



Ζητήματα
Συμβατικής αρχιτεκτονικής &
Κανόνων κρατικών ενισχύσεων
στις Τιτλοποιήσεις του
Ν. 4649/2019
(«Σχέδιο Ηρακλής»)

*Εκδήλωση Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου
και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς
24.11.2020*

Ιωάννης Ε. Λιναρίτης
Δ.Ν., Δικηγόρος
MBA (International Banking & Finance)

Linaritis@csf.gr

<https://uoa.academia.edu/IoannisLinaritis>

Ν. 4649/2019: «Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων».

Ζητήματα συμβατικής αρχιτεκτονικής



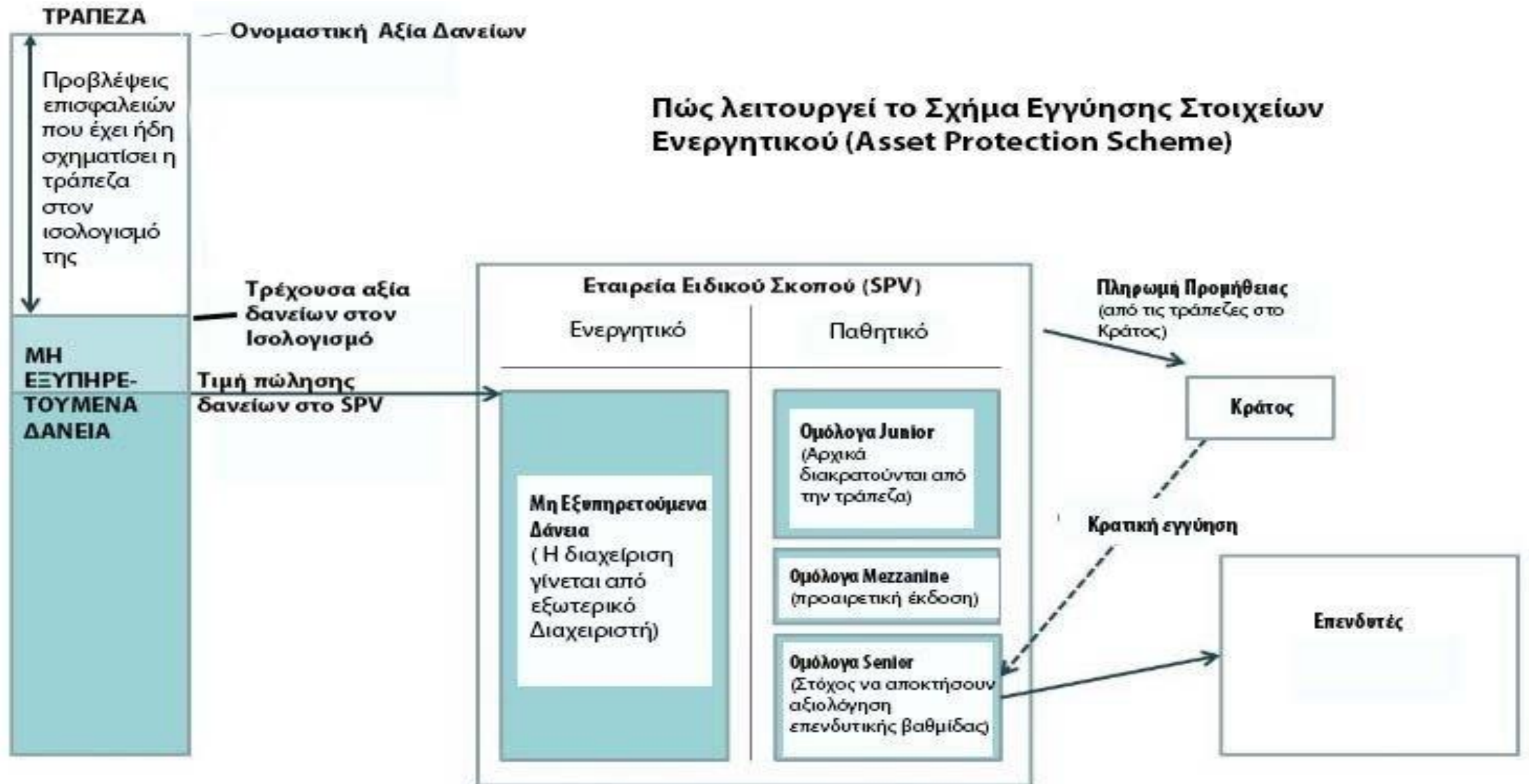
Οι Ρόλοι και οι Πρωταγωνιστές της σύνθετης Συναλλαγής Τιτλοποίησης

- Το Πιστωτικό ίδρυμα («μεταβιβάζων»)
 ≠ Εταιρίες Leasing ≠ αλλοδαπές τράπεζες χωρίς κύρια εγκατάσταση
- Η Εταιρία ειδικού σκοπού («αποκτών» = «εκδότης ομολογιών»)
 - Δικαιοδοσία – Κεφαλαιοδότηση - Χρηματοδότηση
- Ο Διαχειριστής των τραπεζικών απαιτήσεων
- Οι Ομολογιούχοι (δανειστές = επενδυτές, διαφορετικών «προφίλ κινδύνου», συντηρητικοί/ριψοκίνδυνοι)
 - Ο “βασικός” ομολογιούχος δανειστής (“*anchor investor*, αυξημένου κινδύνου ομολογιών”)
- Οι Οίκος(-οι) Πιστοληπτικής Αξιολόγησης
- Το Ελληνικό Δημόσιο - Η Τράπεζα της Ελλάδος
 - Η Επιτροπή Παρακολούθησης Εγγυήσεων (ΟΔΔηΧ, Υποικ, ΤΤΕ, ΕλεγκτΣυν)
- Ο Ανεξάρτητος Επόπτης (Monitoring Trustee) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Το Αντικείμενο της Τιτλοποίησης


- Απαιτήσεις από Δάνεια/Πιστώσεις σε Καθυστέρηση (προσωρινή ή οριστική) ή/και σε Ρύθμιση
 ≠ «ήδη εγγυημένα δάνεια» Ελλ. Δημοσίου ;

Πώς λειτουργεί το Σχήμα Εγγύησης Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Protection Scheme)

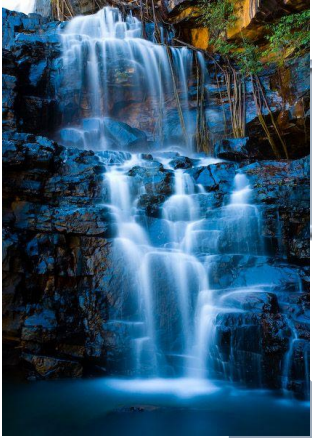


Ν. 4649/2019: «Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»

*Ιδιαιτερότητες και αποκλίσεις
από τη γενική ρύθμιση (Ν. 3156/2003)*

- **Περιορισμός του τιμήματος της πώλησης των απαιτήσεων στην Εταιρία ειδικού σκοπού**
 - Τίμημα όχι ανώτερο της λογιστικής (μετά προβλέψεων) αξίας → Λογιστικά ουδέτερη ή (πιθανότατα) ζημιογόνα συναλλαγή για την τράπεζα → Αντανεκλαστικές συνέπειες εταιρικού δικαίου
- **Υποχρεωτική Έκδοση Ομολογιών τουλάχιστον δύο (2) διαφορετικών κατηγοριών (=βαθμίδων εξοφλητικής προτεραιότητας) από την ΕΕΣ :** 
 - (α) Υψηλής, (β) [Ενδιάμεσης, (γ)] Χαμηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας Ομολογίες
 - Προκαθορισμένος (νομοθετικά και συμβατικά) «Καταρράκτης Πληρωμών» («Waterfall»)
- **Υποχρεωτική πιστοληπτική αξιολόγηση των Ομολογιών Υψηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας από Εξωτερικό Οργανισμό Πιστοληπτικής Διαβάθμισης**





Η Σειρά Προτεραιότητας εξόφλησης υποχρεώσεων («ο Καταρράκτης Πληρωμών» - WaterFall) της Ε.Ε.Σ.

- Έξοδα Τιτλοποίησης
- Φόροι
- Αμοιβές Διαχειριστή

Χρηματορροές Εγγύησης
Ελληνικού Δημοσίου

- Τόκοι Χρηματοδοτικών Διευκολύνσεων ΕΕΣ
- Προμήθεια εγγύησης Ελληνικού Δημοσίου
- Απαιτήσεις συμβάσεων αντιστάθμισης κινδύνου (παραγώγων)

- **Τόκοι Ομολογιών Υψηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας**
- Κεφάλαιο Χρηματοδοτικών Διευκολύνσεων ΕΕΣ
- Τόκοι Ομολογιών Ενδιάμεσης Εξοφλητικής Προτεραιότητας

Interest Senior

Interest Mezzanine

- **Κεφάλαιο Ομολογιών Υψηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας**
- Κεφάλαιο Ομολογιών Ενδιάμεσης Εξοφλητικής Προτεραιότητας
- Τόκοι και Κεφάλαιο Ομολογιών Χαμηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας

Principal Senior

Principal Mezzanine

Interest & Principal Junior



N. 4649/2019: «Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»

Ιδιαιτερότητες και αποκλίσεις από τη γενική ρύθμιση (N. 3156/2003)

- Ανεξάρτητος («ΔΛΠ 10») Διαχειριστής των τιτλοποιηθεισών απαιτήσεων («Εταιρεία Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια και Πιστώσεις» N. 4354/2015 ή αδειοδοτημένο πιστωτικό ίδρυμα, πλην του μεταβιβάζοντος)
- Παροχή Εγγύησης Ελληνικού Δημοσίου για τις Ομολογίες Υψηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας
 - Ποσοτικά και Χρονικά περιορισμένη δυνατότητα παροχής εγγύησης
 - Διαδικασία-διατυπώσεις χορήγησης εγγύησης
 - Εγγύηση ρητή, ανεπιφύλακτη, «σε πρώτη ζήτηση», ωσαν πρωτοφειλέτης.
 - Προδιατυπωμένο Σχέδιο της Σύμβασης Εγγύησης («Παράρτημα Γ'»)
- Μεταβίβαση ικανού μέρους των Ομολογιών [Ενδιάμεσης και] Χαμηλής Εξοφλητικής Προτεραιότητας, ώστε να επιτευχθεί Λογιστική Αποαναγνώριση των τιτλοποιηθεισών απαιτήσεων
- Πιστοποιήσεις νομικού συμβούλου και ορκωτών ελεγκτών για τις προϋποθέσεις ενεργοποίησης εγγύησης
 - Ενεργοποίηση Εγγύησης Ελληνικού Δημοσίου




Ν. 4649/2019: «Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»

Οικονομικά αποτελέσματα για την τράπεζα
Μετά την «αποαναγνώριση» (derecognition) των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων

Λογιστική Ζημία: Η Διαφορά (-) μεταξύ της καθαρής (μετά προβλέψεων) λογιστικής αξίας των απαιτήσεων και του τιμήματος πώλησης των ομολογιών που θα πωληθούν (ΠΛΕΟΝ (+) την εύλογη αξία όσων ομολογιών διακρατούνται)

Ριζική Μεταβολή σταθμισμένου ενεργητικού :

 ~~Απαιτήσεις μη εξυπηρετούμενων δανείων και πιστώσεων~~
(ορισμένες) Ομολογίες της Εταιρίας Ειδικού Σκοπού (Securitisation Regulation EU 2017/2402)

Αρνητική Κεφαλαιακή επίπτωση: (το ύψος της εξαρτάται αποφασιστικά εξίσου και από τους *συντελεστές στάθμισης* κάθε κατηγορίας : μη εξυπηρετούμενες απαιτήσεις δανείων ≠ εταιρικά χρεόγραφα εγγύησης Δημοσίου ≠ μη εγγυημένα και μη διαβαθμισμένα mezzanine εταιρικά χρεόγραφα) ≠ junior εταιρικά χρεόγρ,

➔ **Καθοριστική η σημασία της Σύνθεσης («Tranching») των Ομολογιών της Τιτλοποίησης**

Εξυγίανση Ισολογισμού : Πολύπλευρα ωφελήματα σε επίπεδο τράπεζας (δαπανών, εσόδων, επιχειρηματικού σχεδίου, χρηματορροών, τιμολόγησης), χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, εθνικής οικονομίας.



Η Καθοριστική σημασία της **Σύνθεσης («Tranching»)** των Ομολογιών της Τιτλοποίησης



- 21 συναλλαγές (2016-2019)
- Συνολ. Ονομ.Αξία.Δανείων: **€62,1δισ**
- **60%** εμπραγμάτως εξασφαλισμένα με αστικά/εμπορικά ακίνητα
- Μεγαλύτερη συναλλαγή: **Monte dei Paschi di Siena (2018): GBV€24bn.**
- Μέσο αναμενόμενο ποσοστό ανάκτησης κατά το Επιχ. Σχέδιο των Διαχειριστών (**35.6%**)
- Μέση προσαρμογή (haircut) των Οίκων Αξιολόγησης (**20.8%**)
- Μέση συμμετοχή βαθμίδας Ομολογ. Υψηλής Προτεραιότητας **83%**.

Class	Rating	Note size (%)	Retention / pricing	Coupon	Retained / Market
A	[Baa2&BB]	[80-85%]	100%	6ME + spread	Retained
B	[B2/B]	[10-15%]	20%- 50%	6ME + spread	Market
J	NR	[5%]	0 - 5%	Variable return	Market

Source: KPMG elaborations on publicly available data

«Ο ενάρτετος κύκλος της απομάκρυνσης προβληματικών στοιχείων τραπεζικού ενεργητικού»

- (1) Μείωση κεφαλαιακών απαιτήσεων, Μείωση (πιστωτικού & επιτοκιακού & ρευστότητας) κινδύνου → Απομόχλευση
- (2) Νέος υγιής δανεισμός, χάρη στα απελευθερωμένα εποπτικά κεφάλαια, (έμφαση σε αυτό που οι τράπεζες ήξεραν και ξέρουν να κάνουν καλά), έσοδα από τόκους,
- (3) Θετικές χρηματοροές, καταγραφή επιτοκιακού κέρδους, ορθότερη τιμολόγηση
- (4) Διοχέτευση χρημάτων στην παραγωγική οικονομία, ώθηση στην ανάπτυξη και στην απασχόληση
- (5) Μείωση διαχειριστικού φόρτου, κόστους προσωπικού, υποδομών, βελτίωση αποδοτικότητας ιδίως αν υπήρχε υπερβολικός όγκος, συναγωνισμός de facto με τα αποτελέσματα εξωτερικών διαχειριστών
- (6) Εξοικονόμηση χρόνου/δυνατοτήτων εκτελεστικής διοίκησης για την κλασσική τραπεζική
- (7) Άρση αβεβαιοτήτων, λόγω απομάκρυνσης ριψοκίνδυνων στοιχείων ενεργητικού, «μεγαλύτερη ορατότητα»-περισσότερο αξιόπιστες προβλέψεις μελλοντικών εσόδων από τόκους και εισπράξεων, διαφανέστερος ισολογισμός
- (8) Αναβάθμιση πιστοληπτικής ικανότητας, αποφυγή μελλοντικών ανακεφαλαιοποιήσεων, ενδυνάμωση μετοχικής αξίας

«Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»

Από τη σκοπιά των κανόνων κρατικών ενισχύσεων



- α. 107 & 108 ΣΛΕΕ, Ανακοινώσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής [Restructuring Communication (2009), Banking Communication (2013), και ειδικά για τις κρατικές ενισχύσεις με τη μορφή εγγυήσεων (2008)]
- **Δικαιοπολιτικός στόχος:** Διασφάλιση συνθηκών ελεύθερου (ανόθευτου) ανταγωνισμού εντός Ε.Ε. (ενιαία αγορά) / Δυνητική σύγκλιση ή απόκλιση από άλλους στόχους του ενωσιακού τραπεζικού δικαίου (Τραπεζική Ένωση, Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα);
 - ECJ “Stardust Marine” [C-482/99] : *“State aid is not involved in case that funding source is made available on terms and conditions (including fees), which would be acceptable for a private operator, under the normal conditions of a market economy, ...having regard in particular to the information available and foreseeable developments”*
 - GCEU 12.3.2020 «Elche Club de Fútbol» [T-901/16] : Δικαιούχος της κρατικής ενίσχυσης (→ ΕΕΣ / Τράπεζα;) / Σημασία χρεογράφων σε εμπράγματα εξασφάλιση (→ Ομολογίες)
- *Hadjiemmanouil*, Limits on State-Funded Bailouts in the EU Bank Resolution Regime (2016), **Marinos**, Κρατικές ενισχύσεις στην οικονομική κρίση και προστασία του ανταγωνισμού - Η πρακτική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην διάσωση/εξυγίανση τραπεζικών ιδρυμάτων (ΧρηΔικ 2015), *Galand/Dutillieux/Vallyon*, Non-Performing Loans and State Aid Rules (2017), *Ernia/Haben/Quagliariello*, Completing the Repair of the EU Banking Sector- A Critical Review of an EU Asset Management Company (2017)

«Πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων»

Από τη σκοπιά των κανόνων κρατικών ενισχύσεων

EC Guarantee Notice (2008) :

..... Guarantee schemes can be considered free of State aid under the following conditions, simultaneously: (a) The scheme is **closed to borrowers in financial difficulties**, (b) The guarantee amount can be **measured** when it is granted, (c) The guarantee **cannot cover more than 80% of the outstanding financial obligation**, (d) The **remuneration** is based on a realistic assessment of the risk and the premiums paid so that the scheme can be considered **self-financing**, (e) The level of premiums has to be **reviewed** at least every 12 months in view of the self-financing nature of the scheme, (f) The premiums charged have to cover the **normal risks** associated with granting the guarantee, the administrative costs and a yearly remuneration on the necessary capital.

“Σχέδιο Ηρακλής” → μη πλήρωση προϋποθέσεων «ασφαλούς λιμένα» (εξαίρεσης) → αναγκαία εγγύτερη αξιολόγηση

Typical situation

Premium at market rate

Premium below market rate

Market interest rate cannot be identified

Borrower in financial difficulty; no market operator willing to lend

Amount of State aid

Zero

(Market rate – lower rate) x guaranteed amount

[(Reference rate of interest – interest rate for the guaranteed loan) x loan] – any premium paid

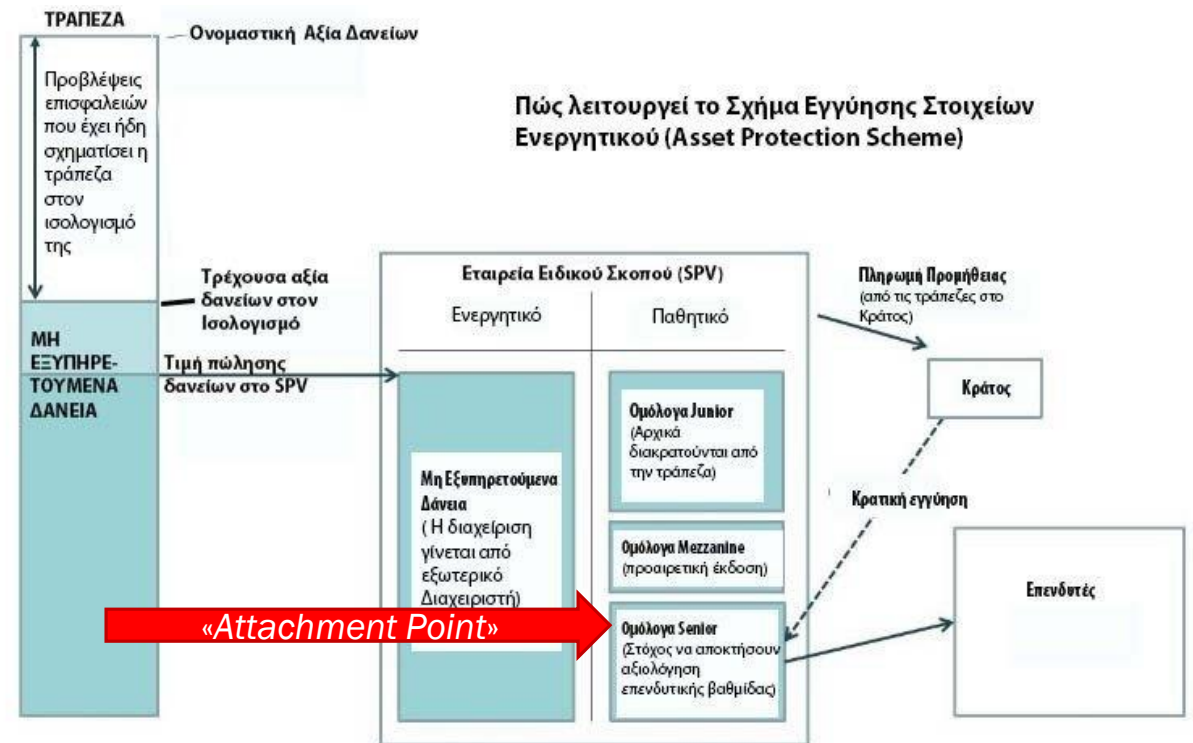
Whole guaranteed amount

“Σχέδιο Ηρακλής”: Τιτλοποίηση και Παροχή Εγγύησης υπό «όρους ελεύθερης αγοράς»

Νομοθετικές & Συμβατικές Δικλίδες για την επίτευξη «*prudent private market operator terms*»

➔ Μηχανισμοί για τη μέγιστη εφικτή & αποτελεσματική «σύγκλιση συμφερόντων» Ομολογιούχων, Δημοσίου, Τράπεζας

- Επιχειρηματικό Σχέδιο Ανακτήσεων
 - Αξιολόγηση από Ε.Ο.Π.Α. με πλήρη πρόσβαση
- Πώληση απαιτήσεων σε εύλογη αξία σε ΕΕΣ
- Συμμετοχή Ανεξάρτητου Διαχειριστή
 - Ανάθεση έργου ανακτήσεων σε ιδιώτη, αδειοδοτημένο επαγγελματία
 - χωρίς εξάρτηση από την τράπεζα που χορήγησε τις πιστώσεις
 - με κίνητρο για βέλτιστες (χρονικά/ποσοτικά ανακτήσεις) και κυρώσεις επί (υπαίτιας) αποτυχίας επίτευξης στόχων
- Μεταβίβαση *ικανού αριθμού* ομολογιών ενδιάμεσης και χαμηλής (50%+1) εξοφλ. προτερ. σε ιδιώτες

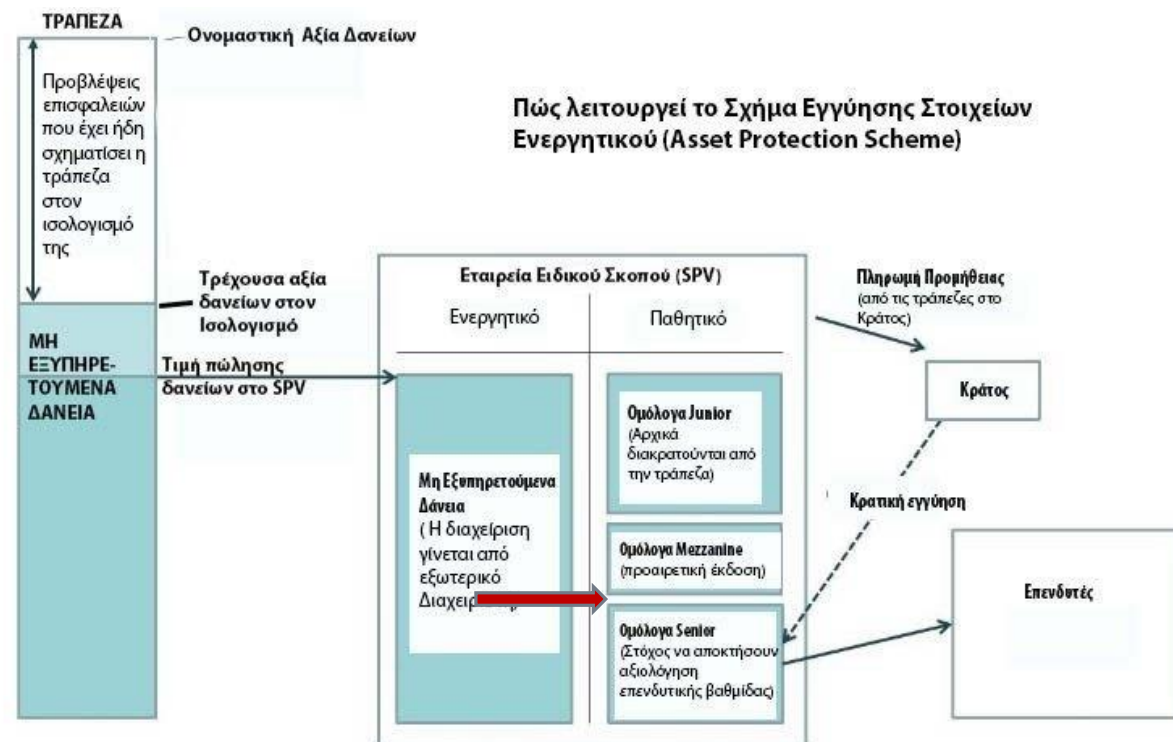


- Διαβάθμιση-Περιορισμός πιστωτικού κινδύνου Δημοσίου («attachment point»)
 - Συμμετοχή κατά προτεραιότητα ιδιωτών στις ζημιές του καρτοφυλακίου
 - Πιστοληπτική αξιολόγηση των εγγυημένων τίτλων \geq **BB-** (Ba3, BB-, BBL) => Μόνο ακραίες απώλειες

“Σχέδιο Ηρακλής”: Τιτλοποίηση και Παροχή Εγγύησης υπό «όρους ελεύθερης αγοράς»

Νομοθετικές & Συμβατικές Δικλείδες για την επίτευξη «*prudent private market operator terms*»

-
- Κατανομή βαρών (burden sharing) :
 - Καταγραφή Λογιστικών Ζημιών τράπεζας
 - Αναστολή μέρους αμοιβής (επιτυχίας) Διαχειριστή [-20% → -20%]
 - Αναστολή πληρωμών τόκων Ομολογιών ενδιάμεσης εξοφλητικής προτεραιότητας
 - Αντικατάσταση Διαχειριστή [-30% & -30% & Κατάπτωση εγγύησης] (με πρωτοβουλία Ομολογιούχων ή/και Δημοσίου) (εφόσον προκύπτει πταίσμα του)
 - Κατάπτωση εγγύησης Δημοσίου («σε πρώτη ζήτηση»)
 - Υποκατάσταση Δημοσίου στα δικαιώματα Ομολογιούχων υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας έναντι Ε.Ε.Σ.



- Παρακολούθηση από Ελληνικό Δημόσιο & Monitoring Trustee Ευρωπαϊκής Επιτροπής
 - «*early warning signs*»+
- Αποφυγή διάχυσης της τραπεζικής κρίσης σε δημοσιονομική (“*elimination of the diabolic loop between banking and sovereign risk*”)

Παράδειγμα Υπολογισμού Προμήθειας Εγγύησης

Ιδιαίτερες παράμετροι για την εύλογη τιμολόγηση εγγύησης Ελληνικού Δημοσίου

- Ελλειψη ρευστής αγοράς συμβάσεων CDS για ελληνικές εταιρικές και τραπεζικές ομολογίες
- Βασικοί κίνδυνοι (υποθετικού ιδιώτη) εγγυητή:
(α) Μακροοικονομικό περιβάλλον, (β) Τιμές ελληνικών ακινήτων, (γ) Αξιόχρεο Ελληνικού Δημοσίου
- Επιλογή Δείκτη Αναφοράς
- Χρόνος διατήρησης εγγύησης
- Μέγεθος ελληνικών NPL

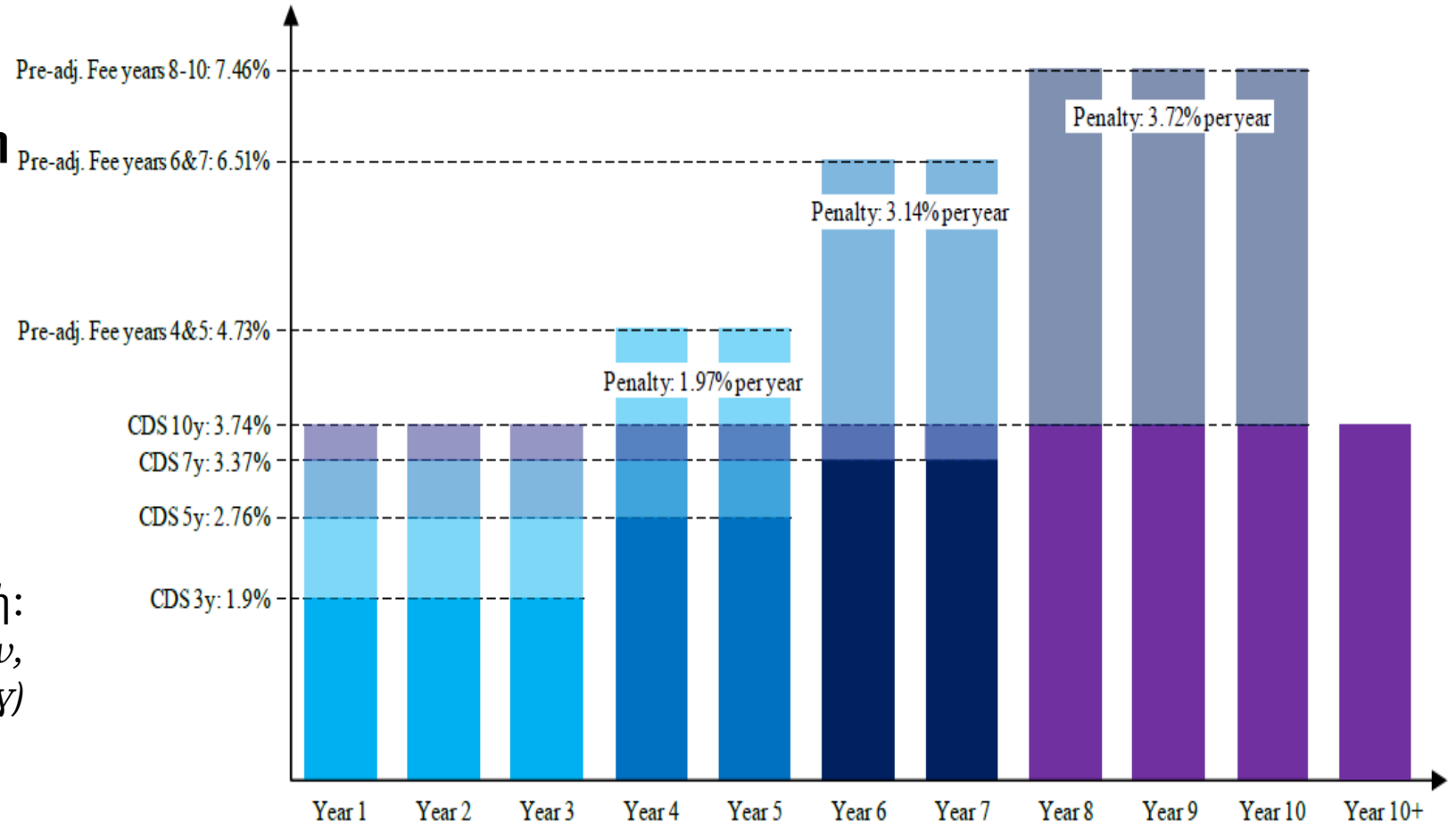


Figure 1: Example of the step-up compensation structure

Source: EC Decision SA. 53519/7.11.19

- Παρακολούθηση από Ελληνικό Δημόσιο και Monitoring Trustee Ευρ. Επιτροπής

«Όροι ελεύθερης αγοράς» = Εύλογη ανταμοιβή Δημοσίου (Προμήθεια) για τη χορηγούμενη εγγύηση

..... = [(«Βασική προμήθεια» + «Προσαύξηση») Χ «Προσαρμοσμένο Αναλογικό Συντελεστή Επιτοκιακών Περιθωρίων»]

Παράρτημα Β' Ν. 4649/2019



Δείκτης Αναφοράς (“Benchmark”)

- Τιμή των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) της Ελληνικής Δημοκρατίας
- διμηνιαίος μέσος όρος των μέσων τιμών (mid prices)



Βασική Προμήθεια (“step-up Base Rate”)

- για τα έτη 1, 2 και 3, ο Δείκτης Αναφοράς 3-ετίας (CDS 3y), για τα έτη 4 και 5, ο Δείκτης Αναφοράς 5-ετίας (CDS 5y),
- για τα έτη 6 και 7, ο Δείκτης Αναφοράς 7-ετίας (CDS 7y), έπειτα, ο Δείκτης Αναφοράς 10-ετίας (CDS 10y),



Προσαύξηση (“Penalty”)

- για τα έτη 4 και 5: Διαφορά ως εάν είχε εφαρμοστεί δείκτης αναφοράς CDS 5ετίας * για τα έτη 6 και 7, Διαφορά ως εάν είχε εφαρμοστεί δείκτης αναφοράς CDS 7ετίας * για τα έτη 8, 9 και 10, Διαφορά ως εάν είχε εφαρμοστεί δείκτης αναφοράς CDS 10ετίας



Προσαρμοσμένος Αναλογικός Συντελεστής Επιτοκιακών Περιθωρίων (“Adjusted Spread Ratio Factor”)

- Αναλογικός Συντελεστής Επιτοκιακών Περιθωρίων λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές CDS εταιρικών ομολόγων αξιολόγ. BB και B
- Προσαρμογή με βάση τις αξιολογήσεις του τότε εφαρμοστέου Δείκτη Αναφοράς

European Non-Performing Loans Resolution (2009-2020)

From national Asset Management Companies and complementary resolution options →
Towards an enhanced co-investment (private-public) strategy: (1) capable to address systemic risk,
(2) correct inherent NPL market failures, (3) without Member States' upfront cost, (4) tentatively self-financed

proposals for a
European "Bad
bank"

National Asset
Management
Companies
(Ireland, Slovenia,
Spain, Hungary)

Individual Banks'
NPL Divestments

proposed
NPL Trading
Platforms

Non Performing loans' market Contractual Arrangements

NPL Portfolios Sales
(bilateral="outright"
sales)

Performing & Non-
performing loans
Securitisations

Professional
Servicing
Agreements

"Asset Protection Scheme"

& comprehensive EU Legal Framework Challenges

Non Performing
Exposures
Securitisation
on prescribed
architecture and
terms

"first-demand"
State Guarantee
for the Senior
securities tranche
on specific
conditions
precedent

Italy (2016-), Greece (2019-)

Scheme specific laws -
EU Secutisation
Regulation - State Aid
rules – Capital
Requirements
Regulation – BRRD –
CRD IV - Prospectus
Regulation – Business
Judgment Rule –
Proposed Directive on
Credit Servicers etc.



Ζητήματα
Συμβατικής αρχιτεκτονικής &
Κανόνων κρατικών ενισχύσεων
στις Τιτλοποιήσεις του
Ν. 4649/2019
(«Σχέδιο Ηρακλής»)

Σας ευχαριστώ για την προσοχή σας

Ιωάννης Ε. Λιναρίτης
Δ.Ν., Δικηγόρος
MBA (International Banking & Finance)

Linaritis@csf.gr

<https://uoa.academia.edu/IoannisLinaritis>