



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΩΣ ΜΕΣΟ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ
ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.**

του

ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΠΑΣΧΑΛΙΔΗ του ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού

διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

(με εξειδίκευση στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση)

Φεβρουάριος 2012

Περίληψη

Η τιτλοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και κυρίως των απαιτήσεων έναντι χορηγούμενων δανείων γνώρισε αλματώδη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Τα χαμηλά επιτόκια στην αρχή της προηγούμενης δεκαετίας και η προσπάθεια από τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να επωφεληθούν από την ανεπανάληπτη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια και να δημιουργήσουν ελκυστικότερα προϊόντα για τους επενδυτές και τους δανειολήπτες, οδήγησαν σε αλματώδη αύξηση στην έκδοση τίτλων που είχαν ως αντίκρισμα κυρίως στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης.

Για να επεκτείνουν τον κύκλο εργασιών τους οι εκδότες αυτών των τιτλοποιημένων δανείων βρήκαν πρόθυμους συμπαραστάτες τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι βαθμολογήσεις των οποίων δρούσαν ως μέσα εκπομπής σημάτων για την ποιότητα αυτών των χρεογράφων. Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν κατηγορηθεί από πολλούς για επιείκεια και ανακριβείς εκτιμήσεις του πιστωτικού κινδύνου των δομημένων προϊόντων και για συμπαιγνία με τους εκδότες αυτών των προϊόντων όσον αφορά τις παρεχόμενες υπηρεσίες αξιολόγησης, με αποτέλεσμα το φόρτωμα της οικονομίας με έναν κρυφό συστηματικό κίνδυνο.

Μετά την αύξηση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες, εκδηλώθηκαν τα πρώτα σημαντικά προβλήματα στην εξυπηρέτηση των υποκείμενων στην τιτλοποίηση δανείων και μεγάλο μέρος των εκδιδόμενων τίτλων έχασαν την αξία τους, με αποτέλεσμα πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να φτάσουν στα πρόθυρα της πτώχευσης. Οι υποβαθμίσεις των δομημένων προϊόντων από τους οίκους αξιολόγησης, μεγάλο μέρος των οποίων ανήκαν στην ακίνδυνη κατηγορία (AAA), δυσχέραναν ακόμη περισσότερο την κατάσταση του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και δεν άργησε η διάχυση των προβλημάτων και στην πραγματική οικονομία.

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται μια ανάλυση του ρόλου της τιτλοποίησης των απαιτήσεων στην άντληση ρευστότητας από την πλευρά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η σημασία που είχε στην κρίση που εκδηλώθηκε από την κακή ποιότητα μεγάλης μερίδας των εκδιδόμενων τίτλων και της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση μεταξύ εκδοτών και αγοραστών.

Στην Ελλάδα έχουν ήδη προχωρήσει επιτυχημένα σε τιτλοποίηση δανείων η Τράπεζα EFG EUROBANK ERGASIAS, η Τράπεζα Πειραιώς, η Εμπορική Τράπεζα, η

Millennium Bank, η ΑΣΠΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (νυν Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο), η Attica Bank (πρώην Τράπεζα Αττικής) καθώς και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. Στη συγκεκριμένη εργασία θα εξετάσουμε συνοπτικά το παράδειγμα της Attica Bank στην τιτλοποίηση μέρους στεγαστικών δανείων που διατηρούσε στο χαρτοφυλάκιο της το έτος 2008.

Πίνακας Περιεχομένων

Κεφάλαιο 1.

1.1 Εισαγωγή.....	σελ 5.
1.2 Ο ορισμός και οι φορείς της τιτλοποίησης.....	σελ 5.
1.3 Οι αιτίες τιτλοποίηση των τραπεζικών εργασιών.....	σελ 6.
1.4 Η διαδικασία και οι μορφές της τιτλοποίησης.....	σελ 12.
1.4.1. Θεσμικό πλαίσιο τιτλοποίησης απαιτήσεων.....	σελ 15.
1.4.2. Υπολογισμός Σταθμισμένων Ανοιγμάτων για θέσεις σε Τιτλοποίηση των τραπεζών	σελ 19.
1.5 Οι τύποι των τιτλοποιημένων προϊόντων.....	σελ 19.
1.5.1. Τιτλοποίηση Απαιτήσεων και Πρακτορεία Επιχ/τικών Απαιτήσεων	σελ 21.

Κεφάλαιο 2.

2.1 Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομικές κρίσεις.....	σελ 23.
2.2. Ιστορικό και Αίτια της Πιστωτικής Κρίσης του 2007.....	σελ 25.
2.3. Ο ρόλος των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων	σελ 27.

Κεφάλαιο 3.

3.1. Πιστωτική Κρίση και Ελληνικές Τράπεζες	σελ 33.
3.2. Πιστωτική Κρίση και Σύστημα των Ανεπτυγμένων Οικονομιών	σελ 34.
3.3 Η Αποτελεσματικότητα των Μέτρων.....	σελ 36.

Κεφάλαιο 4.

4.1 Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων από την Attica Bank.....	σελ 42.
Συμπεράσματα – Προτάσεις.....	σελ 44.
Βιβλιογραφία	σελ 46.

Κεφάλαιο 1

1.1. Εισαγωγή

Από τις αρχές της δεκαετίας του '70 αναπτύχθηκε το φαινόμενο της λεγόμενης τιτλοποίησης, δηλαδή της μετατροπής περιουσιακών στοιχείων με μικρό βαθμό ρευστότητας, σε χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία διαπραγματεύονται σε δευτερογενείς αγορές. Το φαινόμενο αυτό είχε πολύ σημαντικές επιπτώσεις τόσο στον τρόπο λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος όσο και στο εύρος των προϊόντων τα οποία είναι διαθέσιμα για επενδυτικούς σκοπούς. Κατά την τελευταία δεκαετία, η τιτλοποίηση μετά τη δημιουργία του σχετικού θεσμικού πλαισίου εμφανίστηκε και στη χώρα μας. Αντικείμενο αυτού του κεφαλαίου είναι η εξήγηση του περιεχομένου της τιτλοποίησης, των μορφών με τις οποίες εμφανίζεται, των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της, καθώς και των διαρθρωτικών αλλαγών που επιφέρει στο χώρο της επενδυτικής τραπεζικής.

1.2. Ο ορισμός και οι φορείς της τιτλοποίησης

Στη γενική της μορφή, ως «τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού (assets) ορίζεται η διαδικασία με την οποία μη ρευστά στοιχεία ομαδοποιούνται και μετατρέπονται σε χρηματοπιστωτικά μέσα που αποφέρουν τόκους, με χαρακτηριστικά εμπορευσιμότητας»¹.

Τιτλοποίηση περιουσιακών τους στοιχείων είναι δυνατόν να πραγματοποιήσουν όλοι οι οικονομικοί φορείς, δηλαδή το κράτος, οι επιχειρήσεις και οι τράπεζες. Το κράτος τιτλοποιεί μελλοντικές απαιτήσεις του, δηλαδή μελλοντικές εισπράξεις φόρων ή προσόδων που πρόκειται να εισπράξει, κυρίως από την ακίνητη περιουσία του. Οι επιχειρήσεις τιτλοποιούν, κυρίως, απαιτήσεις από πωλήσεις τις οποίες έχουν πραγματοποιήσει με πίστωση, ενώ οι τράπεζες τις μελλοντικές απαιτήσεις από δάνεια τα οποία έχουν χορηγήσει. Η τιτλοποίηση από την πλευρά του κράτους έχει ως συνέπεια την άντληση άμεσης ρευστότητας, η οποία χρησιμοποιείται για να βελτιώσει την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών, ειδικά στην περίπτωση ύπαρξης σημαντικών ελλειμμάτων στον προϋπολογισμό. Η τιτλοποίηση από την πλευρά των επιχειρήσεων γίνεται για λόγους άντλησης δανειακών κεφαλαίων, με όρους πιο

¹ Αγγελόπουλος Παναγιώτης (2010): *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, Αγορές- Προϊόντα-Κίνδυνοι*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

ευνοϊκούς σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις τιτλοποιούν μελλοντικές εισπράξεις από πωλήσεις με δόσεις που έχουν πραγματοποιήσει, οι οποίες είναι εξασφαλισμένες από την παρακράτηση της κυριότητας των προϊόντων που έχουν πωληθεί, ή από άλλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο οι τίτλοι που εκδίδονται λαμβάνουν υψηλότερη βαθμολόγηση από τους οργανισμούς αξιολόγησης της φερεγγυότητας και, κατά συνέπεια, οι τίτλοι εκδίδονται με χαμηλότερο επιτόκιο. Η τιτλοποίηση στην περίπτωση των επιχειρήσεων, δηλαδή, αποτελεί ουσιαστικά έκδοση εξασφαλισμένων ομολογιακών δανείων. Τέλος, η τιτλοποίηση από την πλευρά των τραπεζών είναι η πιο ενδιαφέρουσα από πολλές απόψεις: Καταρχήν το φαινόμενο της τιτλοποίησης ξεκίνησε από τον τραπεζικό τομέα, οι δε τιτλοποιήσεις από τους άλλους οικονομικούς φορείς γίνονται με τη βοήθεια των τραπεζών². Δεύτερον, οι τιτλοποιήσεις των τραπεζών αποτελούν, με μεγάλη διαφορά, το μεγαλύτερο τμήμα των συνολικών τιτλοποιήσεων. Τρίτον, οι μορφές της είναι πολύ περισσότερες, αφού και οι δραστηριότητες των τραπεζών εκτείνονται σε ένα πολύ μεγαλύτερο φάσμα. Τέταρτον, οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται είναι πολύ περισσότερες και διαρκώς εξελισσόμενες. Πέμπτον, οι συνέπειες της τιτλοποίησης από τις τράπεζες είναι πολύ πιο σημαντικές για τη συνολική οικονομία, λόγω του κεντρικού ρόλου που διαδραματίζουν σε αυτήν. Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, στα επόμενα τμήματα του κεφαλαίου θα επικεντρωθούμε στην τιτλοποίηση που πραγματοποιείται αποκλειστικά στον τραπεζικό τομέα.

1.3. Οι αιτίες της τιτλοποίησης των τραπεζικών εργασιών

Η τιτλοποίηση των τραπεζικών εργασιών ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και αργότερα επεκτάθηκε σε ορισμένες χώρες της Ευρώπης. Τα τελευταία χρόνια τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, αλλά και απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες, έγιναν και από ελληνικές τράπεζες. Με την τιτλοποίηση των τραπεζικών εργασιών συνδέονται ευρύτερες διαρθρωτικές αλλαγές στο τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ειδικά για τις τράπεζες, η κυριότερη επίπτωση είναι η εξάρτηση των μεγεθών του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων τους από τις τάσεις που διαμορφώνονται στην αγορά. Ένα δάνειο για παράδειγμα, το οποίο έχει μετατραπεί σε χρηματοπιστωτικό μέσο και

² Γαλιάτσος, Κώστας (2010): *Επενδυτικές Υπηρεσίες - Παροχή επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες*, Εκδόσεις Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

διακρατάται στο χαρτοφυλάκιο μιας τράπεζας, υπόκειται σε μεταβολές της τιμής του, όπως και όλα τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η συνέπεια είναι να προκύπτουν για τις τράπεζες, οι οποίες τιτλοποιούν μέρος των δανείων τους, νέοι κίνδυνοι. Οι κίνδυνοι αυτοί προσιδιάζουν στις επιχειρήσεις που διεξάγουν εργασίες επί χρηματοπιστωτικών μέσων, και είναι οι κίνδυνοι που αντιμετώπιζαν παραδοσιακά οι επενδυτικές και χρηματιστηριακές επιχειρήσεις, καθώς και οι επενδυτικές τράπεζες, δηλαδή οι κίνδυνοι αγοράς. Αλλά και στην περίπτωση που η τράπεζα δεν διακρατήσει το τιτλοποιημένο δάνειο, και πάλι η τιτλοποίηση εξαρτά τις τράπεζες από τις αγορές, αφού για νέες τιτλοποιήσεις θα πρέπει να λάβει υπόψη τις συνθήκες που επικρατούν σε αυτές.

Παράλληλα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων αποτελεί πλέον ένα ιδιαίτερα αποτελεσματικό εργαλείο τόσο της πολιτικής διαχείρισης Ενεργητικού-Παθητικού (ALCO) των τραπεζών όσο και της πολιτικής διαχείρισης των αναλαμβανόμενων από το πιστωτικό ίδρυμα κινδύνων, αφού με την αξιοποίηση της επιτυγχάνονται στόχοι³, όπως:

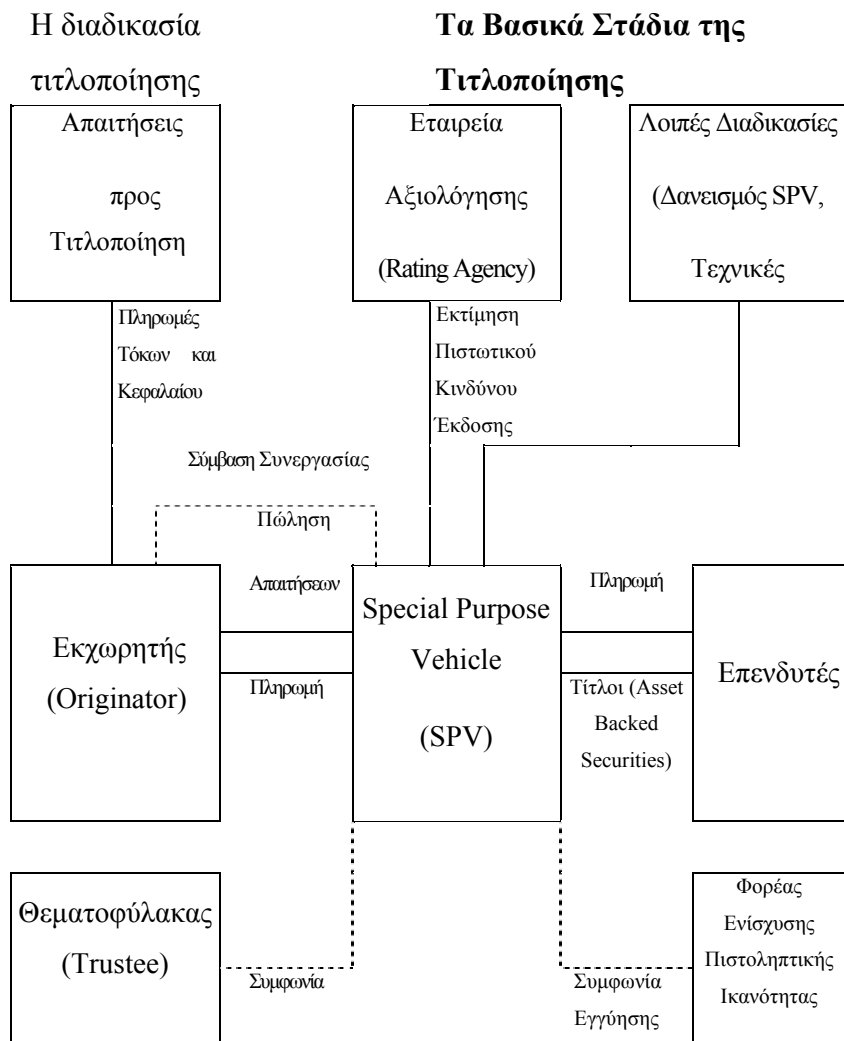
- Βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας του πιστωτικού ιδρύματος, αφού μπορεί να αφαιρεθούν από το ενεργητικό τοποθετήσεις με υψηλή στάθμιση έναντι των κινδύνων.
- Βελτίωση της ρευστότητας του πιστωτικού ιδρύματος, με άντληση μεγάλου ύψους κεφαλαίων και παράλληλα κάλυψη κάποιου ανοίγματος ή κάποιας θέσης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

Με την προϋπόθεση ύπαρξης κατάλληλων συνθηκών, τιτλοποίηση απαιτήσεων μπορεί να πραγματοποιήσουν και λοιπές, πέραν των πιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρήσεις. Οι κατάλληλες συνθήκες σχετίζονται με την ύπαρξη επεξεργάσιμων

³ Carron, Andrew S. (1991): *Asset-backed securities*, in: Fabbozi, Frank J. (editor), *The handbook of fixed income securities*, Third Edition, Business One Irwin, Homewood, Illinois.

στοιχείων του ενεργητικού, π.χ. ασφάλιστρα, τηλεπικοινωνίες κ.ο.κ., καθώς και με την ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η τάση προς τιτλοποίηση των τραπεζικών εργασιών δεν αποτελεί μία τάση η οποία αναπτύχθηκε αυτοτελώς για να λύσει προβλήματα των τραπεζών. Αποτελεί μάλλον ανταπόκριση των τραπεζών στις νέες ανάγκες που διαμορφώνονται στη σύγχρονη οικονομία. Πρωτεύοντα ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης διαδραματίζει ειδική επιχείρηση, η αποκαλούμενη Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle - SPV). Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού αγοράζει το πωλούμενο ενεργητικό, διαμορφώνει τους όρους της τιτλοποίησης, προωθεί τις διαδικασίες αυτής και διαθέτει τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Δηλαδή το προς τιτλοποίηση ενεργητικό πωλείται προ της δημιουργίας των τίτλων στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.



Αναλυτικότερα, η τιτλοποίηση απαιτεί κατ' ελάχιστον τις ακόλουθες ενέργειες⁴:

⁴ Ashcraft, Adam B. (2007): *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*, Federal Reserve Bank of New York.

- Επιλογή από την επιχείρηση ή την τράπεζα της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως το πλέον πρόσφορο εργαλείο πολιτικής για την άντληση κεφαλαίων, την κάλυψη της ανάγκης βελτίωσης της κεφαλαιακής επάρκειας, τη διαχείριση των κινδύνων κ.ο.κ.
- Επιλογή των πλέον κατάλληλων απαιτήσεων της τράπεζας ή της επιχείρησης (obligor), δηλαδή επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων, χρηματοδοτήσεων ή άλλων, τα οποία μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- Συνεργασία με εξειδικευμένη επιχείρηση, που συστήνεται για το σκοπό αυτό, την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle – SPV), η οποία αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.
- Πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.
- Οικονομικός έλεγχος (due diligence) της επιχείρησης που διαθέτει το ενεργητικό της προς τιτλοποίηση και καθορισμός του μεγέθους της τιτλοποίησης.
- Έλεγχος των εξασφαλίσεων, εμπραγμάτων ή άλλων, των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.
- Αντιμετώπιση νομικών θεμάτων (διαχωρισμός των προς τιτλοποίηση απαιτήσεων από τις υπόλοιπες, διαχωρισμός των κινδύνων των προς τιτλοποίηση απαιτήσεων από τους κινδύνους των λοιπών απαιτήσεων, αποδοχή της νομικής μορφής και του δικαίου που διέπει το SPV, ρύθμιση θεμάτων μεταφοράς των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση στην SPV κ.ο.κ.).
- Επιλογή από την SPV της μορφής του ομολογιακού δανείου που θα καλύψει το τιτλοποιούμενο ενεργητικό.
- Αξιολόγηση και κατάταξη σε κατηγορία πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού. Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιούμενου ενεργητικού πραγματοποιείται από αναγνωρισμένη εταιρεία διαβάθμισης και μπορεί να διαφοροποιείται από την κατηγορία που έχει καταταγεί η ίδια η επιχείρηση.
- Τιμολόγηση των ομολογιών, η οποία είναι συνάρτηση της αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου.
- Δημιουργία ενημερωτικού δελτίου και διάθεση των ομολογιών σε επενδυτές.
- Μεταβίβαση στην SPV των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και είσπραξη της αξίας αυτών.
- Διάθεση των τίτλων στους επενδυτές, θεσμικούς ή άλλους. Η επιτυχία της τιτλοποίησης από την πλευρά του SPV εξαρτάται από την καλή του εικόνα και αξιολόγηση από τις αγορές στις οποίες θα προωθήσει τους τίτλους.

- Είσπραξη από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού της αξίας του ομολογιακού δανείου και αποπληρωμή της αξίας του τιτλοποιούμενου τμήματος του ενεργητικού στην τράπεζα ή στην επιχείρηση που διαθέτει, τα στοιχεία του ενεργητικού της προς τιτλοποίηση (originator).
- Ορισμός διαχειριστή (θεματοφύλακα) της τιτλοποίησης (συνήθως ορίζεται η ίδια η εκχωρούσα τράπεζα).
- Ρυθμίσεις θεμάτων αποπληρωμής των απαιτήσεων από τους οφειλέτες (obligors) και καταβολή των πληρωμών στους επενδυτές,
- Αντιμετώπιση των φορολογικών θεμάτων.
- Είσπραξη των ροών των τίτλων από τους οφειλέτες (obligors) των τιτλοποιούμενων στοιχείων και την προώθηση τους στους επενδυτές.

Η σημερινή οικονομία δεν βρίσκεται στη φάση της βιομηχανικής επέκτασης, αλλά της αναδιάρθρωσης⁵. Το κύριο πρόβλημα της σημερινής οικονομίας, συνεπώς, δεν είναι η συγκέντρωση νέων πόρων (αποταμιεύσεων) για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, αλλά η ανακατανομή των ήδη τοποθετημένων σε διάφορες επενδύσεις κεφαλαίων, σε άλλες που ενσωματώνουν νέα τεχνολογία ή νέες μεθόδους παραγωγής.

Την ευελιξία που απαιτείται για μια τέτοια λειτουργία, δεν μπορεί να την προσφέρει ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα στο οποίο κυρίαρχο ρόλο παίζει η (κλασική) τραπεζική χρηματοδότηση, αλλά σε κάποιο βαθμό ούτε ένα σύστημα το οποίο βασίζεται, κυρίως, στη χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς.

Αντίθετα, ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στη χρηματοδότηση μέσω χρηματοπιστωτικών μέσων (securitized financial system) ανεξάρτητα από το φορέα ο οποίος πραγματοποιεί τη χρηματοδότηση, μπορεί να προσφέρει όχι μόνο αυτή τη λειτουργία, αλλά και την ευρεία διασπορά του κινδύνου και τον αποτελεσματικό έλεγχο και παρακολούθηση των επιχειρήσεων.

Είναι τόσο έντονη και σημαντική η ανάπτυξη αυτής της τάσης, ώστε ορισμένοι μιλούν για την εμφάνιση ενός τρίτου χρηματοπιστωτικού συστήματος, στο οποίο η έμφαση δεν δίνεται στο εάν η χρηματοδότηση γίνεται κυρίως μέσω του χρηματιστηρίου ή μέσω των τραπεζών, γιατί από οποιονδήποτε φορέα και αν γίνεται, διεξάγεται κυρίως μέσω των χρηματοπιστωτικών μέσων.

⁵ Rybczynski Tad M. (1988): *Financial systems and industrial restructuring*, National Westminster Bank Quarterly Review, November, pp. 3-13

Η τάση προς «τιτλοποίηση» των τραπεζικών εργασιών ήταν, δηλαδή, καταρχήν συνέπεια και αποτέλεσμα των ιδιαίτερων συνθηκών που διαμορφώθηκαν σε όλα τα επιμέρους τμήματα της τραπεζικής αγοράς και από τη συγκεκριμένη ανταπόκριση των τραπεζών σε αυτές. Από την άλλη πλευρά, οι ίδιες οι τράπεζες έχουν ζωηρό ενδιαφέρον για την τιτλοποίηση των εργασιών τους.

Καταρχήν, η «τιτλοποίηση» μέρους των απαιτήσεων τους αυξάνει τη ρευστότητα των τραπεζών και τις δυνατότητες διαχείρισης τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού τους, συνεπώς αυξάνει την ευελιξία τους, σε μια εποχή που οι πιέσεις στην τραπεζική αγορά εντείνονται. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι τεχνικές διαχείρισης των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των τραπεζών (asset and liability management) συνδέονται ακριβώς με την περίοδο ανάπτυξης της τιτλοποίησης. Η τελευταία αποτελεί ένα από τα κύρια μέσα για την ανάπτυξη αυτών των τεχνικών.

Οι τράπεζες οι οποίες τιτλοποιούν τα προϊόντα τους έχουν τη δυνατότητα να πουλήσουν κατόπιν τους τίτλους που δημιουργούν, στην αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων⁶. Με τον τρόπο αυτό, ο κίνδυνος από την κατοχή των χρηματοπιστωτικών μέσων μεταφέρεται στους τελικούς κατόχους τους. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα, όμως, σε αυτήν την περίπτωση δεν αντιπροσωπεύουν δάνεια προς μία συγκεκριμένη οικονομική μονάδα, αλλά ένα τμήμα από το σύνολο των δανείων που έχει διενεργήσει (και έχει τιτλοποιήσει) η τράπεζα. Η τιτλοποίηση συνεπώς είναι μία διαδικασία διασποράς του κινδύνου. Από την άποψη αυτή, η τιτλοποίηση αυξάνει την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μειώνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο για κάθε έναν από τους τελικούς κατόχους των χρηματοπιστωτικών μέσων. Πρόκειται δηλαδή για μια ιδιόμορφη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών. Η ιδιομορφία έγκειται στο ότι η διαφοροποίηση επιτυγχάνεται με την κατοχή, από μέρους τους, άμεσα των χρηματοπιστωτικών μέσων που αντιπροσωπεύουν τα σχετικά δάνεια και όχι έμμεσα (όπως στην περίπτωση των καταθετών των τραπεζών). Το αντικείμενο και οι στόχοι συνεπώς της τραπεζικής διαμεσολάβησης, ουσιαστικά αντιστρέφονται. Ή, για την ακρίβεια, μέσω αυτής της διαδικασίας αναπτύσσεται η από-διαμεσολάβηση, με την ευρεία έννοια.

Εκτός όμως από την ευελιξία και την αύξηση της ικανότητας διαχείρισης των κινδύνων που προσθέτει στις τράπεζες, η τιτλοποίηση, αλλάζοντας τη διάρθρωση του ισολογισμού τους, μειώνει τα στοιχεία ενεργητικού τα οποία εμφανίζονται σε αυτόν,

⁶ Rosen, Richard J. (2007): *The role of securitization in mortgage lending*, The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter, Number 244.

και έτσι βελτιώνονται οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Συγκεκριμένα, όταν η τράπεζα μετατρέπει σε χρηματοπιστωτικά μέσα στοιχεία του ενεργητικού της τα οποία στη συνέχεια πουλά σε επενδυτές, τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού όσο και τα σχετικά χρηματοπιστωτικά μέσα εξαλείφονται από τον ισολογισμό.

Οι εισπράξεις από τις συναλλαγές τιτλοποίησης χρησιμοποιούνται για τη σύναψη ή την απόκτηση επιπρόσθετων δανείων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων για τιτλοποίηση, και η ίδια διαδικασία επαναλαμβάνεται. Έτσι, η τιτλοποίηση παρέχει μία πρόσθετη πηγή άντλησης κεφαλαίων, η οποία έχει γενικά μικρότερο κόστος σε σχέση με τις άλλες πηγές. Την ίδια στιγμή, το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να εξασφαλίσει έσοδα από προμήθειες από τα πωλούμενα δάνεια και από την εξυπηρέτηση αργότερα αυτών των δανείων. Τέλος, οι πωλήσεις απαιτήσεων τείνουν να διαμορφώνουν για τις τράπεζες καλύτερους δείκτες αποδοτικότητας, όπως για παράδειγμα την απόδοση επί των στοιχείων ενεργητικού (return on assets - ROA), κατά δύο τρόπους: Αυξάνουν τα έσοδα την περίοδο της πώλησης με το λογισμό προμηθειών, ενώ μειώνουν το συνολικό όγκο των στοιχείων ενεργητικού και έτσι ανεβάζουν το δείκτη αποδοτικότητας προς το σύνολο των στοιχείων ενεργητικού.

Γενικότερα, μέσω μιας διαδικασίας η οποία συνεχώς δημιουργεί και τιτλοποιεί απαιτήσεις, τις οποίες αφαιρεί ταυτόχρονα από τον ισολογισμό, ένα τραπεζικό ίδρυμα μπορεί να χορηγήσει δάνεια, τα οποία σε άλλη περίπτωση δεν θα μπορούσε. Έτσι, ένα τραπεζικό ίδρυμα μπορεί να αυξήσει το μερίδιό του σε αγορές για συγκεκριμένους τύπους δανείων. Επίσης, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η τιτλοποίηση, σε πολλές περιπτώσεις είναι διαφορετικός από τη διαδικασία που αναπτύχθηκε παραπάνω. Για παράδειγμα, στη λεγόμενη τεχνική της "structured arbitrage transaction", η διαδικασία της τιτλοποίησης είναι αντίστροφη. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αγοράζουν τιτλοποιημένα στοιχεία στην κεφαλαιαγορά, χρηματοδοτώντας αυτές τις αγορές με δάνεια τα οποία συνάπτουν, χρησιμοποιώντας ως εγγύηση (collateral) τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν αγοράσει⁷.

1.4. Η διαδικασία και οι μορφές της τιτλοποίησης

Η διαδικασία της τιτλοποίησης ξεκινά με τη συγκέντρωση των δανείων και την ομαδοποίηση τους σε ενότητες σχετικά ομοιογενείς ως προς τον τύπο του δανείου, τη

⁷ Elul, Ronel (2005): The Economics of Asset Securitization, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, Second Quarter.

λήξη και τον κίνδυνο επιτοκίου. Κατόπιν τα δάνεια μετατρέπονται σε χρεωστικούς τίτλους, οι οποίοι είναι εξασφαλισμένοι από τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν παρασχεθεί ως εγγύηση από τους δανειολήπτες, στην τράπεζα που έχει χορηγήσει τα δάνεια. Η τιτλοποίηση μπορεί να λάβει δύο μορφές⁸:

- Τη μορφή της κλασικής τιτλοποίησης,
- Τη μορφή της συνθετικής τιτλοποίησης.

Στην κλασική τιτλοποίηση οι απαιτήσεις που απορρέουν από τα δάνεια μαζί με τις σχετικές εξασφαλίσεις, μεταβιβάζονται από το πιστωτικό ίδρυμα σε μια εταιρεία, η οποία ονομάζεται «εταιρεία ειδικού σκοπού». Η εταιρεία ειδικού σκοπού εκδίδει χρεωστικούς τίτλους, τους οποίους πωλεί σε επενδυτές. Με τα χρήματα που λαμβάνει από την πώληση των τίτλων, εξοφλεί την αγορά των απαιτήσεων που έχει κάνει από το πιστωτικό ίδρυμα. Με αυτόν τον τρόπο υπάρχει «αληθινή πώληση» από το πιστωτικό ίδρυμα, από το ενεργητικό του οποίου αφαιρούνται τα δάνεια που αφορούν τη συγκεκριμένη τιτλοποίηση. Για κάθε έκδοση υπάρχει κάποιος φορέας υπεύθυνος για την είσπραξη των δόσεων εξυπηρέτησης του δανείου και την απόδοση τους στους επενδυτές. Ο φορέας αυτός μπορεί να είναι, για παράδειγμα, κάποιο πιστωτικό ίδρυμα. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, συνήθως το πιστωτικό ίδρυμα που αναλαμβάνει την εξυπηρέτηση των δανείων, είναι το ίδιο που έχει χορηγήσει τα δάνεια. Με αυτόν τον τρόπο, δεν αλλάζει τίποτα από πρακτική άποψη για το δανειολήπτη, ο οποίος συνεχίζει να αποπληρώνει το δάνειο του στην τράπεζα που του το χορήγησε. Πολλές φορές μάλιστα, δεν γνωρίζει καν ότι το δάνειο του έχει τιτλοποιηθεί.

Επίσης, μπορεί στη διαδικασία να εμπλέκεται κάποιος εγγυητής, ο οποίος εγγυάται την πληρωμή στους επενδυτές των δόσεων κατά τη λήξη τους, ακόμα και εάν οι υπόχρεοι δεν είναι σε θέση να τις εξυπηρετήσουν.

Στην περίπτωση που το χρηματοπιστωτικό μέσο δεν εκδίδεται από έναν κυβερνητικό οργανισμό, ή δεν έχει την εγγύηση του, όπως στις περιπτώσεις των ιδιωτικών εκδόσεων, χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μέθοδοι για την αύξηση του βαθμού πιστωτικής φερεγγυότητας του αξιόγραφου. Μια τέτοια μέθοδος είναι η πρόβλεψη προσφυγής (recourse provision), δηλαδή η εγγύηση ότι ο εγγυητής θα καλύψει ενδεχόμενες ζημιές, μέχρι ένα προκαθορισμένο ύψος.

⁸ Gordon H. Sellon Jr. and Deana Van Nahmen (1988): *The securitization of housing finance*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, July/August, pp. 3-20.

Μία άλλη μέθοδος είναι η υπερκάλυψη του χρηματοπιστωτικού μέσου από εμπράγματα εξασφαλίσεις (overcollateralization) η οποία καλύπτει ένα προκαθορισμένο ποσό των πιθανών κεφαλαιακών ζημιών, αφού η αξία των καλυπτόντων το χρηματοπιστωτικό μέσο περιουσιακών στοιχείων, υπερκαλύπτει την ονομαστική αξία του.

Μορφή αύξησης του βαθμού πιστωτικής φερεγγυότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου, μόνο για ορισμένους όμως επενδυτές, αποτελεί ο διαχωρισμός των τελευταίων σε πρώτης και δεύτερης τάξης. Οι επενδυτές πρώτης τάξης (senior class) έχουν προτεραιότητα στην ικανοποίηση των απαιτήσεων τους.

Άλλες μορφές αύξησης του βαθμού πιστωτικής φερεγγυότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων περιλαμβάνουν πιστώσεις άμεσα ρευστοποιήσιμες (standby letters of credit) ή εγγυημένες ομολογίες (surety bonds). Στην τελευταία περίπτωση, οι εγγυήσεις παρέχονται από κάποιον τρίτο, συνήθως μια ασφαλιστική εταιρεία, και εξασφαλίζουν τους επενδυτές έναντι ζημιών. Οι ασφαλιστικές εταιρείες οι οποίες αναλαμβάνουν την παροχή αυτών των εγγυήσεων, είναι ασφαλιστικές εταιρείες μοναδικού αντικειμένου (mono-line insurance companies).

Μία επενδυτική τραπεζική επιχείρηση ή κάποιος άλλος οργανισμός, λειτουργεί ως αντασφαλιστής (underwriter) για αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία. Επιπρόσθετα, για τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία προσφέρονται για δημόσια τοποθέτηση, ένας οργανισμός αξιολόγησης της πιστωτικής φερεγγυότητας (credit rating agency) του χρηματοπιστωτικού μέσου αναλύει τη φερεγγυότητα του εκδότη, όπως και τη δομή των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων, τις αναμενόμενες χρηματικές ροές και τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων. Επίσης, το βαθμό προστασίας (εγγύησης) από ενδεχόμενες ζημιές.

Θα πρέπει να σημειωθεί, ότι με τα χρηματοπιστωτικά μέσα που στηρίζονται στα στεγαστικά δάνεια συνδέονται ορισμένοι κίνδυνοι για τους κατόχους τους, ο κυριότερος από τους οποίους είναι ο κίνδυνος προπληρωμής του δανείου (prepayment risk). Ο κίνδυνος προπληρωμής συνίσταται στην πληρωμή του δανείου από τον πελάτη της τράπεζας πριν από τη λήξη του, σε κάποια χρονική στιγμή που τα επιτόκια έχουν μειωθεί, οπότε ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να επανεπενδύσει αυτά τα χρήματα, με το νέο μειωμένο επιτόκιο. Στη συνθετική τιτλοποίηση τα δάνεια δεν μεταβιβάζονται από το πιστωτικό ίδρυμα και, κατά συνέπεια, διατηρούνται στον ισολογισμό του. Στην

περίπτωση αυτή, δηλαδή, δεν υπάρχει «αληθινή πώληση». Στη συνθετική τιτλοποίηση το πιστωτικό ίδρυμα αντί να μεταβιβάσει τα δάνεια, μεταβιβάζει μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο που συνδέεται με αυτά. Αυτό συνήθως γίνεται με την αγορά ενός credit default swap.

Το credit default swap⁹ είναι ένα πιστωτικό παράγωγο, το οποίο παρέχει προστασία στον αγοραστή του σε περίπτωση ζημίας η οποία προέρχεται από την επέλευση ενός πιστωτικού γεγονότος, όπως για παράδειγμα χειροτέρευση του βαθμού φερεγγυότητας μιας επένδυσης. Ο αγοραστής ενός credit default swap πληρώνει στον πωλητή ένα συγκεκριμένο ποσό για την παροχή προστασίας από το δεύτερο όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο μιας επένδυσης. Στην περίπτωση που ο κίνδυνος δεν πραγματοποιηθεί μέχρι τη λήξη του swap, ο πωλητής έχει κερδίσει τα χρήματα που έχει εισπράξει στο μεταξύ, ενώ ο αγοραστής δεν δικαιούται, φυσικά, καμία αποζημίωση; Αντίθετα, εάν κατά τη διάρκεια ισχύος του swap επέλθει το πιστωτικό γεγονός, η σύμβαση τερματίζεται, ο αγοραστής παύει να πληρώνει, μεταβιβάζει στον πωλητή τους τίτλους και αποζημιώνεται σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης.

1.4.1. Θεσμικό Πλαίσιο της Τιτλοποίησης Απαιτήσεων

Η έννοια και οι διαδικασίες της τιτλοποίησης απαιτήσεων ρυθμίζονται στο άρθρο 10 του ν. 3156/2003.

Σύμφωνα με το νόμο τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων, λόγω πώλησης, με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής. Η εξόφληση των ομολογιών πραγματοποιείται:

α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή και συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Ο νόμος ορίζει ότι «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα (150).

Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από ένα διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk

⁹ Vallee, David E. (2006): *A new plateau for the U.S. securitization market*, Federal Deposit Insurance Corporation, Outlook.

rating agency), σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade). Ασφαλιστικά ταμεία και Ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

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

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

Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και πέραν από τις διατάξεις του νόμου ν. 3156/03 διέπεται και από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών.

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

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

Οι απαιτήσεις που πωλούνται και μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, δηλαδή κατά επιχειρήσεων ή φυσικών προσώπων. Επόμενους συμπεριλαμβάνονται επιχειρηματικές απαιτήσεις ή απαιτήσεις κατά καταναλωτών. Οι απαιτήσεις μπορεί να είναι υφιστάμενες (γεγενημένες), μελλοντικές ή απαιτήσεις υπό αίρεση. Επίσης, μπορεί να μεταβιβάζονται διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, π.χ. δικαίωμα καταγγελίας της σύμβασης, εφόσον συνδέονται με τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται, ακόμα και αν δεν

αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί τη γένεση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού.

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

Η πώληση και μεταβίβαση των απαιτήσεων καλύπτεται με σύμβαση μεταξύ Μεταβιβάζοντος και Αποκτώντος, η οποία καταχωρίζεται σε περίληψη στα βιβλία του άρθρου 3 του ν. 2844/2000, της καταχώρισης λογιζομένης και ως αναγγελίας προς τον οφειλέτη.

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

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

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

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

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

Σε κάθε τιτλοποίηση ορίζεται και ένας τουλάχιστον διαχειριστής, ο οποίος αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων για

λογαριασμό του μεταβιβάζοντος ή τρίτου. Ο διαχειριστής μπορεί να είναι πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Ο διαχειριστής μπορεί να έχει έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή. Στην περίπτωση που η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει έδρα στην αλλοδαπή και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, ο διαχειριστής έχει υποχρεωτικά εγκατάσταση στην Ελλάδα.

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

Ο διαχειριστής γίνεται γνωστός με την καταχώριση του στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν.2844/2000 της έδρας του μεταβιβάζοντος.

Τα ποσά που προκύπτουν από την είσπραξη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και οι αποδόσεις της κατάθεσης διατίθενται για την εξόφληση των εκδιδόμενων ομολογιών, κατά κεφάλαιο, τόκους, έξοδα, φόρους και πάσης φύσεως δαπάνες, καθώς και των λειτουργικών δαπανών της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων κατ' αυτής, όπως ορίζεται στους όρους του ομολογιακού δανείου και του προγράμματος. Με την καταχώριση της σύμβασης δημιουργείται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων επί των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και της κατάθεσης. Επιπρόσθετες εξασφαλίσεις μπορεί να παραχωρηθούν με σύμβαση συναπτόμενη με τον αποκτώντα.

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

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

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

1.4.2. Υπολογισμός Σταθμισμένων Ανοιγμάτων για θέσεις σε Τιτλοποίηση των τραπεζών

Τα σταθμισμένα ανοίγματα από θέσεις σε τιτλοποίηση υπολογίζονται σύμφωνα με την ΠΔ/ΤΕ 2593/20.8.2007.

Στην πράξη ορίζεται ότι σε τιτλοποιήσεις παραδοσιακής μορφής, όταν έχει μεταβιβαστεί σε τρίτους σημαντικό μέρος του πιστωτικού κινδύνου που συνδέεται με ανοίγματα που έχουν τιτλοποιηθεί από το μεταβιβάζον πιστωτικό ίδρυμα, το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να εξαιρέσει από τον υπολογισμό των σταθμισμένων ανοιγμάτων και κατά περίπτωση των αναμενόμενων ζημιών, τα ανοίγματα τα οποία έχει τιτλοποιήσει.

Στην περίπτωση αυτή τα σταθμισμένα ανοίγματα για τις θέσεις σε τιτλοποίηση που τυχόν αποκτά και κατέχει ένα πιστωτικό ίδρυμα, για τις οποίες υπάρχει πιστοληπτική αξιολόγηση από καθορισμένο Ε.Ο.Π.Α., σταθμίζονται ως εξής:

α) Θέσεις σε τιτλοποίηση πλην εκείνων με βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική αξιολόγηση

ΒΑΘΜΙΔΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	1	2	3	4	5 και λοιπές
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	20%	50%	100%	350%	1250%

β) Θέσεις σε τιτλοποίηση με βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική αξιολόγηση

ΒΑΘΜΙΔΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	1	2	3	Λοιπές
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	20%	50%	100%	1250%

1.5. Οι τύποι των τιτλοποιημένων προϊόντων

Η τιτλοποίηση στη γενική της μορφή είναι η μετατροπή περιουσιακών στοιχείων ή απαιτήσεων που εξασφαλίζονται από περιουσιακά στοιχεία, σε τίτλους

(χρηματοπιστωτικά μέσα). Οι τίτλοι που δημιουργούνται ονομάζονται τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία (asset backed securities - ABS)¹⁰.

Σε κάθε ξεχωριστό τμήμα της τραπεζικής αγοράς, η τιτλοποίηση παίρνει όπως είναι φυσικό διαφορετικές μορφές και έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά.

Στην περίπτωση των επιχειρηματικών δανείων, οι τράπεζες συγκεντρώνουν τα δάνεια τα οποία έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, και τα μετατρέπουν σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία πωλούν σε δευτερογενείς αγορές. Πολλές φορές η διαδικασία της τιτλοποίησης των τραπεζικών δανείων προς τις επιχειρήσεις είναι εντελώς διαφορετική. Για παράδειγμα, σε ορισμένες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις εκδίδουν οι ίδιες χρηματοπιστωτικά μέσα για δανεισμό άμεσα από την αγορά, και οι τράπεζες αναλαμβάνουν την παροχή εγγύησης για τη διάθεση αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων, αύξησης της ρευστότητας, ή την εγγύηση της φερεγγυότητας του εκδότη τους.

Τα δάνεια των τραπεζών προς ιδιώτες μετατράπηκαν επίσης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία στη συνέχεια προσφέρονται προς διαπραγμάτευση σε δευτερογενείς αγορές. Η βασική κατηγορία τίτλων είναι τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgage-backed securities - MBS) τα οποία διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες: στα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια για αγορά κατοικίας (residential mortgage-backed securities - RMBS) και στα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια για αγορά επαγγελματικών ακινήτων (commercial mortgage-backed securities - CMBS).

Η τιτλοποίηση, η οποία αρχικά αναπτύχθηκε για τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, σήμερα έχει επεκταθεί σε όλων των ειδών τα δάνεια προς ιδιώτες (δάνεια με πιστωτικές κάρτες, δάνεια για αγορά αυτοκινήτων, σπουδαστικά, δάνεια χρηματοδοτικής μίσθωσης κ.λπ.). Η δημιουργία χρηματοπιστωτικών μέσων που προέρχονται από δάνεια των τραπεζών για την αγορά άλλων περιουσιακών στοιχείων εκτός από κατοικίες, είναι μία τάση που ξεκίνησε πολύ πιο πρόσφατα, αναπτύχθηκε όμως με πολύ πιο γρήγορους ρυθμούς. Τα πρώτα χρηματοπιστωτικά μέσα αυτής της μορφής δημιουργήθηκαν στις ΗΠΑ από την First Boston το 1985 και αφορούσαν δάνεια leasing. Κατά τα επόμενα χρόνια, γνώρισε μεγάλη διάδοση η τιτλοποίηση

¹⁰ Manzi, James, Diana Berezina and Mark Adelson (2007): *Synthetic CMBS Primer*, CMBS World.

δανείων για την αγορά αυτοκινήτων και δανείων καταναλωτικής πίστης, καθώς και τα δάνεια προς σπουδαστές.

Η εξέλιξη της τιτλοποίησης οδήγησε στη δημιουργία νέων, πιο σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία αποτελούνται όχι από μία ομοιογενή ομάδα απαιτήσεων όπως αυτές που αναφέραμε προηγουμένως, αλλά από διάφορες ομάδες όπως, για παράδειγμα, δάνεια για απόκτηση κατοικίας, επαγγελματικής στέγης, δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, καταναλωτικά κλπ. Οι τίτλοι αυτής της κατηγορίας ονομάζονται εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις (collateralized debt obligations) και είναι αυτοί που πρωταγωνίστησαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση.

1.5.1. Τιτλοποίηση Απαιτήσεων και Πρακτορεία Επιχειρηματικών Απαιτήσεων

Οι δυο μορφές χρηματοδότησης παρουσιάζουν κοινά στοιχεία, με την έννοια ότι και στις δυο περιπτώσεις αντλούνται κεφάλαια με εκχώρηση στοιχείων του ενεργητικού και ιδιαίτερα απαιτήσεων. Πρόκειται όμως για διαφορετικές διαδικασίες, τόσο από τυπική όσο και ουσιαστική άποψη, για δυο κυρίως λόγους.

Καταρχάς, στην περίπτωση της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring), οι αποτελούσες τη βάση της χρηματοδότησης απαιτήσεις δεν αλλάζουν μορφή, ούτε μεταβιβάζονται σε επενδυτές, με πιθανόν διαφοροποιημένη τιμή από την ονομαστική τους αξία.

Επίσης, η εταιρεία Factoring δεν συστήνεται για την κάλυψη της τιτλοποίησης, αλλά προϋπάρχει της εκχώρησης και συνεργάζεται με πολλές επιχειρήσεις.

Repos, Reverse Repos και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Τόσο τα repos για τις τράπεζες όσο και τα reverse repos για τις επιχειρήσεις αποτελούν τρόπους άντλησης κεφαλαίων με εκχώρηση στοιχείων του ενεργητικού. Διαφέρουν όμως από την τιτλοποίηση, αφού η μορφή ή τα χαρακτηριστικά τους δεν μεταβάλλονται κατά την εκχώρηση, ενώ μετά από κάποιο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα επαναγοράζονται από τον πωλητή.

Τιτλοποίηση Απαιτήσεων του Δημοσίου

Το Ελληνικό Δημόσιο έχει προβεί στη χρήση της χρηματοοικονομικής τεχνικής της τιτλοποίησης, αντλώντας κεφάλαια με πώληση σε επενδυτές των αναμενόμενων εισροών στα ταμεία του, κυρίως αναμενόμενων εισροών από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Κεφάλαιο 2

2.1 Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομικές Κρίσεις

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει βρεθεί πολλές φορές στο επίκεντρο των οικονομικών εξελίξεων όχι για τη συνεισφορά του στην ανάπτυξη, κάτι που αποτελεί τον αυτονόητο στόχο της λειτουργία του, αλλά για το ρόλο του στις οικονομικές κρίσεις, οι οποίες κατά τα τελευταία 70 – 80 χρόνια ήταν αρκετές, με βασικότερες αυτές του 1929 και την πρόσφατη του 2007. Άλλες περιπτώσεις οικονομικών κρίσεων είναι αυτές του 1987 και του 1999.

Σε όλες τις περιπτώσεις τα αποτελέσματα για τις τράπεζες, τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς εν γένει, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά αλλά και για τις οικονομίες ήταν ιδιαίτερα αρνητικές και σε πολλές περιπτώσεις καταστροφικές μέσα από την ύφεση και τη συρρίκνωση των οικονομικών που ακολούθησε.

Στη συνέχεια αναφέρουμε βασικά στοιχεία για τις τρεις κρίσεις του 1929, του 1987 και του 1999 και προσεγγίζουμε με αναλυτικότερο τρόπο την πρόσφατη κρίση του 2007¹¹.

Η οικονομική κρίση του 1929 άρχισε στις 29 Οκτωβρίου του 1929, όταν εκδηλώθηκε το χρηματιστηριακό κραχ στις Η.Π.Α. με το δείκτη του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης Dow Jones να εμφανίζει εκείνη την ημέρα απώλειες 12%, οι οποίες από τις 24 του ίδιου μήνα αθροιστικά ανήλθαν σε 25% και σε απόλυτο ποσό σε 30 δισ. Δολάρια. Το ποσό αυτό ήταν δεκαπλάσιο του προϋπολογισμού των Η.Π.Α. της ίδιας περιόδου. Ο Dow Jones το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους, μετά από ανοδική πορεία πέντε ετών, είχε ανέλθει στο ιστορικό υψηλό των 381,1 μονάδων. Μετά την πτώση ο Dow Jones εμφάνισε στις αρχές του 1930 βραχυχρόνια ανάκαμψη, αλλά στη συνέχεια οι απώλειες διευρύνθηκαν και το 1932 βρισκόταν σε χαμηλότερο επίπεδο από το 1800. Στα επίπεδα του 1929 η αγορά επανήλθε στο 1954.

Η οικονομική αυτή κρίση είναι γνωστή ως «Η μεγάλη ύφεση» ή «The Great Depression» και εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο. Η κρίση διήρκεσε περίπου δέκα χρόνια, με μικρή χρονική απόκλιση για κάθε οικονομία.

Επιγραμματικά ως βασικές αιτίες της κρίσης αναφέρονται η ατελής λειτουργία της οικονομίας της αγοράς, η απληστία πολλών φορέων της αγοράς, η επενδυτική

¹¹ Αγγελόπουλος Παναγιώτης (2010): *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, Αγορές- Προϊόντα- Κίνδυνοι*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

δράση οργανωμένων οικονομικών συμφερόντων, η ανεπάρκεια των κρατικών λειτουργιών να αντιληφθούν την κατάσταση, το ισχύον νομισματικό και συναλλαγματικό σύστημα (κανόνας του χρυσού), η υπερεπένδυση σε συνδυασμό με τη χαμηλή κατανάλωση κ.ο.κ. Ως βασικές αιτίες αναφέρονται επίσης τα ανοίγματα των τραπεζών και οι μεγάλες καταστροφές τραπεζών που ακολούθησαν. Για το λόγο αυτό από τα πρώτα μέτρα που ελήφθησαν ήταν ο διαχωρισμός της εμπορικής και της επενδυτικής τραπεζικής το 1931 με το νόμο, γνωστό ως Glass-Steagall Act. Ο νόμος αυτός αναιρέθηκε το 1980 και απελευθερώθηκε εκ νέου η εμπορική και επενδυτική τραπεζική. Η απελευθέρωση θεσμοθετήθηκε στην Ευρώπη και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Διαμορφώθηκε έτσι η Τράπεζα (πιστωτικό ίδρυμα), γνωστή ως τράπεζα πολλαπλών δραστηριοτήτων (universal banking).

Σχετική μεταβολή επήλθε στις Η.Π.Α. το 1999 με τις προβλέψεις νόμου γνωστού ως Gramm-Leach-Bliley Act, βάσει του οποίου απαγορευόταν στις τραπεζικές εταιρείες συμμετοχών να κατέχουν άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Η κρίση του 1987 εκδηλώθηκε τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου, όταν και πάλι ο δείκτης μετοχών του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης Dow Jones εμφάνισε μείωση 22% μέσα σε λίγες ώρες. Ακολούθησε πανικός και έντονη πτώση σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, ιδιαίτερα στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία. Ως βασικά αίτια της κρίσης αυτής αναφέρονται για μία ακόμη φορά οι υψηλού κινδύνου τοποθετήσεις επενδυτών και τραπεζών, οι οποίες μπορούσαν να προσφέρουν υπηρεσία τόσο εμπορικής όσο και επενδυτικής τραπεζικής, η πτώση του δολαρίου λόγω κυρίως της επιβραδυνόμενης ανάπτυξης της οικονομίας των Η.Π.Α. και οι φήμες για ενδεχόμενη χρεοκοπία τραπεζών και η αύξηση των επιτοκίων στη Γερμανία. Το βασικό μέτρο που έλαβαν οι Κεντρικές Τράπεζες για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν η μείωση των επιτοκίων. Η κρίση αυτή, η οποία ήταν μικρής διάρκειας, είχε ως κύριο χαρακτηριστικό την ταχύτητα που εξελίχθηκε και μεταφέρθηκε στις άλλες αγορές, οι οποίες τότε είχαν αρχίσει να ενσωματώνουν τα πρώτα στοιχεία της παγκοσμιοποίησης. Διαπιστώθηκε επίσης ότι ήταν αναγκαίο να υιοθετηθούν αυστηρότεροι ενιαίοι κανόνες από όλες τις αγορές.

Η κρίση του 1990-2000 οφείλεται κυρίως στις λανθασμένες προβλέψεις των επενδυτών και των αγορών για την πορεία των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και στην λανθασμένη υψηλή τιμολόγηση των μετοχών τους, κάτι που οδήγησε σε γενικότερη ευφορία και μεγάλη συνεχόμενη άνοδο όλων των δεικτών όλων των αγορών, ώριμων και αναδυόμενων. Όταν διαπιστώθηκε το λάθος, άρχισε από το 2001 η αντίστροφη μέτρηση. Ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας του χρηματιστηρίου της Νέας

Υόρκης απώλεσε έως τον Οκτώβριο 2002 το 78% της αξίας του. Με τον ίδιο ρυθμό κινήθηκαν και οι απώλειες σε όλες τις χρηματοπιστηριακές αγορές. Η κρίση πέρασε την πραγματική οικονομία σε πολλές χώρες, οι οποίες οδηγήθηκαν σε ύφεση. Η κρίση αυτή αποτέλεσε τον προάγγελο της κρίσης του 2007, αφού παρά τις σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις της δεν ελήφθησαν επαρκή μέτρα από τις εποπτικές αρχές των μεγάλων κυρίως χρηματοπιστωτικών αγορών για αποφυγή μία νέας κρίσης.

2.2 Ιστορικό και Αίτια της Πιστωτικής Κρίσης του 2007

Η χρηματοπιστωτική κρίση – credit crunch - , η οποία άρχισε το Καλοκαίρι του 2007 και συνεχίζεται έως και σήμερα και η οικονομική κρίση που ακολούθησε είναι από τις πλέον ηχηρές της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής ιστορίας¹². Οι συνέπειες της κρίσης καταγράφονται και αποτιμώνται καθημερινά και αναφέρονται σε κρατικές οντότητες, σε επιχειρήσεις ή και σε νοικοκυριά. Σε πολλές περιπτώσεις, οι αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης αυτής αποδείχθηκαν καταστροφικές για τράπεζες, επιχειρήσεις, ακόμα και για κράτη. Αρχικά, ιδιαίτερα επλήγησαν οι τράπεζες και γενικότερα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, αφού μεγάλος αριθμός αυτών, κυρίως σε ανεπτυγμένες οικονομίες οδηγήθηκαν σε πτώχευση. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι σύμφωνα με στοιχεία του Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), μόνο το 2009 στις Η.Π.Α. πτώχευσαν 140 τράπεζες. Μεγάλος είναι και ο αριθμός των επιχειρήσεων που οδηγήθηκαν στην πτώχευση. Όσον αφορά τα κράτη αναφέρουμε τα σημαντικά προβλήματα που παρουσίασαν η Ισλανδία, η Ιρλανδία και η Ελλάδα, αν και τα προβλήματα της χώρας μας δεν οφείλονται μόνο στη χρηματοπιστωτική κρίση αλλά κυρίως στο δημοσιονομικό πρόβλημα. Γενικότερα από το τέλος του 2008 όλες οι μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες πέρασαν σε φάση ύφεσης, η οποία σε σύντομο χρόνο εμφανίστηκε και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Άξιο λόγου είναι και το γεγονός ότι για πρώτη φορά μετά τη μεταπολεμική περίοδο η παγκόσμια οικονομία εμφάνισε μηδενική ή αρνητική ανάπτυξη.

Με ιδιαίτερο ενδιαφέρον διεξάγεται και η συζήτηση γύρω από την αναζήτηση των αιτιών της κρίσης. Κυρίαρχα ερωτήματα, στα οποία αναμένονται απαντήσεις από τους ειδικούς του χρηματοοικονομικού χώρου είναι της παρακάτω λογικής:

¹² Rosen, Richard J. (2007): *The role of securitization in mortgage lending*, The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter, Number 244.

Ποια ήταν η αφετηρία και ποια τα κύρια χαρακτηριστικά της κρίσης; Για ποιο λόγο ο χρηματοπιστωτικός χώρος βρέθηκε σε αδυναμία στήριξης των αγορών και των οικονομιών; Γιατί η κρίση δεν προβλέφθηκε εγκαίρως και δεν ελήφθησαν τα αναγκαία μέτρα για την αποτροπή της; Ποια είναι τα στοιχεία που δηλώνουν το τέλος μιας τέτοια κρίσης; Πότε είναι ρεαλιστικό να αναμένετε ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας; Ποιο είναι το σχήμα της ανάκαμψης; Έχει ανάκαμψη τη μορφή W, τη μορφή V ή κάποια άλλη μορφή; Ποια μέτρα πρέπει να λαμβάνονται σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να αντιμετωπιστεί μία τέτοια κρίση; Επηρεάστηκαν η ελληνική οικονομία, οι ελληνικές τράπεζες και οι ελληνικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά;

Ως βασικές αιτίες της κρίσης και κύριοι παράγοντες μη έγκαιρης διάγνωσής της αναφέρονται η καθυστερημένη θεσμοθέτηση κανόνων και η μη τήρηση του υφιστάμενου ρυθμικού πλαισίου από τα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες) και από τους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Η εφαρμογή βελτιωμένου θεσμικού πλαισίου, κυρίως μέσω τις οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις χρηματοπιστωτικές αγορές (Οδηγία 39/2004/EK), είχε ημερομηνία έναρξης εφαρμογής την 11 Νοεμβρίου 2007, δηλαδή όταν πλέον η κρίση είχε αρχίσει να εμφανίζεται, ενώ στη συνέχεια δεν εφαρμόστηκε σωστά, ούτε εποπτεύθηκε η εφαρμογή της στο βαθμό που έπρεπε.

Παράλληλα δεν εποπτεύθηκε η αποτελεσματικότητα της εφαρμογής από τα πιστωτικά ιδρύματα των κανόνων της Επιτροπής της Βασιλείας I (Basel I), ενώ η εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας II (Basel II), είχε αφετηρία τον Ιανουάριο του 2008, δηλαδή αρκετά καθυστερημένα. Επίσης, όπως προκύπτει τελικά, ελλιπής ήταν και η εφαρμογή από τις επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού χώρου, η τήρηση και ορθή εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ).

Καταλυτική ήταν και η απουσία επαρκούς ρυθμιστικού πλαισίου για επενδυτικά σχήματα όπως τα hedge funds και τα private equity funds, η πλημμελής ή ανύπαρκτη εποπτεία τους από τις αρμόδιες αρχές, η λανθασμένη αξιολόγηση από τους οίκους αξιολόγησης των θέσεων (short-long) των τοξικών ομολόγων ή των χαρτοφυλακίων που περιείχαν τέτοια ομόλογα, η αδυναμία πολλών στελεχών της αγοράς να κατανοήσουν τη λειτουργία των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, η λανθασμένη τιμολόγηση των προϊόντων στις αγορές και η συνακόλουθη διαμόρφωση συνθηκών εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) και η «απληστία» των επενδυτικών οίκων και των επενδυτών. Σημειώνεται ότι πολλοί χρηματοπιστωτικοί

οργανισμοί λίγες μέρες προ της καταρρεύσεώς τους εμφανίζονται με καλή αξιολόγηση από οίκους αξιολόγησης.

Και όλα αυτά σε χρόνο που γιγαντωνόταν η χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων (financial derivatives), ο ρόλος των οποίων υπήρξε καταλυτικός για την εμφάνιση της κρίσης, ενώ παράλληλα αναπτύσσονταν παντός είδους χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, στηριζόμενοι από το θεσμικό πλαίσιο και από την αλόγιστη αποδοχή τους από τις αγορές και τους επενδυτές.

Γενικότεροι παράγοντες, αναλόγως της οπτικής γωνίας που κάποιος προσεγγίζει το θέμα, θεωρούνται η μη ικανοποιητική λειτουργία της ελεύθερης παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, η αδυναμία αυτορρύθμισης των ελευθέρων αγορών και η άναρχη λειτουργία αυτών καθώς και οι αντιφάσεις του καπιταλιστικού συστήματος ως ενδογενές στοιχείο αυτών.

2.3 Ο ρόλος των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων

Εξειδικεύοντας τα παραπάνω ως πρώτος αποδεκτός από τους περισσότερους, κατά συνέπεια και ο βασικότερος, παράγοντας της κρίσης θεωρείται και αναγνωρίζεται η δημιουργία πλασματικών κεφαλαίων (notional capital) διαφόρων μορφών, αφετηρία και βάση των οποίων αποτέλεσαν τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, κυρίως τα χρηματοοικονομικά παράγωγα (financial derivatives) και τα χρηματιστηριακά εμπορεύματα (commodities) μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή του πολλαπλασιαστικού αποτελέσματος που προσθέτουν τα προϊόντα αυτά στις χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις¹³. Το πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα προκύπτει από τη δομή των προϊόντων αυτών η οποία επιτρέπει την τοποθέτηση ή δέσμευση ελάχιστων πραγματικών κεφαλαίων για τη δημιουργία των ονομαστικών ή πλασματικών ποσών (notional amounts) από τα οποία εξαρτάται το τελικό κέρδος ή η τελική ζημιά μιας τοποθέτησης, ιδιαίτερα όταν αυτά χρησιμοποιούνται για λόγους κερδοσκοπικούς.

Με τον τρόπο αυτό το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιούργησε και ανέπτυξε κάποιο είδος ονομαστικού ή πλασματικού χρήματος, πέραν του αναγκαίου για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, με στόχο την επίτευξη βραχυπρόθεσμων μεγάλου ύψους κερδών, μη λαμβάνοντας υπόψη ή αδιαφορώντας για

¹³ John C. Hull (2011), Options, Futures and other Derivatives, 8th Edition, Pearson Education Limited.

τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και τη διαμόρφωση συνθηκών μακροπρόθεσμων ζημιών¹⁴.

Αν και η χρήση των παραγώγων και των σύνθετων στρατηγικών τους ήταν ευρεία κατά τις τρεις τελευταίες δεκαετίες και είχε οδηγήσει σε συγκεκριμένες περιπτώσεις σε μεγάλα προβλήματα, όπως για παράδειγμα, στην πτώχευση της Barings Bank το 1995, κατά την τελευταία κρίση αναδείχθηκε ο καταλυτικός τους ρόλος στην εκδήλωση και εξέλιξη μιας παγκόσμιας κρίσης. Η κρίση άρχισε να γίνεται γνωστή με την εμφάνιση των πρώτων προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. (subprime market), όταν αυτά άρχισαν να διαμορφώνουν στοιχεία δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime loans). Η κρίση βεβαίως υπόβασκε αρκετό χρόνο προ της εμφανίσεώς της, αφού η γέννησή της μπορεί χρονικά να ταυτιστεί με την έναρξη της ανάπτυξης των παραπάνω αναφερόμενων πλασματικών κεφαλαίων μέσω της ανορθολογικής και λογιστικής χρήσης σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, γνωστών ως δομημένων επενδυτικών προϊόντων (structured products), τα οποία συνδυάζουν τις τρέχουσες αγορές (spot markets) με τις προθεσμιακές αγορές (forward markets) των χρηματοοικονομικών προϊόντων και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους μέσω των κερδοσκοπικών τοποθετήσεων επ' αυτών, μπολιασμένων με την πολλαπλασιαστική δυναμική της μόχλευσης των παραγώγων και της μετακύλησης των κινδύνων σε άλλους επενδυτές.

Στην αλυσίδα της κρίσης πολύ σημαντικός ήταν και ο κρίκος της τιτλοποίησης των τραπεζικών δανείων, δηλαδή της πώλησης των δανείων από τις τράπεζες, κυρίως των στεγαστικών με υποθήκη επί του ακινήτου, η αγορά του οποίου χρηματοδοτήθηκε με το δάνειο, της μετατροπής των απαιτήσεων αυτών, από τις αποκτώσες αυτές Εταιρίες Ειδικού Σκοπού, σε ομόλογα και την πώλησή των ομολόγων αυτών σε επενδυτές.

Η τιτλοποίηση, η οποία κατ' αρχάς και σε μεγάλη έκταση αναπτύχθηκε στις αγορές των Η.Π.Α., απέφερε μεγάλη ρευστότητα στις τράπεζες. Στην συνέχεια εφαρμόστηκε σε όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές, αναπτυγμένες και λιγότερο ανεπτυγμένες. Η ρευστότητα που αντλήθηκε με την τιτλοποίηση οδήγησε σε αναζήτηση πελατών για χορήγηση νέων δανείων με χαλάρωση των κριτηρίων πιστοληπτικής ικανότητας και κατά συνέπεια με αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο. Μετά την ολοκλήρωση του κύκλου αυτού τιτλοποιήθηκαν και τα νέα δάνεια αποφέροντας έτσι νέα ρευστότητα στις τράπεζες. Η νέα ρευστότητα επαναχορηγήθηκε, χωρίς να

¹⁴ Becketi, Sean (1989): *The prepayment risk of mortgage-backed securities*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, February, pp. 43-57.

λαμβάνονται υπόψη οποιαδήποτε κριτήρια πιστοληπτικής ικανότητας. Αποκαλυπτικής της εικόνας είναι η αποκάλυψη στελέχους επιχείρησης του χρηματοπιστωτικού χώρου των Η.Π.Α. ότι είχαν αποφασίσει να χρηματοδοτούν ότι κινείτο όρθιο.

Η αλόγιστη αυτή χρηματοδότηση είχε ως πρώτο αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση της ζήτησης για κατοικία και την υπερβολική αύξηση της αξίας των ακινήτων, με την αξία των υποθηκών, και αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία, να διαμορφώνεται στο ίδιο ύψος¹⁵.

Επομένως οι επενδυτές που αποκτούσαν τα ομόλογα της τιτλοποίησης, είτε στην πρωτογενή είτε στη δευτερογενή αγορά, κατείχαν τίτλους που καλύπτονταν με υποθήκες σε πολύ υπερτιμημένες αξίες. Έτσι, οποιαδήποτε πτώση της αξίας των ακινήτων θα οδηγούσε με μαθηματική ακρίβεια στην πτώση της αξίας των τίτλων και στην έλλειψη επενδυτικού ενδιαφέροντος γι' αυτούς στις δευτερογενείς αγορές και σε ένα ντόμινο αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Παράλληλα κατά την ίδια περίοδο αναπτύχθηκαν και προϊόντα αντιστάθμισης και μετακύλησης του αναλαμβανόμενου (ελλιπώς εκτιμηθέντος) πιστωτικού κινδύνου, κυρίως με την ανάπτυξη σύνθετων πιστωτικών παραγώγων με χαρακτηριστική ονοματολογία, όπως ενδεικτικά *collateralized debt obligation (CDO)*, *structured finance CDOs (SFCDOs)*, *collateralized loan obligations (CLOs)*, *constant proportion debt obligation (CPDO)* ή *asset-backed commercial paper (ABCP)*, και σύνθετων στρατηγικών, όπως *convertible arbitrage*, ή *equity market neutral*, τα χαρακτηριστικά των οποίων δεν ήταν σαφή, ούτε πλήρως αναγνωρίσιμα και κυρίως δεν μηδένιζαν τον κίνδυνο αλλά τον μετακυλούσαν, Η αποτίμηση των σύνθετων αυτών προϊόντων πραγματοποιείτο με ανάπτυξη και εφαρμογή άγνωστης αξιοπιστίας πολύπλοκων μαθηματικών μοντέλων.

Κατ' ουσία με τη διαδικασία αυτή ο ενσωματωμένος στους τίτλους της τιτλοποίησης κίνδυνος αναλαμβανόταν στο σύνολό του από τον αγοραστή των πιστωτικών παραγώγων.

Στα ομόλογα της τιτλοποίησης, σε πολλές περιπτώσεις πέραν της πραγματικής αξίας των δανείων προστέθηκε και η μόχλευση, δηλαδή κάποιο πλασματικό ή ονομαστικό ποσό με ενσωμάτωση σ' αυτά παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων ή των πιστωτικών παραγώγων αντιστάθμισης του πιστωτικού κινδύνου, είτε μεμονωμένα είτε με τη συμμετοχή αυτών σε ένα σύνθετο χαρτοφυλάκιο. Ο αυθαίρετος μαθηματικός τρόπος αποτίμησης των σύνθετων αυτών προϊόντων δεν επέτρεπε στους

¹⁵ Zimmerman, T. " The Great Subprime Meltdown", *Journal of Structured Finance*, Fall 2007, 7-20.

περισσότερους επενδυτές που αποκτούσαν αυτά τα σύνθετα προϊόντα να κατανοήσουν τη σύνθεση και το περιεχόμενό τους, αλλά ούτε να ελέγξουν τη σωστή αποτίμησή τους.

Τα ομόλογα αυτά χαρακτηρίστηκαν ως «τοξικά ομόλογα» ή γενικότερα «τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα». Η «τοξικότητα» των ομολόγων επιβαρύνθηκε, δηλαδή η αξία τους περιορίστηκε σε ύψος χαμηλότερο ακόμα και από την πραγματική αξία των τιτλοποιημένων δανείων που αντιπροσώπευαν, όταν, η αξία των ακινήτων, η αγορά των οποίων είχε χρηματοδοτηθεί με τη ρευστότητα των τιτλοποιημένων δανείων, μειώθηκε δραματικά, όπως από κάθε ορθολογικά σκεπτόμενο αναμενόταν, λόγω αδυναμίας μεγάλου αριθμού δανειοληπτών, ιδιαίτερα στις Η.Π.Α., να αποπληρώσουν τις δόσεις των δανείων τους, οδηγώντας σε ισόποση τουλάχιστον μείωση και της αξίας των υποθηκών. Η αξία των ομολόγων ακολούθησε την πτωτική πορεία της αξίας των υποθηκευμένων ακινήτων.

Όπως ήδη αναφέραμε τα παραπάνω τοξικά ή μοχλευμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, η ονομαστική αξία των οποίων σε σημαντικό μέρος ήταν πλασματική, μετά την έκδοσή τους είχαν προωθηθεί στις δευτερογενείς χρηματοπιστωτικές αγορές και είχαν αγοραστεί από επενδυτές, μεταφέροντας έτσι ρευστότητα (χρήμα) από την πραγματική οικονομία στους πωλητές τους, περιορίζοντας ταυτόχρονα τις δυνατότητες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.

Οι επενδυτές ή αγοραστές των προϊόντων αυτών, τόσο στις πρωτογενείς όσο και στις δευτερογενείς αγορές, ήταν άλλες τράπεζες ή γενικότερα χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια, hedge funds, private equity και άλλων μορφών επενδυτικά κεφάλαια αλλά και ιδιώτες επενδυτές, μεγάλης ή μεσαίας οικονομικής επιφάνειας και δευτερευόντως μικροί επενδυτές, είτε με απευθείας τοποθετήσεις είτε με την τοποθέτηση των διαθεσίμων τους σε δευτερογενή τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα, που διαμόρφωναν οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Επενδυτές σε πολλές περιπτώσεις ήταν και κράτη ή περιφερειακές και τοπικές κυβερνήσεις.

Άρα, κατά τον κρίσιμο χρόνο υπήρχαν επενδυτές που κατείχαν τοξικά ομόλογα ή τοξικά χρηματοπιστωτικά μέσα (θέσεις long) σε ευαίσθητη από άποψη αποτίμησης ισορροπία και επενδυτές σε προϊόντα αντιστάθμισης της λεπτής αυτής ισορροπίας.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να θυμηθούμε τον ορισμό που δίνουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα στα χρηματοπιστωτικά μέσα:

«Χρηματοοικονομικό μέσο είναι κάθε σύμβαση που δημιουργεί ταυτόχρονα ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο για μια οικονομική οντότητα και μια

χρηματοοικονομική υποχρέωση ή ένα συμμετοχικό τίτλο για μια άλλη οικονομική οντότητα».

Εφαρμόζοντας τον παραπάνω ορισμό προκύπτει ότι κάποιες οικονομικές οντότητες στον κρίσιμο χρόνο κατείχαν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, έχοντας καταβάλει για αυτά χρήμα (ρευστό), τα οποία, όπως αναφέραμε, δεν είχαν αποτιμηθεί σωστά ή των οποίων η εύλογη αξία ήταν διαφορετική (χαμηλότερη) από το ρευστό που είχε καταβληθεί για την απόκτησή τους.

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα ορίζουν την εύλογη αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων ως εξής:

«Εύλογη αξία είναι το ποσό με το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονισθεί μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς, στα πλαίσια μιας συναλλαγής που διεξάγεται σε καθαρά εμπορική βάση»¹⁶.

Μετά την μείωση της αξίας ακινήτων οι επενδυτές (τράπεζες, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και ιδιώτες) διαπίστωσαν ότι τα ομόλογα (χρηματοπιστωτικά μέσα) που είχαν αγοράσει άρχισαν να χάνουν αξία και την ίδια στιγμή κανένας δεν ενδιαφερόταν γι' αυτά σε περίπτωση που ήθελαν να τα μεταπουλήσουν στις δευτερογενείς αγορές, ενώ σε πολλές περιπτώσεις οι εκδότες τους αδυνατούσαν να καταβάλλουν ακόμα και τους τόκους τους. Επομένως, η εύλογη αξία αυτών είχε μειωθεί ή σε πολλές περιπτώσεις μηδενιστεί. Με τον τρόπο αυτό η αξία του ενεργητικού των τραπεζών, των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών επενδυτών που κατείχαν τα ομόλογα αυτά περιορίστηκε και σε πολλές περιπτώσεις μηδενίστηκε οδηγώντας σε αντίστοιχη μείωση της καθαρής τους θέσης και έτσι σε χρεοκοπία πιστωτικά ιδρύματα, θεσμικούς επενδυτές, αλλά και ιδιώτες.

Άμεσο αποτέλεσμα ήταν η διαμόρφωση συνθηκών αφερεγγυότητας των τραπεζών και η δυσκολία ή αδυναμία άντλησης κεφαλαίων στις διατραπεζικές αγορές από άλλες τράπεζες ή από καταθέτες και κατά συνέπεια στην άντληση των αναγκαίων κεφαλαίων με πολύ υψηλό επιτόκιο. Αυτό οδήγησε σε δεύτερο επίπεδο προβλημάτων ρευστότητας στην οικονομία και γενικότερα σε πιστωτική ασφυξία, αφού τα υψηλά επιτόκια μεταφέρθηκαν στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Το πρόβλημα άρχισε πλέον να μεταφέρεται στην πραγματική οικονομία και στις επιχειρήσεις, αφού η πραγματική ρευστότητα, ή το αναγκαίο για τη λειτουργία της

¹⁶ Γεώργιος Κόντος (2007), *Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring*, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα.

οικονομίας χρήμα, είχε μεταφερθεί και βρισκόταν αδρανοποιημένο στις θέσεις των πωλητών των τοξικών ομολόγων (τίτλων).

Κεφάλαιο 3

3.1 Πιστωτική Κρίση και Ελληνικές Τράπεζες

Ποια ήταν η συμμετοχή των ελληνικών τραπεζών και των Ελλήνων επενδυτών στις παραπάνω τοξικές επενδύσεις; Από τα διαθέσιμα στοιχεία προκύπτει ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επενδύσει ή είχαν επενδύσει μικρά ποσά στα τοξικά ομόλογα. Το ίδιο και οι Έλληνες ιδιώτες επενδυτές. Επομένως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν αντιμετώπισε τα προβλήματα των τραπεζικών συστημάτων άλλων χωρών. Η συμμετοχή τους όμως στις ευρωπαϊκές και διεθνείς διατραπεζικές αγορές επηρέασε τη ρευστότητά τους και οδήγησε σε αύξηση των επιτοκίων.

Το Ελληνικό Δημόσιο στην προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών και της οικονομίας εξέδωσε το περίφημο σχέδιο των 28 δισ. Ευρώ το οποίο περιλάμβανε τα ακόλουθα μέτρα:

Α) Παροχή εγγύησης, έναντι προμήθειας, του Ελληνικού Δημοσίου προς όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, κατά το δανεισμό τους στις διατραπεζικές αγορές συνολικά μέχρι του ποσού των 15 δισ. ευρώ. Η εγγύηση αφορούσε δάνεια που θα συνάπτοντο μέχρι 31.12.2009 με ή χωρίς έκδοση τίτλων και με διάρκεια από τρεις μήνες έως πέντε έτη. Η ανώτερη εγγύηση παρεχόταν έναντι προμήθειας και επαρκών, κατά την κρίση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, εξασφαλίσεων.

Β) Έκδοση ειδικών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με χαμηλό επιτόκιο και διάθεσή τους στα Πιστωτικά Ιδρύματα συνολικά ύψους μέχρι 8 δισ. ευρώ ώστε να τα χρησιμοποιούν για το δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η διάθεση των τίτλων έγινε με σύναψη διμερών συμβάσεων, στη λήξη των οποίων οι τίτλοι επιστρέφονται και ακυρώνονται.

Γ) Ενίσχυση της Κεφαλαιακής Βάσης των Πιστωτικών Ιδρυμάτων που το επιθυμούσαν συνολικά ύψους μέχρι 5 δισ. ευρώ μέσω τις αγοράς από την πλευρά του δημοσίου προνομιούχων μετοχών που θα έχουν τα απαιτούμενα χαρακτηριστικά για να αναγνωρίζονται ως βασικά κύρια ίδια κεφάλαια (Tier 1 capital).

Οι ως άνω προνομιούχες μετοχές μπορούσαν να εξαγοραστούν από την τράπεζα μετά πάροδο πέντε ετών ή και σε προγενέστερο χρόνο και πάντως μετά την 01.07.2009. Οι μετοχές αυτές παρείχαν το δικαίωμα σταθερού μερίσματος 10% επί του εισφερόμενου κεφαλαίου.

Στην πράξη αποδείχτηκε ότι έγινε μερική χρήση των ανωτέρω διευκολύνσεων, αφού η οικονομία είχε αρνητική ανάπτυξη και οι τράπεζες προσπαθούσαν να

εισπράξουν τις υφιστάμενες χορηγήσεις (δάνεια), κυρίως με ρυθμίσεις και αναχρηματοδοτήσεις αυτών, ενώ οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν εμφάνιζαν πειστικά επενδυτικά σχέδια, είτε ανάπτυξης παγίων είτε ανάπτυξης εργασιών, ώστε να τους χορηγηθούν νέα δάνεια. Γενικά οι τράπεζες ακολούθησαν αυστηρή ή «σφιχτή» πολιτική στις χορηγήσεις νέων δανείων, αφού τα δάνεια χορηγούνται εφόσον καλύπτουν κάποια επενδυτική ανάγκη, η οποία με την υλοποίησή της θα αποπληρώσει το δάνειο. Άλλως, η χρηματοδότηση για κάλυψη μη αναμενόμενων πωλήσεων μεταθέτει το πρόβλημα της ρευστότητας το οποίο θα εμφανιστεί σε επόμενο σύντομο χρόνο εντονότερο με πολύ δυσμενέστερες συνέπειες.

3.2 Πιστωτική Κρίση και Πιστωτικό Σύστημα των Ανεπτυγμένων Οικονομιών

Τα βασικά μέτρα που έλαβαν οι αναπτυγμένες οικονομίες, οι οποίες κυρίως αντιμετώπιζαν το πρόβλημα, ήταν η ενίσχυση της ρευστότητας με τη διοχέτευση μεγάλων ποσών κυρίως προς τις τράπεζες που είχαν πρόβλημα και η μείωση των παρεμβατικών επιτοκίων σε πολύ χαμηλό ή μηδενικό επίπεδο¹⁷.

Στις Η.Π.Α. αποφασίστηκε η κάλυψη με εξαγορά από το δημόσιο των δανείων των πιστωτικών ιδρυμάτων που δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν οι δανειολήπτες. Στο τέλος του Σεπτεμβρίου του 2008 ο υπουργός Οικονομικών διατύπωσε για το σκοπό αυτό συγκεκριμένο σχέδιο, η υλοποίηση του οποίου απαιτούσε ποσό ύψους 700 δισ. δολαρίων. Το σχέδιο εγκρίθηκε από τη Βουλή των Αντιπροσώπων των Η.Π.Α. στις 3 Οκτωβρίου 2008.

Σε παρόμοιες ενέργειες προέβησαν και οι Κεντρικές Τράπεζες άλλων χωρών.

Για παράδειγμα, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας ανακοίνωσε σχέδιο ύψους 100 δισ. δολαρίων για την αγορά τραπεζικών δανείων, καθώς και πακέτο 275 δισ. δολαρίων για την ενίσχυση των μικρομεσαίων και φόρο-ελαφρύνσεις για τα νοικοκυριά.

Επίσης η κυβέρνηση της Μεγάλης Βρετανίας ανακοίνωσε τον Οκτώβριο του 2008 πακέτο στήριξης των τραπεζών ύψους 63 δισ. δολαρίων και τον Ιανουάριο του 2009 η Τράπεζα της Αγγλίας ίδρυσε ταμείο για την εξαγορά τοξικών χρηματοοικονομικών προϊόντων από τις τράπεζες ύψους 74 δισ. δολαρίων.

¹⁷ Αγγελόπουλος Παναγιώτης (2010): *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, Αγορές- Προϊόντα-Κίνδυνοι*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

Παράλληλα στις αρχές του Οκτωβρίου του 2008 και αμέσως μετά τη διάσωση της δεύτερης μεγαλύτερης τράπεζας της Βρετανίας Royal Bank of Scotland (RBS), οι ηγέτες των 15 χωρών της Ευρωζώνης σε έκτακτη συνεδρίασή τους στο Παρίσι αποφάσισαν να εγγυηθούν την αναχρηματοδότηση και χορήγηση ρευστότητας σε χρηματοοικονομικούς ομίλους με τη χρήση κρατικών κεφαλαίων με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο, προκειμένου να αποτρέψουν χρεοκοπίες τραπεζών και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στην αγορά. Αποφασίστηκε ότι οι παρεμβάσεις για τη διάσωση τραπεζών θα γίνονται με μέσα της κάθε χώρας στην οποία είναι εγκατεστημένη η τράπεζα, αλλά με συντονισμό όλων των κρατών μελών και αν απαιτηθεί θα επιστρατεύεται η κοινοτική αλληλεγγύη.

Ενδεικτικά, κάποιες συγκεκριμένες σχετικές δράσεις, βασισμένες στις παραπάνω πολιτικές, ήταν οι αναφερόμενες στη συνέχεια.

Στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2008 η κυβέρνηση των Η.Π.Α. διέσωσε τις γνωστές εγγυήτριες στεγαστικών δανείων Fannie Mae και Freddie Mac, τις έθεσε σε καθεστώς προστασίας και παρείχε 200 δισ. δολάρια στο νέο σχήμα που άρχισε να υλοποιείται με τη συνένωσή τους. Παράλληλα ενεργοποίησε ένα πρόγραμμα που επέτρεπε στο κράτος να αγοράζει mortgage-backed securities (MBS), δηλαδή αξιόγραφα που έχουν εκδώσει οι Fannie και Freddie με βάση στεγαστικά δάνειά τους.

Στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 η Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed) σε συνεργασία με το υπουργείο οικονομικών διέσωσαν τον ασφαλιστικό όμιλο American International Group (AIG) με την παροχή μέσω της Fed της Νέας Υόρκης 85 δισ. δολαρίων και αποκτώντας το 79,9% του Ομίλου, ενώ τον Μάιο του 2009 η Κεντρική Τράπεζα χορήγησε επιπλέον ρευστότητα με τη χορήγηση ενός πιστωτικού ορίου 60 δισ. δολάρια και με την αγορά τίτλων καλυμμένων με υποθήκες (mortgage-based assets) που ανήκαν ή είχαν εγγυηθεί από την AIG ύψους περίπου 52 δισ. δολαρίων.

Τη Δευτέρα 15 Σεπτεμβρίου η εταιρεία του χρηματοπιστωτικού χώρου Lehman Brothers Holdings Inc., η οποία δεν στηρίχτηκε σε ρευστότητα, παρά τη σχετική της αίτηση, κατέφυγε στο περί πτωχεύσεως Chapter 11. Η τελευταία σχετική κατάρρευση είχε συμβεί στις Η.Π.Α. το 1990 (Drexel Burnham Lambert).

Στη Μεγάλη Βρετανία, αποτέλεσμα της κρίσης ήταν η πλήρης κρατικοποίηση της Northern Rock το Φεβρουάριο του 2008 και η ενίσχυσή της με ρευστότητα, η εξαγορά της HBOS plc (banking and insurance) από την Lloyds TSB, με τη σύμφωνη γνώμη της κυβέρνησης και η κρατικοποίηση στο τέλος Σεπτεμβρίου του 2008 της Bradford & Bingley (B&B) με εξαγορά από την κυβέρνηση του χαρτοφυλακίου των

δανείων (κυρίως στεγαστικών) της ύψους 50 δισ. στερλινών, για να την πουλήσει στη συνέχεια στην ισπανική Grupo Santander έναντι 600 εκατ. στερλινών.

Επίσης στη Μεγάλη Βρετανία τον Οκτώβριο του 2008 η κυβέρνηση ανέλαβε τον έλεγχο της δεύτερης μεγαλύτερης τράπεζας της Βρετανίας Royal Bank of Scotland (RBS) χορηγώντας σ' αυτή ρευστότητα ύψους 20 δισ. στερλινών. Η ιδρυθείσα το 1827 RBS ήταν μια από τις μεγαλύτερες κρατικοποιηθείσες τράπεζες στην Ευρώπη.

Το Σεπτέμβριο του 2008 στη Δανία, η Κεντρική Τράπεζα διέσωσε την τράπεζα Roskilde και στη συνέχεια πούλησε το δίκτυο των καταστημάτων της.

Την ίδια περίοδο στην Ισλανδία η κυβέρνηση κρατικοποίησε τις τράπεζες Glitnir Bank, τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, με ιστορία 104 ετών με απόκτηση του 75% αυτής για 600 εκατ. ευρώ, και Landsbanki, της δεύτερης μεγαλύτερης τράπεζας.

Στη Γερμανία μετά από προσπάθειες διάσωσης που άρχισαν το Σεπτέμβριο του 2008 και ολοκληρώθηκαν τον Απρίλιο του 2009 το γερμανικό δημόσιο διέσωσε της Hypo Real Estate Holding AG, τον μεγαλύτερο όμιλο χορήγησης δανείων, στεγαστικών δανείων και δανείων επαγγελματικής στέγης και μια από τις 30 εταιρείες τους DAX του χρηματιστηρίου της Φρανκφούρτης, ενισχύοντάς της συνολικά με περισσότερα από 100 δισ. ευρώ κυρίως μέσω της German Financial Markets Stabilisation Fund (SoFFin). Η πλήρης κρατικοποίηση ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του 2009.

Στο τέλος του Σεπτεμβρίου – αρχές Οκτωβρίου του 2008 η κυβέρνηση του Βελγίου σε συνεργασία με τις κυβερνήσεις της Γαλλίας και του Λουξεμβούργου, διαθέτοντας 6,4 δισ. ευρώ για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο διέσωσαν το γάλλο-βελγικό όμιλο DEXIA και δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα του Βελγίου. Παράλληλα εγγυήθηκαν τις υποχρεώσεις της DEXIA προς πιστωτικά ιδρύματα.

Την ίδια περίοδο έγινε η μερική κρατικοποίηση και διάσωση του βέλγο-ολλανδικού τραπεζοασφαλιστικού κολοσσού Fortis από τις κυβερνήσεις Βελγίου, Ολλανδίας και Λουξεμβούργου που απέκτησαν το 49% του ομίλου έναντι 11,2 δισ. ευρώ.

3.3 Η Αποτελεσματικότητα των Μέτρων

Όπως αναφέραμε ήδη, τα δύο βασικά μέτρα που έλαβαν οι ανεπτυγμένες οικονομίες για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν η χορήγηση ρευστότητας και η μείωση των παρεμβατικών επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών.

Όσον αφορά στη νέα ρευστότητα, από την παράθεση των παραπάνω συγκεκριμένων ενεργειών διάσωσης μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων, προκύπτει ότι η ρευστότητα αυτή χορηγήθηκε σε οντότητες που είχαν απολέσει στις αγορές, με τις επιλογές τους για τοποθετήσεις σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, το ενεργητικό τους και κατά συνέπεια και την καθαρή τους θέση (ίδια κεφάλαια), κυρίως με αγορά των απαξιωμένων στοιχείων του ενεργητικού των οντοτήτων αυτών. Αποτέλεσμα ήταν οι περισσότεροι από τους οργανισμούς αυτούς να διασωθούν και εν συνεχεία κάποιοι να εξαγοραστούν ή να συγχωνευτούν με υγιείς επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού χώρου.

Το πρώτο θετικό αποτέλεσμα της στήριξης με ρευστότητα ήταν να διατηρηθούν οι περισσότερες θέσεις εργασίας στους οργανισμούς αυτούς. Επιπλέον αποφεύχθηκε η μετάδοση του προβλήματος με μεγαλύτερη ταχύτητα και ένταση σε πολύ περισσότερες τράπεζες ή οικονομίες.

Όμως με τον τρόπο αυτό επιβραβεύτηκαν οι αδυναμίες των αγορών και η αναποτελεσματικότητα των δομών και των στελεχών του χρηματοοικονομικού χώρου, οι οποίοι πλέον κατείχαν νέα ρευστότητα σημαντικού ύψους. Διαμορφώθηκε επομένως το ισχυρό ενδεχόμενο επανάληψης της κρίσης ή/και της ανάπτυξης κερδοσκοπικών κινήσεων, σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό. Προς αποφυγή του ενδεχομένου αυτού, σε τέτοιες κρίσεις, τα μέτρα της ενίσχυσης της ρευστότητας και της μείωσης των επιτοκίων είναι αναγκαίο να συμπληρώνονται με αποτελεσματικές παρεμβάσεις σε εποπτικό, δεοντολογικό και οργανωτικό επίπεδο των τραπεζών και του χρηματοπιστωτικού χώρου, καθώς και με αναπτυξιακές παρεμβάσεις με ενθάρρυνση, όχι υποχρεωτικά χρηματοδότηση, επενδυτικών σχεδίων με άμεση απόδοση.

Το ενδεχόμενο επανάληψης της κρίσης της ανάπτυξης κερδοσκοπικών κινήσεων ενισχύθηκε από το γεγονός ότι η νέα ρευστότητα ήρθε να προστεθεί στην υφιστάμενη ρευστότητα, σε μια περίοδο που τα παρεμβατικά επιτόκια ήτα ιδιαίτερα χαμηλά. Η υφιστάμενη ρευστότητα, όπως τονίσαμε παραπάνω, ήταν εκείνη που είχε μεταφερθεί με τη μορφή χρήματος (ρευστού) στους οργανισμούς, τράπεζες ή άλλες οντότητες του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν κατά το κρίσιμο χρονικό σημείο πουλήσει τα τοξικά ομόλογα, είτε στην πρωτογενή είτε στη δευτερογενή αγορά. Τα είχαν δε πουλήσει στις τράπεζες και στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που τα κατείχαν κατά την έναρξη της πιστωτική κρίσης και οι οποίοι μετά την εμφάνιση των προβλημάτων ενισχύθηκαν με ρευστότητα για να χρηματοδοτηθούν οι απώλειες του απομειωμένου ενεργητικού τους.

Κατά συνέπεια η νέα ρευστότητα προστέθηκε στην ήδη υφιστάμενη ρευστότητα αυξάνοντάς την ισόποσα. Έτσι με δεδομένη την οικονομική στασιμότητα, που εν τω μεταξύ είχε κάνει την εμφάνισή της, και την απειρία των χρηματοδοτηθέντων χρηματοπιστωτικών οργανισμών στην εμπορική τραπεζική, ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης στις οποίες ο πιστωτικός κίνδυνος είναι υψηλός και απαιτεί εξειδίκευση στο χειρισμό των χρηματοδοτήσεων, η ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας ήταν δύσκολη.

Επομένως βασικό είναι το ερώτημα για το κατά πόσο η παρασχεθείσα ρευστότητα χρηματοδότησε την πραγματική οικονομία ή απλά διοχετεύτηκε σε τράπεζες ή χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς με μοναδικό σκοπό τη διάσωσή αυτών από την πτώχευση. Όπως ήδη παραπάνω αναφέραμε, η ρευστότητα διοχετεύτηκε σε επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού χώρου προς κάλυψη των απωλειών του απομειωμένου ενεργητικού τους και των ζημιών τους σε ένα μη επαρκώς εποπτευόμενο περιβάλλον και με στελέχη με εμπειρία και γνώση κυρίως των χρηματοοικονομικών αγορών και χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων και επομένως αμφισβητούμενης δυνατότητας προώθησής της στην πραγματική οικονομία με ανάπτυξη προϊόντων και τήρησης διαδικασιών εμπορικής τραπεζικής. Σε μια τέτοια περίπτωση ουσιαστικά αυξάνεται η ρευστότητα με τα ποσά των ενισχύσεων αλλά πολύ δύσκολα διοχετεύεται στην πραγματική οικονομία.

Το δεύτερο μέτρο που έλαβαν οι ανεπτυγμένες οικονομίες ήταν η μείωση των παρεμβατικών επιτοκίων, δηλαδή των επιτοκίων με τα οποία οι κεντρικές τράπεζες δανείζουν τα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες), σε επίπεδα χαμηλότερα του 1%, με σκοπό το χαμηλό αυτό επιτόκιο να μεταφερθεί στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, δηλαδή στην πραγματική οικονομία.

Σύμφωνα με τα πρώτα στοιχεία ούτε το μέτρο αυτό απέδωσε τα αναμενόμενα, αφού δεν υπάρχουν αναφορές σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης σε κάποιες έστω οικονομίες, και μάλλον οδήγησε στη λογική της μακροοικονομικής έννοιας της παγίδας ρευστότητας (liquidity trap).

Αντίθετα, ο συνδυασμός ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων, πολύ υψηλής ρευστότητας και μειωμένης ζήτησης κεφαλαίων από την πραγματική οικονομία διαμόρφωσε συνθήκες για υπερεπενδύσεις και εμφάνιση νέων λανθασμένων τιμολογήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων και προϋποθέσεων διοχέτευσης της ρευστότητας σε νέες κερδοσκοπικές τοποθετήσεις, αντί της προσδοκώμενης ροής της προς ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας. Οι κερδοσκοπικές κινήσεις αυτή τη φορά

δεν είχαν στόχευση μόνο στις αγορές τίτλων (χρηματιστήρια) αλλά και στις αγορές συναλλάγματος και επιπλέον ολόκληρες οικονομίες.

Το εργαλείο που προσφερόταν κατά την περίοδο αυτή στα κερδοσκοπικά συσσωρευμένα κεφάλαια ήταν η κακή οικονομική κατάσταση κάποιων χωρών της ευρωζώνης, λόγω δημοσιονομικών ή άλλων προβλημάτων, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, η Ισπανία και η Πορτογαλία.

Το δεύτερο συμπληρωματικό ενισχυτικό δεδομένο ήταν τα χαμηλά επιτόκια της ευρωζώνης.

Με βάση τα παραπάνω, τα κερδοσκοπικά κεφάλαια εφάρμοσαν τις κλασικές χρηματοοικονομικές πρακτικές του carry trade και του short selling.

Η πρώτη πρακτική (carry trade) ακολουθεί κυρίως τα εξής τρία στάδια:

- Δανεισμός σε ένα νόμισμα με το χαμηλό επιτόκιο, εν προκειμένω δανεισμός σε ευρώ ή άνοιγμα θέσεων στο νόμισμα αυτό με παράγωγα που οδηγούν στην απόκτηση του νομίσματος.
- Πώληση του δανεισμένου ποσού του νομίσματος και αγορά ενός άλλου νομίσματος, εν προκειμένω δολαρίου Η.Π.Α. Η μαζική πώληση του νομίσματος οδηγεί στην πτώση της τιμής του ενισχύοντας την ισοτιμία υπέρ του αγοραζόμενου νομίσματος. (Στην περίπτωση υψηλής ρευστότητας και κατοχής ενός νομίσματος μπορεί να μην ακολουθεί το στάδιο δανεισμού του, αλλά η πώλησή του σύμφωνα με τα ανωτέρω). Η πτώση ενισχύεται και από άλλους τεχνητούς παράγοντες. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι η κακή οικονομική κατάσταση κάποιων χωρών του ευρώ, η οποία μπορεί να ενισχυθεί με φήμες για κατάρρευση ή πτώχευση των χωρών αυτών, και άρα μεγαλύτερα προβλήματα στο κοινό νόμισμα.
- Μετά την πτώση της ισοτιμίας με το νόμισμα που αποκτήθηκε στο αρχικό στάδιο, εν προκειμένω το δολάριο Η.Π.Α., αγοράζεται και πάλι το νόμισμα που αρχικά πωλήθηκε στη μειωμένη μέσα από την παραπάνω διαδικασία τιμή. Άρα αποκτάται ποσό υψηλότερο του δανείου πλέον των τόκων που πρέπει να καταβληθούν για το δάνειο και οι κερδοσκόποι κερδίζουν τη διαφορά.

Είναι φανερό ότι στην περίπτωση που ακολουθείται το στάδιο του δανεισμού το κέρδος των κερδοσκόπων προκύπτει από τη διαφορά του ποσού που ωφελούνται από την μεταβολή της ισοτιμίας και του τόκου που καταβάλουν για το δάνειο. Εφόσον το όφελος από την επαναγορά του δανεισμένου και πωληθέντος νομίσματος υπερβαίνει το ύψος των τόκων του δανείου, η κερδοσκοπική κίνηση είναι επιτυχής. Επομένως, ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας στην παραπάνω διαδικασία είναι το ύψος τους επιτοκίου. Έτσι, αν το επιτόκιο είναι χαμηλό, οι κερδοσκόποι με μεγάλη βεβαιότητα

γνωρίζουν ότι μπορεί να επιτύχουν μείωση της ισοτιμίας υψηλότερη του επιτοκίου και άρα προβαίνουν στις ενέργειές τους αναλαμβάνοντας ελάχιστο κίνδυνο.

Παράλληλα οι φήμες για επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης της χώρας, που έχει το πρόβλημα, οδηγεί σε αύξηση του κόστους δανεισμού της χώρας, με αύξηση των περιθωρίων (spreads) των τίτλων δανεισμού της. Έτσι οι κερδοσκόποι επωφελούνται ταυτοχρόνως και με τις τοποθετήσεις που πραγματοποιούν στους τίτλους της χώρας αυτής με το τεχνητά διευρυμένο περιθώριο.

Κατά συνέπεια, ως πρώτη αποδεκτή λύση σε αυτού του είδους τις κερδοσκοπικές επιθέσεις αποτελεί η αύξηση, ενδεχομένως μεγάλη αύξηση, των παρεμβατικών επιτοκίων δανεισμού, έτσι ώστε να μην είναι σίγουρο το κερδοφόρο αποτέλεσμα για τους κερδοσκόπους. Να θυμηθούμε στο σημείο αυτό ότι σε παρόμοια κερδοσκοπική επίθεση που δέχτηκε η Ελλάδα στα μέσα της δεκαετίας του 1990, όταν το νόμισμα ήταν η δραχμή, η Τράπεζα της Ελλάδος, αύξησε τα παρεμβατικά της επιτόκια σε ύψος που έφτανε και 300%, αποτρέποντας αποτελεσματικότερα τη συγκεκριμένη επίθεση. Στην περίπτωση αυτή αξιοποιήθηκε και το γεγονός ότι η δραχμή δεν ήταν νόμισμα τοποθετημένο σε άλλες αγορές πλην των ελληνικών και επομένως οι κερδοσκόποι δεν μπορούσαν να δανειστούν σε άλλες αγορές πέραν της ελληνικής.

Δεν πρέπει να παραγνωρίζεται βεβαίως και το γεγονός ότι τα υψηλά επιτόκια επηρεάζουν αρνητικά τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Επομένως η εφαρμογή υψηλών επιτοκίων διαρκεί όσο διαρκεί η κερδοσκοπική επίθεση.

Η πρακτική του short selling, πρακτική η οποία είναι θεσμοθετημένη στις οργανωμένες αγορές, περιλαμβάνει την πώληση ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος, συναλλάγματος, κινητής αξίας ή άλλου το οποίο δεν κατέχει ο πωλητής και το οποίο μπορεί να αγοράσει, ώστε να το παραδώσει στον αγοραστή σε μεταγενέστερο χρόνο. Βεβαίως ο πωλητής θα αποκομίσει κέρδος, εφόσον αγοράσει στο μεταγενέστερο χρόνο το χρηματοοικονομικό προϊόν που πούλησε σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή της πώλησης. Όπως και στην περίπτωση του carry trade η μείωση της τιμής είναι το ζητούμενο για τους επενδυτές, κερδοσκόπους ή άλλους, η οποία έχει αφετηρία την αρχική πώληση του χρηματοοικονομικού προϊόντος, η οποία μπορεί να διευρυνθεί με αξιοποίηση από αυτούς άλλων αρνητικών συγκυριών, όπως στην περίπτωση της πτώσης του Ευρώ της κακής δημοσιονομικής εικόνας κάποιων χωρών μελών της ευρωζώνης.

Ταυτόσημης λογικής είναι και η αναμενόμενη εξέλιξη στην περίπτωση ανάληψης θέσεων πώλησης με τη χρήση παραγώγων, όπως για παράδειγμα είναι οι

θέσεις put στα δικαιώματα προαίρεσης ή θέση short στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts).

Όμως, σε όλες τις περιπτώσεις αυτές η κίνηση δεν είναι συνεχής μόνο προς μια κατεύθυνση, αφού η τιμή ενός τίτλου ή του συναλλάγματος δεν μπορεί για λόγους κερδοσκοπικούς να μειώνεται συνεχώς. Η ίδια δομή των κερδοσκοπικών κινήσεων αποτρέπει τη συνεχή αυτή μείωση, αφού η αγορά στο τελευταία στάδιο του πωληθέντος χρηματοοικονομικού προϊόντος αντιστρέφει την πτωτική του πορεία. Σειρά πλέον, εφόσον υφίστανται ή πρόκειται να διαμορφωθούν συνθήκες εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) στις αγορές του, έχει το άλλο ή κάποιο άλλο νόμισμα ή τίτλος γενικότερα.

Δεδομένου του αυξημένου κινδύνου που αναλαμβάνει κάποιος χρηματοπιστωτικός οργανισμός που παρέχει εργασίες εμπορικές τραπεζικής και επενδυτικές δραστηριότητες τόσο για λογαριασμό των πελατών του όσο και για ίδιο λογαριασμό, όπως συμβαίνει σήμερα, έχει επανέλθει στο προσκήνιο και πάλι η συζήτηση για το διαχωρισμό της εμπορικής τραπεζικής (commercial banking) από την επενδυτική τραπεζική (investment banking), όπως είχε συμβεί μετά την κρίση του 1929 στις Η.Π.Α. με σχετικές τροποποιήσεις στο θεσμικό πλαίσιο γνωστών ως Glass-Steagall Act, κάτι που στη συνέχεια εφάρμοσαν όλες οι ανεπτυγμένες οικονομίες.

Κεφάλαιο 4

4.1 Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων από την Attica Bank

Κατά το 2008 τα επιτόκια των καταθέσεων των νοικοκυριών, οι οποίες είναι κυρίως βραχυπρόθεσμες, αυξήθηκαν σημαντικά στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος και παρέμειναν σχεδόν σταθερά στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Τα επιτόκια των καταθέσεων ακολούθησαν έως τον Οκτώβριο 2008 την πορεία των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά, αλλά δεν επηρεάστηκαν από τη μείωσή τους το δ' τρίμηνο του έτους. Η εξέλιξη των επιτοκίων των καταθέσεων στη διάρκεια του 2008 συνδέεται με τις συνθήκες περιορισμένης ρευστότητας που επικράτησαν στη διατραπεζική αγορά, καθώς και με τη δυσκολία πρόσβασης των ελληνικών τραπεζών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Οι ελληνικές τράπεζες, προκειμένου να ενισχύσουν την καταθετική τους βάση, προσέφεραν υψηλά επιτόκια στις καταθέσεις μεγαλύτερης διάρκειας. Έτσι, το επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος, οι οποίες αποτελούν τη μεγαλύτερη κατηγορία καταθέσεων, αυξήθηκε κατά 84 μονάδες βάσης (Δεκέμβριος 2008: 5,36%), ενώ σχεδόν αμετάβλητο παρέμεινε το επιτόκιο των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (Δεκέμβριος 2008: 1,24%). Το πρώτο δίμηνο του 2009 τα επιτόκια και των δύο αυτών κατηγοριών καταθέσεων μειώθηκαν, καθώς βελτιώθηκαν οι συνθήκες άντλησης ρευστότητας (χάρη και στην άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα). Τέλος, το επιτόκιο των *repos* μειώθηκε αισθητά κατά τη διάρκεια του 2008 και το πρώτο δίμηνο του 2009 (Δεκέμβριος 2007-Φεβρουάριος 2009: μείωση κατά 243 μονάδες βάσης)¹⁸.

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον και με διαφαινόμενες δυσοίονες προοπτικές τόσο για την ελληνική αλλά και για την παγκόσμια οικονομία, η Attica Bank Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία (πρώην Τράπεζα Αττικής Α.Ε.) το 2008 προχώρησε με ιδιαίτερη επιτυχία στην έκδοση ομολογιακού δανείου από την Τιτλοποίηση Στεγαστικών δανείων ύψους € 388 εκ.

Η Τράπεζα αξιοποίησε αυτήν την μορφή χρηματοδότησης για την άντληση κεφαλαίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τη δημιουργία ομολόγων, η αποπληρωμή των οποίων στηρίζεται στις ταμειακές ροές των συγκεκριμένων στεγαστικών δανείων.

¹⁸ Έκθεση Διοικητή Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2008, σελ. 160-162.

Για τους σκοπούς της τιτλοποίησης και σύμφωνα με τα οριζόμενα στην ελληνική νομοθεσία (ν.3156/2003) συστάθηκε μία εταιρεία ειδικού σκοπού, η STEGASIS MORTGAGE FINANCE PLC.

Η εκχώρηση των απαιτήσεων μέρους των Στεγαστικών Δανείων της Τράπεζας, πραγματοποιείται βάσει του νόμου και άλλων προκαθορισμένων κριτηρίων.

Οι δανειολήπτες των οποίων τα δάνεια εκχωρήθηκαν ενημερώθηκαν εγγράφως από την Τράπεζα μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Οι πελάτες που θα είχαν απορίες για την όλη διαδικασία μπορούσαν να απευθυνθούν στο Κατάστημα που τηρούνταν ο φάκελος τους. Ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο είναι ότι η διαχείριση και η εξυπηρέτηση των Στεγαστικών δανείων που τιτλοποιήθηκαν συνεχίζεται μέσω της Τράπεζας και ως εκ τούτου δεν επηρεάζεται στο ελάχιστο το στεγαστικό δάνειο του πελάτη και η σχέση του με την Τράπεζα. Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των δανειοληπτών έναντι της Τράπεζας παραμένουν αμετάβλητα.

Συμπεράσματα και προτάσεις

Ποιος είναι πραγματικά ο ρόλος της τιτλοποίησης των απαιτήσεων στην άντληση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα και ο ρόλος της στην τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση; Η εργασία αυτή επικεντρώνεται σε δυο πτυχές που συνέβαλλαν στο ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων: στον πληθωρισμό των βαθμολογήσεων και στην ανεπάρκεια των πληροφοριών στη διαδικασία της έκδοσης των δανείων.

Ο πληθωρισμός των αξιολογήσεων σε συνδυασμό με τις επιπόλαιες επενδυτικές αποφάσεις οδήγησαν σε μια μαζικά λανθασμένη εκτίμηση του κινδύνου, η διόρθωση του οποίου αποτέλεσε το έναυσμα για το ξέσπασμα της κρίσης. Η παρατηρούμενη πρακτική του πληθωρισμού των αξιολογήσεων αποτελεί ένα πρόβλημα κινήτρων: οι οίκοι αξιολόγησης πληρώνονται από τους εκδότες των οποίων τους τίτλους αξιολογούν και επομένως, το συμφέρον τους είναι σε ευθεία γραμμή με αυτό των εκδοτών και όχι με αυτό του επενδυτικού κοινού.

Η ανεπάρκεια της διαδικασίας της αξιολόγησης είναι μια από τις κύριες αιτίες της παρατηρούμενης έλλειψης ρευστότητας που έπληξε την αγορά των τιτλοποιημένων εκδόσεων από τη στιγμή που ξέσπασε η κρίση. Από τη στιγμή που οι τιμές των κατοικιών σταμάτησαν να ανέρχονται και οι αθετήσεις στην αποπληρωμή των δανείων άρχισαν να αυξάνουν, οι εμπλεκόμενοι στην αγορά συνειδητοποίησαν ότι οι αναλυτικές και λεπτομερείς πληροφορίες που απαιτούνταν για την αναγνώριση των «τοξικών δανείων» απλά είχαν χαθεί στη διαδικασία της μαζικής τιτλοποίησης του δομημένου χρέους και ότι οι βαθμολογήσεις που τους παρέχονταν αποδείχθηκαν ανεπαρκής οδηγός για την αναγνώρισή τους.

Λόγω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών που προέκυψαν μετά την πιστωτική κρίση του 2007, οι ελληνικές τράπεζες και γενικά το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα αντιμετώπισε ένα πολύ μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας, με αποτέλεσμα να γίνει χρήση σχεδόν όλων των εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης. Πρόβλημα το οποίο μέχρι και σήμερα δεν έχει εξομαλυνθεί. Αρκετές ελληνικές τράπεζες προχώρησαν σε τιτλοποίηση μέρους απαιτήσεων τους και άντλησαν ρευστότητα από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με σκοπό να επιτελέσουν απρόσκοπτες τη λειτουργία τους.

Τι θα μπορούσε να μετριάσει αυτά τα προβλήματα στο μέλλον; Η κύρια προτεινόμενη πολιτική επιλογή είναι η μετάβαση προς ένα σύστημα όπου οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις πληρώνονται από τους εκδότες και που οι συντονιστές και οι πάροχοι των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κοινοποιούν δωρεάν όλα τα δεδομένα σχετικά με μεμονωμένα δάνεια, έτσι ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να κάνουν τις δικές τους εκτιμήσεις σχετικά με τον κίνδυνο, στηριζόμενοι στα δικά τους υποδείγματα. Παρά το γεγονός ότι αυτές οι μεταρρυθμίσεις θα οδηγήσουν σε περιορισμό της ρευστότητας και του βάθους της πρωτογενούς αγοράς δομημένων προϊόντων, σε σύγκριση με την προ της κρίσης περίοδο, θα επαναφέρουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στη διαδικασία της τιτλοποίησης, η οποία θα εξακολουθεί να είναι ένα αξιόπιστο εργαλείο για τη μεγέθυνση των χρηματοπιστωτικών αγορών και τη μεταφορά του κινδύνου από τους δανειστές στους επενδυτές. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα δημιουργήσουν ευκαιρίες για την είσοδο και άλλων εξειδικευμένων εταιρειών που θα επεξεργάζονται τις σχετικές πληροφορίες, δημιουργώντας έτσι συνθήκες υγιούς ανταγωνισμού στον κλάδο των εταιρειών χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Αγγελόπουλος Παναγιώτης (2010): *Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα, Αγορές-Προϊόντα-Κίνδυνοι*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

Γαλιάτσος, Κώστας (1994): *Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα.

Γαλιάτσος, Κώστας (2010): *Επενδυτικές Υπηρεσίες - Παροχή επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες*, Εκδόσεις Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Γεώργιος Κόντος (2007), *Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring*, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα

Ξενόγλωσση

Ashcraft, Adam B. (2007): *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*, Federal Reserve Bank of New York.

Barbour, David and R. E. Parsons (1993): *Asset securitization developments: US and UK*, in: Norton, Joseph J., and Auerback, Raymond M. (editors), *International finance in the 1990s. Challenges and opportunities*, Blackwell, Massachusetts, ch. 11.

Bhattacharya, Anand K. and Chris J. Foley (1991): *Asset securitization: Prospects and issues*, in: Fabozzi, Frank J. and Konishi, Atsuo, *Asset/liability management*, Probus Publishing, Chicago, Illinois.

Becketi, Sean (1989): *The prepayment risk of mortgage-backed securities*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, February, pp. 43-57.

Carron, Andrew S. (1991): *Asset-backed securities*, in: Fabbozi, Frank J. (editor), *The handbook of fixed income securities*, Third Edition, Business One Irwin, Homewood, Illinois.

Carlson, Steven J. (1991): *Structured arbitrage transaction analysis*, in: Fabozzi, Frank J., and Konishi, Atsuo: *Asset/liability management*, Probus Publishing, Chicago, Illinois, 1991.

Comptroller of the Currency Administrator of National Banks (1997): Comptroller's Handbook Asset securitization.

Davidson, Andrew S. (1991): *A comparison of methods for analyzing mortgage-backed securities*, in: Fabozzi, Frank J., and Konishi, Atsuo, Asset/liability management, Probus Publishing, Chicago, Illinois.

Elul, Ronel (2005): The Economics of Asset Securitization, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, Second Quarter.

Furletti, Mark (2001): An Overview of Credit Card Asset-Backed Securities, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Discussion Paper.

Gordon H. Sellon Jr. and Deana Van Nahmen (1988): *The securitization of housing finance*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, July/August, pp. 3-20.

Higgins, Eric J. and Joseph R. Mason (2003): *What is the value of recourse to asset backed securities? A clinical study of credit card banks*, Working Paper, No 3-6, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Howard L. Roth, Volatile mortgage rates - a new fact of life? (1988): Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, March, pp. 16-28.

Hull John C. (2011), *Options, Futures and other Derivatives*, 8th Edition, Pearson Education Limited

Kavanagh, Barbara, Thomas R., Boemio and Gerald A., Jr, Edwards (1992): *Asset-backed commercial paper programs*, Federal Reserve Bulletin, no. 2, February, pp. 107-118.

Laderman, Elizabeth (2001): Subprime Mortgage Lending and the Capital Markets Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, Number 2001-38, December.

Manzi, James, Diana Berezina and Mark Adelson (2007): Synthetic CMBS Primer, CMBS World.

Nomura Fixed Income Research (2004): CDOs in Plain English.

Nomura Fixed Income Research (2005): CDOs-Squared Demystified.

Rosen, Richard J. (2007): *The role of securitization in mortgage lending*, The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter, Number 244.

Rybczynski Tad M. (1988): *Financial systems and industrial restructuring*, National Westminster Bank Quarterly Review, November, pp. 3-13.

Vallee, David E. (2006): *A new plateau for the U.S. securitization market*, Federal Deposit Insurance Corporation, Outlook.