. Οι εποπτικές αρχές χρειάζονται μια ισχυρή δέσμη εναρμονισμένων εργαλείων τα οποία να χρησιμοποιούνται προς αποφυγή κατάρρευσης χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ή τουλάχιστον για περιορισμό των προβλημάτων. Η συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών που έχουν αρμοδιότητα για διασυνοριακές τράπεζες είναι επίσης σημαντική για έγκαιρη και αποτελεσματική δράση. Η πρόσφατη κρίση δείχνει ότι πρέπει να επιδιωχθεί η μέγιστη δυνατή εναρμόνιση και σε αυτό τον τομέα συμπεριλαμβανομένων και των κοινών κριτηρίων για την ενεργοποίηση των μέτρων.

β. Εξυγίανση των τραπεζών, μέτρο που περιλαμβάνει την αναδιοργάνωση της τράπεζας με το χαμηλότερο κόστος για την οικονομία και την κοινωνία, προτού η τράπεζα χαρακτηριστεί αφερέγγυα και δοθεί για εκκαθάριση. Για την λήψη τέτοιων μέτρων είναι απαραίτητο το κατάλληλο νομικό πλαίσιο καθώς τα μέτρα εξυγίανσης είναι πιθανόν να συγκρούονται με τα συμφέροντα των μετόχων. Επίσης είναι αναγκαίο να αναλυθούν ζητήματα που αφορούν τα κίνητρα των τραπεζών και τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard problem).

γ. Αφερεγγυότητα και διαδικασίες εκκαθάρισης. Όταν τα μέτρα εξυγίανσης δεν μπορούν να οδηγήσουν μια τράπεζα σε βιώσιμη πορεία τότε μια αρχή εξυγίανσης να μπορεί να πάρει τα κατάλληλα μέτρα, με την απαραίτητη ταχύτητα σε κατάσταση κρίσης, λαμβάνοντας υπόψη τα συμφέροντα των πολιτών και της κοινωνίας.

Η χρηματοδότηση των μέτρων εξυγίανσης είναι το μείζον θέμα στην ΕΕ το οποίο τείνει να επιλυθεί με το ϵ δύο μηχανισμοί (ESM - European Stability Mechanism και EFSM-European Financial Stabilisation Mechanism) χρηματοδότησης ελλειμματικών χωρών σε περιόδους κρίσεως, οι οποίοι μπορούν να χρηματοδοτούν απευθείας και τραπεζικά

ιδρύματα. Ο τρόπος χρηματοδότησης και οι συμφωνίες που είναι σε επίπεδο Eurogroup έχει εγείρει πολλές διαφωνίες και συγκρούσεις αλλά όμως έχει αρχίσει να διαφαίνεται ότι οι πολιτικές αποφάσεις έχουν παρθεί και η κοινή συνισταμένη για την έγκαιρη αντιμετώπιση των περιπτώσεων που πρέπει να εξυγιανθούν είναι το σημαντικό βήμα για να γλιτώσουν οι κοινωνίες από μεγαλύτερους κινδύνους στο μέλλον. Είναι γεγονός ότι οι λύσεις είναι τεχνοκρατικά δύσκολες και πολιτικά ευαίσθητες καθότι προϋποθέτουν χρήση δημοσίων πόρων. Χρειάζεται λοιπόν διασυνοριακή συνεργασία, πολιτική βούληση και θαρραλέες αποφάσεις για να υπερβληθούν οι αντικειμενικές δυσκολίες διαμόρφωσης και αποτελεσματικής λειτουργίας αυτού του πλαισίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γκίκας Χαρδούβελης, (2011) Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης : Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική, Από την Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη

Αθανάσιος Ορφανίδης, (2011) Η σταθερότητα του χρηματοοικονομικού τομέα: Προβληματισμοί και συμπεράσματα από την κρίση για την Ευρώπη, Από την Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη

Charles Calomiris, (2011) Αίτια της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, Από την Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη

Γκίκας Χαρδούβελης, (2011) Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και προτάσεις για τη μείωση της, Από την Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη

Νικόλαος Καραμούζης, (2011) Οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και την χώρα, Από τη Διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας, τι μας επιφυλάσσει το μέλλον, Εκδοτικός οίκος Α.Α. Λιβάνη

Σταύρος Θωμαδάκης-Μανώλης Ξανθάκης, (2011) Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου ,Τραπεζική επιστήμη, θεωρία και πράξη Εκδόσεις Σταμούλη

Γεώργιος Κ. Λέκκας, (2005) Εμπράγματα εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

Ιάκωβος Βενιέρης, (2005) Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν.3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

Νίκος Ζαγορήσιος – Ιωάννης Ασημέλης, (2011) Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας, ALPHA BANK, Τμήμα Οικονομικών Μελετών

Νικόλαος Καραμούζης, (Αθήνα 12/11/2009), Ομιλία: Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Δημητρίου Χ. Γκίκα, (2007) Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, , Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου

EFG Eurobank Ergasias, Δελτίο τύπου Τράπεζας 28 Νοεμβρίου 2007

Τράπεζα της Ελλάδος, Εγκύκλιος Διοίκησης 9, 30/10/2003

Τράπεζα της Ελλάδος, (2008) Νομισματική πολιτική 2007-2008

Τράπεζα της Ελλάδος, (2010) Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής

Τράπεζα της Ελλάδος, (2011) Νομισματική πολιτική, Ενδιάμεση έκθεση, Ευρωσύστημα

Τράπεζα της Ελλάδος, (Απρίλιος 2012) Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011, Ευρωσύστημα

Alpha Bank, (Μάρτιος 2004), Τμήμα Οικονομικών Μελετών, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 89

Alpha Bank, (Φεβρουάριος 2009), Τμήμα Οικονομικών Μελετών, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 108

SIFMA INVESTED IN AMERICA, (2012), Europe Securitisation Issuance
<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

SIFMA INVESTED IN AMERICA, (2012), U.S. Asset-Backed Securities Issuance,
<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

Alpha Bank, (2012), Εργαλεία Χρηματοδοτήσεως,
<http://www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=7592>

Εθνική Τράπεζα, (2012), Ενημέρωση Επενδυτών,
<http://www.nbg.gr/wps/portal/el/THE-GROUP/Investor-Relations/Dept-Investors>

EFG Eurobank , (2012), Επενδυτές, Πιστωτικοί Τίτλοι
<http://www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=274&mid=636&lang=gr>

Τράπεζα Πειραιώς, (2012), Επενδυτές, Πιστωτικών Τίτλων
<http://www.piraeusbank.gr/ecpage.asp?id=238354&lang=1&nt=99>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα 1

Σύστημα αξιολόγησης Moody's

Aaa	Άριστης ποιότητας ομόλογα με το χαμηλότερο ποσοστό επενδυτικού κινδύνου
Aa1 / Aa3	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
A1 / A3	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
Baa1 / Baa3	Μεσαίας ποιότητας ομόλογα με πολύ σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο
Ba1 / Ba3	Ομόλογα που το μέλλον τους δεν μπορεί να προβλεφθεί και να εξασφαλιστούν οι αποδόσεις τους
B1 / B3	Ομόλογα τα οποία απέχουν από τον επιθυμητό τύπο επένδυσης
Caa1 / Caa3	Ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας με πολύ υψηλό κίνδυνο
Ca	Ομόλογα τα οποία θεωρούνται έντονα κερδοσκοπικά μη μπορώντας να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους
C	Ομόλογα της χαμηλότερης τάξεως χωρίς να δημιουργούν επενδυτικά οφέλη

Παράρτημα 2

Σύστημα αξιολόγησης Standard & Poor's και Fitch

AAA	Ομόλογα με την υψηλότερη βαθμολογία. Ικανότητα ισχυρή στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου
AA+ / AA-	Ομόλογα με ισχυρή ικανότητα στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου αλλά είναι κατά ένα μέρος πιο ευαίσθητο στις αρνητικές μεταβολές από τα AAA
A+ / A-	Ομόλογα υψηλής ικανότητας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου αλλά πιο ευάλωτα στις συνέπειες από αλλαγές στις οικονομικές συνθήκες ή συγκυρίες
BBB+ / BBB-	Ομόλογα με επαρκή πιστοληπτική ικανότητα
BB+ / BB-	Ομόλογα αξιόπιστα, ενέχουν όμως στοιχεία κερδοσκοπίας
B+ / B-	Ομόλογα πιο κερδοσκοπικά από την κατηγορία BB
CCC	Ομόλογα με έντονο κερδοσκοπικό χαρακτήρα, με κίνδυνο απώλειας τόκων και αρχικού κεφαλαίου
CC	Τα πιο κερδοσκοπικά ομόλογα με υψηλό κίνδυνο
SD	Ομόλογα που αθετούν τις συμβατικές υποχρεώσεις
D	Ομόλογα που αθετούν οποιαδήποτε πληρωμή τόκων και αρχικού κεφαλαίου