

# Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας

Νίκος Ζαγορήσιος

ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

ALPHA BANK

Ιωάννης Ασημέλης

ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

ALPHA BANK

## Περίληψη

*Οι τιτλοποιήσεις βοήθησαν στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δέκα ετών. Οι υπερβολές και οι αδυναμίες του επιχειρηματικού μοντέλου τους αποτέλεσαν μία από τις αιτίες της πρόσφατης κρίσης. Οι προγραμματιζόμενες αλλαγές του εποπτικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βελτιώσουν τις αδυναμίες του εν λόγω μοντέλου. Οι καλυμμένες ομολογίες, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την περίοδο της κρίσης.*

*Με την αδυναμία άντλησης ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές, οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα αποτελούν αναγκαία εργαλεία για τη δημιουργία ενεχύρων για νομισματικές πράξεις με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Ωστόσο, η εισαγωγή του κινδύνου χώρας στις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης θέτει σε κίνδυνο τη μελλοντική χρήση τους ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα.*

*Με τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα, εκτιμάται ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες για να επιστρέψουν στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα αξιοποιηθούν και στη διατραπεζική αγορά ως ενέχυρο. Η μεσοπρόθεσμη επανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις, όπου αναμένεται να επανακάμψουν πρώτα οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και έπειτα καταναλωτικών δανείων και καρτών.*

---

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον κ. Μιχαήλ Μασουράκη, Ανώτερο Διευθυντή Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank, για τα σχόλιά του επί του άρθρου, καθώς και στα στελέχη της Alpha Bank κ.κ. Α. Κοκκωνίδη, Α. Σκουρτανιώτη και Μ. Γολεγού για τη βοήθειά τους στη συγγραφή του.

# 1. Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια γενική περιγραφή των συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών (ή καλυμμένων ομολόγων).

## 1.1 Ορισμοί και σύντομη περιγραφή

Ως *τιτλοποίηση* γενικά ορίζεται η εκχώρηση έναντι οικονομικού τιμήματος στοιχείων ενεργητικού μιας εταιρείας προς μία εταιρεία ειδικού σκοπού (special purpose entity - SPE), η οποία εκδίδει τίτλους. Τα στοιχεία ενεργητικού που εκχωρούνται έχουν ομοειδή χαρακτηριστικά και οι χρηματορροές τους στηρίζουν την πληρωμή των τίτλων. Οι τίτλοι με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο διαχωρίζονται σε τουλάχιστον δύο τμήματα (tranches). Το τμήμα με τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο συνήθως είναι αδιαβάθμητο και χαρακτηρίζεται ως «μετοχικό κεφάλαιο» (equity) ή «τμήμα της 1ης ζημίας» (first loss tranche).

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

Πλέον της τιτλοποίησης, όπως περιγράφεται ανωτέρω (παραδοσιακή μορφή τιτλοποίησης cash securitization), υπάρχει και η συνθετική τιτλοποίηση (synthetic securitization), όπου δεν γίνεται άντληση ρευστότητας. Ο στόχος της συνθετικής τιτλοποίησης είναι η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου δανειακών χαρτοφυλακίων μέσω πιστωτικών παραγώγων.

Με την παραδοσιακή τιτλοποίηση το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να επιτύχει μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου και κεφαλαιακή ελάφρυνση εάν πωληθούν και τα κατώτερα τμήματα της τιτλοποίησης σε επενδυτές. Ωστόσο, εάν ο στόχος είναι η άντληση ρευστότητας με χαμηλό επιτοκιακό κόστος, το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να επιλέξει να διατηρήσει τα κατώτερα ή και τα μεσαία τμήματα και να πωλήσει σε επενδυτές μόνο τα ανώτερα.

Ως *καλυμμένες ομολογίες* ορίζονται τα ομόλογα που έχουν διπλή κάλυψη:

- Την εγγύηση του πιστωτικού ιδρύματος.
- Χαρτοφυλάκια δανείων που έχουν διαχωριστεί από τα υπόλοιπα στοιχεία ενεργητικού (χαρτοφυλάκιο ασφαλείας). Το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας αποτελείται συνήθως από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που τηρούν συγκεκριμένα κριτήρια καταλληλότητας (eligibility criteria).

Τα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών μπορεί να προβλέπουν για έκδοση των ομολογιών από το πιστωτικό ίδρυμα (άμεση έκδοση) ή από εταιρεία ειδικού σκοπού (έμμεση έκδοση).

Τα καλυμμένα ομόλογα διακρίνονται σε αυτά όπου η έκδοσή τους καλύπτεται από το εθνικό νομικό πλαίσιο και εποπτεύονται από τις τοπικές εποπτικές αρχές (παραδοσιακά καλυμμένα ομόλογα) και σε αυτά που δεν υπόκεινται σε συγκεκριμένη νομοθεσία. Ενδεικτικά παραδοσιακά καλυμμένα ομόλογα είναι τα γερμανικά pfandbriefe, τα γαλλικά obligations foncières και τα ισπανικά cedulas. Στη δομή των συνθετικών καλυμμένων ομολογιών γίνεται συνήθως χρήση εταιρείας ειδικού σκοπού, και η διαφοροποίησή τους από τις τιτλοποιήσεις έγκειται στο επιπρόσθετο χαρακτηριστικό της εγγύησης των ομολόγων από το πιστωτικό ίδρυμα.

Σημειώνεται ότι σταδιακά όλες οι χώρες προχωρούν στη δημιουργία νομοθεσίας και εποπτικού πλαισίου για τις καλυμμένες ομολογίες. Το γερμανικό νομικό πλαίσιο για τις καλυμμένες ομολογίες, το οποίο ξεκινάει από το 1927, χρησιμοποιήθηκε ως πρότυπο και για άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

## 1.2 Δομές συναλλαγών

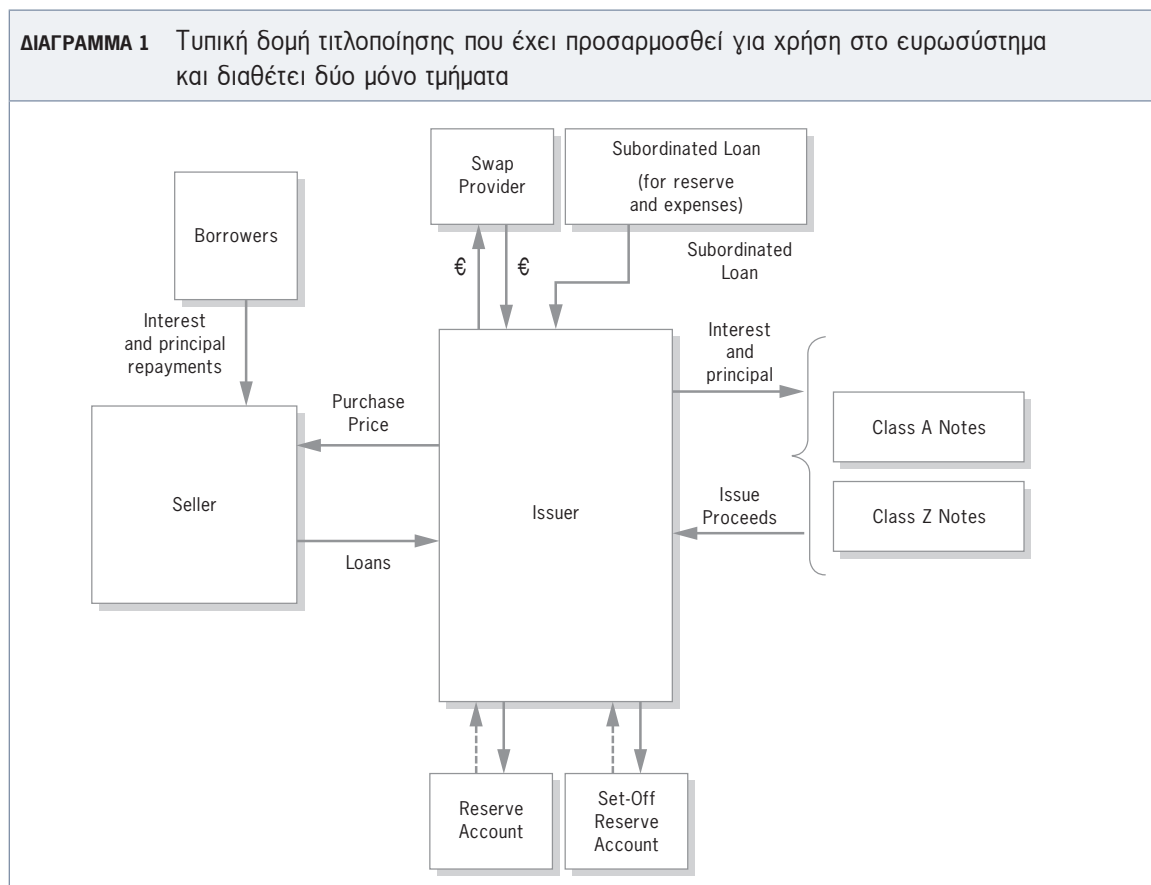
Οι δομές της *τιτλοποίησης* αποσκοπούν στην αντιστοίχιση (matching) των χρηματορροών των τιτλοποιημένων δανείων και των τίτλων που εκδίδονται και διακρίνονται σε δύο βασικές δομές:

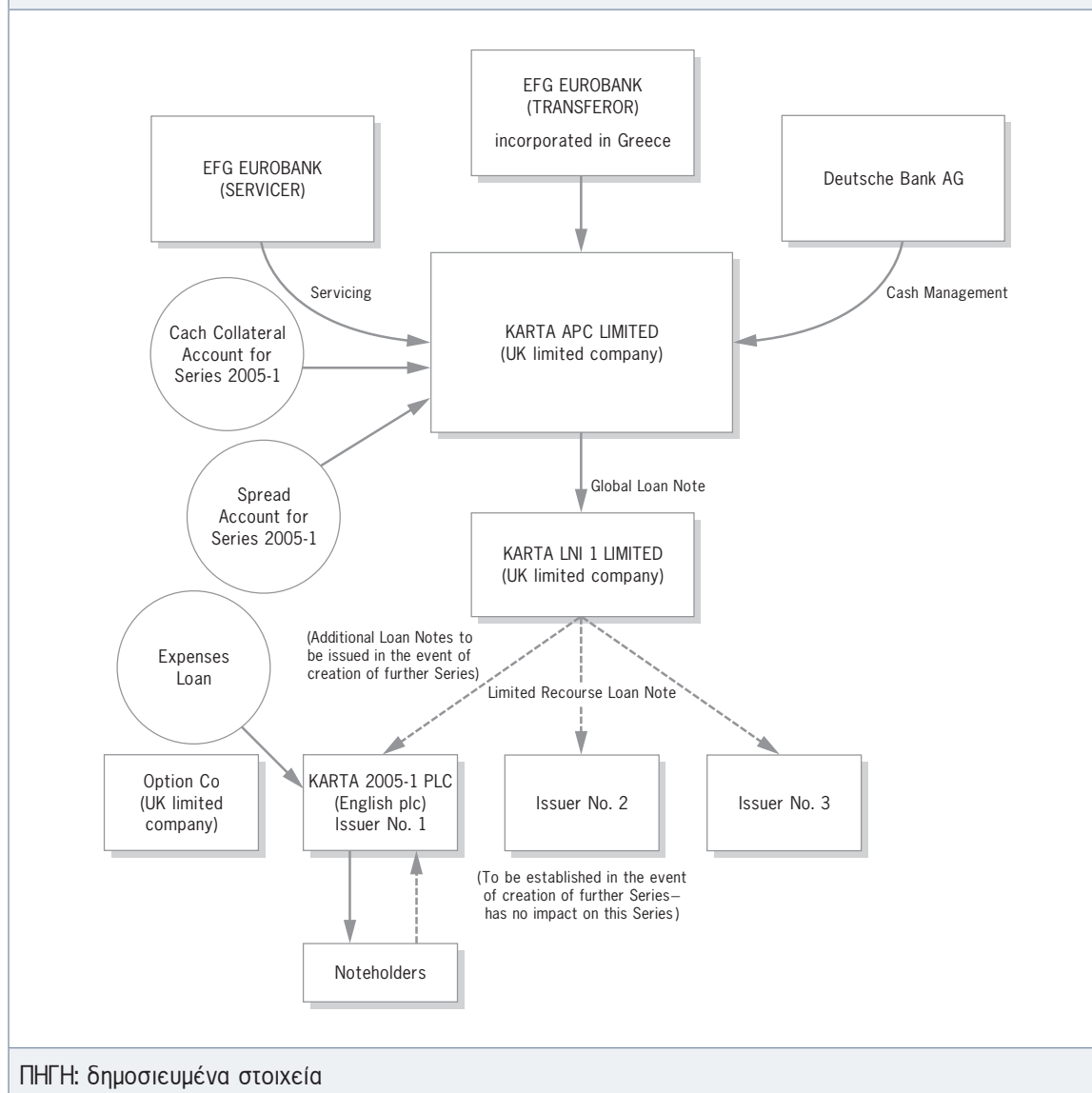
- Στη δομή όπου οι αποπληρωμές των τιτλοποιημένων δανείων χρησιμοποιούνται για σταδιακή αποπληρωμή των τίτλων που εκδίδονται (δομή *pass through*). Η εν λόγω δομή χρησιμοποιήθηκε από τις ελληνικές τράπεζες στις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων κυρίως λόγω της συγκριτικά μεγάλης μέσης διάρκειας ζωής τους και της αργής αποπληρωμής των τίτλων.
- Στη δομή όπου αποπληρωμές των δανείων χρησιμοποιούνται για αγορά νέων δανείων για μία καθορισμένη περίοδο (δομή *revolving*). Η αποπληρωμή των τίτλων γίνεται μετά τη λήξη τη ανακυκλούμενης περιόδου. Έχει εφαρμοσθεί από τις ελληνικές τράπεζες σε συναλλαγές μεσοπρόθεσμων τοκοχρεωλυτικών δανείων, όπως καταναλωτικά τοκοχρεωλυτικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, κ.λπ.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης επιβάλλουν συγκεκριμένους περιορισμούς στις ανακυκλούμενες δομές προκειμένου να διατηρηθούν όσο το δυνατόν σταθερότερα τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της περιόδου αναπλήρωσης (*revolving period*). Το γεγονός αυτό πρέπει να συναξιολογηθεί στην επιλογή της δομής μιας τιτλοποίησης.

Μία ειδική μορφή της ανακυκλούμενης δομής, που αναπτύχθηκε πρώτα στην Αγγλία, είναι η δομή *master trust* όπου έχουμε μεταφορά χαρτοφυλακίου μεγαλύτερου ποσού από τους τίτλους που εκδίδονται. Στη δομή *master trust* υπάρχει η δυνατότητα έκδοσης πολλαπλών τμημάτων τίτλων με χρήση του ίδιου χαρτοφυλακίου δανείων. Η δομή αυτή χρησιμοποιήθηκε σχεδόν σε όλες τις τιτλοποιήσεις ανακυκλούμενων δανείων στην Ελλάδα, όπως καρτών, ανοικτών καταναλωτικών δανείων, επιχειρηματικών αλληλόχρεων λογαριασμών.

Παραδείγματα των δομών συναλλαγών περιλαμβάνονται στα Διαγράμματα 1 και 2.



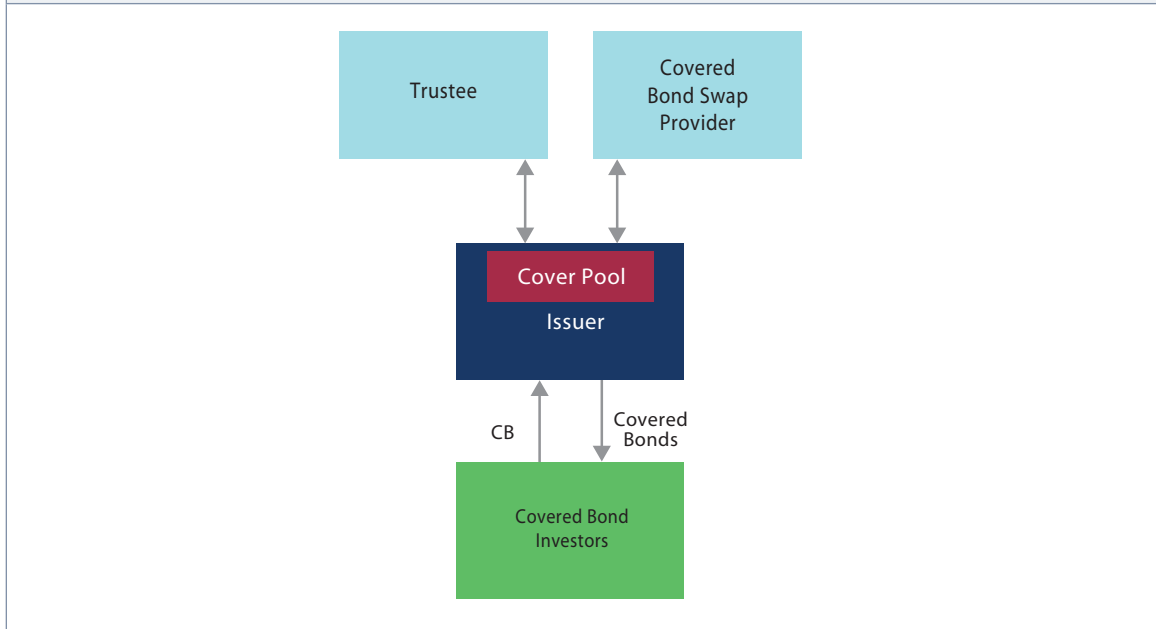
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2** Master trust δομή τιτλοποίησης καρτών

ΠΗΓΗ: δημοσιευμένα στοιχεία

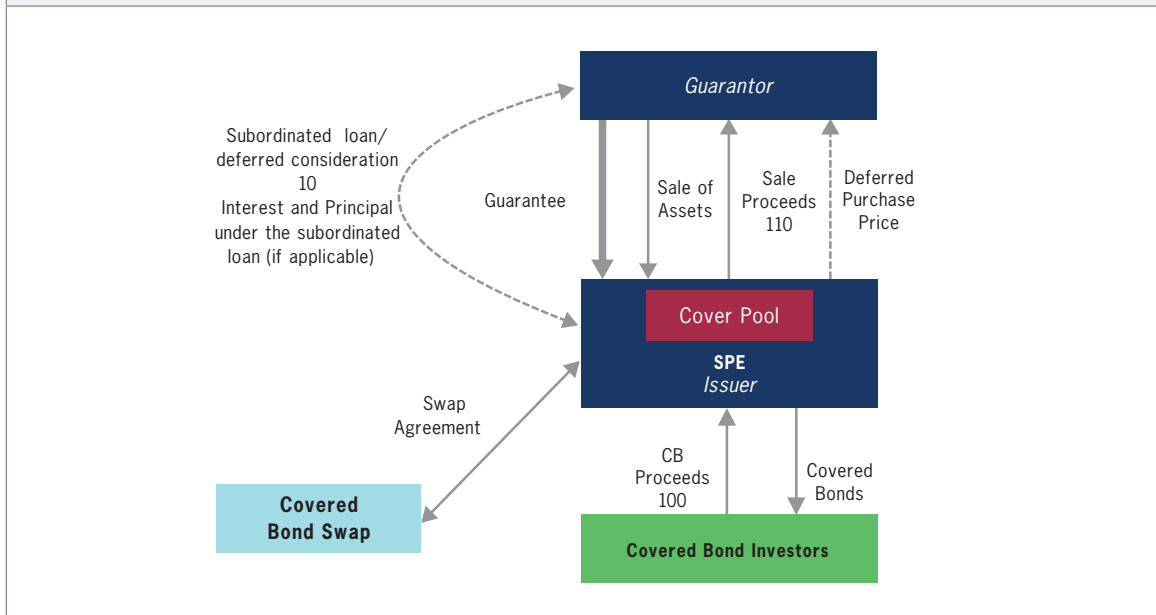
Οι δομές προγραμμάτων *καλυμμένων ομολογιών* διαχωρίζονται σε άμεσης έκδοσης και έμμεσης έκδοσης. Ωστόσο, ανεξαρτήτως της δομής, το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας αναπληρώνεται με νέα δάνεια και ένα κοινό χαρτοφυλάκιο δανείων μπορεί να στηρίξει πολλαπλές εκδόσεις ομολόγων.

Στα Διαγράμματα 3 και 4 δίνονται ενδεικτικά δομές άμεσης και έμμεσης έκδοσης.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3** Δομή απευθείας έκδοσης καλυμμένων ομολογιών



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4** Δομή έμμεσης έκδοσης καλυμμένων ομολογιών



### 1.3 Διαβάθμιση και χρήση συναλλαγών

Το βασικότερο κριτήριο προκειμένου να μπορούν οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα να διατεθούν σε επενδυτές ή να γίνουν αποδεκτά ως ενέχυρο από τις κεντρικές τράπεζες είναι η διαβάθμισή τους κυρίως από τους αναγνωρισμένους οίκους S&P, Fitch και Moody's.

Δεδομένης της διασποράς του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιείται ως κάλυμμα και της πιστωτικής ενίσχυσης ή υπερεξασφάλισης, είναι δυνατή η επίτευξη διαβάθμισης καλύτερης από εκείνη του πιστωτικού ιδρύματος. Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες μέχρι και το τέλος του 2009 μπορούσαν να επιτύχουν διαβαθμίσεις AAA στις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα, περίοδο κατά την οποία οι διαβαθμίσεις των ιδρυμάτων ήταν A ή BBB.

Η χρήση των τιτλοποιήσεων ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου οδήγησε στη σημαντική αύξηση των τιτλοποιήσεων την τελευταία δεκαετία. Οι υψηλές διαβαθμίσεις (συνήθως AAA) των ανώτερων τμημάτων και η ευνοϊκή αντιμετώπισή τους για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας τα έκαναν προϊόντα ιδιαίτερα δημοφιλή για τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές.

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

Αν και η δημιουργία της αγοράς των καλυμμένων ομολογιών δεν είναι σχετικά καινούργια, ορόσημο θεωρείται η καθιέρωση της αγοράς τυποποιημένων εκδόσεων καλυμμένων ομολογιών (jumbo). Η πρώτη έκδοση jumbo γερμανικού pfandbrief έλαβε χώρα τον Μάιο του 1995 από τη Frankfurter Hypothekenbank. Οι εκδόσεις τέτοιου τύπου καθιερώθηκε να είναι για ποσά άνω του €1 δισ. Η συγκεκριμένη αγορά αυξήθηκε με γρήγορους ρυθμούς και ανήλθε σε ποσό άνω των €800 δισ. το 2007.

### 1.4 Σύγκριση τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών

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

1. Οι καλυμμένες ομολογίες πλέον της εξασφάλισης από τις χρηματορροές του χαρτοφυλακίου ασφαλείας χαίρουν και της εγγύησης του πιστωτικού ιδρύματος. Συνεπώς, ο πιστωτικός κίνδυνος του υποκείμενου χαρτοφυλακίου παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα.
2. Τα καλυμμένα ομόλογα χρησιμοποιούνται μόνο ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και όχι ως εργαλείο διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Στις συναλλαγές τιτλοποίησης, όταν τα πιστωτικά ιδρύματα δεν διακρατούν τα κατώτερα τμήματα τίτλων μεταβιβάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στους επενδυτές.
3. Οι καλυμμένες ομολογίες που εκδίδονται στα πλαίσια του ίδιου προγράμματος είναι της ίδιας εξασφάλισης σε αντίθεση με τις τιτλοποιήσεις στα πλαίσια των οποίων εκδίδονται τουλάχιστον δύο τμήματα ομολόγων διαφορετικής εξασφάλισης. Στα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών, η επίτευξη της υψηλής διαβάθμισης επιτυγχάνεται μέσω υπερκάλυψης (overcollateralization) της ονομαστικής αξίας των ομολόγων από το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας.
4. Στις καλυμμένες ομολογίες τα στοιχεία ενεργητικού που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας μπορούν να είναι ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, δάνεια με υποθήκη επί εμπορικών ακινήτων ή πλοίων και

δάνεια προς ή εγγυημένα από κεντρικές κυβερνήσεις ή επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα χωρών της ΕΕ. Εν αντιθέσει, στις τιτλοποιήσεις το ενέχυρο δύναται να αποτελείται από οποιοδήποτε στοιχείο ενεργητικού.

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

## 2. Χρήση τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών ως ενέχυρο για άντληση ρευστότητας από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

### 2.1 Πλαίσιο νομισματικής πολιτικής των χωρών του ευρώ

Η νομισματική πολιτική στις χώρες του ευρώ ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, ήτοι το ευρωσύστημα. Στα πλαίσια άσκησης νομισματικής πολιτικής το ευρωσύστημα προβαίνει είτε σε παροχή ρευστότητας είτε σε απορρόφηση ρευστότητας. Η παροχή ρευστότητας πραγματοποιείται είτε με πράξεις χρηματοδότησης μέσω τακτικών δημοπρασιών βραχυχρόνιας διάρκειας, όπου μετέχει ένας μεγάλος αριθμός πιστωτικών ιδρυμάτων, είτε με πράξεις οριακής χρηματοδότησης διάρκειας μιας ημέρας, στις οποίες μετέχουν συνήθως πιστωτικά ιδρύματα με προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Η χρήση των πράξεων οριακής χρηματοδότησης επιλέγεται από τα πιστωτικά ιδρύματα σε σπάνιες περιπτώσεις ως προσωρινή λύση και μόνο εάν προκύψουν έκτακτα προβλήματα ρευστότητας.

Για απορρόφηση ρευστότητας το ευρωσύστημα προβαίνει σε συναλλαγές αποδοχής καταθέσεων διάρκειας μιας ημέρας. Τα επιτόκια των ανωτέρω πράξεων μεταβάλλονται στα πλαίσια της άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

| <b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1</b> Επιτόκια ευρωσυστήματος την 15.04.2011 |  |
|---|--|
| Επιτόκιο πράξεων χρηματοδότησης                         | 1,25% (βασικό επιτόκιο ευρωσυστήματος) |
| Επιτόκιο πράξεων οριακής χρηματοδότησης                 | 2%                                     |
| Επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων                            | 0,5%                                   |

Μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης περιορίστηκε σημαντικά η δυνατότητα χρηματοδότησης από επενδυτές ή από τη διατραπεζική αγορά. Το ευρωσύστημα μετέβαλε τις διαδικασίες παροχής ρευστότητας προκειμένου να επιτευχθεί σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Συγκεκριμένα εισήγαγε τους εξής μηχανισμούς:

- α. Αύξηση της διάρκειας χρηματοδότησης μέχρι και ένα έτος, και
- β. Αντικατάσταση της διαδικασίας της δημοπρασίας, όπου υπήρχε η πιθανότητα μερικής κάλυψης του αιτήματος ρευστότητας ενός πιστωτικού ιδρύματος, με πλήρη κάλυψη χωρίς δημοπρασία (full allotment).

Σε επόμενο στάδιο και αφού εξομαλύνθηκαν οι συνθήκες χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων του ευρωσυστήματος, με εξαίρεση την Ελλάδα, καταργήθηκε η δυνατότητα χρηματοδότησης για 1 έτος και επανήλθαν οι πιο βραχυχρόνιες διάρκειες δανεισμού. Εκτιμάται ότι στο μέλλον θα επανέλθει και η διαδικασία των δημοπρασιών ρευστότητας.

## 2.2 Αποδεκτά καλύμματα για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής

Προκειμένου ένα πιστωτικό ίδρυμα να μετέχει στις πράξεις χορήγησης ρευστότητας από το ευρωσύστημα, είναι απαραίτητη η παροχή καλυμμάτων προκειμένου να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος.

Τα εν λόγω καλύμματα διακρίνονται σε μη εμπορεύσιμα, όπως επιχειρηματικά δάνεια με καλή διαβάθμιση, και σε εμπορεύσιμα, όπως ομόλογα κεντρικών κυβερνήσεων, πιστωτικών ιδρυμάτων, ειδικών εταιρειών, τα καλυμμένα ομόλογα και οι τιτλοποιήσεις. Στα πλαίσια της διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου εφαρμόζονται περιθώρια περικοπής (haircut) στην εύλογη αξία των καλυμμάτων. Η εύλογη αξία για τα εμπορεύσιμα στοιχεία προκύπτει είτε από τιμές αγοράς είτε, εάν δεν υπάρχουν τιμές αγοράς, από θεωρητικές αποτιμήσεις.

| <b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2</b> Παράδειγμα χρήσης καλυμμάτων για άντληση ρευστότητας           |                              |                          |
|---|------------------------------|--------------------------|
|   | <b>Τιτλοποιήσεις δανείων</b> | <b>Καλυμμένα ομόλογα</b> |
| Αρχικό ποσό χαρτοφυλακίου   | 1000                         | 1000                     |
| Ποσό δανείων που τηρούν τα κριτήρια   | 700                          | 700                      |
| Ποσό εκδοθέντων τίτλων αποδεκτών ως κάλυμμα από το ευρωσύστημα                  | 400<br>(Διαβάθμιση AAA)      | 600<br>(Διαβάθμιση A)    |
| Αποτίμηση τίτλων  | 240<br>(60 % x 400)          | 480<br>(80 % x 600)      |
| Εφαρμογή περιθωρίου περικοπής<br>(+ περιθωρίου περικοπής θεωρητικής αποτίμησης) | 20,2 %                       | 1,5%                     |
| Τελικό ποσό άντλησης ρευστότητας από το ευρωσύστημα                             | 192<br>(240 x (1-20,2 %))    | 473<br>[480 x (1-1,5%)]  |

Στους παρακάτω πίνακες δίνονται οι κατηγορίες των εμπορεύσιμων στοιχείων και τα περιθώρια περικοπής του ευρωσυστήματος, όπου περιλαμβάνονται οι αλλαγές που ισχύουν από 01.01.2011.

| <b>ΠΙΝΑΚΑΣ 3</b> Κατηγορίες εμπορεύσιμων στοιχείων |   |
|--|---|
| Κατηγορία I  | Χρεόγραφα κεντρικής κυβέρνησης<br>Χρεόγραφα εκδοθέντα από κεντρικές τράπεζες  |
| Κατηγορία II                                       | Χρεόγραφα τοπικών και περιφερειακών κυβερνήσεων<br>Καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα τύπου jumpo<br>Χρεόγραφα ειδικών φορέων - εκδοτών χρεογράφων<br>Χρεόγραφα υπερεθνικών οργανισμών |
| Κατηγορία III                                      | Παραδοσιακά καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα<br>Δομημένα καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα<br>Ομόλογα τύπου multi-cédulas<br>Χρεόγραφα εκδοθέντα από εταιρείες και άλλους εκδότες          |
| Κατηγορία IV                                       | Χρεόγραφα πιστωτικών ιδρυμάτων (μη καλυμμένα)   |
| Κατηγορία V  | Χρεόγραφα προερχόμενα από τιτλοποίηση απαιτήσεων  |



**ΠΙΝΑΚΑΣ 4** Ποσοστά περικοπής για εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία**Διαβάθμιση από AAA έως A- ανά κατηγορία**

| Εναπομένουσα<br>διάρκεια | Κατηγορία I |          | Κατηγορία II |          | Κατηγορία III* |          | Κατηγορία IV* |          | Κατηγορία V* |
|--------------------------|-------------|----------|--------------|----------|----------------|----------|---------------|----------|--------------|
|                          | Τοκομερίδιο |          |              |          |                |          |               |          |              |
|                          | Σταθερό     | Μηδενικό | Σταθερό      | Μηδενικό | Σταθερό        | Μηδενικό | Σταθερό       | Μηδενικό |              |
| 0-1**                    | 0,5         | 0,5      | 1,0          | 1,0      | 1,5            | 1,5      | 6,5           | 6,5      | 16           |
| 1-3                      | 1,5         | 1,5      | 2,5          | 2,5      | 3,0            | 3,0      | 8,5           | 9,0      |              |
| 3-5                      | 2,5         | 3,0      | 3,5          | 4,0      | 5,0            | 5,5      | 11,0          | 11,5     |              |
| 5-7                      | 3,0         | 3,5      | 4,5          | 5,0      | 6,5            | 7,5      | 12,5          | 13,5     |              |
| 7-10                     | 4,0         | 4,5      | 5,5          | 6,5      | 8,5            | 9,5      | 14,0          | 15,5     |              |
| >10                      | 5,5         | 8,5      | 7,5          | 12,0     | 11,0           | 16,5     | 17,0          | 22,5     |              |

**Διαβάθμιση από BBB+ έως BBB- ανά κατηγορία**

| Εναπομένουσα<br>διάρκεια | Κατηγορία I |          | Κατηγορία II |          | Κατηγορία III* |          | Κατηγορία IV* |          | Κατηγορία V*   |
|--------------------------|-------------|----------|--------------|----------|----------------|----------|---------------|----------|----------------|
|                          | Τοκομερίδιο |          |              |          |                |          |               |          |                |
|                          | Σταθερό     | Μηδενικό | Σταθερό      | Μηδενικό | Σταθερό        | Μηδενικό | Σταθερό       | Μηδενικό |                |
| 0-1**                    | 5,5         | 5,5      | 6,0          | 6,0      | 8,0            | 8,0      | 15,0          | 15,0     | Μη<br>αποδεκτό |
| 1-3                      | 6,5         | 6,5      | 10,5         | 11,5     | 18,0           | 19,5     | 27,5          | 29,5     |                |
| 3-5                      | 7,5         | 8,0      | 15,5         | 17,0     | 25,5           | 28,0     | 36,5          | 39,5     |                |
| 5-7                      | 8,0         | 8,5      | 18,0         | 20,5     | 28,0           | 31,5     | 38,5          | 43,0     |                |
| 7-10                     | 9,0         | 9,5      | 19,5         | 22,5     | 29,0           | 33,5     | 39,0          | 44,5     |                |
| >10                      | 10,5        | 13,5     | 20,0         | 29,0     | 29,5           | 38,0     | 39,5          | 46,0     |                |

\* Επιπρόσθετη περικοπή 5% εφαρμόζεται στις τιτλοποιήσεις και στα τραπεζικά ομόλογα που αποτιμώνται θεωρητικά.

\*\* Τα περιουσιακά στοιχεία με κυμαινόμενο επιτόκιο περιλαμβάνονται στην κατηγορία εναπομένουσας διάρκειας «0-1».

### 3. Εποπτικό πλαίσιο

Το εποπτικό πλαίσιο της Βασιλείας I αντιμετώπιζε ιδιαίτερα ευνοϊκά τις τιτλοποιήσεις από άποψη κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα πιστωτικά ιδρύματα και δημιουργούσε δυνατότητες κεφαλαιακών ελαφρύνσεων χωρίς μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου. Η νέα συνθήκη της Βασιλείας II, που οριστικοποιήθηκε τον Ιούνιο του 2004 και εφαρμόζεται στην Ελλάδα από το 2008, μεταβάλλει σημαντικά την εν λόγω αντιμετώπιση και αίρει αυτά τα πλεονεκτήματα. Οι συντελεστές στάθμισης για χαμηλά τμήματα τιτλοποιήσεων μπορεί να φτάσουν το 1.250%.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προκειμένου να αντιμετωπίσει τις αδυναμίες του μοντέλου της τιτλοποίησης που εφαρμόσθηκε πριν την κρίση, στα πλαίσια αναθεώρησης της οδηγίας για την κεφαλαιακή επάρκεια (capital requirements directive – CRD II) τον Σεπτέμβριο του 2009, καθόρισε τα κάτωθι:

- α. Δεν επιτρέπεται στα πιστωτικά ιδρύματα να επενδύουν σε τιτλοποιήσεις εάν το πιστωτικό ίδρυμα που πραγματοποιεί την τιτλοποίηση (originator) δεν διατηρεί τουλάχιστον 5% του κινδύνου.
  - β. Αυξάνει τις απαιτήσεις για τον έλεγχο (due diligence) πριν την επένδυση.
  - γ. Αυξάνει τις υποχρεώσεις των αναδόχων πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Οι επόμενες αλλαγές στην οδηγία για την κεφαλαιακή επάρκεια (CRD III και CRD IV) προβλέπουν:
- α. Αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επενδύσεις σε τιτλοποιήσεις τίτλων από τιτλοποίηση.
  - β. Τα ελάχιστα στοιχεία πιστωτικού κινδύνου, (ποσοστά δανείων σε καθυστέρηση άνω των 30, 60, 90 ημερών κ.λπ.) για τα τιτλοποιημένα χαρτοφυλάκια που θα πρέπει να παρακολουθούν οι τράπεζες που επενδύουν σε τιτλοποιήσεις.

### 4. Μεθοδολογίες οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν σε ποσοτική και ποιοτική αξιολόγηση της συναλλαγής. Τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που αξιολογούν είναι η εγκριτική διαδικασία των δανείων (underwriting), οι διαδικασίες ανάκτησης καθυστερημένων οφειλών, τα χαρακτηριστικά των δανείων, το νομικό και φορολογικό πλαίσιο κ.λπ.

Η ποσοτική διαδικασία στηρίζεται σε ένα μοντέλο χρηματοροών (cash flow model).

#### 4.1 Μοντέλο χρηματοροών

Στο μοντέλο χρηματοροών εισέρχονται οι βασικές παράμετροι για την απεικόνιση των χρηματοροών που είναι ενδεικτικά:

1. Το ποσοστό αθέτησης των δανείων (default rate).
2. Το ποσοστό ανάκτησης καθυστερημένων δανείων (recovery rate).
3. Ο επιτοκιακός κίνδυνος (interest rate risk).
4. Ο κίνδυνος πρόωρης αποπληρωμής των δανείων (pre-payment risk).

Για τις ανωτέρω παραμέτρους εφαρμόζονται σενάρια προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που είναι συνάρτηση της διαβάθμισης.

Για παράδειγμα, σε ένα χαρτοφυλάκιο καταναλωτικών δανείων και δανείων αυτοκινήτων η S&P και η Fitch εφαρμόζουν συγκεκριμένους πολλαπλασιαστές επί των ποσοστών καθυστέρησης και ποσοστά περικοπής επί του ποσοστού ανάκτησης των καθυστερημένων οφειλών (recoveries). Μεγαλύτερη διαβάθμιση συνεπάγεται υψηλότερους πολλαπλασιαστές και ποσοστά περικοπής.

| Πολλαπλασιαστές επί των ποσοστών αθέτησης |             |            |
|---|-------------|------------|
| Διαβάθμιση                                | S&P         | Fitch      |
| AAA                                       | 4.0 - 5.0x  | 4.0 - 6.0x |
| AA  | 3.0 - 4.0x  | 3.2 - 4.8x |
| A   | 2.0 - 3.0x  | 2.4 - 3.6x |
| BBB                                       | 1.75 - 2.0x | 1.8 - 2.4x |
| BB  | –           | 1.2 - 1.8x |
| ΠΗΓΗ: S&P και Fitch                       |             |            |

| Ποσοστά περικοπών επί των ποσοστών ανάκτησης |           |           |
|--|-----------|-----------|
| Διαβάθμιση                                   | S&P       | Fitch     |
| AAA  | 40% - 60% | 40% - 60% |
| A  | 30% - 40% | 24% - 36% |
| ΠΗΓΗ: S&P και Fitch                          |           |           |

Οι χρηματορροές του δανειακού χαρτοφυλακίου, όπως υπολογίζονται, θα πρέπει να καλύπτουν τις χρηματορροές των τίτλων που εκδίδονται. Βάσει του μοντέλου χρηματορροών καθορίζεται η πιστωτική ενίσχυση (credit enhancement) που πρέπει να έχει κάθε τμήμα της τιτλοποίησης, προκειμένου να αντιστοιχεί σε μια διαβάθμιση. Η μεθοδολογία διαφέρει ανάλογα με το είδος των τιτλοποιημένων δανείων.

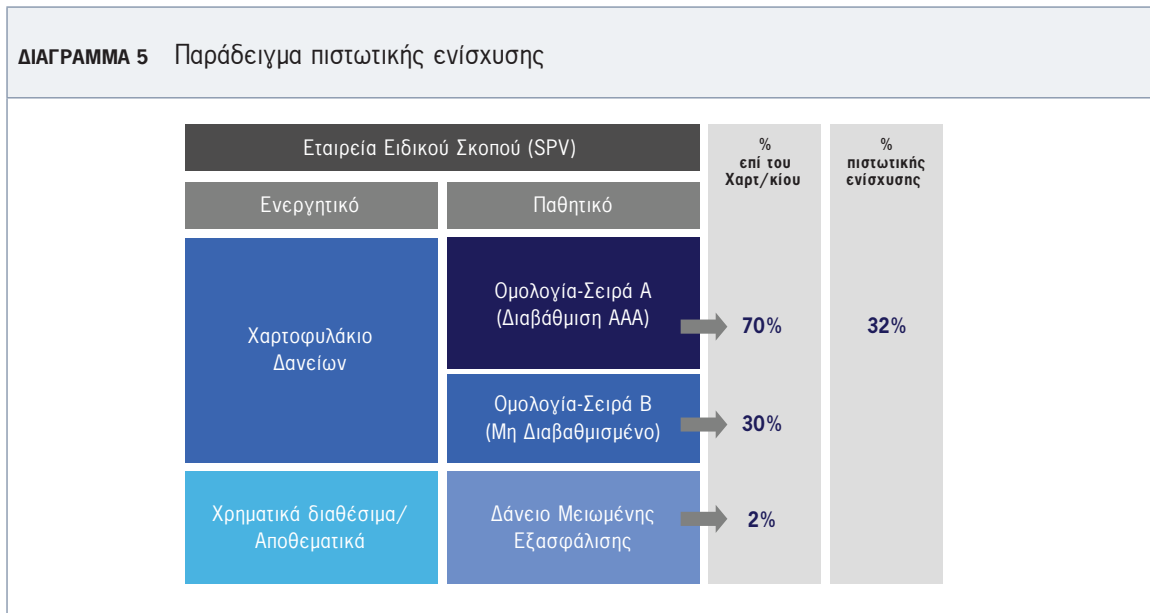
## 4.2 Πιστωτική ενίσχυση

Οι βασικές μέθοδοι πιστωτικής ενίσχυσης είναι:

- Τμηματοποίηση όπου τα χαμηλότερα τμήματα παρέχουν πιστωτική ενίσχυση στα υψηλότερα (τιτλοποιήσεις).
- Υπερεξασφάλιση (overcollateralization), δηλαδή η χρήση μεγαλύτερου ποσού δανείων από το ποσό των τίτλων που θα εκδοθούν (καλυμμένες ομολογίες).
- Ειδικά αποθεματικά (reserves).
- Ενσωμάτωση γεγονότων που οδηγούν σε πρόωρη λήξη της συναλλαγής (trigger events). Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι η αύξηση των καθυστερήσεων του τιτλοποιημένου χαρτοφυλακίου πάνω από ένα καθορισμένο επίπεδο, η πτώχευση του πιστωτικού ιδρύματος και άλλα.

- ε. Λήψη πιστωτικής εγγύησης από τρίτους έναντι αμοιβής. Για παράδειγμα, μία συναλλαγή με αρχική διαβάθμιση BBB μέσω εγγύησης από τρίτο συμβαλλόμενο μπορεί να αποκτήσει διαβάθμιση AAA. Ενδεικτικά αναφέρεται το Ευρωπαϊκό Επενδυτικό Ταμείο (European Investment Fund - EIF), που παρέχει εγγυήσεις σε συναλλαγές τιτλοποίησης μικρομεσαίων επιχειρήσεων προκειμένου να δώσει κίνητρα για αντίστοιχες χορηγήσεις.

Στο παράδειγμα που ακολουθεί η πιστωτική ενίσχυση της σειράς A (AAA) είναι 32% και προέρχεται από τη σειρά B (30%) και από τα αποθεματικά (2%).



## 5. Επιπτώσεις της κρίσης στις τιτλοποιήσεις και στα καλυμμένα ομόλογα

### 5.1 Επίπτωση στις αγορές

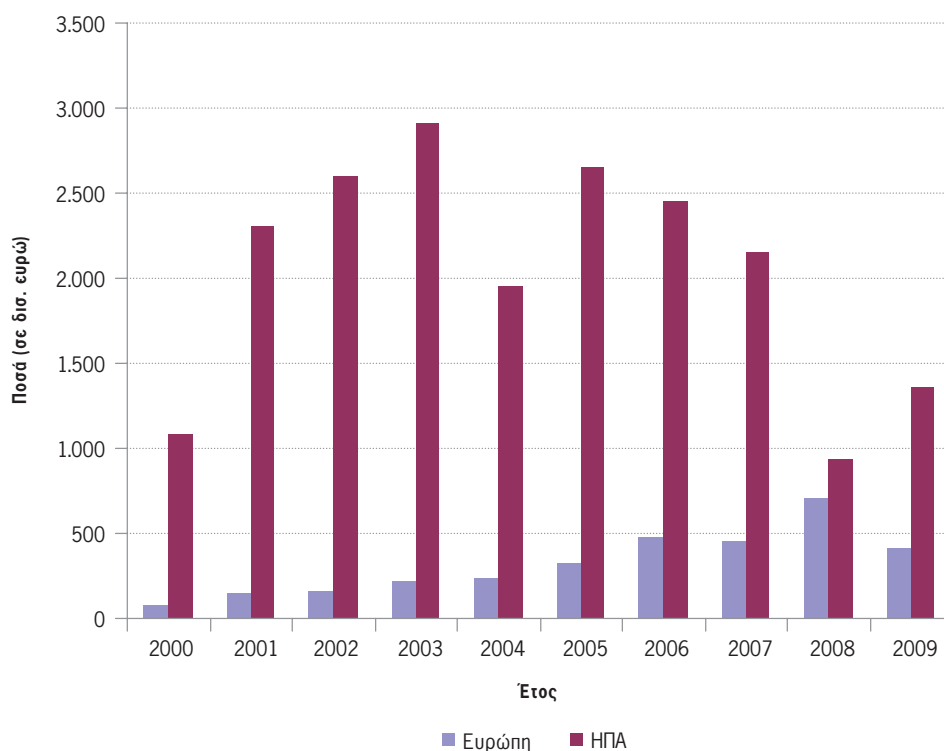
Η πρόσφατη κρίση ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007 από τις ΗΠΑ και τις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστωτικής αξιολόγησης (subprime).

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

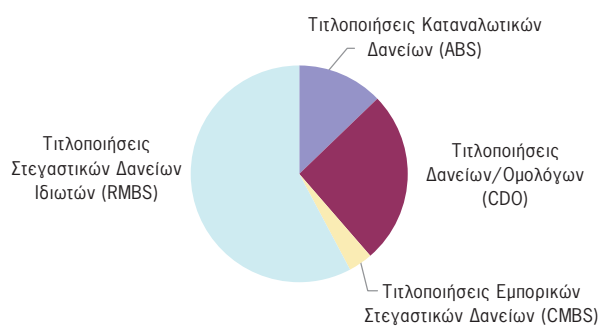
Το οικονομικό μοντέλο της τιτλοποίησης βοήθησε σημαντικά την ανάπτυξη της οικονομίας τα τελευταία δέκα έτη μέσω της ανακατανομής του πιστωτικού κινδύνου και της άντλησης ρευστότητας για νέες χορηγήσεις. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, πριν την κρίση οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα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

Στα Διαγράμματα 6, 7 και 8 που παρατίθενται, παρουσιάζονται οι νέες τιτλοποιήσεις που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ και την Ευρώπη από το 2000 έως και το 2009, καθώς και η σύνθεση των τιτλοποιήσεων κατά το 2009 στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6** Νέες τιτλοποιήσεις στις ΗΠΑ και την Ευρώπη ανά έτος ολοκλήρωσης



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7** Εκδόσεις του 2009 ανά τύπο ενεχύρου στην Ευρώπη



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8** Εκδόσεις του 2009 ανά τύπο ενεχύρου στις ΗΠΑ

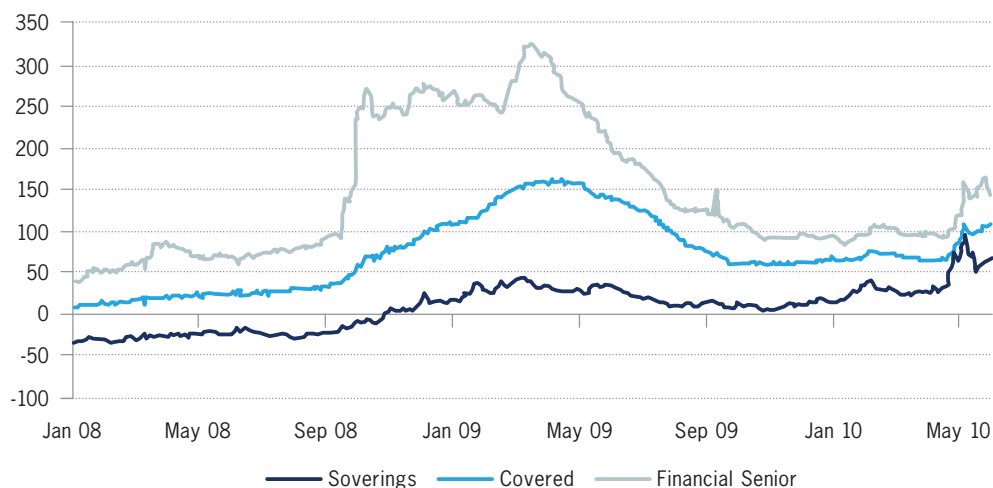
Τα βασικά προβλήματα του πλαισίου των τιτλοποιήσεων πριν την οικονομική κρίση μπορούν να συνοψισθούν στα κάτωθι:

1. Λανθασμένη ανακατανομή, τιμολόγηση και κατανόηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους επενδυτές.
2. Αναντιστοιχία υψηλών διαβαθμίσεων και επενδυτικού κινδύνου. Υπερβολική εμπιστοσύνη των επενδυτών στις διαβαθμίσεις, χωρίς να έχουν καλή κατανόηση των μεθοδολογιών των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι από τις τιτλοποιήσεις στις ΗΠΑ (collateralized debt obligations-CDOs) που διαβαθμίστηκαν AAA από την S&P μεταξύ του 2005 και του 2007, τον Ιούνιο του 2009 μόνο το 10% παρέμεινε AAA και περίπου 60% υποβαθμίστηκε σε διαβάθμιση μικρότερη από B.
3. Ελλείψεις εποπτικού πλαισίου, περιορισμένη παροχή ουσιαστικής πληροφόρησης στους επενδυτές, μη τυποποίηση των προϊόντων και αδυναμίες των λογιστικών προτύπων.
4. Ύπαρξη σύνθετων προϊόντων υψηλού πιστωτικού κινδύνου, όπως οι τιτλοποιήσεις τίτλων από άλλες τιτλοποιήσεις (CDO<sup>2</sup>).
5. Σε πολλές περιπτώσεις, ειδικά στις ΗΠΑ, πλήρης μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τους εκδότες στους επενδυτές, που οδήγησε στην έλλειψη κινήτρων για συνεπή διαχείριση και παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους εκδότες.
6. Παραλείψεις των αναδόχων και συμβούλων μιας τιτλοποίησης ως προς τη γνωστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων στους επενδυτές.

Οι αγορές των καλυμμένων ομολογιών επηρεάστηκαν σημαντικά, όχι όμως λόγω του εφαρμοζόμενου μοντέλου αλλά λόγω της γενικής κρίσης στην επενδυτική εμπιστοσύνη. Αυτό απεικονίζεται και στα επόμενα Διαγράμματα, όπου φαίνονται τα περιθώρια επιτοκίων για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα και η ιδιαίτερη καλή συμπεριφορά των καλυμμένων ομολόγων. Στη διαφορετική συμπεριφορά των καλυμμένων ομολόγων βοήθησαν σημαντικά τα χαρακτηριστικά τους ήτοι:

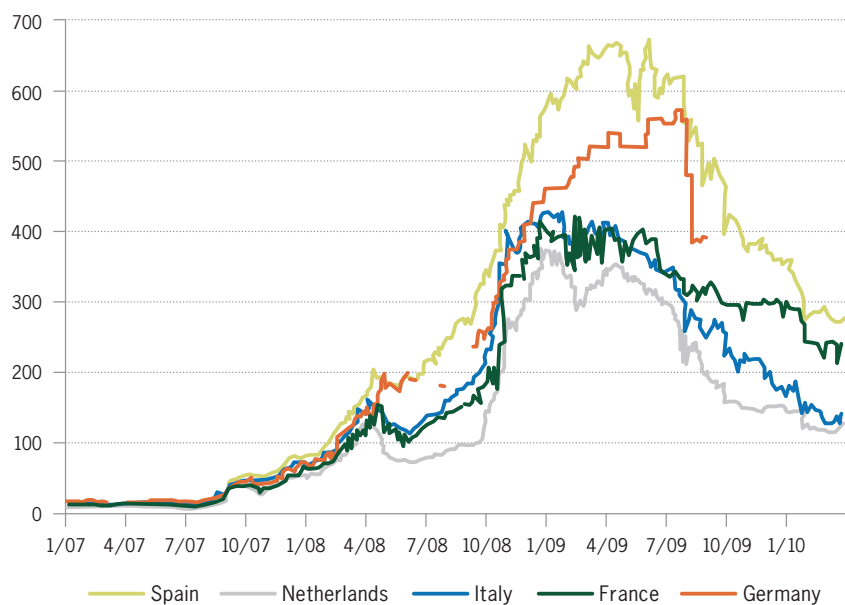
1. Διατήρηση του πιστωτικού κινδύνου στον εκδότη, άρα και της ταύτισης συμφερόντων επενδυτών και εκδοτών.
2. Ύπαρξη αυστηρού εποπτικού πλαισίου.
3. Τυποποιημένες συναλλαγές.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9** Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκά καλυμμένα ομόλογα, ευρωπαϊκούς κρατικούς τίτλους και ευρωπαϊκούς τραπεζικούς τίτλους

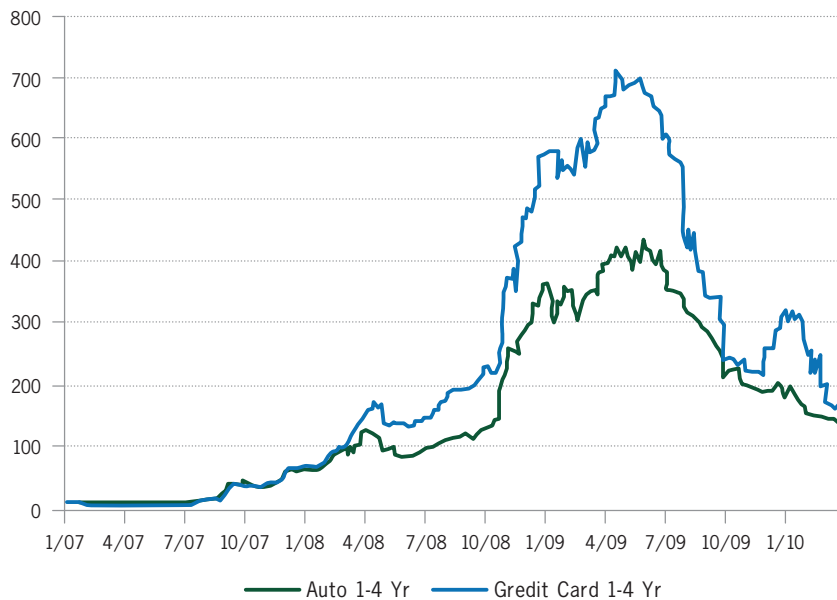


ΠΗΓΗ: iBoxx, Barclays Capital

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10** Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκές AAA τιτλοποιήσεις στεγαστικών 3-5 ετών

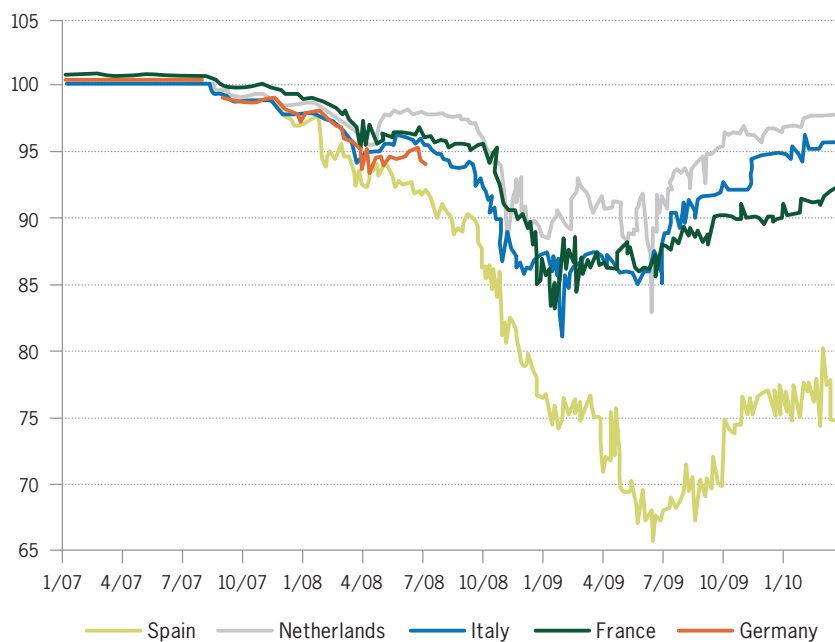


**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11** Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκές AAA τιτλοποιήσεις καταναλωτικών δανείων 1-4 ετών



ΠΗΓΗ: World Bank (2009)

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12** Εξέλιξη τιμών για ευρωπαϊκές AAA τιτλοποιήσεις στεγαστικών 3-5 ετών





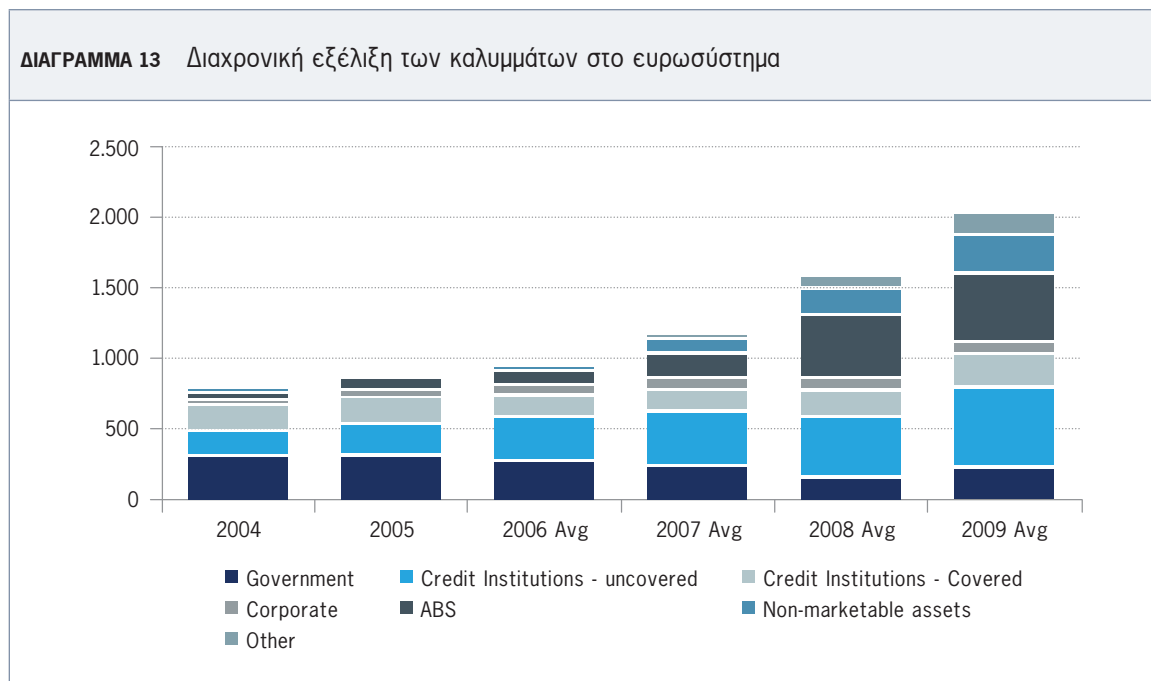
## 5.2 Αντίδραση κεντρικών τραπεζών

Με το κλείσιμο των αγορών και τη σοβαρή έλλειψη ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, τον ρόλο των επενδυτών ανέλαβαν οι κεντρικές τράπεζες, οι οποίες παράλληλα προσπαθούν να δώσουν κίνητρα για ανάκαμψη των αγορών. Τα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν ήταν απευθείας αγορές τίτλων ή, στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής, αύξηση της παροχής ρευστότητας με ενέχυρο τίτλους. Ενδεικτικά αναφέρονται το πρόγραμμα TALF (Term Asset Backed Securities Loan Facility) στις ΗΠΑ, η αποδοχή τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο από την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας και το πρόγραμμα εγγυήσεων τιτλοποιήσεων στην Αγγλία.

Το ευρωσύστημα, όπως αναφέρθηκε, μετέβαλε τις διαδικασίες διάθεσης ρευστότητας στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής με την αύξηση της διάρκειας των δανεισμών, καθώς και με την πλήρη κάλυψη των αιτημάτων για ρευστότητα. Στα πλαίσια των αποδεκτών ενεχυρών μετέβαλε την ελάχιστη αποδεκτή διαβάθμιση για εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα στοιχεία από A- σε BBB-, περιλαμβανομένων των καλυμμένων ομολογιών αλλά με εξαίρεση τις τιτλοποιήσεις, και με την εφαρμογή ενός επιπλέον περιθωρίου περικοπής 5% σε καλύμματα με διαβάθμιση επιπέδου BBB.

Ειδικά για τις τιτλοποιήσεις, το ευρωσύστημα ακολούθησε μια σημαντικά πιο συντηρητική πολιτική αποδοχής ενεχυρού. Συγκεκριμένα για τις νέες τιτλοποιήσεις από 01.03.2009 αύξησε το ελάχιστο όριο διαβάθμισης από A σε AAA και από 01.03.2010 τον ελάχιστο αριθμό των AAA διαβαθμίσεων από έναν οίκο αξιολόγησης σε δύο.

Δεδομένης της αδυναμίας των ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων να τοποθετήσουν τις τιτλοποιήσεις σε επενδυτές, το μεγαλύτερο ποσοστό των νέων τιτλοποιήσεων μετά την κρίση χρησιμοποιήθηκε ως κάλυμμα στο ευρωσύστημα. Έτσι το ποσοστό χρήσης των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο αυξήθηκε από σχεδόν μηδενικά επίπεδα το 2004 σε περίπου 28% το 2008.



Για τις καλυμμένες ομολογίες, πλέον της αποδοχής τους ως ενέχυρο, το ευρωσύστημα ανακοίνωσε τον Μάιο του 2009 ένα πρόγραμμα αγορών καλυμμένων ομολογιών (μέχρι 10% μιας έκδοσης) εκδόσεων χωρών του ευρωσυστήματος ποσού € 60 δισ. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική αποκλιμάκωση των περιθωρίων επιτοκίων των καλυμμένων ομολογιών. Ενδεικτικά σημειώνεται ότι τα επιτόκια των ισπανικών καλυμμένων ομολόγων μειώθηκαν από 200 μονάδες βάσης τον Ιούνιο του 2009 σε 90 μονάδες βάσης τον Οκτώβριο του 2009.

## 6. Οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα στην Ελλάδα

### 6.1 Ελληνικές τιτλοποιήσεις

Το νομικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις καθορίζεται στην Ελλάδα από τον Ν. 3156/2008 που μεταξύ άλλων διευθετεί λειτουργικά θέματα, όπως γνωστοποιήσεις στους δανειολήπτες καθώς και θέματα φορολογικής αντιμετώπισης. Το εποπτικό πλαίσιο, ειδικά όσον αφορά την αντιμετώπιση των τιτλοποιήσεων για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας, καλύπτεται από την εγκύκλιο 9/2003 και την ΠΔ/ΤΕ 2593/2007.

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

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

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

### 6.2 Ελληνικές καλυμμένες ομολογίες

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

Η πρώτη έκδοση καλυμμένων ομολογιών με ενέχυρο στεγαστικά δάνεια γίνεται από την Alpha Bank τον Ιούλιο του 2008. Αντίστοιχα προγράμματα δημιουργούν και οι άλλες ελληνικές τράπεζες. Το σύνολο σχεδόν των εκδόσεων των ελληνικών καλυμμένων ομολογιών χρησιμοποιούνται ως κάλυμμα στο ευρωσύστημα δεδομένου ότι δεν επέτρεψαν οι συνθήκες αγοράς την τοποθέτησή τους. Με το πρόγραμμα αγορών του ευρωσυστήματος των €60 δισ. δημιουργήθηκαν οι συνθήκες για τοποθέτηση σε επενδυτές, και η Εθνική Τράπεζα στο 4ο τρίμηνο του 2010 τοποθέτησε ομόλογα €1,5 δισ. διάρκειας 7 ετών σε επενδυτές. Η εν λόγω έκδοση είναι η μόνη που διατέθηκε σε επενδυτές. Με την κρίση του ελληνικού χρέους στις αρχές του 2010 οι αγορές καλυμμένων ομολογιών έκλεισαν πάλι.

### 6.3 Κρίση του ελληνικού χρέους και η επίπτωση στις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα

Στις ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης, τα πιστωτικά ιδρύματα δεν μετέβαλαν τις διαδικασίες διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και έγκρισης δανείων σε αντίθεση με τις πρακτικές που εμφανίστηκαν στις διεθνείς αγορές και ειδικά στις ΗΠΑ. Στα τιτλοποιημένα χαρτοφυλάκια ακολουθούνται οι ίδιες εγκριτικές διαδικασίες. Έτσι οι ελληνικές συναλλαγές δεν εμφάνισαν υποβαθμίσεις λόγω πιστωτικού κινδύνου.

Με την εισαγωγή πιο αυστηρών κριτηρίων από το ευρωσύστημα για τη χρήση των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο, απαραίτητη συνθήκη είναι η επίτευξη AAA για τις ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης. Με τη χρήση αυξημένης πιστωτικής ενίσχυσης, συνήθως με την αύξηση του ποσοστού του αδιαβάθμητου τμήματος, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα επιτυγχάνουν διαβαθμίσεις AAA σε συναλλαγές μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2009.

Με την έναρξη της κρίσης του ελληνικού χρέους, στις αρχές του 2010 οι οίκοι αξιολόγησης, παράλληλα με τις υποβαθμίσεις του ελληνικού χρέους και των τραπεζών, προβαίνουν σταδιακά σε αλλαγή της μεθοδολογίας τους ειδικά για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις και τις καλυμμένες ομολογίες. Βάσει των νέων μεθοδολογιών, όπου εισάγεται πρακτικά ο κίνδυνος χώρας, από το πρώτο τρίμηνο του 2011 η μέγιστη δυνατή διαβάθμιση για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα είναι BBB και A αντίστοιχα.

Στο Παράρτημα 1 παρατίθεται το χρονικό της αλλαγής της μεθοδολογίας των οίκων αξιολόγησης.

Οι εν λόγω αλλαγές στις μεθοδολογίες των οίκων αξιολόγησης έχουν ως αποτέλεσμα:

1. Την υποβάθμιση όλων των υπάρχουσών συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών στα επίπεδα του BBB και A.
2. Όλες οι ελληνικές τιτλοποιήσεις να μην μπορούν να γίνουν πλέον αποδεκτές από το ευρωσύστημα. Σημειώνεται ότι μόνο οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορούν να χρησιμοποιούν τιτλοποιήσεις ως ενέχυρο.
3. Λόγω της υποβάθμισης των διαβαθμίσεων των τραπεζών, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα δεν είναι πλέον αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι για τήρηση των λογαριασμών των συναλλαγών (account bank), με αποτέλεσμα την απώλεια ρευστότητας.

Για τα καλυμμένα ομόλογα οι δυνατότητες χρήσης ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα είναι σχετικά καλύτερες δεδομένου ότι, βάσει του πλαισίου για νέες συναλλαγές, απαιτείται ελάχιστη διαβάθμιση BBB- και μόνο από έναν οίκο αξιολόγησης. Ωστόσο πιθανές νέες υποβαθμίσεις που αναμένεται να λάβουν χώρα εντός του 2011 μπορεί να επιφέρουν υποβαθμίσεις των ομολόγων σε μη επενδυτικό επίπεδο (κάτω από BBB-).

Οι τιτλοποιήσεις και οι καλυμμένες ομολογίες υπό κανονικές συνθήκες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες και σε διατραπεζικές συναλλαγές δανεισμού με ενέχυρο. Δεδομένης όμως της ύφεσης της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι αυτή τη χρονική στιγμή μόνο συναλλαγές με υποκείμενα χαρτοφυλάκια που δεν συσχετίζονται με την ελληνική οικονομία, όπως π.χ. δάνεια στη ναυτιλία, θα ήταν αποδεκτές.

## 7. Η επόμενη ημέρα για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα στην Ελλάδα

### 7.1 Χρήση στο ευρωσύστημα

Με το κλείσιμο των διεθνών κεφαλαιαγορών για τις ελληνικές τράπεζες και τη στροφή τους στο ευρωσύστημα για ρευστότητα, οι τιτλοποιήσεις και οι καλυμμένες ομολογίες αποτέλεσαν και αποτελούν ένα εργαλείο μετατροπής μη ρευστών στοιχείων σε τίτλους που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρα.

Σε αυτή τη χρήση έχουν να αντιμετωπίσουν τις κάτωθι προκλήσεις:

- α. Ειδικά για τις τιτλοποιήσεις εφόσον (α) το ευρωσύστημα διατηρήσει τα κριτήρια αξιολόγησης από δύο οίκους σε AAA για νέες συναλλαγές και το κατώτερο A για υπάρχουσες και (β) οι οίκοι αξιολόγησης συνεχίσουν να θέτουν, λόγω κινδύνου χώρας, μικρότερη δυνατή επιτεύξιμη διαβάθμιση, οι υπάρχουσες αλλά και οι νέες ελληνικές συναλλαγές, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα, δεν είναι αποδεκτές από το ευρωσύστημα. Αναφορικά με τις καλυμμένες ομολογίες, εφόσον συνεχίσουν να λαμβάνουν χώρα περαιτέρω υποβαθμίσεις της χώρας, ενδέχεται να αντιμετωπίσουν την ίδια πρόκληση και τελικώς να αποκλειστούν από τη χρήση στο ευρωσύστημα.
- β. Η αύξηση των καθυστερήσεων στα υποκείμενα χαρτοφυλάκια, που αναμένεται να λάβει χώρα λόγω ύφεσης, εφόσον υπερβεί κάποια καθορισμένα όρια (triggers), μπορεί να προκαλέσει την πρόωρη αποπληρωμή των συναλλαγών.
- γ. Η μείωση των χορηγήσεων λόγω της ύφεσης μπορεί να αποτελέσει πρόβλημα στην αναπλήρωση των τιτλοποιημένων χαρτοφυλακίων και των χαρτοφυλακίων ασφαλείας.

Στα πλαίσια αποδοχής διαφοροποιημένων καλυμμάτων, η ΕΚΤ θα πρέπει να διαφοροποιήσει τα κριτήρια αποδοχής των τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών κατά τρόπο τέτοιο που να γίνονται αποδεκτές συναλλαγές που λαμβάνουν την ανώτερη δυνατή διαβάθμιση, βάσει των περιορισμών που τίθενται από τους οίκους αξιολόγησης λόγω κινδύνου χώρας. Για παράδειγμα, μία συναλλαγή τιτλοποίησης που κατά την 15.04.2010 λαμβάνει διαβάθμιση BBB+ από τον οίκο S&P και Baa1, από τον οίκο Moody's θα μπορούσε να γίνει αποδεκτή.

### 7.2 Χρήση στις αγορές

Για τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες διατραπεζικές συναλλαγές με ενέχυρα (repos) εκτιμάται ότι πιθανή σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης όσον αφορά τον κίνδυνο χώρας θα επιτρέψει στις ελληνικές τράπεζες να κάνουν χρήση των συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών ως κάλυμμα για δανεισμό.

Για τη δυνατότητα άντλησης ρευστότητας από τις κεφαλαιαγορές υπάρχει μια σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ καλυμμένων ομολογιών και τιτλοποιήσεων. Οι καλυμμένες ομολογίες, λόγω της ιδιαίτερης ασφάλειας που προσφέρουν στους επενδυτές, θα είναι πιθανόν το πρώτο εργαλείο που θα χρησιμοποιήσουν οι ελληνικές τράπεζες για να επανέλθουν στις αγορές με την έναρξη βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Για τις τιτλοποιήσεις, παρόλο που οι ελληνικές συναλλαγές δεν παρουσίασαν προβλήματα πιστωτικού κινδύνου, εκτιμάται ότι θα χρειαστεί να επέλθουν αλλαγές στο μοντέλο της τιτλοποίησης για να επανέλθουν στις διεθνείς αγορές.

## 8. Σύνοψη και συμπεράσματα

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

Οι καλυμμένες ομολογίες, αν και με αρκετά κοινά χαρακτηριστικά με τις τιτλοποιήσεις, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν πολύ καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την κρίση και δείχνουν τον δρόμο για τις αλλαγές και για τις τιτλοποιήσεις. Είναι σημαντική για τη διεθνή οικονομία η επαναφορά της επενδυτικής εμπιστοσύνης στις τιτλοποιήσεις και οι πρωτοβουλίες που είναι σε εξέλιξη για την εισαγωγή του ρυθμιστικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βοηθήσουν σημαντικά.

Με την αδυναμία άντλησης ρευστότητας από τις αγορές, οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα είναι αναγκαία εργαλεία για δημιουργία ενεχύρων για νομισματικές πράξεις με τις κεντρικές τράπεζες.

Οι ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης και τα καλυμμένα ομόλογα είναι ένα σημαντικό εργαλείο άντλησης ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες από τις αγορές, που αν και δεν εμφάνισε τα προβλήματα των διεθνών συναλλαγών, δεν είναι πλέον διαθέσιμο. Η εισαγωγή του κινδύνου χώρας στις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης δεν επιτρέπει τη χρήση των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα, ενώ νέες υποβαθμίσεις απειλούν και τη χρήση των καλυμμένων ομολογιών. Μία λύση για την καλύτερη διασπορά καλυμμάτων της ΕΚΤ θα ήταν να διαφοροποιήσει τα κριτήρια αποδοχής των τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών, έτσι ώστε να γίνονται αποδεκτές συναλλαγές που λαμβάνουν την καλύτερη δυνατή διαβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης, δεδομένου του κινδύνου χώρας.

Με τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα εκτιμάται ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία για την επιστροφή στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα είναι χρήσιμα εργαλεία και στη διατραπεζική αγορά. Η μεσοπρόθεσμη ανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές συναλλαγές. Όπως δείχνει η διεθνής εμπειρία, πρώτα θα επανακάμψουν οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και μετά των καταναλωτικών δανείων και καρτών.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του ευρωσυστήματος – Νοέμβριος 2008 – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Πράξη Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής 61/6.12.2006, Τράπεζα της Ελλάδος.

### Ξενόγλωσση

Basel III and IFRS 9 – A tightening of the regulations – The Royal Bank of Scotland.

Default Modelling for European Consumer ABS, S&P.

Does the world need securitization? – Citi – December 12, 2008.

EMEA Consumer ABS Rating Criteria, Fitch.

European securitization outlook 2010, sunrise or sunset – Barclays Capital.

"Financial turmoil, securitization and liquidity" – Jose Manuel Gonzalez-Paramo, Member of the Executive Board of ECB – Global ABS Conference.

Restarting securitizations markets: policy proposals and pitfalls – IMF.

Securitisation Data Report Q1 2010 – AFMS / ESF.

The AAA handbook 2010, rebuilding trust, Barclays Capital.

The lognormal method applied to ABS analysis, Moody's.

## Παράρτημα 1

Στο Παράρτημα αυτό παρατίθενται κάποιες από τις ανακοινώσεις των οίκων Moody's, Fitch και S&P που επηρέασαν το μέλλον των ελληνικών τιτλοποιήσεων.

| <b>Moody's</b>   |  |
|--|--|
| <b>04/2/2010</b>                                       | Δεδομένης της υποβάθμισης της αξιολόγησης των κρατικών ομολόγων, η Moody's επανεξετάζει τα κριτήρια για τη διαβάθμιση AAA των ελληνικών τιτλοποιήσεων. Καμία νέα ελληνική τιτλοποίηση ή έκδοση καλυμμένης ομολογίας δεν θα διαβαθμιστεί ως AAA μέχρι την ολοκλήρωση της επανεξέτασης.  |
| <b>19/2/2010</b>                                       | Η Moody's εξετάζει όλες τις ελληνικές τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες με διαβάθμιση AAA για πιθανή υποβάθμιση, με εξαίρεση μία συναλλαγή.   |
| <b>29/3/2010</b>                                       | Η Moody's ανακοινώνει ότι οι ελληνικές συναλλαγές μπορούν να επιτύχουν διαβάθμιση AAA, κάτω από ορισμένες συνθήκες: (α) επαρκής πιστωτική ενίσχυση, (β) διαχείριση και επαρκής μετρίαση λειτουργικών κινδύνων, και (γ) επαρκής ρευστότητα.   |
| <b>31/3/2010</b>                                       | Η Moody's ολοκληρώνει την εξέταση των συναλλαγών σχετικά με την επίπτωση της επιδείνωσης των οικονομικών του κράτους και υποβαθμίζει 24 συναλλαγές αξίας 19,7 δισ.   |
| <b>27/4/2010</b>                                       | Μετά την υποβάθμιση του ελληνικού χρέους σε A3 (22/4/2010), η Moody's λαμβάνει αρνητική θέση έναντι 30 ελληνικών συναλλαγών. 18 συναλλαγές υποβαθμίζονται και παραμένουν σε εξέταση για πιθανή νέα υποβάθμιση, ενώ 12 εξετάζονται για πιθανή υποβάθμιση.   |
| <b>06/5/2010</b>                                       | Η Moody's εκδίδει άρθρο για το λειτουργικό κίνδυνο προς σχολιασμό. Αναφέρει τις βασικές παραμέτρους που διασφαλίζουν ότι η συναλλαγή δεν συνδέεται άμεσα με τη διαβάθμιση των άμεσα εμπλεκόμενων μερών. Οι παράμετροι είναι (α) επαρκείς όροι στις συμφωνίες εξυπηρέτησης των συναλλαγών, (β) ανεξαρτησία cash manager/calculation agent, και (γ) επαρκής ρευστότητα για διαβάθμιση AAA.   |
| <b>12/5/2010</b>                                       | Η Moody's υποβαθμίζει 36 σειρές ομολόγων (23 συναλλαγές), ενώ μία παραμένει σε εξέταση για πιθανή υποβάθμιση. Οι ενέργειες πηγάζουν από τις εκτιμήσεις για επιδείνωση της συμπεριφοράς των χαρτοφυλακίων λόγω της κρίσης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και του αυξημένου λειτουργικού κινδύνου λόγω της οικονομικής αποδυνάμωσης των ελληνικών τραπεζών, που απεικονίζεται και στην υποβάθμισή τους (30/4).  |
| <b>23/6/2010</b>                                       | Η Moody's συνεχίζει την εξέταση των κριτηρίων, δεδομένης της περαιτέρω υποβάθμισης του ελληνικού χρέους σε Ba1 και της υποβάθμισης εννέα ελληνικών τραπεζών. Τα κριτήρια που επανεξετάζει επικεντρώνονται στη (α) διαθέσιμη πιστωτική ενίσχυση των συναλλαγών δεδομένης της αναμενόμενης επιδείνωσης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων, και (β) την έκθεση των συναλλαγών στον υφιστάμενο λειτουργικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας των τραπεζών. Βάσει των ανωτέρω συνεχίζει την εξέταση των ελληνικών συναλλαγών για πιθανή υποβάθμιση. |
| <b>15/7/2010</b>                                       | Η Moody's βάσει των ανωτέρω κριτηρίων, ολοκληρώνει την εξέταση 25 συναλλαγών, που έχει ως αποτέλεσμα την υποβάθμιση 33 συναλλαγών και την επιβεβαίωση της διαβάθμισης για τρεις συναλλαγές. 12 σειρές ομολόγων παραμένουν σε εξέταση, καθώς εκκρεμεί η εφαρμογή των ενεργειών αναδόμησης που έχουν προταθεί από τις τράπεζες.  |
| <b>21/12/2010</b>                                      | Μετά τη λήψη αρνητικής θέσης επί του ελληνικού χρέους (16/12/2010), η Moody's λαμβάνει αρνητική θέση έναντι 16 ελληνικών συναλλαγών, αξίας €13 δισ.  |
| <b>11/3/2011</b>                                       | Σε συνέχεια της υποβάθμισης της χώρας από Ba1 σε B1, η Moody's ανακοινώνει ότι οι ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης δεν αναμένεται να μπορούν να λάβουν διαβάθμιση ανώτερη του Baa1, ασχέτως της πιστωτικής ενίσχυσης ή άλλων δομικών χαρακτηριστικών.   |
| <b>14/4/2011</b>                                       | Η Moody's επιβεβαιώνει ότι η ανώτερη δυνατή διαβάθμιση είναι Baa1 και υποβαθμίζει 22 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων που είχαν ήδη τεθεί υπό επιτήρηση για πιθανή υποβάθμιση.  |
| ΠΗΓΗ: <a href="http://www.moody.com">www.moody.com</a> |  |

| <b>Fitch</b>   |  |
|--|--|
| <b>09/12/2009</b>  | Η Fitch ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση μετά την υποβάθμιση της Ελλάδας σε BBB+. Η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι το AA, εφόσον η διαβάθμιση της χώρας είναι BBB.  |
| <b>02/2/2010</b>   | Η Fitch εκδίδει ανακοίνωση σχετικά με τις επιπτώσεις του προσχεδίου νόμου περί πτωχεύσεως των νοικοκυριών. Αναφέρει ότι κατά το αισιόδοξο σενάριο δε θα έχει σημαντική επίδραση στην ελληνική αγορά. Ωστόσο, κατά το χειρίστο, θα οδηγήσει στην επιδείνωση της ποιότητας των χαρτοφυλακίων, στη θέσπιση αυστηρότερων εγκριτικών κριτηρίων και, τελικά, στη μόλυνση της ελληνικής οικονομίας. Αν το προσχέδιο ψηφιστεί ως νόμος, μπορεί να προκαλέσει εκ νέου πίεση στις ελληνικές τιτλοποιήσεις και τα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών. |
| <b>13/4/2010</b>   | Σε συνέχεια της υποβάθμισης της Ελλάδος σε BBB- (9/4), η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι AA-.  |
| <b>23/6/2010</b>   | Η Fitch ανακοινώνει τις 7 παραμέτρους που επηρεάζουν τη μέγιστη δυνατή πιστοληπτική διαβάθμιση που μπορεί να λάβει μία συναλλαγή. Μία από αυτές είναι ο κίνδυνος χώρας: Συναλλαγές με στοιχεία ενεργητικού μιας χώρας με υψηλό κίνδυνο χώρας δεν μπορούν να διαβαθμιστούν με διαβάθμιση ανώτερη από 6 βαθμίδες από αυτή της χώρας.   |
| <b>19/8/2010</b>   | Η Fitch εκτιμά ότι ο νέος νόμος για τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά μπορεί να προκαλέσει πρόωρες αθετήσεις (καθυστέρηση άνω των 90 ημερών) και μειωμένες ανακτήσεις σε στεγαστικά και καταναλωτικά χαρτοφυλάκια. Οι επιπτώσεις δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια αλλά εκτιμάται ότι θα υποσκελίσουν τα αποτελέσματα των αναδομήσεων που έχουν ήδη προταθεί.  |
| <b>22/12/2010</b>  | Η Fitch θέτει υπό επιτήρηση για πιθανή διαβάθμιση 40 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων.  |
| <b>19/1/2011</b>   | Μετά την υποβάθμιση του ελληνικού κράτους σε BB+ (14/1/2011), η Fitch υποβαθμίζει 29 ομόλογα ενώ σταθεροποιεί τη διαβάθμιση σε 11.   |
| ΠΗΓΗ: <a href="http://www.fitchratings.com">www.fitchratings.com</a> |  |



| <b>Standard &amp; Poor's (S&amp;P)</b>                                       |  |
|--|--|
| <b>18/12/2009</b>  | Η S&P ανακοινώνει ότι η υποβάθμιση της Ελλάδας από A- σε BBB+ από A- (16/12) δεν επηρεάζει τις διαβαθμίσεις των ελληνικών τιτλοποιήσεων.   |
| <b>19/2/2010</b>   | Η S&P υποβαθμίζει όλες τις ελληνικές τιτλοποιήσεις από AAA σε AA, δεδομένης της εκτίμησης της για αυξημένο κίνδυνο χώρας.  |
| <b>30/4/2010</b>   | Η S&P ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση μετά την υποβάθμιση της χώρας από BBB+ σε BB+ (27/04).  |
| <b>18/5/2010</b>   | Η S&P προχωρεί σε αναθεώρηση του τρόπου που ο κίνδυνος χώρας επηρεάζει τις ελληνικές τιτλοποιήσεις. Η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι A.   |
| <b>8/12/2010</b>   | Σε συνέχεια της εξέτασης της χώρας για πιθανή υποβάθμιση (2/12/2010), η S&P ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση.  |
| <b>5/4/2011</b>  | Μετά την υποβάθμιση της χώρας από BB+ σε BB- (29/03/2011), η S&P ανακοινώνει ότι η μέγιστη δυνατή διαβάθμιση για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις είναι BBB+. Μέσω της ανακοίνωσης, 22 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων υποβαθμίζονται και 2 διατηρούνται υπό επιτήρηση για πιθανή υποβάθμιση. |
| ΠΗΓΗ: <a href="http://www.standardandpoors.com">www.standardandpoors.com</a> |  |

