

PROJECT CAIRO

Στις 27 Ιουνίου 2019, η Eurobank ανακοινώνει συμφωνία με την Celidoria για την πώληση του 95% ομολογιών ενδιάμεσης και χαμηλής σειράς μιας τιτλοποίησης χαρτοφυλακίου μη εξυπηρετούμενων δανείων συνολικής λογιστικής αξίας €2 Δις γνωστό ως project Pillar.

Στην ίδια ανακοίνωση η τράπεζα μας ενημερώνει πως μπαίνει σε αποκλειστικές διαπραγματεύσεις με την Bravo για μια άλλη τιτλοποίηση συνολικής λογιστικής αξίας περίπου €7,4 Δις, ονόματι “Project Cairo”.

Αρθρογράφος: Κωνσταντίνος
Κωτσόπουλος
Ιδιώτης επενδυτής

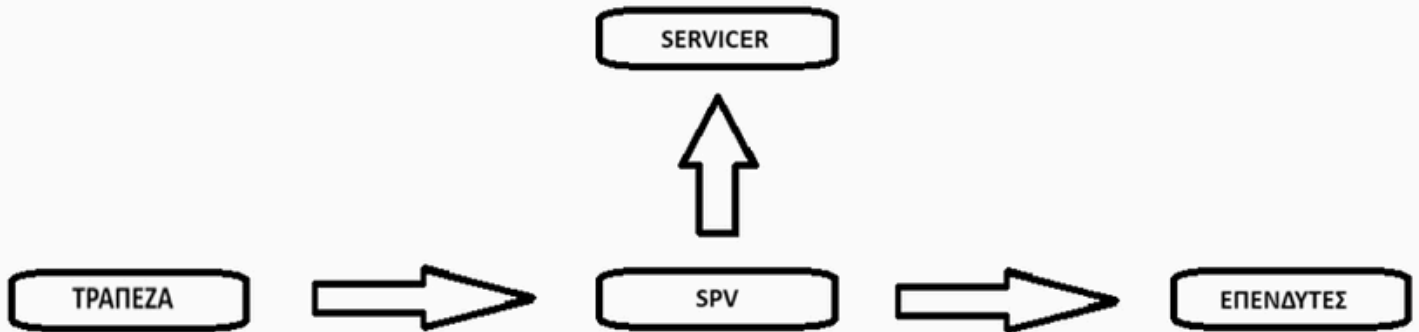
Η Eurobank και η BRAVO συμφώνησαν επίσης να έλθουν σε αποκλειστικές διαπραγματεύσεις για τα έργα Cairo (Project Cairo) και Europe (Project Europe). Το Project Cairo αναφέρεται στην πώληση του 20% των ομολογιών ενδιάμεσης (mezzanine notes) και χαμηλής (junior notes) σειράς κατάταξης μιας τιτλοποίησης ενός μικτού χαρτοφυλακίου απαιτήσεων συνολικής λογιστικής αξίας περίπου € 7,4 δισεκατομμυρίων. Το Project Europe αναφέρεται στην πώληση της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας Financial Planning Services (FPS), η οποία είναι αδειοδοτημένη εταιρεία διαχείρισης δανείων και πιστώσεων, το 100% των μετοχών της οποίας κατέχεται επί του παρόντος από τη Eurobank. Η περίοδος των αποκλειστικών διαπραγματεύσεων θα αρχίσει αμέσως και θα λήξει την 30ή Σεπτεμβρίου 2019, με στόχο τη σύναψη συμφωνιών για τα Projects Cairo και Europe εντός της περιόδου αυτής.

Απόσπασμα ανακοίνωσης: <https://www.eurobankholdings.gr/-/media/holding/omilos/grafeio-tupou/etairikes-anakoinoseis/2019/etairiki-anakoinosi-27-06-19.pdf>

Εικόνα 1: Αποκλειστικές διαπραγματεύσεις της Eurobank για Cairo, Europe και FPS

Τι είναι όμως μια τιτλοποίηση δανείων και γιατί χρειάζεται;

Σε μία υγιή οικονομία μια τράπεζα μπορεί να εκδώσει συγκεκριμένο αριθμό δανείων με βάση τα αποθεματικά της. Για να το ξεπεράσει αυτό μπορεί να δημιουργήσει μια εταιρεία ειδικού σκοπού SPECIAL PURPOSE ENTITY (SPE) ή SPECIAL PURPOSE VEHICLE (SPV) που θα της μεταφέρει τα δάνεια και έτσι θα τα διαγράψει απ' τα βιβλία της. Η SPV στη συνέχεια εκδίδει ομολογίες που δίνουν το δικαίωμα να πληρώνεται ο επενδυτής από τα έσοδα των δανείων. Τέλος, η SPV αποπληρώνει την τράπεζα με τα έσοδα απ' την πώληση των ομολόγων και τους επενδυτές από τα έσοδα των δανείων. Με την σειρά της η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει τα έσοδα αυτά για την έκδοση νέων δανείων. Κατά την διαδικασία της τιτλοποίησης, είναι υποχρεωτικό από τον νόμο να οριστεί και η εταιρεία διαχείρισης απαιτήσεων (servicer) που αναλαμβάνει να εισπράξει τις οφειλές έναντι προμήθειας.



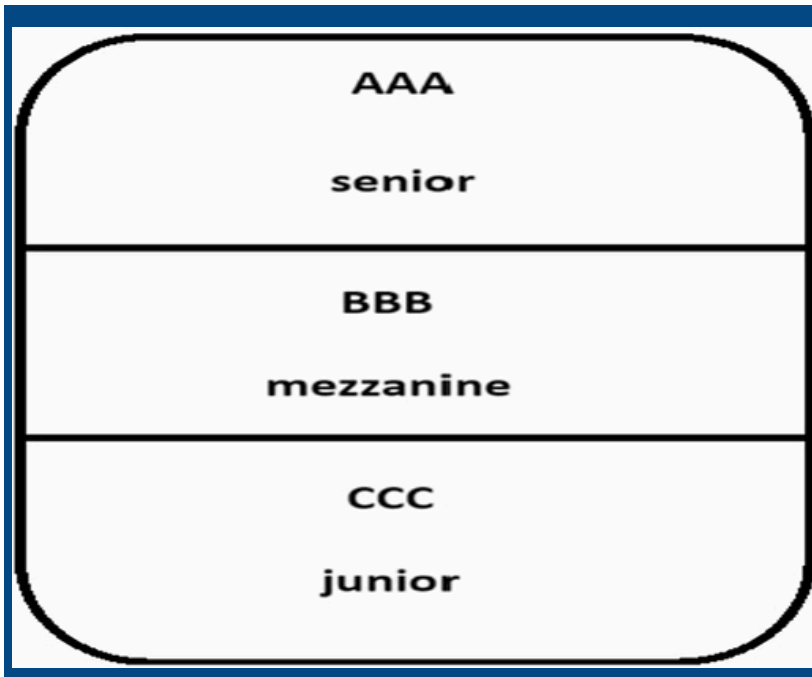
Εικόνα 2: Δομή Τιτλοποίησης Δανείων μέσω Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (SPV)

Κάποιες τιτλοποιήσεις χωρίζονται σε tranches για να ικανοποιηθεί η «όρεξη» για ρίσκο και απόδοση του κάθε επενδυτή.

Ο κάθε επενδυτής μπορεί να επιλέξει σε τι δάνεια θέλει να επενδύσει ανάλογα τις αποδόσεις που θέλει να κυνηγήσει. Εδώ να σημειωθεί πως οι επενδύσεις αυτές θεωρούνται αρκετά καλές πηγές σταθερού εισοδήματος και απευθύνονται κυρίως σε συνταξιοδοτικά προγράμματα, θεσμικούς επενδυτές και σε high net worth individuals που θέλουν να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους.

Ενδεικτικά μερικά είδη τιτλοποιήσεων με τις ονομασίες τους είναι:

Asset-backed securities (ABS),
Mortgage-backed securities (MBS),
Collateralized debt obligations (CDOs).



Εικόνα 3: Δομή Τιτλοποίησης Χρέους

Τι είναι το PROJECT CAIRO;

Στην περίπτωση του Project Cairo η ανάγκη να διαγραφούν τα δάνεια από τα βιβλία της τράπεζας προέκυψε από τον υψηλό δείκτη NPE (Non Performing Exposures). Δάνεια, δηλαδή, τα οποία είχαν καθυστέρηση πληρωμών τουλάχιστον 90 ημερών ή δάνεια τα οποία θεωρούνταν ότι υπάρχει πιθανότητα να μην αποπληρωθούν. Έτσι, δημιουργήθηκαν τρεις SPV και τρεις τιτλοποιήσεις οι Cairo I, Cairo II, και Cairo III.

Cairo No.1 finance designated activity company (SPV)

Η Cairo I εμπεριέχει (κυρίως μη εξυπηρετούμενα) δάνεια σε ευρώ και ελβετικό φράγκο της τράπεζας Eurobank, τα δάνεια είναι εξασφαλισμένα μέσω κατοικιών ή άλλων ακινήτων που βρίσκονται στην Ελλάδα, δάνεια μικρών επιχειρήσεων και μη εξασφαλισμένα καταναλωτικά δάνεια. Το αντίτιμο για την απόκτηση των δανείων ήταν 711.771.935€.

Cairo No.2 finance designated activity company (SPV)

Η Cairo II εμπεριέχει (κυρίως μη εξυπηρετούμενα) δάνεια σε ευρώ της τράπεζας Eurobank. Τα δάνεια είναι επιχειρηματικά δάνεια εξασφαλισμένα μέσω διάφορων ακινήτων, ναυτιλιακά δάνεια, και μη εξασφαλισμένα επιχειρηματικά δάνεια. Το αντίτιμο για την απόκτηση των δανείων ήταν 1,046,596,335€.

Cairo No.3 finance designated activity company (SPV)

Η Cairo III εμπεριέχει (κυρίως μη εξυπηρετούμενα) δάνεια σε ευρώ, ελβετικό φράγκο και δολάριο Αμερικής της τράπεζας Eurobank, τα δάνεια είναι εξασφαλισμένα μέσω κατοικιών ή άλλων ακινήτων που βρίσκονται στην Ελλάδα, δάνεια μικρών επιχειρήσεων και μη εξασφαλισμένα καταναλωτικά δάνεια. Το αντίτιμο για την απόκτηση των δανείων ήταν 904,358,936€.

Η Cairo Mezz PLC

Οι διαπραγματεύσεις με την Bravo δεν απέδωσαν και τελικά τα ομόλογα πουλήθηκαν στην DoValue η οποία ορίστηκε και ως εταιρεία servicer. Παράλληλα, η τράπεζα δημιούργησε και μια εταιρεία την Cairo Mezz Plc στην οποία μετέφερε κάποια από τα ομόλογα των τριών τιτλοποιήσεων με σκοπό να διαθέσει μετοχές της νέας αυτής εταιρείας ως αποζημίωση στους παλιούς μετόχους της τράπεζας λόγο των ΑΜΚ. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τα tranches των τριών τιτλοποιήσεων καθώς και τις ονομαστικές αξίες των ομολόγων.

Ποσά σε € χιλ.	Βαθμίδα Εξασφάλισης	Cairo 1	Cairo 2	Cairo 3	Σύνολο
Σειρά Α	Υψηλή	681.000	974.320	754.000	2.409.320
Σειρά Β1	Ενδιάμεση	78.605	149.980	137.475	366.060
Σειρά Β2	Ενδιάμεση	235.813	449.939	412.425	1.098.177
Σειρά C1	Χαμηλή	463.824	763.675	774.155	2.001.654
Σειρά C2	Χαμηλή	377.962	622.305	630.845	1.631.112
Σύνολο		1.837.204	2.960.219	2.708.900	7.506.323

<https://www.eurobank.gr/-/media/eurobank/omilos/enimerosi-ependuton/enimerosi-metoxon-eurobank/enimerotika-deltia/sumboulos-anadoxos-trapeza-eurobank-ergasias/cairo-mezz-info-memo-ena-plus-21-09-2020.pdf>

Πίνακας 1: Μεταφορά Ομολόγων στην Cairo Mezz PLC

Οι σειρές Β2 και C2 αναφέρονται στα ομόλογα που εντάχθηκαν στην εταιρεία Cairo Mezz Plc. Έτσι για κάθε μετοχή CairoMezz αναλογεί 3,55€ από τις ομολογίες ενδιάμεσης εξασφάλισης καθώς και 5,27€ από τις ομολογίες χαμηλής εξασφάλισης.

Ουσιαστικά, με κάθε αγορά μίας μετοχής CairoMezz ο επενδυτής αγοράζει το δικαίωμα για ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 8,82€.

Παρακάτω τα ποσοστά των ομολόγων των τιτλοποιήσεων όπως διανεμήθηκαν ανάμεσα στην τράπεζα (Eurobank), τον servicer (DoValue) και την εταιρεία διακράτησης (Cairo Mezz PLC).

Ποσά σε € χιλ.	Βαθμίδα Εξασφάλισης	Τράπεζα Eurobank	doValue SpA	Εταιρία	Σύνολο
Σειρά A	Υψηλή	100%	-	-	100%
Σειρά B1	Ενδιάμεση	5%	20%	-	100%
Σειρά B2	Ενδιάμεση	-	-	75%	
Σειρά C1	Χαμηλή	5%	50,1%	-	100%
Σειρά C2	Χαμηλή	-	-	44,9%	

<https://www.eurobank.gr/-/media/eurobank/omilos/enimerosi-ependuton/enimerosi-metoxon-eurobank/enimerotika-deltia/sumboulos-anadoxos-trapeza-eurobank-ergasias/cairo-mezz-info-memo-ena-plus-21-09-2020.pdf>

Πίνακας 2: Κατανομή Ομολογιών ανά Σειρά & Φορέα

Τα επιτόκια των ομολόγων καθώς και η λήξη αυτών όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Ποσά σε € χιλ.	Σειρά	Ονομαστική Αξία	Τιμή έκδοσης	Επιτόκιο	ISIN	Λήξη
Cairo 1	B2	235.813	100%	Euribor 3m +5%	XS2015281780	31.12.2054
	C2	377.962	€ 1	Euribor 3m +8%	XS2016150380	31.12.2054
Cairo 2	B2	449.939	100%	Euribor 3m +5%	XS2015289502	31.12.2062
	C2	622.305	€ 1	Euribor 3m +8%	XS2016173598	31.12.2062
Cairo 3	B2	412.425	100%	Euribor 3m +5%	XS2015292555	31.12.2035
	C2	630.845	€ 1	Euribor 3m +8%	XS2016173911	31.12.2035

<https://www.eurobank.gr/-/media/eurobank/omilos/enimerosi-ependuton/enimerosi-metoxon-eurobank/enimerotika-deltia/sumboulos-anadoxos-trapeza-eurobank-ergasias/cairo-mezz-info-memo-ena-plus-21-09-2020.pdf>

Πίνακας 3: Τα Επιτόκια των Ομολόγων και η Λήξη τους

Τα ομόλογα που λήγουν πιο σύντομα είναι αυτά της Cairo III, με λήξη το 2035. Στον τομέα των επιτοκίων μπορούν να γίνουν κάποιες εκτιμήσεις. Υπολογίζοντας με μέσο επιτόκιο euribor 2% για τα B2 της Cairo III έχουμε τόκους που αντιστοιχούν σε 28.869.750€ ετησίως ή 433.046.250€ για τα 15 χρόνια της τιτλοποίησης, το οποίο αντιστοιχεί σε 1,40€ ανά μετοχή. Για τα C2 υπολογίζουμε πάλι με μέσο επιτόκιο euribor 2% έχουμε ετήσιους τόκους 63.084.500€ ή 946.267.500€ για τα 15 χρόνια της τιτλοποίησης το οποίο αντιστοιχεί σε 3,06€ ανά μετοχή. Συνοπτικά για την τιτλοποίηση Cairo III αναμένουμε:

τόκοι μεζζ: 1,40€ ανά μετοχή

κεφάλαιο μεζζ: 1,33€ ανά μετοχή

σύνολο μεζζ: 2,77€ ανά μετοχή

σύνολο επιστροφής Cairo III 7,87€ ανά μετοχή

τόκοι junior: 3,06€ ανά μετοχή

κεφάλαιο junior: 2,04€ ανά μετοχή

σύνολο junior: 5,10€ ανά μετοχή

Τελευταία και καλύτερη έρχεται η Cairo II, με λήξη το 2062. Υπολογίζοντας με euribor 2% για τα B2 της Cairo II έχουμε τόκους που αντιστοιχούν σε 31.495.730€ ή 1.322.820.660€ για τα 42 χρόνια της τιτλοποίησης, το οποίο αντιστοιχεί σε 4,27€ ανά μετοχή. Για τα C2 υπολογίζουμε πάλι με επιτόκιο euribor 2%, έχουμε ετήσιους τόκους 62.230.500€ ή 2.613.681.000 για τα 42 χρόνια της τιτλοποίησης το οποίο αντιστοιχεί σε 8,45€ ανά μετοχή. Συνοπτικά για την Cairo II αναμένουμε:

τόκοι μεζζ: 4,27 € ανά μετοχή

κεφάλαιο μεζζ: 1,45€ ανά μετοχή

σύνολο μεζζ: 5,72€ ανά μετοχή

σύνολο επιστροφής Cairo II: 16,18€ ανά μετοχή

τόκοι junior: 8,45€ ανά μετοχή

κεφάλαιο junior: 2,01€ ανά μετοχή

σύνολο junior: 10,46€ ανά μετοχή

Συνολικά, για τις 3 τιτλοποιήσεις αναμένουμε επιστροφές της τάξης 31,99€ και όπως βλέπουμε η Cairo Mezz Plc είναι αρκετά υποτιμημένη χρηματιστηριακά καθώς αυτές οι τιτλοποιήσεις δημιουργούνται με σκοπό την ολοκληρωτική αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους και ενσωματώνουν και εκτιμήσεις ρίσκου όπως τα επιτόκια, την αθέτηση δανειακών υποχρεώσεων σε ένα εύλογο ποσοστό, τις τιμές της αγοράς ακινήτων κλπ.

Πως αποκτούν έσοδα οι τιτλοποιήσεις

Η διαδικασία για να αρχίσει να λαμβάνει έσοδα μια τιτλοποίηση γίνεται μέσω της διαδικασίας ρυθμίσεως των δανείων ώστε ο δανειολήπτης να μπορεί να αποπληρώσει, συνήθως συνοδεύεται και από «κούρεμα» του δανείου.

Ο δεύτερος τρόπος είναι μέσω της διαδικασίας του πλειστηριασμού όπου τα ακίνητα που εξασφαλίζουν το δάνειο κατάσχονται και πωλούνται.

Ο τρίτος τρόπος είναι μέσω της διαδικασίας της αναχρηματοδότησης. Για ενήμερα δάνεια σε περίπτωση που επιτραπεί να επιστρέψουν στις τράπεζες και επιλεχθεί η διαδικασία της αναχρηματοδότησης θα έχει ως αποτέλεσμα την πλήρη και άμεση αποπληρωμή του τιτλοποιημένου δανείου και την έκδοση ενός νέου από την τράπεζα.

Οι δυο τελευταίοι τρόποι βοηθούν στην πιο άμεση αποπληρωμή των τιτλοποιήσεων.

Μία συνθήκη που θα επιτρέψει την άμεση πληρωμή των μετόχων είναι το δικαίωμα των κατόχων B1 να εξαγοράσουν τα ομόλογα B2 στο αντίτιμο του ανεξόφλητου κεφαλαίου προσαυξημένο με τους δεδουλευμένους τόκους.

Για το τέλος να πούμε ότι στις 15 Απριλίου 2024 οι Cairo No.1 finance designated activity company και η Cairo No.2 finance designated activity company προέβησαν στην πώληση και μεταβίβαση των απαιτήσεων τους στην CREDITABLE OPPORTUNITIES FUND SCA SICAV RAIF με την Do Value να παραμένει ως servicer. Επιπλέον, η έρευνα αποκαλύπτει ως διαχειριστή του fund την EOS Group θυγατρική εταιρεία της Otto Group.

Disclaimer: Το παρόν άρθρο δεν αποτελεί επενδυτική συμβουλή. Αυτό σημαίνει ότι οι πληροφορίες που περιέχονται στο άρθρο δεν προορίζονται να χρησιμοποιηθούν ως βάση για λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Οι επενδύσεις εμπεριέχουν κινδύνους και είναι σημαντικό να συμβουλευτείτε έναν εξειδικευμένο χρηματοοικονομικό σύμβουλο πριν προβείτε σε οποιαδήποτε επένδυση.