

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 41, 2020, σσ. 74-97

Η εφαρμογή του σχεδίου «Ηρακλής» για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια: Αξιολογική προσέγγιση και προοπτικές βιωσιμότητάς του

Σπήλιος Μούζουλας*

Γιάννης Παναγόπουλος**

Ιωάννης Πελετίδης***

Περίληψη

Σκοπός του άρθρου είναι, αρχικά, μια παρουσίαση του σχεδίου «Ηρακλής» (ν.4649/19), ως μηχανισμού ελάφρυνσης του ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPLs), σε συνάρτηση με το γενικότερο πλέγμα μέτρων που έχουν προταθεί στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και με το αντίστοιχο ιταλικό μοντέλο, το οποίο χρησιμοποιήθηκε ως πρότυπο για το ελληνικό σχήμα. Ιδιαίτερη αξία προς τούτο αποκτά το πλαίσιο ενεργειών που προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην έκθεσή της του 2018 (AMC blueprint). Το πλαίσιο αυτό περιλαμβάνει και πρόσθετα μέτρα σε σχέση με τα NPLs, τα οποία θα συνδράμουν στον εξορθολογισμό του τρόπου λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στη συνέχεια, στο εμπειρικό τμήμα του άρθρου, παρουσιάζεται μια υπολογιστική εκτίμηση βιωσιμότητας του σχεδίου αυτού, το οποίο είναι περίπου αντίστοιχο με αυτό που ακολούθησε το τραπεζικό σύστημα της Ιταλίας πριν λίγα χρόνια. Η διάρθρωση αλλά και η δυνατότητα πώλησης των ομολόγων ενός τέτοιου σχεδίου είναι ο κρισιμότερος παράγοντας στην αναζήτηση μιας αποτελεσματικής αντιμετώπισης του ζητήματος των NPLs των ελληνικών πιστωτικών ιδρυ-

μάτων. Τέλος, καταγράφονται κάποιες σκέψεις για μια αποδοτικότερη εφαρμογή ενός τέτοιου εγχειρήματος μακροχρόνια.

Λέξεις κλειδιά: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPLs), Όχημα ειδικού σκοπού τιτλοποίησης (SPV), Σχέδιο «Ηρακλής»

Ταξινόμηση JEL: G28, G33

1. Εισαγωγή

Όπως ήδη επισημάναμε και από προηγούμενα άρθρα μας (π.χ. Μούζουλας κ.ά., 2017, 2018 & 2019), το μεγάλο μέγεθος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) των τραπεζών ήταν και παραμένει ένα από τα πιο κρίσιμα θέματα για την πορεία ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Στα μέσα του 2019, τα NPLs συνέχισαν να βρίσκονται σε πολύ υψηλά επίπεδα, ως ποσοστό του συνόλου των δανείων των συστημικών τραπεζών (39,20%, με βάση τα στοιχεία του ά εξαμήνου του 2019)¹. Όπως μάλιστα επισημαίνει και το AMC blueprint της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (AMC blueprint, EC 2018), όταν τα NPLs των τραπεζών είναι πολύ μεγάλου ύψους, ως ποσοστό των συνολικών δανείων, συνιστάται η μη μαζική πώλησή τους, αλλά η εφαρμογή μίας πολιτικής διαχείρισής τους από μια εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (asset management company, AMC), ή η ένταξή τους σε ένα όχημα ειδικού σκοπού (SPV).

Στα πλαίσια αυτά, τόσο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) όσο και η ελληνική κυβέρνηση, μέσω της ενεργοποίησης του σχεδίου «Ηρακλής» (ν.4649/19), το οποίο είναι μια εφαρμογή του προαναφερθέντος AMC blueprint της ΕΕ (2018), αναζητά τον τρόπο με τον οποίο θα αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά και σχετικά σύντομα το πρόβλημα των υψηλών ποσοστών των NPLs των ελληνικών τραπεζών. Το γεγονός αυτό

* Διδάκτωρ Νομικής, Δικηγόρος. E-mail: smouzoulas@smlf.gr

** Ερευνητής Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ). E-mail: ypanag@kepe.gr

*** Οικονομολόγος/Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος. E-mail: peleioan@gmail.com

– Οι γνώμες και κρίσεις που διατυπώνονται στο άρθρο εκφράζουν τις απόψεις των συγγραφέων και δεν αντανακλούν κατ' ανάγκη τις θέσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.

1. Βλέπε, σχετικά, Χαλαμανδάρης και Βελούδας, 2019.

μακροχρόνια αναμένεται να βοηθήσει σημαντικά σε μια νέα υγιή πιστωτική επέκταση μέσω κυρίως της απελευθέρωσης πόρων χρηματικών, ανθρωπίνων, συστημάτων κ.λπ. Ο πυρήνας δηλαδή του όλου εγχειρήματος είναι η σύσταση αλλά και η αποτελεσματική χρηματοδότηση της δημιουργίας ενός SPV, με αντικείμενο την τιτλοποίηση των NPLs, το οποίο θα μπορούσε να συνδράμει: α) στη μερική τουλάχιστον είσπραξη απαιτήσεων από τα NPLs, από μέρους των συστημικών τραπεζών και β) στη γενικότερη προσπάθεια ενός ευρύτερου σχεδίου για την απομείωση των NPLs κατά 50 δις ευρώ περίπου από το τραπεζικό σύστημα έως τα τέλη του 2021.

Στην ενότητα 2, που ακολουθεί, επιχειρείται η ένταξη του σχεδίου «Ηρακλής» στο γενικότερο κανονιστικό πλαίσιο σχετικά με τα NPLs, στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ελλάδας, ώστε να αξιολογηθεί ως ένα ειδικότερο μέτρο για την αντιμετώπιση του ζητήματος αυτών των δανείων. Στη συνέχεια, στην ενότητα 3, προβαίνουμε σε μία (κυρίως διαγραμματική) παρουσίαση του τρόπου λειτουργίας του σχεδίου «Ηρακλής», ως μηχανισμού δημιουργίας και λειτουργίας ενός SPV. Η παρουσίαση αυτή καθρεπτίζει την εμπειρία από την αντίστοιχη εφαρμογή στην ιταλική τραπεζική αγορά και απεικονίζει και τάσεις που εκφράζονται ήδη στο blueprint της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (AMC blueprint, 2018). Στην ενότητα 4, παρουσιάζεται μια υπολογιστική εκτίμηση βιωσιμότητας του σχεδίου «Ηρακλής», στα πλαίσια της αναζήτησης ενός μηχανισμού ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών. Τέλος, στην ενότητα 5, καταγράφονται κάποιες σκέψεις για μια αποδοτικότερη εφαρμογή ενός τέτοιου εγχειρήματος μακροχρόνια.

2. Το σχέδιο «Ηρακλής» με βάση το κανονιστικό πλαίσιο για τα NPLs

2.1. Κανονιστικές πρωτοβουλίες στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Υπό τις παρούσες συνθήκες, δεν υφίσταται στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ένα εναρμονισμένο

πλαίσιο νομικών κανόνων σε σχέση με την αντιμετώπιση του ζητήματος των NPLs των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το ζήτημα αντιμετωπίζεται συνεπώς με κανόνες που θεσπίζονται από τους εθνικούς νομοθέτες και που, κατά βάση, αφήνουν ευρεία διακριτική ευχέρεια στις τράπεζες για την κατηγοριοποίηση των NPLs, ενώ η πρακτική εφαρμογή αυτών των κανόνων εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από το εγχώριο νομικό σύστημα². Επαφίεται δε στα κράτη-μέλη να ορίσουν τότε ένα δάνειο καθίσταται μη εξυπηρετούμενο, καθώς και να επιλέξουν τα μέσα με τα οποία θα εξαναγκαστούν να αποπληρώσουν τις οφειλές τους από τέτοια δάνεια³.

Σημειώνεται, πάντως, ότι η οδηγία 2019/1023 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου περιέχει κάποιες διατάξεις που κατευθύνονται προς τον εναρμονισμό της αναδιάρθρωσης των NPLs, με στόχο τη βελτίωση του τρόπου διαχείρισής τους. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), εξάλλου, επιχειρήσε να θέσει ένα γενικό περίγραμμα, με βάση το οποίο κάποια κράτη-μέλη, όπου το ζήτημα των NPLs πρόβαλε ως περισσότερο έντονο πρόβλημα (π.χ. Ιταλία, Ελλάδα), θα μπορούσαν να υιοθετήσουν μοντέλα τιτλοποίησης των απαιτήσεων από τέτοια δάνεια⁴. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από την πλευρά της, ύστερα από προτάσεις που είχε υποβάλει, ως μέτρα για την ελάττωση των «προβληματικών» δανείων και την ενίσχυση της χρηματοδοτικής ικανότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων⁵, υιοθέτησε, το 2018, νέα έκθεση, με αντικείμενο το πρώτο από τα αμέσως ανωτέρω ζητήματα⁶.

Το 2018, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε, την ίδια ημερομηνία με την αμέσως ανωτέρω έκθεση, πρόταση οδηγίας για τους διαχειριστές και τους αγοραστές πιστώσεων και για την ανάκτηση εξασφαλίσεων⁷. Αυτή η πρόταση οδηγίας αποσκοπεί, μεταξύ άλλων, στη δημιουργία μίας δευτερογενούς αγοράς για τα NPLs, στόχος που επαναλαμβάνεται μεταξύ των ενεργειών που περιλαμβάνονται στην έκθεση της Επιτροπής. Ο απώτερος στόχος συνίσταται στη μείωση της έκθεσης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε NPLs, με την αφαίρεση τέτοιων δανείων από τους ισολογισμούς τους και με τη θέσπιση αποτελεσματικών εξωδικαστικών ρυθμίσεων για την ανάκτηση αξίας από εξασφαλίσεις,

2. Βλ. ειδικότερα, A. Miglionico (2019), “Restructuring non-performing loans for bank recovery: Private workouts and securitization mechanisms”, ECFR 6/2019, 748.

3. Ibid.

4. Βλ. European Central Bank, “Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs”, June 2017.

5. Βλ. European Commission, “Communication, Completing the banking union”, COM (2017) 592 final.

6. European Commission, AMC Blueprint, Accompanying the document, “Communication, Second progress report on the reduction of non-performing loans in Europe”, SWD (2018) 72 final, 14.3.2018.

7. COM (2018) 135 final, 14.3.2018.

και την ελάττωση του κόστους διαχείρισης αυτών των δανείων, μεταθέτοντάς τα στην αγορά⁸.

Η εξωδικαστική επίλυση των διαφορών από NPLs ενέχει το βασικό πλεονέκτημα της ταχύτερης διευθέτησης αυτών των διαφορών. Η παράμετρος αυτή παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την Ελλάδα, όπου το σύστημα δικαστικής προστασίας λειτουργεί με μεγάλη καθυστέρηση της οριστικής διευθέτησης διαφορών, η οποία επενεργεί ως εμπόδιο για την αφαίρεση αυτών των δανείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών, με την αναδιάρθρωση και την πώλησή τους⁹.

Η ανάγκη αναδιάρθρωσης των NPLs αναγνωρίστηκε και από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στην προσπάθειά του να εγκαθιδρύσει ένα εναρμονισμένο σύστημα κανόνων που θα αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο αφερεγγυότητας πιστωτικών ιδρυμάτων¹⁰. Προς τούτο, τονίστηκε η αναγκαιότητα επαύξησης της εποπτείας της λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων και της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης, παράλληλα με την επιβολή υποχρεώσεων εσωτερικών διαδικασιών για την αποτελεσματική διαχείριση των NPLs, ώστε τα ιδρύματα αυτά να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα που δημιουργούνται από την έκθεσή τους σε τέτοια δάνεια¹¹.

2.2. Η μέχρι σήμερα αντιμετώπιση του ζητήματος των NPLs στην Ελλάδα

Η ΕΚΤ, ως αρμόδια εποπτική αρχή των συστημικών πιστωτικών ιδρυμάτων, επέβαλε στις ελληνικές τράπεζες να προβούν σε σημαντική μείωση του ύψους των NPLs, ώστε να βελτιωθεί η κατάσταση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί περαιτέρω μείωση αυτών των δανείων σε ύψος 50 δις, μέχρι το τέλος του 2021¹².

Στην Ελλάδα, μετά τον ν. 4353/15, ο οποίος προβλέπει τη δυνατότητα μεταβίβασης NPLs σε εταιρείες ειδικού σκοπού (εταιρείες απόκτησης απαιτήσεων), ώστε

να αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης από εξειδικευμένες εταιρείες (εταιρείες διαχείρισης απαιτήσεων), ρυθμίζοντας –μέχρις ενός βαθμού– και τον τρόπο λειτουργίας αυτών των εταιρειών και την εποπτεία των δεύτερων από αυτές, η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθέτησε κατευθυντήριες οδηγίες για τη διαχείριση των NPLs. Αλλά και οι ίδιες οι τράπεζες προέβησαν σε ενέργειες προς αυτή την κατεύθυνση.

Στη συνέχεια, ο ν. 4649/19 θεσμοθέτησε πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων (σχέδιο «Ηρακλής»), το οποίο είχε, πριν την ψήφιση αυτού του νόμου, τεθεί υπόψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία και το ενέκρινε, αφού το εξέτασε από τη σκοπιά του νομικού πλαισίου που διέπει τις κρατικές ενισχύσεις¹³. Η εφαρμογή του σχεδίου «Ηρακλής», το οποίο απευθύνεται σε όλα τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, αποσκοπεί στη μείωση του ύψους των NPLs καθενός από αυτά και στη διευκόλυνση της διαχείρισης αυτών των δανείων με όρους αγοράς: στην πραγματικότητα, με τον ν. 4649/19, εγκαθιδρύεται ένα μοντέλο ιδιωτικής φύσης¹⁴, σύμφωνα με το οποίο ένα όχημα τιτλοποίησης απαιτήσεων θα αγοράσει τα δάνεια από τις τράπεζες και θα εκδώσει ομόλογα, που θα διαθέσει στους επενδυτές. Το Δημόσιο, από την πλευρά του, θα εγγυηθεί για τα ομόλογα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας, έναντι μίας αμοιβής που θα προσδιοριστεί με βάση τους σχετικούς όρους της αγοράς. Η παροχή της εγγύησης υποβάλλεται ωστόσο στην προϋπόθεση ότι ποσοστό υψηλότερο του 50% των λοιπών ομολόγων, χαμηλότερης εξοφλητικής προτεραιότητας θα πωληθεί στους ιδιώτες επενδυτές.

2.3. Η συμβατότητα του σχεδίου «Ηρακλής» με την ευρωπαϊκή νομοθεσία για τις κρατικές ενισχύσεις

Το σχέδιο «Ηρακλής» βασίστηκε στο ιταλικό μοντέλο τιτλοποίησης απαιτήσεων από τα NPLs των πιστωτι-

8. Miglionico, ό.π., 767.

9. Ibid., σε αναφορά με το παράδειγμα της Ιταλίας που παρουσιάζει ομοιότητες με το ελληνικό δικαστικό σύστημα.

10. Βλ. σχετικά, ECOFIN Council, “Action plan to tackle non-performing loans in Europe”, 11173/17/11.7.2017.

11. Βλ. Miglionico, ό.π., 768.

12. European Commission, “State aid S.A. 53519 – Greece – Hellenic Asset Protection Scheme (Hercules)”, C (2019) 7309 final, 10.10.2019, 2.

13. Βλ. European Commission “State aid S.A. 53519 – Greece – Hellenic Asset Protection Scheme (Hercules)”, ό.π. Το ζήτημα αυτό είχε ήδη αποτελέσει πάντως, σε γενικότερη βάση, αντικείμενο εξέτασης από την Επιτροπή, στην έκθεσή της, “Second progress report on the reduction of non-performing loans in Europe”, ό.π., 6 επ. και annex. Βλ., γενικότερα για το ζήτημα των κρατικών ενισχύσεων, P.-M. Sabbadini, *Les aides d'État, Aspects juridiques et économiques*, Larcier, Bruxelles, 2015 και M. Karpenschif, *Droit Européen des aides d'État*, Bruylant, Bruxelles, 2015.

14. Miglionico, ό.π., 729 in fine - 730.

κών ιδρυμάτων, το οποίο επίσης επιδιώκει τη διευκόλυνση της αποξένωσης των φορέων που έχουν προβεί σε δανειοδοτήσεις από τα «προβληματικά» δάνεια, διαμέσου ενός μηχανισμού ιδιωτικής τιτλοποίησης, χωρίς χρήση κρατικών ενισχύσεων. Όπως και στο σχέδιο «Ηρακλής», η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάνθηκε για το ιταλικό μοντέλο ότι δεν συντρέχει περίπτωση τέτοιων ενισχύσεων κατά την έννοια του άρθρου 107 της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με τη σχετική εγγύηση που παρέσχε το ιταλικό Δημόσιο¹⁵.

Ωστόσο, όπως κατέδειξε η κατάρρευση κάποιων ιταλικών πιστωτικών ιδρυμάτων (Banca Popolare di Vicenza, Veneto Banca), δεν υφίσταται σαφής διαχωρισμός μεταξύ των μέτρων κρατικής ενίσχυσης και των κανόνων του εθνικού δικαίου για την αφερεγγυότητα, με την έννοια ότι δεν μπορεί να απαλειφθεί εντελώς ο κίνδυνος να κριθεί ότι η κρατική παρέμβαση στην αναδιάρθρωση του πιστωτικού ιδρύματος παραβιάζει τους κανόνες για την απαγόρευση κρατικών ενισχύσεων¹⁶. Η ίδια η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξάλλου υπογραμμίζει ότι, θεωρητικά, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο ένα τέτοιο σχήμα να παραβιάζει τους κανόνες για τις κρατικές ενισχύσεις, όταν απευθύνεται σε δανειστές που ευρίσκονται σε καθεστώς αφερεγγυότητας, ή όταν είναι δυνατή η χρησιμοποίησή του, υπό συγκεκριμένες συνθήκες, ώστε να παρασχεθούν εγγυήσεις που υπερβαίνουν ποσοστό 80% των τρεχουσών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων¹⁷.

Όπως τονίζει και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή¹⁸, ένα τέτοιο σχήμα, για να μην εμπίπτει στην έννοια της κρατικής ενίσχυσης, οπότε θα νόθευε τον ανταγωνισμό, θα πρέπει να μην παρέχει στις συμμετέχουσες σε αυτό τράπεζες πλεονέκτημα το οποίο δεν θα μπορούσαν να αποκτήσουν από την αγορά. Αναδεικνύεται συνεπώς η σημασία της ιδιωτικής φύσης του σχήματος, καθώς και η αντιπαραβολή των όρων με βάση τους οποίους αυτό λειτουργεί, με τους αντίστοιχους όρους που είναι συνήθεις στην αγορά, για ανάλογες συναλλαγές, ώστε να αποτραπεί ο χαρακτηρισμός της κρατικής ενίσχυσης.

Τόσο το ιταλικό μοντέλο όσο και το σχέδιο «Ηρακλής» διασφαλίζουν ότι το αντίστοιχο σύστημα λει-

τουργεί πράγματι σύμφωνα με τους όρους της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τονίζοντας και τον ιδιωτικό χαρακτήρα του μηχανισμού. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μάλιστα εμμένει, πρώτον, στο γεγονός ότι το Δημόσιο λαμβάνει αμοιβή, με τους όρους της αγοράς, για την υπηρεσία που παρέχει, σύμφωνα με το σχήμα και, δεύτερον, στην προϋπόθεση ότι η μεταφορά των κινδύνων από την τράπεζα στο κράτος, ως εγγυητή, επιτελείται είτε με όρους που θα ίσχυαν για οποιονδήποτε άλλο μη κρατικό φορέα, με βάση την αγοραία αξία των σχετικών περιουσιακών στοιχείων, είτε στην πραγματική αξία αυτών των στοιχείων, με συμβατή κρατική συνδρομή¹⁹.

Βασικό κοινό σημείο του ιταλικού και του ελληνικού μοντέλου τιτλοποίησης απαιτήσεων από NPLs πιστωτικών ιδρυμάτων συνιστά ο ιδιωτικός χαρακτήρας του μηχανισμού που επιλέχθηκε, με σκοπό τη μείωση της έκθεσης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε τέτοια δάνεια, αποτρέποντας τον κίνδυνο αφερεγγυότητας αυτών των ιδρυμάτων εξαιτίας αυτής της έκθεσης. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, ωστόσο, επισήμανε ότι, για την εφαρμογή της τιτλοποίησης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και ότι απαιτείται υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και η υιοθέτηση μηχανισμών κανονιστικής συμμόρφωσης (compliance) και ελέγχου (due diligence)²⁰.

2.4. Προς μία συνολικότερη αντιμετώπιση του ζητήματος των NPLs στην Ελλάδα

Η έκθεση του 2018 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αποκτά ιδιαίτερη σημασία, επειδή προτείνει μέτρα για μία συνολικότερη αντιμετώπιση του ζητήματος των NPLs. Προς τούτο, διαγράφει ένα σχέδιο δράσης (action plan), που αναλύεται σε περισσότερες επιμέρους ενέργειες. Ειδικότερα, η Επιτροπή θεωρεί επιβεβλημένη:

- a) Την ανάπτυξη μίας δευτερογενούς αγοράς για τα NPLs, η οποία θα επιτρέψει στα πιστωτικά ιδρύματα να διαχειριστούν αποτελεσματικότερα αυτά τα δάνειά τους.

15. Βλ. ειδικότερα, European Commission, "Communication on the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules", 2009/C 195/04 και European Commission, "State aid: Commission approves impaired asset management measures for banks in Hungary and Italy", IP/16/279/10.2.2016.

16. Βλ. Miglionico, ό.π., 764 in fine - 765.

17. European Commission, "State aid S.A. 53519 – Greece – Hellenic Asset Protection Scheme (Hercules)", ό.π., 10.

18. Βλ. European Commission, "State aid S.A. 53519 – Greece – Hellenic Asset Protection Scheme (Hercules)", ό.π., 9.

19. Βλ. European Commission, "State aid S.A. 53519 – Greece – Hellenic Asset Protection Scheme (Hercules)", ό.π., 10 επ.

20. European Banking Authority, Opinion of the European Banking Authority to the European Commission on the regulatory treatment of non-performing exposure securitizations, EBA-Op-2019-13.

- β) Την ενίσχυση των εποπτικών αρμοδιοτήτων των αρμόδιων αρχών, ώστε να έχουν τη δυνατότητα διορθωτικής παρέμβασης στο επίπεδο των προβλέψεων των τραπεζών, για τις ζημιές που θα υποστούν αυτές από τα NPLs, κατά περίπτωση, ώστε να αποτραπεί το ενδεχόμενο συγκάλυψης τέτοιων ζημιών, με την αιτιολογία ότι δεν έχουν πραγματοποιηθεί.
- γ) Τη διευκόλυνση της διαχείρισης των NPLs από τις τράπεζες, διαμέσου της συλλογής ακριβέστερων, ενημερωμένων και τυποποιημένων στοιχείων, για τα δάνεια που αναγράφονται στους ισολογισμούς τους, καθώς και της γνωστοποίησης αυτών των στοιχείων στις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Με αυτόν τον τρόπο, θα καταστεί ευχερέστερη και η μεταβίβαση NPLs προς άλλους φορείς.

Γενικότερα, το ζήτημα των NPLs συνδέεται και με το σύστημα κανόνων που διέπει την αφερεγγυότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η Επιτροπή, στην ανωτέρω έκθεσή της, επισημαίνει και την ανάγκη οι τράπεζες να διαθέτουν επαρκή κάλυψη των ενδεχόμενων ζημιών οι οποίες θα προκύψουν από τα δάνεια που θα χορηγούν εφεξής και που θα καταστούν μη εξυπηρετούμενα. Προς τούτο, η σημασία των όρων που θα περιέχονται στις δανειακές συμβάσεις, καθώς και των εξασφαλίσεων που θα παρασχεθούν, αναδεικνύεται καίρια²¹. Επιπρόσθετα, η πρόταση οδηγίας της Επιτροπής για τη δημιουργία ενός συστήματος κανόνων σχετικά με την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων σε καθεστώς αφερεγγυότητας²² κατευθύνεται και προς την εναρμόνιση των μηχανισμών αναδιάρθρωσης των NPLs, πριν η επιχείρηση τεθεί σε καθεστώς αφερεγγυότητας.

Διαπιστώνεται, κάτω από αυτές τις συνθήκες, ότι το σχέδιο «Ηρακλής» δεν συνιστά παρά μία μόνο πτυχή ενός κανονιστικού νομικού πλαισίου που θα ρυθμίζει το ζήτημα της αντιμετώπισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Αυτό το σχέδιο, ωστόσο, αξιοποιεί και τη ρύθμιση του ν. 4354/15 για τις εταιρείες διαχείρισης απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια, οι οποίες συνιστούν «διαχειριστές» κατά την έννοια του ν. 4649/19. Ιδιαίτερα οι ενέργειες που προτείνει η Επιτροπή στο σχέδιο δράσης το οποίο διαγράφεται στην

έκθεσή της του 2018, θα λειτουργήσουν και ως μέσα διευκόλυνσης της αποτελεσματικής εφαρμογής του ν. 4649/19.

3. Το σχέδιο «Ηρακλής» και η ιταλική εμπειρία στη διαχείριση των NPLs

Ο σκοπός της απαλλαγής των τραπεζικών ισολογισμών από τα NPLs μέσω του σχεδίου «Ηρακλής» (ν. 4649/19) είναι διττός: γίνεται για το ξεκαθάρισμα των ισολογισμών από τα NPLs, αλλά και για να απελευθερωθούν (ίδια) κεφάλαια από το παθητικό των συστημικών τραπεζών, ώστε να επιτευχθεί νέα, φθηνή πλέον, χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, με σκοπό την ανάπτυξη.

Το σχέδιο «Ηρακλής» θα επιτρέψει τη μείωση των NPLs κατά τρόπο συμβατό με τους ισχυρούς ευρωπαϊκούς κανόνες περί ανταγωνισμού, επιτρέποντας σε επόμενο στάδιο να ανοίξει και η ατζέντα της ευρωπαϊκής εγγύησης καταθέσεων αλλά και της περαιτέρω ενοποίησης των κεφαλαιαγορών, με σκοπό τις διασυννοριακές χρηματοδοτήσεις επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να βοηθήσουν προς την περαιτέρω ευρωπαϊκή τραπεζική ενοποίηση.

Με το συγκεκριμένο θεσμικό μοντέλο («Ηρακλής») καθιερώνεται η δυνατότητα του κράτους-μέλους να παρεμβαίνει, ως ιδιώτης επενδυτής, και να αμείβεται (ή να ζημιώνεται) για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει από τα NPLs όπως ακριβώς ένας ιδιώτης επενδυτής²³. Αυτό εξασφαλίζεται ιδίως με βάση τα ακόλουθα στοιχεία:

- α) Ο κίνδυνος που θα αναλαμβάνει το κράτος, θα είναι περιορισμένος²⁴, δεδομένου ότι η κρατική εγγύηση ισχύει μόνο για το τμήμα ανώτερης εξασφάλισης των τίτλων (seniors) που πουλάει ο φορέας της τιτλοποίησης (SPV). Ένας ανεξάρτητος οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, εγκεκριμένος από την ΕΚΤ, θα καθορίσει το μέγεθος του τμήματος ανώτερης εξασφάλισης²⁵ (EC, 2019).

21. Βλ. και Miglionico, ό.π., 768.

22. Proposal for a directive on preventive restructuring, insolvency and discharge procedure and amending directive 2012/30/EU, COM (2016) 723 final.

23. Το AMC blueprint της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2018, σσ. 30-39) προβλέπει και άλλα θεσμικά σενάρια για τη μεταφορά των NPLs εκτός των τραπεζών, τα οποία όμως δεν επιλέχθηκαν για την ελληνική περίπτωση.

24. Σύμφωνα με εκτιμήσεις που διατυπώθηκαν με αφορμή τον πρόσφατο ν. 4649/19 για την τιτλοποίηση των NPLs, η παροχή κρατικών εγγυήσεων δεν αναμένεται να ξεπεράσει τα 12 δισ. ευρώ (άρθρο 6).

25. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισημαίνει πως το τμήμα ανώτερης εξασφάλισης (seniors) θα πρέπει να έχει αξιολόγηση BB- ή υψηλότερη από έναν ανεξάρτητο και αξιόπιστο διεθνή οίκο αξιολόγησης.

- β) Η κρατική εγγύηση για το τμήμα ανώτερης εξασφάλισης (seniors tranches) θα τίθεται σε ισχύ, εφόσον έχει γίνει ήδη η αξιολόγησή της –με βάση τα NPLs που καλύπτει/αντιπροσωπεύει– σε τέτοια βαθμίδα και εφόσον το ήμισυ και πλέον (50%+1) των εκδοθέντων ομολόγων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (junior tranches), για το SPV, έχει ήδη προπωληθεί επιτυχώς σε ιδιώτες επενδυτές (Άρθρο 10, ν. 4649/19). Με τον τρόπο αυτό θα δοκιμάζεται και θα καθορίζεται η κατανομή των κινδύνων των διαφόρων τμημάτων της τιτλοποίησης από την αγορά (π.χ. senior, mezzanine & junior tranches), προτού εν συνεχεία το κράτος αναλάβει οποιονδήποτε συγκεκριμένο κίνδυνο.
- γ) Η αμοιβή από τις εγγυήσεις του Δημοσίου/κράτους, για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει, θα είναι σύμφωνη με τους όρους της αγοράς και θα αντιστοιχεί στο επίπεδο και τη διάρκεια του κινδύνου που αναλαμβάνει, όταν χορηγεί εγγύηση (π.χ. οι εγγυήσεις αυτές θα εκτείνονται σε διάρκεια 10ετίας και δεν θα είναι εμπροσθοβαρείς). Η πληρωμή δηλαδή των προμηθειών (εγγυήσεων του κράτους) θα είναι σχετικά ευνοϊκές για τις τράπεζες²⁶.
- δ) Θα υπάρχει βεβαίωση ορκωτού ελεγκτή ότι η διαχείριση των απαιτήσεων της τιτλοποίησης έχει ανα-

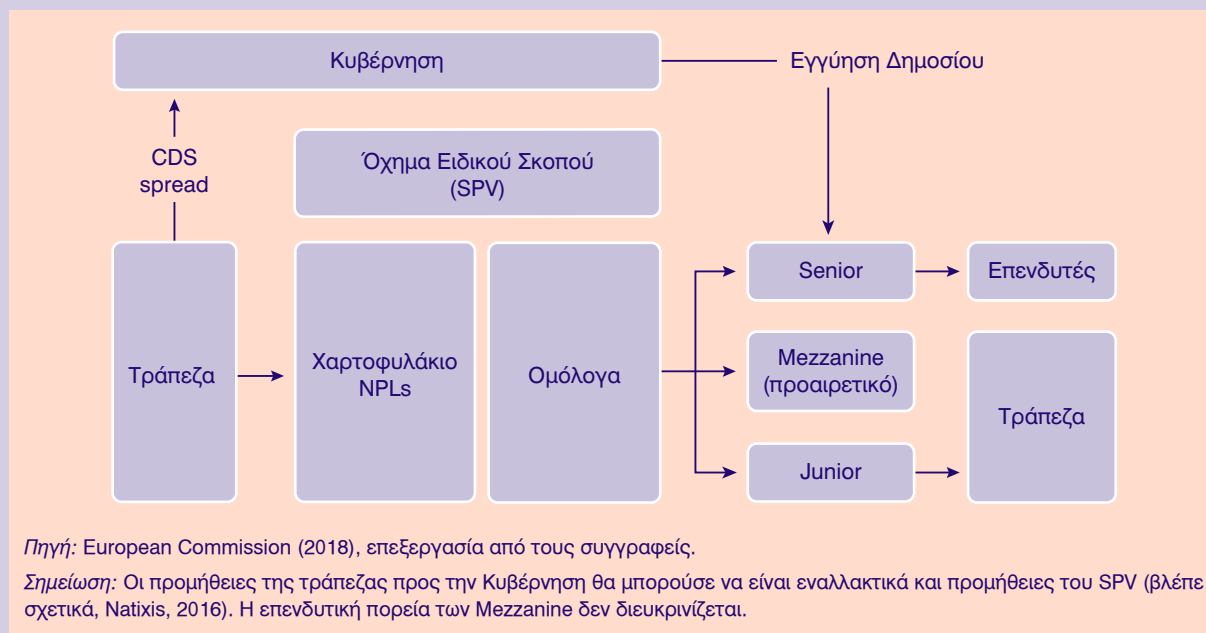
τεθεί σε διαχειριστή, ο οποίος όμως δεν ελέγχεται από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα (δηλαδή ανεξάρτητος διαχειριστής).

Σε ό,τι αφορά τις ελληνικές τράπεζες, η συμμετοχή τους στο σχέδιο «Ηρακλής» έχει σε πρώτη φάση δύο σοβαρά πλεονεκτήματα: α) βελτιώνει την ποιοτική σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού τους, μιας και μειώνει την έκθεση του κινδύνου (RWA²⁷) της τράπεζας σε «προβληματικά» στοιχεία και β) επιβάλλει θεσμικά τη διακράτηση στο ενεργητικό τους του τμήματος ανώτερης εξασφάλισης των εκδιδόμενων ομολόγων της τιτλοποίησης (seniors). Η ύπαρξη των τίτλων ανώτερης εξασφάλισης στο ενεργητικό των τραπεζών λειτουργεί θετικά με δύο τρόπους: προκαλεί απελευθέρωση κεφαλαίων, στα πλαίσια της επάρκειας κεφαλαίων βάσει και των αρχών της Βασιλείας III (2016), μιας και οι νέοι αυτοί τίτλοι έχουν μηδενικό συντελεστή σταθμισμένου κινδύνου (RWA), αλλά επίσης διότι δύναται να αποτελούν εγγυήσεις προς την ΕΚΤ σε περίπτωση αναζήτησης ρευστότητας εκ μέρους τους, μέσω της λειτουργίας χρήσης/ανταλλαγής βραχυπρόθεσμων τίτλων (repos).

Να επισημάνουμε εδώ ότι η ελληνική κυβέρνηση αλλά και η ΤτΕ, μέσω της ενεργοποίησης του σχεδίου «Ηρακλής», δείχνουν, σε κάποιο βαθμό, τη «συμμόρφωση» τους προς την προαναφερθείσα πρόταση/πλαίσιο της

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Περιγραφή της τραπεζικής τιτλοποίησης των NPLs (Ιταλία)



26. Ο τρόπος υπολογισμού των προμηθειών παρουσιάζεται αναλυτικά στο Παράρτημα Β του ν. 4649/19 για την τιτλοποίηση των NPLs.

27. RWA: risk weighted assets (σταθμισμένος κίνδυνος των στοιχείων του ενεργητικού).

Ευρωπαϊκής Επιτροπής (AMC blueprint) και εμμέσως πλην σαφώς την προτίμησή τους στο «ιταλικό» μοντέλο για τη μείωση των NPLs των τραπεζών²⁸. Μια σημαντική παρουσίαση του μοντέλου αυτού γίνεται στο Διάγραμμα 1 πιο πάνω.

Ερμηνεύοντας περαιτέρω το παραπάνω Διάγραμμα 1, επισημαίνεται ότι οι εγγυήσεις του Ιταλικού Δημοσίου (Ι.Δ.) προς τα ομόλογα ανώτερης εξασφάλισης της τιτλοποίησης (seniors) δεν ήταν δεδομένες και η τιμολόγησή τους, από μέρους του Ι.Δ., υπολογίστηκε βάσει ενός προσδιορισμένου καλαθιού από τα CDS spread των ιταλικών ομολόγων. Πάνω σε αυτή τη βάση του καλαθιού των CDS των ιταλικών ομολόγων, υπολογίστηκε και η προμήθεια (fees) που κλήθηκαν να πληρώσουν οι τράπεζες (ή εναλλακτικά τα SPVs) προς το Ι.Δ. Η προμήθεια αυτή ήταν μια κλιμακωτή συνάρτηση του χρόνου ωρίμανσης των CDS επί του ποσού των ομολόγων ανώτερης εξασφάλισης της τιτλοποίησης (seniors) συν κάποιο penalty (με βάση την απόδοση των πληρωμών που διενεργήθηκαν τα προηγούμενα έτη). Με τον τρόπο αυτό, όπως αναφέρει και η Crociata (2016), θα απέφευγε και η ιταλική κυβέρνηση την παραβίαση των αρχών περί ανταγωνισμού της ΕΕ.

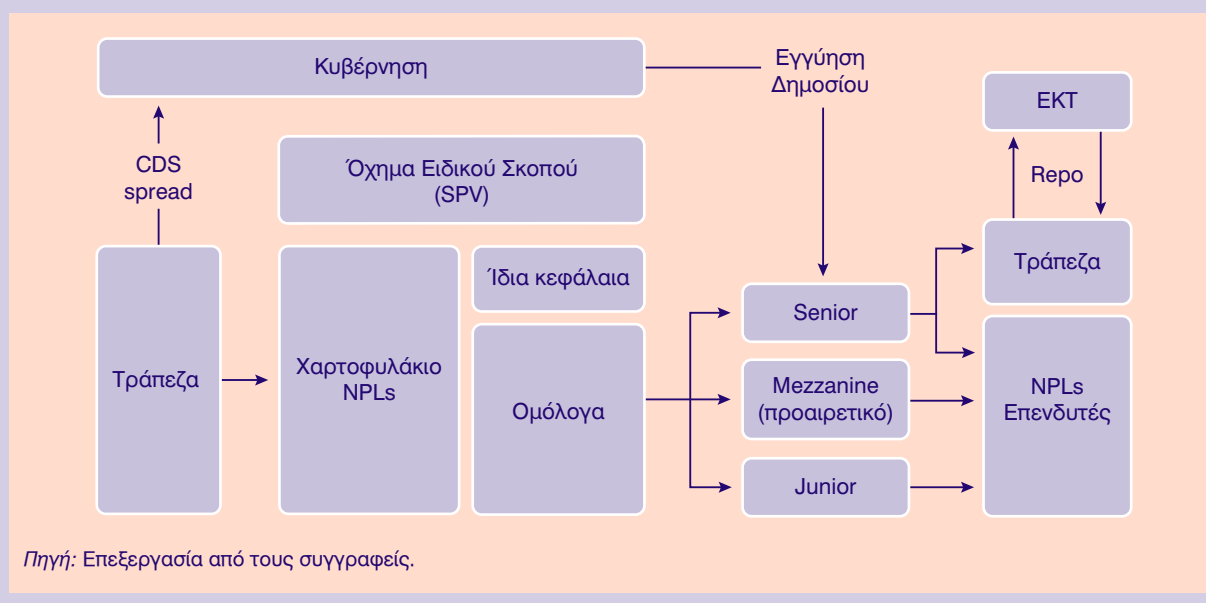
Επίσης, ούτε τα μεσαίας αλλά ούτε και τα χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα της τιτλοποίη-

σης (mezzanine και junior tranches αντίστοιχα) των SPVs δεν καλύπτονται από κάποιας μορφής εγγύηση του Ι.Δ. Τέλος να επισημάνουμε εδώ ότι οι ιταλικές τράπεζες –εν αντιθέσει προς το σχέδιο «Ηρακλής»– είχαν τη δυνατότητα να διακρατήσουν στο ενεργητικό τους μόνο χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα από την τιτλοποίηση (juniors).

Σε ό,τι αφορά την περίπτωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, λόγω των ιδιαιτεροτήτων που ξεκινούν κυρίως από το ποσοστό των NPLs, σε σχέση με το σύνολο των δανείων, αναμένεται να υπάρχουν κάποιες περαιτέρω διαφοροποιήσεις σε σχέση με την παραπάνω ανάλυση. Συγκεκριμένα, σε αντίθεση με την περίπτωση της Ιταλίας, τα senior τμήματα του SPV θα διακρατηθούν από τις συστημικές τράπεζες, ενώ τα χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα (πιθανόν και τα μεσαίας εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα) θα διατεθούν στους ιδιώτες επενδυτές. Με βάση μια τέτοια εξέλιξη, τα υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας τμήματα που θα κρατήσουν οι τράπεζες, θα μπορούν, όπως ήδη αναφέραμε, να αποτελούν τριτεγγυήσεις, προς την ΕΚΤ, σε περίπτωση αναζήτησης ρευστότητας μέσω της χρήσης βραχυπρόθεσμων τίτλων (repos)²⁹. Στο Διάγραμμα 2 πιο πάνω παρουσιάζεται μια σχεδιαστική προσομοίωση του σχεδίου «Ηρακλής».

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Το ελληνικό σχήμα της τραπεζικής τιτλοποίησης των NPLs («Ηρακλής»)



28. Το «ιταλικό» μοντέλο για τη μείωση των NPLs των τραπεζών εγκρίθηκε τον Φεβρουάριο του 2016 από την Commission με την ονομασία GACS (*Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze*).

29. Βλέπε σχετικά European Commission (AMC blueprint, 2018), p. 15.

Σε ό,τι αφορά τώρα τον τρόπο που θα καθοριστεί η αξία τμημάτων της τιτλοποίησης των NPLs (senior, mezzanine & junior tranches) από την αγορά, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι αυτό θα υλοποιηθεί –όπως αναφέρει και ο ν. 4649/19– μέσω ενός αξιόπιστου χρηματοοικονομικού οίκου, ο οποίος και θα αξιολογήσει/διαβαθμίσει τα τμήματα αυτά των δανείων. Με βάση αυτή τη διαβάθμιση θα καθοριστεί εν συνεχεία ο χρόνος ωρίμανσης, τα επιτόκια απόδοσης αλλά και οι συμβάσεις αποπληρωμής των αντίστοιχων ομολόγων τους. Έτσι, για παράδειγμα, όπως και στην ιταλική περίπτωση, το επιτόκιο των τμημάτων ανώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας (seniors), δεδομένης της εγγύησης του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Δ.), θα είναι πολύ χαμηλό³⁰, ενώ των δύο τμημάτων χαμηλότερης εξοφλητικής προτεραιότητας (mezzanine & juniors) θα είναι σαφώς υψηλότερο και χωρίς κάλυψη. Εν κατακλείδι, η εκτενής αξιολόγηση των επιμέρους κατηγοριών των NPLs θα διασφαλίσει ότι οι υποχρεώσεις που θα απορρέουν από τους αντίστοιχους εκδοθέντες τίτλους, από το SPV, τα επόμενα χρόνια, θα μπορούν να καλυφθούν από τις εισροές που θα υπάρχουν από τη διαχείριση αυτών των επιμέρους δανειακών χαρτοφυλακίων.

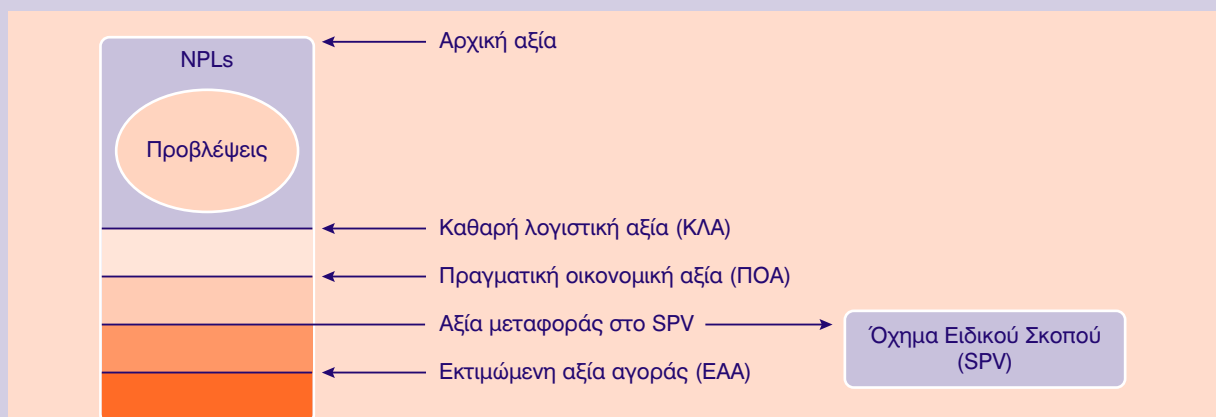
Παρεμπιπτόντως, ένας έμμεσος αλλά και εμπειρικός τρόπος ποσοτικής επιλογής των επιμέρους τμημάτων των τίτλων/ομολόγων, τόσο της ανώτερης όσο και της χαμηλότερης εξοφλητικής προτεραιότητας, με βάση την τιμολόγηση των NPLs, παρουσιάζεται στο AMC blueprint της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2018).

Συγκεκριμένα, με βάση το Διάγραμμα 3, γίνεται κατανοητό ότι τα NPLs –όπως πιθανόν αναμένει και η τραπεζική αγορά– συνήθως δεν πωλούνται στην καθαρή λογιστική αξία (ΚΛΑ) για λόγους που σχετίζονται είτε με τους λογιστικούς κανόνες της τραπεζικής είτε με τα γενικότερα κίνητρα των τραπεζών (π.χ. οι προβλέψεις των τραπεζών έχουν μια σαφή μορφή υποκειμενικότητας και μεταβλητότητας). Έτσι, συνήθως, η πραγματική οικονομική αξία (ΠΟΑ) των NPLs είναι μικρότερη της ΚΛΑ. Επιπρόσθετα, όσο πιο μη αποτελεσματική (non-efficient) και χωρίς ρευστότητα (illiquid) είναι μια τραπεζική αγορά, τόσο η εκτιμώμενη αξία αγοράς (ΕΑΑ) των NPLs πέφτει ακόμα πιο χαμηλά, όπως αναφέρει και το AMC blueprint (2018), σε επίπεδα χαμηλότερα και από την αξία μεταφοράς τους στο SPV. Επισημαίνει μάλιστα ότι όσο η ρευστότητα και η αποτελεσματικότητα της τραπεζικής αγοράς των NPLs είναι υψηλή, τόσο η ΠΟΑ όσο και η ΕΑΑ τους θα τείνουν να εξισώνονται (προς την ΠΟΑ).

Έτσι, με βάση την παραπάνω ανάλυση, αναμένεται ότι στα υψηλής διαβάθμισης NPLs οι δύο αξίες (πραγματική και εκτιμώμενη) θα συγκλίνουν προς την πραγματική (ΠΟΑ), ενώ στα χαμηλότερης διαβάθμισης NPLs οι δύο αξίες θα απομακρύνονται με τελική «υπερίσχυση» της εκτιμώμενης αξίας (ΕΑΑ). Στη συνέχεια και κατά αναλογικότητα, τα υψηλότερης αξιολόγησης NPLs θα αντιστοιχούν στα ομόλογα υψηλότερης εξασφάλισης του SPV (seniors), ενώ τα χαμηλότερης αξιολόγησης NPLs θα αντιστοιχούν σε ομόλογα χαμηλότερης εξασφάλισης (juniors).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

Ο υπολογισμός της τιμολόγησης των NPLs βάσει του AMC blueprint της ΕΕ



Πηγή: European Commission (2018).

30. Το επιτόκιο των τμημάτων ανώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας της τιτλοποίησης πιθανόν να συμψηφίζει μέρος της προμήθειας εγγύησης που θα καταβάλλουν οι τράπεζες στο Δημόσιο.

Για την καλύτερη κατανόηση του παραπάνω ζητήματος της επιλογής έκδοσης των ομολόγων, θα δώσουμε ένα απλό λογιστικό παράδειγμα: Ας υποθέσουμε ότι όλα τα υπό τιτλοποίηση δάνεια (NPLs) έχουν ονομαστική αξία €100 αλλά, λόγω διενέργειας προβλέψεων απομείωσής τους, η καθαρή λογιστική τους αξία (ΚΛΑ) στις τράπεζες είναι στα €60. Επιπρόσθετα, ας υποθέσουμε ότι τα δάνεια αυτά, όταν τελικά μεταβιβαστούν, στο νεοσχηματισθέν SPV, θα πωληθούν αντί ενός μέσου ποσού €40. Κατ' επέκταση τα υψηλής αξιολόγησης NPLs αναμένεται να έχουν αξία στα €50, που αντιστοιχεί στην ΠΟΑ, ενώ τα χαμηλής αξιολόγησης NPLs αναμένεται να έχουν αξία στα €30, που αντιπροσωπεύει την ΕΑΑ. Σημειωτέον εδώ ότι τη (μέση) ονομαστική διαφορά των €20 (Καθαρή λογιστική αξία – Αξία μεταφοράς στο SPV) θα πρέπει οι τράπεζες να αποφύγουν να την καταγράψουν ως ζημία στο ισολογισμό τους, ώστε να μην επιβαρύνουν τα ίδια κεφάλαιά τους και άρα να μην χρειαστούν κάποιες μορφής νέα κεφαλαιοποίηση.

Για να μην γίνει αυτό –η καταγραφή δηλαδή μιας ζημίας στις τράπεζες– η (μέση) αυτή λογιστική διαφορά των €20, όπως αναφέραμε παραπάνω, θα μπορούσε να καλυφθεί με μια ποσοτική έκδοση ομολόγων ανώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας (seniors) για τα «καλά» NPLs, τα οποία θα λάβουν και την εγγύηση του Ε.Δ. και στη συνέχεια θα διακρατηθούν αποκλειστικά από τις τράπεζες. Από την άλλη πλευρά, με μια ποσοτική έκδοση ομολόγων χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (juniors), θα καλυφθούν τα «πολύ προβληματικά» NPLs χωρίς καμία περαιτέρω εξωτερική εγγύηση. Επιπρόσθετη και αυστηρή προϋπόθεση για να μην έχουμε νέες προβλέψεις και να μην υποστούν κεφαλαιακές απώλειες οι ελληνικές τράπεζες, από τη μεταβίβαση των NPLs στο SPV: Θα πρέπει το Ε.Δ. να είναι ή να αναμένεται να γίνει διεθνώς αξιόχρεο (investment graded).

Σημειώνεται πως τα συγκεκριμένα ομόλογα ανώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας, όπως αναφέρει και ο ν. 4649/19, θα «ενεργοποιηθούν» με την προϋπόθεση της κατά ελάχιστον πώλησης στη διεθνή αγορά του 50%+1 των άλλων τύπων ομολόγων, δηλαδή των ομολόγων μεσαίας και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται ότι οι τράπεζες δεν θα στηρίξουν την κάλυψη των NPLs αποκλειστικά ή κατά μεγάλο μέρος σε τίτλους με την εγγύηση του Ε.Δ. Επίσης, να υπενθυμίσουμε ότι η παροχή, από πλευράς του Ε.Δ., της εγγύησής του στα ανώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας ομόλογα δεν μπορεί να θεωρηθεί ως κρατική βοήθεια-στήριξη, δεδομένου ότι το Δημόσιο θα εισπράττει προμήθεια εγγύησης που θα καθοριστεί με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια, βάσει ενός καλαθιού των CDS από διάφο-

ρα ελληνικά ομόλογα (βλέπε Παράρτημα Β του ν. 4649/19).

Ένα επιπλέον θέμα που φαίνεται πως αναδεικνύεται στην ελληνική περίπτωση του SPV, και καταδεικνύεται σχηματικά στο Διάγραμμα 2, είναι η σοβαρή αναγκαιότητα της ύπαρξης ιδίων κεφαλαίων (equity) για την αρχική φάση λειτουργίας (set up) του όλου σχεδίου «Ηρακλής». Πιο αναλυτικά, θα ήταν αναγκαίο να υπάρχουν τα κεφάλαια αυτά στο παθητικό του SPV, με σκοπό την αντιμετώπιση ζημιών από τα νομικά, διοικητικά, λειτουργικά, αντισταθμιστικά, διαχειριστικά κόστη που θα υπάρξουν, το αρχικό χρονικό διάστημα λειτουργίας του οχήματος αυτού. Η ύπαρξη των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζεται επίσης και ως υποκατάστατο της κρατικής εγγύησης (βλέπε AMC blueprint, 2018, p. 16).

4. Μια υπολογιστική εκτίμηση βιωσιμότητας ενός SPV στα πλαίσια του σχεδίου «Ηρακλής»

Σκοπός της παρακάτω ενότητας είναι να εκτιμήσουμε, βάσει ορισμένων υποθέσεων, την απόδοση που θα πρέπει να έχει ένα SPV (στα πλαίσια του σχεδίου «Ηρακλής») προς το οποίο θα μεταβιβαστούν τα NPLs των τραπεζών, προκειμένου οι χρηματοροές που προκύπτουν από τη διαχείρισή τους να αποδίδουν επαρκώς, έτσι ώστε το SPV να κατορθώνει να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις που αυτό δημιουργεί. Η συνθήκη αυτή εξασφαλίζει και τη μακροπρόθεσμη, διαχρονικά βιώσιμη λειτουργία του, απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού απεξάρτησης του ενεργητικού των συστημικών τραπεζών από τα NPLs τους.

Το πρόβλημα:

Το SPV θα εκδώσει ομόλογα διαφόρων τύπων σε αντάλλαγμα των προς αυτό μεταβιβασθεισών απαιτήσεων κατά βάση από τα NPLs. Ως γνωστόν, τα ομόλογα αυτά, με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο που θα εμπεριέχουν, θα διαβαθμιστούν σε Senior, Mezzanine & Junior (βλέπε Διάγραμμα 2). Κάθε κατηγορία ομολόγων θα φέρει και διαφορετικό κουπόνι, το ύψος του οποίου σε μεγάλο βαθμό θα αντικατοπτρίζει τις προτεραιότητες εξόφλησής του, σε συνδυασμό και με το ύψος των διαθέσιμων προς τον σκοπό αυτό ταμειακών ροών που θα προκύπτουν από τη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού του. Το κουπόνι θα είναι η απόδοση του κάθε ομολόγου και θα πρέπει να προσδιοριστεί με τέτοιο τρόπο, ώστε να αποφευχθεί η εσφαλμένη τιμολόγησή του. Το ύψος του κουπονιού θα καθορίσει και το αγοραστικό ενδιαφέρον των υποψήφιων επενδυτών.

Τα ομόλογα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (senior) θα λάβουν την εγγύηση του Δημοσίου υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις και συνεπώς το κουπόνι που θα φέρουν, σε μεγάλο βαθμό, θα ανταποκρίνεται στις πιστωτικές συνθήκες του εγγυητή. Επιπλέον, τα ομόλογα αυτά προηγούνται σε εξοφλητικό δικαίωμα έναντι των υπόλοιπων σειρών και συνεπώς έχουν πρώτη προτίμηση εξόφλησης από τις διαθέσιμες ταμειακές ροές που παράγουν τα περιουσιακά στοιχεία του SPV. Συνεπώς το επίπεδο τιμολόγησης των προσαρτώμενων σε αυτά κουπονιών αναμένεται –αντικατοπτρίζοντας τα δύο αυτά χαρακτηριστικά– να είναι το χαμηλότερο σε σχέση με τους άλλους δύο τύπους ομολόγων.

Τα ομόλογα μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης (mezzanine & junior) έπονται σε δικαιώματα εξόφλησης των ομολόγων υψηλής προτεραιότητας και επιπλέον δεν φέρουν εξασφαλίσεις και ούτε κάποιου είδους εγγυήσεις. Για τον λόγο αυτό, τα κουπόνια τους είναι υψηλότερα αυτών της κατηγορίας των seniors, προκειμένου να δελεάσουν τους υποψήφιους αγοραστές να επενδύσουν.

Τα NPLs που θα μεταβιβαστούν από τις τράπεζες έχουν μία συγκεκριμένη λογιστική αξία, η οποία προκύπτει από την ονομαστική τους αξία, αφού αφαιρεθούν οι προβλέψεις που έχουν σχηματιστεί εξαιτίας του γεγονότος ότι παραμένουν μη εξυπηρετούμενα. Οι σχηματισθείσες αυτές προβλέψεις ανταποκρίνονται, ως έναν βαθμό, στην πιθανή ζημία από τη ρευστοποίηση παντός είδους εξασφαλίσεων που καλύπτουν τα δάνεια αυτά, ή στην πιθανή ζημία από την αδυναμία παραγωγής ικανού ύψους ταμειακών ροών από πλευράς του αντισυμβαλλομένου για την εξόφληση των υποχρεώσεων που τα δάνεια αυτά δημιουργούν (αποπληρωμές κεφαλαίου και τόκων).

Επιπλέον της λογιστικής τους αξίας, τα δάνεια αυτά έχουν:

- Αγοραία αξία (market value), η οποία συνίσταται ουσιαστικά στην τιμή στην οποία θα ήταν διατεθειμένος να τα αγοράσει ο ανεξάρτητος επενδυτής και να ανακτήσει τη μελλοντική αξία των ποσών που κατέβαλε για την αγορά τους, είτε αναδιαρθρώνοντάς τα, είτε εκποιώντας τις εξασφαλίσεις που τα καλύπτουν σε αγοραίες τιμές, μειωμένες βέβαια κατά τα έξοδα που θα προκύψουν καθ' όλο το διάστημα διαχείρισής τους. Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται και τα λειτουργικά έξοδα του αποκτώντος κ.λπ. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που καθιστούν την αγοραία αξία να υπολείπεται της λογιστικής, είναι: α) το γεγονός ότι οι τράπεζες, στην αποτίμηση της αξίας των NPLs τους, δεν υπολογίζουν τα κόστη προσωπικού και γενικά τα έμμεσα κόστη διαχείρισής τους παρά μόνον τα

άμεση κόστη ανάκτησής τους και β) στο ότι, για να προκύψει η τιμή στην οποία είναι διατεθειμένος ο επενδυτής να αγοράσει αυτού του είδους τα περιουσιακά στοιχεία, προεξοφλεί τις αναμενόμενες ταμειακές ροές με επιτόκιο που εν πολλοίς αντανακλά την κεφαλαιακή του διάρθρωση, η οποία, σε μεγάλο βαθμό, αφορά κεφάλαια με υψηλότερες απαιτούμενες αποδόσεις (π.χ. ίδια).

- Αξία μεταβίβασης (transfer price), που στην περίπτωση της απουσίας κρατικής παρέμβασης ταυτίζεται με την παραπάνω αγοραία αξία. Η κρατική παρέμβαση μέσω της παροχής εγγυήσεων σε κάποιες από τις σειρές των ομολόγων, όπως την περίπτωση που εξετάζουμε, δίνει αξία στη συναλλαγή εξαλείφοντας τον κίνδυνο αθέτησης για τις σειρές αυτές. Επιπλέον, το Δημόσιο, ως ουσιαστικός εταίρος και εγγυητής, επιβάλλει ένα αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο διαχείρισης και παρακολούθησης των μεταβιβασθέντων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών με την υποχρέωση, από πλευράς των διαχειριστών, της κατάρτισης αναλυτικών επιχειρηματικών σχεδίων, με την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση μη επίτευξης των προκαθορισμένων στόχων απόδοσης των επιχειρηματικών σχεδίων και με τη χορήγηση πρόσκαιρου δικαιώματος συντεταγμένης και ελεγχόμενης υπό όρους αθέτησης υποχρεώσεων που δημιουργούν κάποιες από τις σειρές των ομολόγων, σε περίπτωση που πραγματικότητα και προβλέψεις διαφέρουν σημαντικά. Τα παραπάνω μέτρα έχουν ως σκοπό να συμβάλλουν ενεργά στον παραλληλισμό εισπράξεων από τη διαχείριση των NPLs και πληρωμών οι οποίες αφορούν κυρίως υποχρεώσεις αποπληρωμής τόκων και κεφαλαίου που απορρέουν από τα εκδοθέντα ομόλογα.
- Πραγματική οικονομική αξία των δανείων (real economic value). Αυτή ουσιαστικά προκύπτει από την αγοραία αξία, αν στην τελευταία προστεθούν οι απομειώσεις και εκπτώσεις τις οποίες θα υπολόγιζε ο ανεξάρτητος υποψήφιος αγοραστής του χαρτοφυλακίου των δανείων και απορρέουν από την πιθανή ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης και έλλειψης ρευστότητας στην αγορά του είδους αυτού των περιουσιακών στοιχείων. Θεωρητικά μιλώντας, κάτω από συνθήκες πλήρους πληροφόρησης και εκτενούς, αποτελεσματικού και σε βάθος μηχανισμού αγοράς, οι δύο τιμές, δηλαδή η οικονομική αξία των δανείων με την αγοραία αξία τους, θα ταυτίζονταν, με τη δεύτερη προφανώς να προσεγγίζει την πρώτη.

Αναφορικά με το μείγμα των ομολόγων της κάθε κατηγορίας, αναμένεται ότι τα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης θα κυριαρχούν των υπόλοιπων δύο κατη-

γοριών. Οι τίτλοι αυτοί θα δοθούν στις τράπεζες ως αντάλλαγμα για τη μεταβίβαση του μεγαλύτερου μέρους των NPLs τους και έτσι, με τον τρόπο αυτό, οι προβλέψεις που θα χρειαστεί να σχηματίσουν οι τελευταίες, θα είναι οι μικρότερες δυνατές, καθώς τη θέση των προβληματικών τους δανείων θα καταλάβουν ομολογιακοί τίτλοι με την εγγύηση του Δημοσίου και με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους εξόφλησης. Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε και στην Ενότητα 3, οι τίτλοι αυτοί στα χέρια των τραπεζών μπορεί να αποτελέσουν υποκείμενα για τη δημιουργία προϊόντων repos ή να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρα στην κεντρική τράπεζα, αμφότερα εργαλεία για άντληση ρευστότητας.

Επιπρόσθετα, θα πρέπει να γίνει προσπάθεια οι τίτλοι μειωμένης προτεραιότητας εξόφλησης να διατεθούν σε ιδιώτες επενδυτές, και μάλιστα το κράτος να θέσει και συγκεκριμένους ποσοτικούς περιορισμούς ως προς τον ελάχιστο όγκο του τύπου αυτού των ομολόγων που θα πρέπει να πωληθούν, προκειμένου να επιτευχθεί επαρκής διάχυση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου και επιπλέον για να υπάρξει πλήρης απαλλαγή των «τοξικών» στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών. Οι αναλογούντες τόκοι, όπως και το κεφάλαιο των ομολόγων αυτών θα έπονται σε σειρά εξόφλησης των υψηλότερης σειράς ομολόγων (με τους τόκους των ομολόγων μεσαίας εξοφλητικής προτεραιότητας να έπονται των τόκων της υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης). Τα ομόλογα αυτά δεν θα φέρουν κανενός είδους εγγυήσεις και δεν θα καλύπτονται με κάποιου είδους εξασφαλίσεις. Τα παραπάνω στοιχεία καθιστούν τους συγκεκριμένους τίτλους οπωσδήποτε υψηλότερης απόδοσης από αυτούς των υψηλότερης προτεραιότητας εξόφλησης εγγυημένων ομολόγων, προκειμένου να προσελκύσουν το ενδιαφέρον αγοράς τους από τους μελλοντικούς επενδυτές.

Το ισχύον αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας του SPV, καθώς και η πειθαρχία που αυτό επιβάλλει όσον αφορά τη διαχείριση, τον τρόπο εξόφλησης της σειράς, όπως και την αθέτηση των πληρωμών των ομολόγων κατώτερης εξοφλητικής προτεραιότητας, αποτελεί επίσης κίνητρο για τους ανεξάρτητους επενδυτές να επιδιώξουν την αγορά τους. Επίσης, στον βαθμό που τα ομόλογα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης θα καλύψουν πλήρως την αξία μεταβίβασης των NPLs, επιτρέπει μέρος από τα κεφάλαια που θα αντληθούν από τη διάθεση των κατώτερης σειράς τίτλων να χρησιμοποιηθούν και για την ταμειακή θωράκιση του SPV. Το γεγονός αυτό γίνεται ένα απαραίτητο εργαλείο, προκειμένου να μπορεί το SPV να αντεπεξέρχεται στις αρχικές του υποχρεώσεις και στα πρώτα έξοδα που θα προκύπτουν από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του, καθώς αυτό στα πρώτα στάδια λειτουργίας του πιθανόν να υποαπο-

δίδει λόγω της μεσολάβησης ενός γραφειοκρατικού διαστήματος μεταβίβασης, όπως και της μη ενεργού και αποτελεσματικής διαχείρισης, από πλευράς των νέων διαχειριστών, ως συνέχεια αυτών που εφαρμόζονταν ήδη από τα τμήματα διαχείρισης των τραπεζών. Ειδικά για το πρώτο αυτό διάστημα, η επιδίωξη μεταφοράς ως ένα βαθμό και των ατόμων που διαχειρίζονται τα δάνεια αυτά στις εταιρείες που θα αναλάβουν τη διαχείρισή τους και φυσικά η πλήρης απεμπλοκή τους από τις πρότερες θέσεις τους στις τράπεζες που μεταβιβάζουν, θα βοηθούσε εξαιρετικά στη μεταφορά τεχνογνωσίας και εμπειριών και θα μείωνε το διάστημα της μη ενεργού διαχείρισης του χαρτοφυλακίου των δανείων αυτών.

Τέλος, τα ομόλογα μειωμένης προτεραιότητας εξόφλησης μπορεί να ανακόψουν ως ένα βαθμό, και σε συνδυασμό με την ύπαρξη ιδίων κεφαλαίων, την αρνητική εικόνα που θα παρουσιάζει η καθαρή θέση του SPV, κατά τα πρώτα στάδια λειτουργίας του, ως συνέπεια των προαναφερθεισών αιτιών (χαμηλή αποδοτικότητα).

Με βάση τα ανωτέρω αναζητούνται:

- 1) Το διάστημα, σε έτη, που μεσολαβεί μέχρι να εξοφληθεί ο κάθε τύπος ομολόγου που θα εκδοθεί, δηλαδή αυτά της υψηλής, μέσης και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης. Το διάστημα αυτό διερευνάται τόσο ανά επίπεδο απόδοσης του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης όσο και ανά αξία τύπου ομολόγου. Με βάση τους πίνακες που ακολουθούν, συμπεραίνεται και το επίπεδο της ελάχιστης απόδοσης του χαρτοφυλακίου των δανείων που θα μεταβιβαστούν, προκειμένου το SPV να μπορεί να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις του, οι οποίες κατά βάση αφορούν αποπληρωμές τόκων και κεφαλαίου των ομολόγων που θα εκδώσει. Οι αποδόσεις αυτές προέρχονται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα προκύπτουν από τη διαχείριση των NPLs, πέρα βέβαια και από τις πληρωμές προς τις εταιρείες διαχείρισης στις οποίες θα ανατεθεί η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των δανείων αυτών.
- 2) Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης, προκειμένου να μην απομείνει ανεξόφλητο κεφάλαιο στα εκδοθέντα ομόλογα της μεσαίας και χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας αποκλειστικά (με δεδομένο ότι τα υψηλής προτεραιότητας καλύπτονται από την εγγύηση του Δημοσίου), καθώς και τα επίπεδα αποδόσεων που δημιουργούν κεφαλαιακές ζημιές και τι ύψους θα είναι αυτές.
- 3) Η σημασία της ύπαρξης ομολόγων χαμηλής και μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης, καθώς και

ο συνδυασμός των τίτλων αυτών που θα επιταχύνει το διάστημα εξόφλησης όλων των ομολόγων, συμπεριλαμβανομένων και αυτών της υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης.

- 4) Ποια θα πρέπει να είναι η προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου των δανείων, προκειμένου να επιτευχθεί η όσο το δυνατό συντομότερη εξόφληση όλων των τίτλων. Το θέμα αυτό είναι σημαντικό και επηρεάζει τόσο την απόφαση του κράτους να παρέχει την εγγύησή του στους τίτλους υψηλής προτεραιότητας, όσο και την επιτυχή διάθεση των τίτλων χαμηλής και μεσαίας εξοφλητικής προτεραιότητας, δεδομένου ότι από αυτό θα κριθεί τόσο η παροχή της εγγύησης όσο και το ενδιαφέρον των επενδυτών να αγοράσουν τους όποιους ανέγγυους τίτλους.

Μέθοδος προσέγγισης

Για την εμπειρική προσέγγιση του προβλήματος, υποθέτουμε ένα χαρτοφυλάκιο NPLs ονομαστικής αξίας €1.000. Ο Πίνακας 1 περιέχει τις λοιπές υποθέσεις του ζητήματος.

Για τη μεταβίβαση του χαρτοφυλακίου του Πίνακα 1, θα εκδοθούν και οι τρεις τύποι ομολόγων υψηλής, μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης, οι οποίοι και θα χρηματοδοτήσουν την εν λόγω αγορά δανείων.

Υποθέτουμε ότι τα ομόλογα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης θα είναι τα υψηλότερα σε αξία. Η αξία των ομολόγων αυτών θα υπερέρχει όλων των υπολοίπων διότι, όπως προείπαμε, οι τράπεζες θα αντικαταστήσουν με αυτά το μεγαλύτερο μέρος των δανείων που θα μεταβιβάσουν εξασφαλίζοντας παράλληλα τη δη-

μιουργία των μικρότερων δυνατών προβλέψεων, επιβαρύνοντας στο ελάχιστο τόσο τα αποτελέσματα όσο και τα κεφάλαια της καθαρής τους θέσης. Τα ομόλογα αυτά θα δοθούν στην τράπεζα ως αντάλλαγμα για τη μεταβίβαση των προβληματικών δανείων και θα καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος της τιμής μεταβίβασης. Τα συγκεκριμένα αυτά ομόλογα θα φέρουν και την εγγύηση του Δημοσίου μέχρι οριστικής αποπληρωμής τους. Επίσης θα εξοφληθούν κατά προτεραιότητα, δηλαδή πριν την εξόφληση και του παραμικρού τμήματος του κεφαλαίου των ομολόγων της ενδιάμεσης προτεραιότητας εξόφλησης και οπωσδήποτε πριν την εξόφληση κεφαλαίου και τόκων των ομολόγων της χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης. Το κουπόνι των ομολόγων του τύπου αυτού θα έχει τη χαμηλότερη τιμή, δεδομένης της υποχρεωτικής και από ανεξάρτητο οίκο αξιολόγησης της διαβάθμισής τους, και κατά προτεραιότητα εξόφλησής τους, καθώς επίσης και της παροχής εγγύησης του Δημοσίου. Το επιτόκιο αυτό υποθέτουμε αρχικά ότι θα είναι 5% και σε αυτό συμπεριλαμβάνεται και η προμήθεια που θα καταβάλλεται ως αντάλλαγμα για την εγγυητική ευθύνη του κράτους. Η προμήθεια για την εγγύηση αυτή βέβαια θα πρέπει να αναπροσαρμόζεται με βάση τη διάρκεια των ομολόγων υπέρ των οποίων θα παραχωρηθεί, αλλά στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης υποτίθεται ότι παραμένει σταθερή, ανεξάρτητα από το χρονικό διάστημα που θα μεσολαβήσει για την εξόφλησή τους.

Προκειμένου για την παροχή της κρατικής εγγύησης, ώστε η μεταβιβάζουσα τράπεζα να απαλλαγεί πλήρως από τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία, υποθέτουμε ότι θα πρέπει πρωτίτερα να διατεθεί σε επενδυτές (συμπληρωματικά) κάποιος αριθμός ομολόγων ενδιάμεσης και επίσης ικανός αριθμός ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης.

Τα ομόλογα της ενδιάμεσης προτεραιότητας υποθέτουμε ότι θα συμπληρώνουν μέρος του τιμήματος μεταβίβασης. Το κεφάλαιο των ομολόγων αυτών θα εξοφληθεί μετά την πλήρη εξόφληση του αντίστοιχου κεφαλαίου των ομολόγων υψηλής προτεραιότητας. Τα ομόλογα αυτά δεν χρειάζεται να διαβαθμιστούν, ενώ δεν θα φέρουν κανενός είδους εγγύηση και θα είναι επίσης και άνευ περαιτέρω «καλυμμάτων». Εξαιτίας των παραπάνω, και προκειμένου να αποτελέσουν τίτλους δελεαστικούς στους υποψήφιους αγοραστές, υποθέτουμε ότι το κουπόνι τους θα πρέπει να κινείται στην κεντρική τιμή του 10%.

Τέλος, τα ομόλογα χαμηλής προτεραιότητας θα ξεκινήσουν να αποπληρώνονται τελευταία στη σειρά μετά την ολοσχερή εξόφληση κεφαλαίου και τόκων των υψηλότερης προτεραιότητας εξόφλησης τίτλων. Δεδομένης της αβεβαιότητας στην εξόφληση των

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου των NPLs που θα μεταβιβαστεί

	Σε ευρώ (€)
Ονομαστική αξία του χαρτοφυλακίου των NPLs	1.000
Εκτιμώμενη αγοραία αξία του χαρτοφυλακίου	250
Τιμή μεταβίβασης	400
Πραγματική οικονομική αξία του χαρτοφυλακίου	300
Λογιστική αξία του χαρτοφυλακίου	500

τίτλων που προηγούνται, τα ομόλογα της χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης θα διατεθούν στους υποψήφιους επενδυτές σε τιμή που ουσιαστικά θα προεξοφλεί την ονομαστική τους αξία, όποτε αυτή ξεκινήσει να αποπληρώνεται, με επιτόκιο προεξόφλησης που υποθέτουμε ότι θα κινείται στο επίπεδο του 15%. Έτσι, αν η ονομαστική αξία των τίτλων αυτών είναι ως υποθέσουμε €100 και οι επενδυτές εκτιμούν ότι θα αρχίσουν να αποπληρώνονται μετά την εξόφληση των υψηλότερης προτεραιότητας τίτλων, π.χ. μετά το 12ο έτος λειτουργίας του SPV, η ανώτερη τιμή που είναι σήμερα διατεθειμένοι να διαθέσουν οι επενδυτές για το είδος αυτό των τίτλων προκύπτει από την προεξόφληση της ονομαστικής τους αξίας με το προαναφερθέν επιτόκιο στο 12ο έτος, ήτοι στα €18,69. Ακολουθεί ο Πίνακας 2, στον οποίο εμφανίζεται η παρούσα αξία ομολόγου ονομαστικής αξίας π.χ. €100 που θα αρχίσει να αποπληρώνεται μετά από χ έτη:

Στον Πίνακα 2, δίνεται η πιθανή τιμή αγοράς των ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας που θα ήταν διατεθειμένοι να προσφέρουν οι υποψήφιοι επενδυτές, με βάση ποσοστό προεξόφλησης και κουπόνι στο 15% και ονομαστική αξία ομολόγων τα €100. Είναι προφανές ότι όσο πιο σύντομη είναι η περίοδος εξόφλησης των σειρών ομολόγων που προηγούνται σε εξοφλητική προτεραιότητα (π.χ. των seniors), τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που θα προσέφεραν οι πιθανοί επενδυτές για την αγορά των ομολόγων χαμηλότερης διαβάθμισης. Αυτό δημιουργεί επιπρόσθετα και

κίνητρο για τις μεταβιβάζουσες τράπεζες να προωθήσουν για διαχείριση σε ένα SPV τα πιο πιθανά εξόφλησης-ανάκτησης κόκκινα δάνειά τους προκειμένου αφενός να καλύψουν τα standards ελάχιστης επενδυτικής βαθμίδας που απαιτούνται έτσι ώστε η σειρά των ομολόγων με υψηλή προτεραιότητα εξόφλησης να τύχει των εγγυήσεων του κράτους, αλλά και αφετέρου, μέσω της διαβάθμισης αυτής, οι υποψήφιοι αγοραστές των μη εγγυημένων σειρών ομολόγων να τα αγοράσουν και μάλιστα σε προνομιακές τιμές, εφόσον πειστούν ότι όχι μόνον τα κεφάλαια τοποθέτησης τους δεν κινδυνεύουν αλλά ότι θα τους αποφέρουν και τις αναμενόμενες για το επίπεδο κινδύνου αποδόσεις.

Εφόσον το SPV κατορθώσει να αντλήσει τα κεφάλαια που προαναφέρθηκαν, θα συγκεντρώσει το ποσό των €400, ώστε η αγορά των δανείων να ολοκληρωθεί και τα λογιστικά βιβλία της τράπεζας να απελευθερωθούν από τα προβληματικά αυτά στοιχεία.

Ο Πίνακας 3, που ακολουθεί, συμπληρώθηκε με τα παραπάνω στοιχεία και εμπλουτίστηκε επίσης με τις κατ' έτος ανάγκες που δημιουργούν στο SPV οι εκδοθέντες ομολογιακοί τίτλοι τους οποίους θα πρέπει να καλύπτει από κεφάλαια που προσπορίζει από τη διαχείριση των NPLs που του ανήκουν. Στην πρώτη σειρά του Πίνακα 3 έχει προστεθεί η εκτιμώμενη κατ' έτος απόδοση του χαρτοφυλακίου ανά €1.000 ονομαστικής αξίας δανείων. Η προτεραιότητα στις σειρές δείχνει τον χρονισμό στην εξόφληση τόκων και κεφαλαίου π.χ. τα κουπόνια των ομολόγων υψηλής και μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης προηγούνται από τις αποπληρωμές του κεφαλαίου των ομολόγων αυτών, οι οποίες πρέπει να γίνουν ολοσχερώς πριν ακόμη και ένα σεντς ελεύθερης ταμειακής ροής οδηγηθεί στην εξόφληση του κεφαλαίου των ομολόγων μεσαίας προτεραιότητας. Αντίθετα, τόσο οι τόκοι όσο και το κεφάλαιο των ομολόγων της χαμηλής προτεραιότητας θα εξοφληθούν μετά την ολοσχερή εξόφληση όλων των προηγούμενων τίτλων. Τα παραπάνω προσδιορίζονται στον Πίνακα 3, προκειμένου στη συνέχεια, τροποποιώντας τις αρχικές παραδοχές και υποθέσεις, να μελετηθούν οι επιπτώσεις στις μεταβλητές που εμπεριέχουν αβεβαιότητες. Είναι σημαντικό να επισημανθεί εδώ ότι από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των NPLs η ονομαστική τους αξία αναμένεται να μειώνεται σταδιακά. Επομένως, φαίνεται μη ρεαλιστική η υπόθεση διατήρησης μιας σταθερής αξίας χαρτοφυλακίου δανείων. Μη ρεαλιστική εμφανίζεται επίσης να είναι η χρήση σταθερής απόδοσης των χαρτοφυλακίων για όλα τα έτη διάρκειας του SPV (αν και ο λόγος της σταθερής τοκοχρεωλυτικής δόσης και του υπολοίπου του ανεξόφλητου κεφαλαίου σε δάνεια ράντας βαίνει αυξανόμενος,

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Η σχέση του έτους
απαρχής εξόφλησης των ομολόγων
χαμηλής προτεραιότητας και
της παρούσας αξίας τους**

Έτος απαρχής εξόφλησης ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας	Παρούσα αξία Junior ομολόγων (ονομαστικής αξίας €100)
4	57,18
5	49,72
6	43,23
7	37,59
8	32,69
9	28,43
10	24,72
11	21,49
12	18,69

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Η εξυπηρέτηση του χαρτοφυλακίου ομολόγων του SPV (15 έτη)

	Έτος	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ετήσια πραγματική ποσοστία απόδοση χαρτοφυλακίου που προσρίζεται για την εξυπηρέτηση του χαρτοφυλακίου των δανειακών τίτλων που έχει εκδώσει ανά €1.000 NPL's	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Αρχικό ποσό κεφαλαίου ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	357,00															
Επιτόκιο ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης	5,0%															
Αρχικό ποσό κεφαλαίου ομολόγων μέτριας προτεραιότητας εξόφλησης (€)	30,00															
Επιτόκιο ομολόγων μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης	10,0%															
Τόκοι ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	17,85	16,64	15,37	14,04	12,65	11,18	9,64	8,02	6,32	4,54	2,66	0,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι ομολόγων ενδιάμεσης προτεραιότητας εξόφλησης (€)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0,26	0,00	0,00
Υπόλοιπο κεφαλαίου των ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	357,00	332,85	307,49	280,87	252,91	223,56	192,73	160,37	126,39	90,71	53,24	13,91	0,00	0,00	0,00	0,00
Υπόλοιπο κεφαλαίου ομολόγων ενδιάμεσης προτεραιότητας εξόφλησης (€)	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	2,60	0,00	0,00	0,00

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 (συνέχεια)

Έτος	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Αρχικό ποσό κεφαλαίου ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	70,00														
Επιτόκιο ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης	15,0%														
Παρούσα αξία αρχικού κεφαλαίου ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	11,38														
Τόκοι ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00	0	0	11	6	0
Υπόλοιπο κεφαλαίου προς αποπληρωμή ομολόγων χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης (€)	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	38	0	0
Συνολικός δανεισμός που προσρίζεται για την αγορά του χαρτοφυλακίου των NPL's (€)	457,00	407	381	353	324	293	260	226	191	153	114	73	38	0	0
Κεφάλαια που θα αντληθούν (€)	398,38														

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Η κατανομή των ομολόγων με βάση την ελαχιστοποίηση του κόστους του SPV

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV	Τύπος ομολόγων (σε ευρώ)			Μεσοσταθμικό επιτόκιο
	Senior	Mezzanine	Junior	
4,53%	357	30	70	7,78%
4,60%	357	30	70	7,76%
4,80%	354	33	67	7,76%
5,00%	352	33	67	7,74%
6,00%	348	33	67	7,68%
6,50%	345	33	67	7,64%
7,00%	342	33	67	7,60%

ενώ ο λόγος της τοκοχρεωλυτικής δόσης στο αρχικό ποσό του δανείου μένει αμετάβλητος). Πιο κάτω, στους Πίνακες 14 και 15 η υπόθεση διατήρησης σταθερής απόδοσης για όλα τα έτη ανατρέπεται.

Προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία του κάθε τύπου ομολόγων που θα εκδοθούν εφαρμόστηκε η τεχνική της αριστοποίησης με αντικειμενική συνάρτηση (η ελαχιστοποίηση της οποίας αναζητείται) το σταθμικό χρηματοοικονομικό κόστος του συνόλου των ομολόγων και με σταθμιστές το ποσοστό συμμετοχής του κάθε τύπου στο σύνολο του χαρτοφυλακίου των ομολόγων. Θεωρήθηκε ότι το χρηματοοικονομικό κόστος είναι πολύ κρίσιμος παράγοντας για τη βιωσιμότητα του οχήματος ειδικού σκοπού (SPV). Οι περιορισμοί που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν το σύνολο του αντληθέντος κεφαλαίου που πρέπει να ισούται με την αξία μεταβίβασης του χαρτοφυλακίου (ήτοι €400), την πλήρη εξόφληση κεφαλαίου και τόκων όλων των σειρών στο τέλος της περιόδου με βάση την προτεραιότητα εξόφλησης που τέθηκε αρχικά και το ότι τα senior ομόλογα θα πρέπει να υπερσχύουν σε αξία των άλλων κατηγοριών και για τον λόγο αυτό επιλέχθηκε η αναλογία 75-25.

Με τα στοιχεία αυτά και εφαρμόζοντας μη γραμμικό προγραμματισμό, ως μέθοδο αριστοποίησης, καταρτίστηκε ο Πίνακας 4.

Ο Πίνακας 4 δείχνει ουσιαστικά τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου ομολόγων του SPV με βάση την οποία επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του χρηματοοικονομικού κόστους για διάφορες τιμές απόδοσης της τι-

λοποίησης τέτοιες που να διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα του SPV καθώς και την άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την αγορά των NPLs .

Με βάση τον πίνακα αυτό επιλέχθηκε η χρηματοοικονομική διάρθρωση των ομολόγων του SPV, της πρώτης σειράς που περιλαμβάνει όλους τους τύπους ομολόγων και αντιστοιχεί σε αξίες €357-30-70 των senior-mezzanine-junior, αντίστοιχα. Τα ποσά αυτά χρησιμοποιήθηκαν ως αρχικές τιμές για το αντίστοιχο είδος ομολόγων του Πίνακα 2. Η συγκεκριμένη επιλογή έχει να κάνει με το γεγονός ότι, καθώς το μείγμα αυτό των ομολόγων εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα του SPV στη συγκεκριμένη απόδοση του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης, θα εξασφαλίζει τη βιωσιμότητά του και στις υψηλότερες αποδόσεις που εμφανίζονται στον πίνακα.

Στις τιμές αυτές, και εντός συγκεκριμένων ορίων κύμανσης της μέσης απόδοσης χαρτοφυλακίου, το SPV θα κατορθώνει να αποπληρώνει κουπόνια και ομόλογα που θα έχει εκδώσει, μη επιφέροντας καμία οικονομική ζημία στους επενδυτές που εμπιστεύτηκαν και αγόρασαν του τίτλους που έχει εκδώσει.

Πίνακες τροποποίησης των αρχικών παραδοχών των βασικών μεταβλητών και επιπτώσεις τους³¹

Βασικός στόχος εδώ είναι να μελετηθούν οι επιπτώσεις από τη διαφοροποίηση των τιμών στις βασικές μεταβλητές του χρονοπρογράμματος εξόφλησης εκδοθέντων τίτλων του Πίνακα 3.

31. Οι πίνακες που ακολουθούν συντάχθηκαν με τη βοήθεια των εντολών Data Table και Goal Seek του προγράμματος excel.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Έτη εξόφλησης των ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (αξία)

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Αξία των senior ομολόγων (σε ευρώ)					
	250	270	300	357	370	390
	Έτη εξόφλησης των senior ομολόγων					
2,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
2,5%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,0%	13	15	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,5%	11	12	14	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
4,1%	9	10	11	14	14	15
4,5%	8	9	10	12	13	13
5,0%	7	7	8	10	11	12
5,5%	6	7	8	9	10	10
6,0%	6	6	7	8	9	9

Σημείωση: Με το Δ/Υ (δεν υπολογίζεται) δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί, μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη). Τα κελιά με πορτοκαλί χρώμα αποτελούν τα σημεία όπου με τις τιμές των μεταβλητών, στην πρώτη σειρά και στήλη, επιτυγχάνεται η άντληση των κεφαλαίων που απαιτεί η αξία μεταβίβασης και η πλήρης εξόφληση όλων των ομολόγων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Έτη εξόφλησης των ομολόγων υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης (κουπόνι)

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου ανά €1000 NPLs	Κουπόνι των senior ομολόγων					
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
	Έτη εξόφλησης των senior ομολόγων					
2,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
2,5%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,5%	14	14	15	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
4,1%	11	12	12	13	13	14
4,5%	10	11	11	11	12	12
5,0%	9	9	10	10	10	10
5,5%	8	8	9	9	9	9
6,0%	7	8	8	8	8	8

Σημείωση: Με το Δ/Υ δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί, μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη). Τα κελιά με πορτοκαλί χρώμα αποτελούν τα σημεία όπου με τις τιμές των μεταβλητών, στην πρώτη σειρά και στήλη, επιτυγχάνεται η άντληση των κεφαλαίων που απαιτεί η αξία μεταβίβασης και η πλήρης εξόφληση όλων των ομολόγων.

Αναλυτικότερα, στον Πίνακα 5 δίνεται η επίπτωση, σε ό,τι αφορά τη διάρκεια σε έτη, στα ομόλογα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης από τη διακύμανση στη μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs. Προφανώς και το χρονικό διάστημα που θα διαρκέσει μέχρι την ολοσχερή και κατά προτεραιότητα εξόφληση των ομολόγων αυτών εξαρτάται τόσο από το ύψος τους (ανάλογα) όσο και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs (αντιστρόφως ανάλογα). Οι λοιπές μεταβλητές παραμένουν σταθερές. Εν κατακλείδι, όσο γρηγορότερα εξοφληθούν οι τίτλοι αυτοί, τόσο απομακρύνεται η αβεβαιότητα μερικής ή ολικής κατάπτωσης της εγγυητικής ευθύνης του κράτους, που θα επιφέρει μια μη αναμενόμενη υποαπόδοση του ενεργητικού του οχήματος τιτλοποίησης (δηλαδή των NPLs).

Ομοίως, στον Πίνακα 6 πιο πάνω διερευνάται η επίπτωση στη μέγιστη διάρκεια εξόφλησης των τίτλων υψηλής προτεραιότητας από τη διαφοροποίηση του κουπονιού σε σχέση με τη μέση απόδοση του προς εκμετάλλευση χαρτοφυλακίου των NPLs. Και σε αυτή την περίπτωση υψηλά κουπόνια και χαμηλές αποδό-

σεις αφήνουν ουσιαστικά τα ομόλογα με την εγγύηση του Δημοσίου ανεξόφλητα και άρα μεγαλώνει η πιθανότητα κατάπτωσης της εγγύησης αυτής. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η χρονικά γρήγορη εξόφληση των τίτλων υψηλής προτεραιότητας δημιουργεί περιθώριο απόδοσης για την εξόφληση τίτλων χαμηλότερης προτεραιότητας και επιφέρει, με τον τρόπο αυτό, αύξηση τόσο στη ζήτησή τους (απαραίτητη συνθήκη για τον προσδιορισμό μικρότερων κουπονιών) όσο και στην άντληση μεγαλύτερου ύψους κεφαλαίων από τη διάθεσή τους.³²

Στον Πίνακα 7, εξετάζεται η διάρκεια εξόφλησης των τίτλων μεσαίας εξοφλητικής προτεραιότητας σε σχέση με την ονομαστική τους αξία, και σε σχέση με την προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης. Και πάλι, όσο μικρότερης αξίας ομόλογα της κατηγορίας αυτής εκδοθούν, τόσο πιο ευχερής θα είναι ή εξόφλησή τους στον ίδιο βαθμό απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs. Στις υψηλές αποδόσεις, η διάρκεια εξόφλησης των ομολόγων επισπεύδεται, καθιστώντας την εξόφληση της αμέσως επόμενης σειράς τίτλων ευχερέστερη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Έτη εξόφλησης των ομολόγων μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης (αξία)

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Αξία των mezzanine ομολόγων (σε ευρώ)					
	20	25	30	35	40	50
	Έτη εξόφλησης των mezzanine ομολόγων					
2,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
2,5%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,5%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
4,1%	14	14	14	15	15	Δ/Υ
4,5%	12	12	13	13	13	14
5,0%	10	11	11	11	11	12
5,5%	9	9	10	10	10	11
6,0%	8	9	9	9	9	9

Σημείωση: Με το Δ/Υ δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη). Τα κελιά με πορτοκαλί χρώμα αποτελούν τα σημεία όπου με τις τιμές των μεταβλητών, στη πρώτη σειρά και στήλη, επιτυγχάνεται η άντληση των κεφαλαίων που απαιτεί η αξία μεταβίβασης και η πλήρης εξόφληση όλων των ομολόγων.

32. Κυρίως μέσω του μηχανισμού που θα επιτρέψει την απαρχή εξόφλησης τόκων και κεφαλαίου των σειρών αυτών συντομότερα στον χρόνο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 Έτη εξόφλησης των ομολόγων μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης (κουπόνι)

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Κουπόνι των mezzanine ομολόγων					
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
	Έτη εξόφλησης των mezzanine ομολόγων					
2,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
2,5%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,0%	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ	Δ/Υ
3,5%	15	15	15	15	15	15
4,1%	12	12	12	12	12	12
4,5%	11	11	11	11	11	11
5,0%	10	10	10	10	10	10
5,5%	9	9	9	9	9	9
6,0%	8	8	8	8	8	8

Σημείωση: Με το Δ/Υ δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί, μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη). Τα κελιά με πορτοκαλί χρώμα αποτελούν τα σημεία όπου με τις τιμές των μεταβλητών, στην πρώτη σειρά και στήλη, επιτυγχάνεται η άντληση των κεφαλαίων που απαιτεί η αξία μεταβίβασης και η πλήρης εξόφληση όλων των ομολόγων.

Ομοίως και στον Πίνακα 8 παρατηρείται η δυσκολία στην εξόφληση των μεσαίας κατηγοριοποίησης ομολόγων κάτω από συνθήκες υποαπόδοσης του χαρτοφυλακίου NPLs αλλά και υψηλού κουπονιού για το ομόλογο αυτό.

Ο Πίνακας 9 παρουσιάζει το διάστημα που μεσολαβεί για την ολοσχερή εξόφληση όλων των ομολόγων (υψηλής, μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης) για διαφορετικά επίπεδα αποδόσεων των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα, ο χρόνος εξόφλησης των ομολόγων αυτών συρρικνώνεται με την αύξηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs.

Στον Πίνακα 10 δίνεται μία σαφής εικόνα για τις πιθανές ζημιές που θα επιφέρει στους κατόχους ομολόγων μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης η υποαπόδοση του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης των NPLs με την υπόθεση ότι θα εκδοθούν ομόλογα ονομαστικής αξίας €30 & €70, αντίστοιχα, όπως προαναφέρθηκε στο παράδειγμα ανωτέρω.

Στον Πίνακα 11, παρουσιάζεται το χρονικό διάστημα σε έτη που θα μεσολαβήσει για την ολοσχερή εξόφληση όλων των ομολόγων, εφόσον η μέση ετήσια απόδοση των τιτλοποιημένων δανείων (NPLs) είναι 6%. Γίνεται αντιληπτό ότι το χρονικό διάστημα αποπληρωμής

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 Η σχέση απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs με τα έτη εξόφλησης των ομολόγων

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων του SPV
2,0%	Δ/Υ
2,5%	Δ/Υ
3,0%	Δ/Υ
4,3%	15
4,5%	15
4,7%	14
5,0%	13
5,5%	11
6,0%	10

Σημείωση: Με το Δ/Υ δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί, μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη).

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 Πιθανές ζημίες από ανεξόφλητο κεφάλαιο σε κατόχους ομολόγων μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας εξόφλησης

Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Ανεξόφλητο κεφάλαιο mezzanine ομολόγων στο τέλος της περιόδου (€)	Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου SPV ανά €1000 NPLs	Ανεξόφλητο κεφάλαιο junior ομολόγων στο τέλος της περιόδου (€)
3,0%	30	3,0%	70
3,5%	30	3,5%	70
3,8%	16,9	3,8%	70
3,9%	0	3,9%	75,8
4,0%	0	4,0%	53,4
4,2%	0	4,1%	42,3
4,5%	0	4,2%	17,9
5,0%	0	4,5%	0
5,5%	0	5,0%	0

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων με μέση ετήσια απόδοση των τιτλοποιημένων δανείων (NPLs) το 6%

Ονομαστική αξία των junior ομολόγων (€)	Ονομαστική αξία των mezzanine ομολόγων (€)			
	40	30	25	0
	Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων			
50	10	10	9	9
70	11	10	10	9
90	11	11	10	10
100	11	11	11	10

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων με μέση ετήσια απόδοση των τιτλοποιημένων δανείων (NPLs) το 5%

Ονομαστική αξία των junior ομολόγων (€)	Ονομαστική αξία των mezzanine ομολόγων (€)			
	40	30	25	0
	Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων			
50	13	12	12	11
70	13	13	12	11
90	14	13	13	12
100	14	14	13	12

ομολόγων δεν επηρεάζεται, όταν δεν εκδίδονται τίτλοι μεσαίας προτεραιότητας εξόφλησης για την ίδια ονομαστική αξία των συνολικών ομολόγων των σειρών μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας. Το ίδιο ισχύει και για διαφορετικά επίπεδα αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των NPLs, όπως γίνεται φανερό και στον Πίνακα 12 (π.χ. με μέση ετήσια απόδοση των τιτλοποιημένων δανείων (NPLs) στο 5%).

Τα παραπάνω επιβεβαιώνονται και όταν οι αποδόσεις είναι χαμηλές. Π.χ. στον Πίνακα 13 παρουσιάζεται σε έτη το διάστημα εξόφλησης όλων των ομολόγων, όταν οι αποδόσεις είναι οριακές, που στην προκειμένη περι-

πτωση αυτό συμβαίνει για μέση ετήσια απόδοση της τιτλοποίησης των NPLs στο 4,5%. Παρατηρούμε ότι, για συνολικά μεσαίας και χαμηλής προτεραιότητας ομόλογα στο ύψος των €100 (ονομαστικής αξίας), το σύνολο των ομολόγων (συμπεριλαμβανομένου και των υψηλής προτεραιότητας) εξοφλείται σε 14 έτη, ενώ για το ίδιο ποσό ομολόγων αποκλειστικά χαμηλής προτεραιότητας το σύνολο των ομολογιακών εκδόσεων εξοφλείται επίσης σε 14 έτη.

Στη συνέχεια μελετώνται δύο επιπλέον περιπτώσεις: Η περίπτωση της διαφοροποιημένης κατ' έτος απόδοσης του χαρτοφυλακίου της τιτλοποίησης των NPLs κα-

ΠΙΝΑΚΑΣ 13 Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων με μέση ετήσια απόδοση των τιτλοποιημένων δανείων (NPLs) το 4,5%

Ονομαστική αξία των junior ομολόγων (€)	Ονομαστική αξία των mezzanine ομολόγων (€)			
	40	30	25	0
	Έτη εξόφλησης όλων των ομολόγων			
50	15	14	14	12
70	15	14	14	12
90	Δ/Υ	15	15	13
100	Δ/Υ	15	Δ/Υ	14

Σημείωση: Με το Δ/Υ δηλώνεται η περίπτωση που η τιμή δεν μπορεί να προσδιοριστεί, μιας και είναι εκτός της μέγιστης υποτιθέμενης διάρκειας του οχήματος της τιτλοποίησης (15 έτη).

θώς και η επίδραση, στη μέση ετήσια απόδοση, από τη μείωση της διάρκειας του SPV από τα 15 στα 10 έτη.

Υπενθυμίζεται ότι στην αρχή του παρόντος άρθρου γινόταν η υπόθεση ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs θα ήταν σταθερή για όλα τα έτη της διάρκειας του SPV. Η εν λόγω σταθερότητα απόδοσης είχε υιοθετηθεί στο σημείο εκείνο στο παράδειγμά μας για λόγους απλότητας, αν και σαν υπόθεση θεωρείται κάπως μη ρεαλιστική. Στον Πίνακα 14 παρουσιάζονται διαφοροποιημένες κατ' έτος οι εν λόγω αποδόσεις, ώστε να καλύπτονται οι υποχρεώσεις που προκύπτουν από τα εκδοθέντα ομόλογα και μάλιστα κάτω από διαφορετική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων κάθε φορά. Στον Πίνακα αυτόν (Πίνακας 14) υπολογίζεται ο μέσος όρος των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων NPLs και για λόγους σύγκρισης παρατίθεται και η προκύπτουσα απόδοση στην περίπτωση της αρχικής μας υπόθεσης για μη διακύμανσή τους για όλη τη διάρκεια του SPV.

Από τα αποτελέσματα του Πίνακα 14 παρατηρείται η σταδιακή μείωση των αποδόσεων με την πρόοδο των ετών, γεγονός που είναι ως ένα βαθμό αναμενόμενο λόγω της σταδιακής ωρίμανσης των απαιτήσεων του χαρτοφυλακίου δανείων (NPLs) του SPV.

Παρατίθεται, τέλος, και ο Πίνακας 15 με τις απαιτούμενες ελάχιστες αποδόσεις για τη βιωσιμότητα του SPV, εφόσον η διάρκειά του δεν είναι 15 έτη, όπως αρχικά είχε υποτεθεί, αλλά 10 έτη.

Ολοκληρώνοντας το τεχνικό αυτό τμήμα της ανάλυσης, δύο ερωτήματα εγείρονται:

- 1) Θα είναι το σχέδιο «Ηρακλής», με τη δημιουργία των SPVs που προβλέπει, το αποτελεσματικό εργαλείο για την αντιμετώπιση των κόκκινων δανείων των εγχώριων συστημικών τραπεζών;

Πράγματι το σχέδιο «Ηρακλής» προβλέπεται να είναι ένας αποτελεσματικός μηχανισμός για την απεξάρτηση των ελληνικών συστημικών τραπεζών από τα κόκκινα δάνειά τους. Ειπώθηκε ότι οι τράπεζες θα μπορούσαν μέσω του μηχανισμού αυτού να μεταβιβάσουν δάνεια περίπου 30 δις ευρώ. Θα μετατρέψουν με άλλα λόγια ένα χαμηλής, σχεδόν αρνητικής, αποδοτικότητας και υψηλού κόστους παρακολούθησης περιουσιακό τους στοιχείο σε μετρητά, το ποσό των οποίων δεν είναι καθόλου ευκαταφρόνητο. Αν πράγματι οι τράπεζες κατορθώσουν να προωθήσουν με τον τρόπο αυτό το ποσό που προειπώθηκε και, εφόσον η αξία μεταβίβασης είναι αντίστοιχη με αυτή που χρησιμοποιήθηκε στο προηγούμενο παράδειγμα, θα κατορθώσουν να αντλήσουν περί τα €10-12 δις, ήτοι το 5%-6% του σημερινού ΑΕΠ της χώρας. Οι πόροι αυτοί, αν διοχετευθούν στην αγορά μέσω πιστωτικής επέκτασης σε αποδοτικές και παραγωγικές δραστηριότητες, θα έχουν πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα στην οικονομία της χώρας. Τα πολλαπλασιαστικά αποτελέσματα θα φθάσουν μέχρι και τα χαρτοφυλάκια της τιτλοποίησης, όπου εκτιμάται ότι θα βελτιώσουν σημαντικά την εισπραξιμότητα και τη ρευστότητα αυτών των ίδιων των δανείων που συμμετέχουν. Επιπλέον η συγκυρία με το ευρύτερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, αλλά κυρίως με τα δημόσια οικονομικά της χώρας, είναι ιδιαίτερα ευνοϊκή. Οι τίτλοι του Δημοσίου έχουν υψηλή ζήτηση, με αποτέλεσμα να υποχωρούν σημαντικά οι αποδόσεις τους και με τον τρόπο αυτό να ευνοούνται οι εκδόσεις και τιμολογήσεις τίτλων στις οποίες το Κράτος θα παρέχει την εγγύησή του, όπως τα ομόλογα υψηλής προτεραιότητας εξόφλησης των SPVs που θα δημιουργηθούν για να απορροφήσουν τα προβληματικά δάνεια. Και βέβαια όσο χαμηλότερα τιμολογηθούν οι τίτλοι εκδόσεως των SPVs, τόσο ευχερέστερη η αποπληρωμή τους και τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα ολοσχερούς εξόφλησής τους, όπως πολύ αναλυτικά και ιδιαίτερα εμφλεκτικά παρουσιάστηκε στο παράδειγμα που προηγήθηκε.

- 2) Θα είναι το σχέδιο «Ηρακλής» το μοναδικό εργαλείο για την απεξάρτηση και πλήρη εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών;

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι αρνητική. Ήδη, όπως προειπώθηκε, οι τράπεζες θα μεταβι-

βάσουν, τουλάχιστον σε πρώτη φάση, στα SPVs τα σχετικά «καλά» κόκκινα δάνειά τους. Με τον όρο «καλά» εννοούνται εκείνα που έχουν υψηλές πιθανότητες είσπραξης, τήρησης των ρυθμίσεων και των όρων των συμβάσεων ή εκείνα των οποίων η ποιότητα των περιουσιακών τους στοιχείων τους, που τα εξασφαλίζουν ως ενέχυρα, προσδίδουν υψηλή πιθανότητα ανάκτησης. Το σύνολο των προβληματικών δανείων των τραπεζών ξεπερνούν σήμερα τα €70 δις. Αυτό σημαίνει ότι ένα σημαντικό ποσό από αυτά θα παραμείνει στη διαχείριση των τραπεζών. Ήδη, όπως ανακοίνωσε ο Διοικητής της ΤτΕ αναζητείται και νέος μηχανισμός περαιτέρω ελάφρυνσης. Η χώρα έχει εξέλθει από τη χρηματοοικονομική κρίση μετά από διάστημα 10 ετών. Όπως όμως διαφαίνεται, οι επιπτώσεις της θα συνεχίσουν να απασχολούν το εγχώριο τραπεζικό και οικονομικό σύστημα και για τα επόμενα χρόνια.

5. Συμπεράσματα

Στο συγκεκριμένο άρθρο παρουσιάστηκε αναλυτικά το μοντέλο διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δάνειων (NPLs) των τραπεζών με βάση το σχέδιο «Ηρακλής» (ν.4649/19). Με άλλα λόγια, το πλαίσιο μέσω του οποίου ένα SPV θα μπορεί να εκπληρώσει τον βασικό του ρόλο που είναι να συνδράμει στην ελάφρυνση του τραπεζικού συστήματος της χώρας από τα NPLs, έτσι ώστε, στη συνέχεια, τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας να μπορούν να επιτελέσουν τον παραδοσιακό τους ρόλο που είναι η στήριξη, μέσω νέας υγιούς πιστωτικής επέκτασης, της ελληνικής οικονομίας.

Στο εμπειρικό μέρος, που είναι και το κυριότερο τμήμα του άρθρου αυτού, παρουσιάστηκε ένα υποθετικό παράδειγμα υπολογιστικής εκτίμησης βιωσιμότητας ενός SPV, στα πλαίσια του σχεδίου αυτού, ώστε να ελεγχθούν τα «όρια λειτουργίας του». Από τα καταγεγραμμένα αποτελέσματα των προσομοιώσεων (simulations) καθίσταται αντιληπτό ότι η διάρθρωση, οι αποδόσεις, ο χρόνος ωρίμανσης αλλά κυρίως η δυνατότητα πώλησης στους μελλοντικούς επενδυτές όλων των κατηγοριών των ομολόγων ενός τέτοιου SPV (seniors, mezzanine & juniors), θα είναι οι σημαντικότεροι παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στην αναζήτηση μιας αποτελεσματικής αντιμετώπισης του ζητήματος των NPLs των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Η αποτελεσματική εφαρμογή του σχεδίου «Ηρακλής» δεν θα λύσει βέβαια το συνολικό πρόβλημα των NPLs, αλλά θα δώσει μια σοβαρή ανάσα στο τραπεζικό μας σύστημα.

Σε μακροοικονομικό επίπεδο επίσης, μια μακροχρόνια θετική πορεία της ελληνικής οικονομίας (ΑΕΠ &

απασχόληση) θα επηρεάσει ευεργετικά το όλο εγχείρημα. Με απλά λόγια, ένα ικανοποιητικό μέσο ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ, μακροχρόνια, θα παίξει αποφασιστικό ρόλο στην υψηλή απόδοση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου του SPV, γεγονός που θα διευκολύνει περαιτέρω τη βιωσιμότητα του όλου εγχειρήματος και, κατ' επέκταση, θα συμβάλλει στην επιτυχία του σχεδίου «Ηρακλής».

Τέλος, δεν θα πρέπει εδώ να παραλείψει κανείς να τονίσει και ότι το ζήτημα της αντιμετώπισης των NPLs των πιστωτικών ιδρυμάτων ενέχει μία αδιαμφισβήτητη ευρωπαϊκή διάσταση, κυρίως επειδή οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν από τη διατήρησή τους σε μεγάλο ύψος, αναδεικνύονται, σε μεγάλο βαθμό, συστημικοί. Καθίσταται συνεπώς επιβεβλημένη η δράση στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να διαμορφωθεί ένα εναρμονισμένο νομικό πλαίσιο κανόνων που θα διέπει τα NPLs.

Από την άλλη πλευρά, το ιταλικό μοντέλο έχει ήδη δοκιμαστεί στην πράξη και έχει αποδώσει καρπούς. Είναι επομένως εύλογο να αναμένει κανείς τα ίδια αποτελέσματα και από την εφαρμογή του αντίστοιχου ελληνικού σχεδίου «Ηρακλής». Η προσδοκία αυτή δεν μειώνει όμως και την αξία –και την αναγκαιότητα– εμπλουτισμού αυτού του μοντέλου και με τις λοιπές ενέργειες που προτείνει η Επιτροπή στην έκθεσή της. Ακόμη δε περισσότερο, προβάλλει ως επιτακτική η ανάγκη οι σχετικές προτάσεις της Επιτροπής να αποτελέσουν και την αρχή συζητήσεων στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για τη δημιουργία ενός πληρέστερου ευρωπαϊκού συστήματος κανόνων για τα NPLs.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

Μούζουλας Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. (2019), “Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων”, *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος Νο. 38.

Μούζουλας Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. (2018), “Η σημασία και οι επιπτώσεις του χρόνου και του κόστους (μη-) είσπραξης απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα τραπεζικά δάνεια”, *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος Νο. 36.

Μούζουλας Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. (2017), “Η απόκτηση και διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων από επενδυτικά κεφάλαια και εταιρείες στην Ελλάδα”, *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος Νο. 32.

Χαλαμανδάρης, Δ. και Βελούδας, Η. (2019), “Η σημασία διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (ΜΕΔ) για την κερδοφορία των Ελληνικών τραπεζών”, *Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας*, Δεκέμβριος.

Ξενογλωσση

Basel Committee on Banking Supervision (2016), “Basel III document: revisions to the securitization framework”, Basel: Bank for International Settlements, July.

Crociata, C. (2016), “A secondary market for NPLs: the Italian government’s response and the potential consequences for the listed banks”, (Master thesis), Luiss Guido Carli.

Deloitte (2016), “Italian for non-performing loans” (short report).

ECOFIN Council (2017), “Action plan to tackle non-performing loans in Europe”, 11173/17/11.7.2017.

European Banking Authority, “Opinion of the European Banking Authority to the European Commission on the regulatory treatment of non-performing exposure securitizations”, EBA-Op-2019-13.

European Central Bank (2017), “Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs”, June 2017.

European Commission (2019), “State Aid SA 53519 -Greece- Hellenic asset protection (Hercules)”, Brussels 10.10.2019.

European Commission (2018), Accompanying the document “Communication from the commission to the European parliament, the European council, the council and the European central bank”, SWD (2018) 72 final, 14.3.2018, AMC Blueprint.

European Commission (2017), “Communication, Completing the banking union”, COM (2017) 592 final.

European Commission (2016), “State aid: Commission approves impaired asset management measures for banks in Hungary and Italy”, IP/16/279/10.2.2016.

European Commission (2009), “Communication on the return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules”, 2009/C 195/04.

Jassaud, N. and Kang, K. (2015), “A strategy for developing a market for non-performing loans in Italy”, IMF *Working Papers*, No. 24.

Karpenschif, M. (2015), *Droit Européen des aides d’État*, Bruylant, Bruxelles, 2015.

Miglionico, A. (2019), “Restructuring non-performing loans for bank recovery: Private workouts and securitization mechanisms”, ECFR 6/2019, 746 επ.

Natixis (2016), “Will Italian banks manage to get rid of their bad debts? Cross-Expertise Research”.

Sabbadini, P.-M. (2015), *Les aides d’État, Aspects juridiques et économiques*, Larcier, Bruxelles, 2015.