



Σύγχρονες Επιχειρήσεις, Σύγχρονη Ελλάδα

**Βασικά Συμπεράσματα της ημερίδας του ΣΕΒ με τίτλο:  
"Η Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων, Ποιες Λύσεις - Ποια Προοπτική",  
15 Ιανουαρίου 2014, Μέγαρο Μουσικής Αθηνών**

Στην Ελλάδα μέσω του PSI μια δημοσιονομική κρίση εξελίχθηκε σε μια οξεία κρίση χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Ως αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν αθροιστικά τις αρνητικές επιπτώσεις της ύφεσης που έφερε η πολιτική της λιτότητας, του δημοσίου που από τη μία μεριά απορροφά πόρους ενώ από την άλλη δεν πληρώνει και του τραπεζικού συστήματος που στερείται ρευστότητας. Δημιουργήθηκε έτσι ένας φαύλος κύκλος αιτίων που βαθαίνουν πολλαπλασιαστικά την κρίση και που οδηγεί ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων αναίτια στην τελική πτώση.

Λόγω της ανάγκης απομόχλευσης που δημιούργησε το PSI και της αύξησης των επισφαλειών που έφερε η λιτότητα, οι τράπεζες προσπαθούν να διαθέτουν τις λιγοστές πιστώσεις τους στις πλέον υγιείς επιχειρήσεις με τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης. Παράλληλα, προκειμένου να αποκτήσουν επάρκεια κεφαλαίων με βάση τα νέα ευρωπαϊκά δεδομένα, είναι υποχρεωμένες, μεταξύ άλλων, να προχωρήσουν στην παραπέρα απομόχλευση και ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού. Αυτό σημαίνει ότι σημαντικός αριθμός επιχειρήσεων που μέχρι σήμερα κρατιόταν στη ζωή με μικρές δανειακές ενέσεις ή με τυπικές αναδιαρθρώσεις δανείων θα οδηγηθεί στο κλείσιμο.

Η Ελλάδα, ακόμα περισσότερο από τις άλλες Ευρωπαϊκές χώρες, στήριζε μέχρι σήμερα τη χρηματοδότηση της οικονομίας κυρίως στο τραπεζικό σύστημα, και συνεπώς στην παρούσα συγκυρία η τραπεζική απομόχλευση έχει αυξημένη επίπτωση στην πραγματική οικονομία.

Αντίστοιχα, κάτω από τις συνθήκες αυτές αναδεικνύεται περισσότερο το γεγονός ότι η χώρα δεν έχει αναπτύξει σε σημαντικό βαθμό εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Προς αυτή την κατεύθυνση γίνονται βήματα αλλά βρίσκονται ακόμα σε πρωτόλειο στάδιο, ελέγχονται σε μεγάλο βαθμό από το κράτος με τις γνωστές οργανωτικές αδυναμίες και, τουλάχιστον στην παρούσα μορφή τους, δεν επαρκούν για να καλύψουν τις εκτεταμένες ανάγκες που έχει δημιουργήσει η πενταετής βαθιά ύφεση, το PSI, ο αυξημένος για πολλά χρόνια κίνδυνος χώρας και οι θεσμικές εξελίξεις στο Ευρωπαϊκό τραπεζικό πεδίο.

Μετά τη σημαντική βλάβη που έχει ήδη υποστεί ο παραγωγικός ιστός της χώρας, το θέμα είναι πώς από τώρα και στο μέλλον θα αναστραφούν οι αρνητικές επιπτώσεις από αυτήν τη διαδικασία απομόχλευσης στην παραγωγή, την απασχόληση και στην προοπτική ανάπτυξης της χώρας. Αδιαμφισβήτητα αν δεν υπάρξει οργανωμένο σχέδιο προς την κατεύθυνση αποκατάστασης ομαλών συνθηκών χρηματοδότησης της παραγωγικής οικονομίας το κύριο σώμα των ελληνικών επιχειρήσεων θα αντιμετωπίσει ένα...λουτρό αίματος. Και η χώρα θα υποστεί ανήκεστο βλάβη στο παραγωγικό της δυναμικό.

Ορισμένες, λίγες και πρωταρχικά μεγάλες, επιχειρήσεις με τη δυνατότητα διεθνών διασυνδέσεων προσέφυγαν σε – κυρίως ομολογιακό – δανεισμό από το εξωτερικό. Τα κεφάλαια που συγκέντρωσαν, όμως, δεν αφορούσαν νέες επενδύσεις αλλά την αναδιάρθρωση υφιστάμενων δανείων. Οι κινήσεις τους είναι, για την ώρα τουλάχιστον, ουσιαστικά αμυντικές.

Επίσης, πολλές επιχειρήσεις εντείνουν τις προσπάθειες τους να μειώσουν τα κόστη τους, να οργανώσουν την λειτουργία τους με σύγχρονα πρότυπα, να στραφούν προς το εξωτερικό, να δημιουργήσουν διεθνείς συνεργασίες, να αποκτήσουν ξανά πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης από ξένες τράπεζες, σταδιακά να ανοίξουν και πάλι εμπορικές πιστώσεις με προμηθευτές και να αποκτήσουν ξανά ασφαλιστική κάλυψη για τις εμπορικές συναλλαγές τους.

Στην προσπάθεια τους αυτή, όμως, εξακολουθούν να αντιμετωπίζονται υπό το πρίσμα του ελληνικού κρατικού πιστωτικού κινδύνου. Έτσι, το κόστος του χρήματος γι' αυτές παραμένει σε απαγορευτικά επίπεδα – περίπου τριπλάσιο από το ευρωπαϊκό— κι αυτό σημαίνει ότι η ανταγωνιστικότητά τους υποφέρει.

Πέρα του μικρού αριθμού των επιχειρήσεων που συνεχίζουν παρά την πολυετή βαθεία ύφεση να έχουν ισχυρές χρηματοροές και ισολογισμό, υπάρχει και ένα μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων που έχει αποδυναμωθεί από την κρίση αλλά μπορεί ακόμα να κερδίσει την επιβίωση ετοιμάζοντας και υποβάλλοντας ένα ολοκληρωμένο σχέδιο αναδιάρθρωσης του συνόλου της επιχείρησης – και όχι μόνο των δανείων της.

Για κάποιες από αυτές τις επιχειρήσεις αυτό μπορεί να απαιτεί την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με ίδιους πόρους και την μεγαλύτερη εξάρτηση από εσωτερικούς πόρους. Για άλλες η επιβίωση εξαρτάται από την αναδιάρθρωση τους με τη συμμετοχή ξένων κεφαλαίων – γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στην απώλεια του ελέγχου της επιχείρησης από τους αρχικούς μετόχους, στην πώληση με απόσχιση μέρους της εταιρείας ακόμη και στην τελική ρευστοποίηση της – αν το σχέδιο δεν πετύχει.

Οι αναδιρθρώσεις αυτής της μορφής απαιτούν ειδική τεχνογνωσία στην κατηγοριοποίηση και γενικά στη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης. Μένει να αποφασιστεί αν οι τράπεζες θα ιδρύσουν ειδικά τμήματα που θα ασχοληθούν με αυτές τις περιπτώσεις, αν τρίτοι ειδικοί θα αναλάβουν αυτή τη διαχείριση ενώ οι τράπεζες θα κρατήσουν την εποπτεία ή αν τα δάνεια αυτά θα πωληθούν σε εξειδικευμένα προς τούτο διεθνή επενδυτικά/διαχειριστικά σχήματα.

Όποια κι αν είναι η εξέλιξη, όμως, προαπαιτούμενο επιτυχίας είναι ορισμένες στρατηγικές αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο. Πέρα από το πρωταρχικό θέμα του φορολογικού καθεστώτος (που πρέπει να αποκτήσει σταθερότητα, διαφάνεια και ανταγωνιστικότητα) η ανάγκη μεταρρύθμισης επικεντρώνεται στον εκσυγχρονισμό της φορολογίας ώστε να μπορεί να συμβαδίσει με τις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές πρακτικές σε τέτοιες αναδιαρθρώσεις, στο πτωχευτικό δίκαιο και στις ευρύτερες νομικές διαδικασίες και νομολογίες που διέπουν τις δανειακές συμβάσεις και τις αναδιαρθρώσεις επιχειρήσεων.

Ειδικά στην Ελλάδα, όπου αντίθετα με άλλες χώρες ιδιαίτερα μεγάλο μέρος των μη κανονικά εξυπηρετούμενων δανείων αφορά δάνεια επιχειρήσεων που έχουν πληγεί από μια οξεία κρίση ρευστότητας και πολυετή βαθιά ύφεση η ανάπτυξη των οργανωτικών δομών και των θεσμών που θα επιτρέψουν την ανάκαμψη τους και την επαναφορά τους σε χρηματοοικονομική υγεία έχει αυξημένη και κρίσιμη σημασία όχι μόνο για την υποστήριξη της ανάκαμψης όλης της χώρας αλλά και ειδικότερα για τη διάσωση θέσεων εργασίας.

Συνεπώς ένα οργανωμένο σχέδιο προς την κατεύθυνση αποκατάστασης ομαλών συνθηκών χρηματοδότησης της παραγωγικής οικονομίας πρέπει να στοχεύει:

A. Στην διευκόλυνση πρόσβασης των επιχειρήσεων που έχουν ακόμα υγιή θεμελιώδη, σε ενδιαφερόμενα κεφάλαια και με όρους που θα τους επιτρέψουν να είναι διεθνώς ανταγωνιστικές.

B. Ειδικά, στην αντιμετώπιση των ειδικών θεσμικών και οργανωτικών θεμάτων που θα επιτρέψουν τον μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων που μετά από 5 χρόνια βαθιάς και οξείας ύφεσης πλέον έχουν αποδυναμωμένα θεμελιώδη, αλλά που διαθέτουν παραγωγικές δραστηριότητες οι οποίες μπορεί να διασωθούν, να αποκτήσουν και αυτές πρόσβαση σε μη τραπεζικά κεφάλαια που ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην προοπτική ανάκαμψης τους, αλλά που θέτουν οργανωτικές και θεσμικές προϋποθέσεις για να επενδύσουν.

## Οι Ενότητες της Ημερίδας

### **α. Γεγονότα – οικονομία.**

Στη χώρα μας η δημοσιονομική κρίση μέσω του PSI έγινε μία τραπεζική κρίση με ιδιαίτερα αυξημένες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία λόγω της παραδοσιακά μεγάλης εξάρτησης των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό δανεισμό και, αντίστοιχα, της απουσίας σημαντικών εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

Η κρίση ρευστότητας στην Ελλάδα, επιβαρύνθηκε επιπλέον από:

- Την αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του δημοσίου την ώρα που το ίδιο αυξάνει τη φορολογία, δεν συμψηφίζει απαιτήσεις και επιβάλλει ακόμα και την προκαταβολή του ΦΠΑ για επισφαλείς πωλήσεις
- Την αποχώρηση των ξένων τραπεζών καθώς και τη διακοπή της λειτουργίας των υπερεθνικών τραπεζών στην Ελλάδα -- όπως για παράδειγμα η διακοπή των δράσεων της EIB στο βαθύτερο σημείο της ύφεσης.
- Την επιταχυνόμενη απομόχλευση των χαρτοφυλακίων των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς η μεγάλη εξάρτησή τους από το ευρωσύστημα θα πρέπει να μειωθεί σημαντικά έτι περαιτέρω (το 2015 είναι η λήξη αποδοχής από ΕΚΤ ενέχυρων ομολόγων με εγγύηση δημοσίου) ενώ υπάρχει και επιπλέον φιλόδοξος στόχος παραπέρα μείωσης της εξάρτησης από το ευρωσύστημα μέχρι το 2017.
- Την υποχρέωση συμμόρφωσης των τραπεζών με αυξημένους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας – στα πλαίσια του νέου ευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου που ενθαρρύνει τη μείωση της τραπεζικής διαμεσολάβησης στην οικονομία.
- Την πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα που κατά περιόδους ανακόπτει την επιστροφή καταθέσεων στην Ελλάδα σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η κάλυψη των υψηλών και αλληπάλληλων φορολογικών υποχρεώσεων γίνεται με απομείωση των αποταμιεύσεων.

Πρέπει να τονιστεί ότι καταγράφεται μία σχετική, συγκριτικά με το ύψος των προκλήσεων, ανθεκτικότητα της χρηματοδότησης της οικονομίας από το χρηματοπιστωτικό σύστημα η οποία πρέπει να σημειωθεί υποστηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό από το ευρωσύστημα. Στο περιβάλλον αυτό συγκεκριμένες μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις με όραμα και καινοτόμα σχέδια χρηματοδοτήθηκαν από τις ελληνικές τράπεζες για επενδύσεις και ανάπτυξη, παρά την πρωτοφανή κρίση και τις τόσο αντίξοες συνθήκες. Όμως μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, ειδικά όταν η χρηματοοικονομική τους υγεία έχει πληγεί λόγω της παρατεταμένης και βαθιάς κρίσης, πλέον δεν μπορεί να αντλήσει την χρηματοδότηση που είναι απαραίτητη για την απρόσκοπτη λειτουργία και ανάπτυξη τους.

Επιπλέον, ειδικά στη χώρα μας υπάρχουν συγκεκριμένες στρεβλώσεις που, πέρα των παραδοσιακών επιπτώσεων που δημιουργεί μία γενικότερη κρίση χρηματοδότησης, οδήγησε συχνά στην αποσύνδεση του κόστους χρήματος από την πιστοληπτική ικανότητα επιχειρήσεων. Έτσι, υγιείς επιχειρήσεις υποχρεώθηκαν να περιορίσουν τη δραστηριότητα τους πολύ πέρα του επιπέδου που θα δικαιολογούσε η ύφεση ενώ μη υγιείς επιχειρήσεις συνέχιζαν να αντλούν ρευστότητα κάτω από συγκριτικά ευνοϊκούς όρους.

## **β. Η πραγματικότητα της πιστωτικής ασφυξίας για τις επιχειρήσεις.**

Η πιστωτική ασφυξία που βιώνει η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων, μικρών και μεγάλων, σε όποιο τομέα και να δραστηριοποιούνται περιγράφεται συνοπτικά ως εξής:

- Δραστική μείωση των παραγωγικών επενδύσεων.
- Αδυναμία δανειοδότησης υφιστάμενων δραστηριοτήτων λόγω μείωσης ή και διακοπής γραμμών χρηματοδότησης.
- Μείωση του αριθμού των επιχειρήσεων που μπορούν να αναπτυχθούν.
- Διεύρυνση των χρονικών ορίων των εμπορικών πιστώσεων.
- Μη αποδοχή των εγγυητικών επιστολών των ελληνικών τραπεζών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτός Ελλάδος.
- Αυξημένο κόστος ή και απαίτηση από αλλοδαπές τράπεζες για κατάθεση μετρητών προκειμένου να εκδοθούν εγγυητικές επιστολές για αγορές πρώτων υλών ή εξοπλισμού.
- Απόσυρση από την Ελλάδα διεθνών ασφαλιστικών οργανισμών που παρείχαν ασφάλιση πιστώσεων με αποτέλεσμα την αναστολή σχεδόν κάθε εμπορικής πίστωσης από το εξωτερικό και, επιπλέον, τη μη δυνατότητα χρήσης εμπορικών πιστώσεων ως ενέχυρο.
- Μη αποδοχή ελληνικών τραπεζών ως μέλη σε σχήματα κοινής χρηματοδότησης.
- Ως αποτέλεσμα των παραπάνω αυξημένες ανάγκες των επιχειρήσεων για κεφάλαιο κίνησης τη στιγμή που υπήρχε μια πρωτοφανής μείωση των διαθεσίμων.

Με τις συνθήκες αυτές η πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων αναζήτησε λύσεις ως εξής:

- Χρήση εσωτερικών πόρων για τις επενδύσεις, την έρευνα και ανάπτυξη, την παραγωγή προϊόντων και την παροχή υπηρεσιών.
- Όμοια, για τη μείωση των πλαφόν των υφιστάμενων δανείων.
- Σχέδια στρατηγικής αναδιάρθρωσης και περικοπή δαπανών, συχνά στα όρια διασφάλισης της απαιτούμενης ασφάλειας και ποιότητας και με ταυτόχρονη μείωση του εργατικού κόστους.
- Προσπάθεια αναχρηματοδότησης δανείων, μείωσης επιτοκίων δανεισμού και πίεση για την εξασφάλιση εγγυητικών επιστολών και ενέγγυων πιστώσεων.
- Υιοθέτηση πολιτικών αντιστάθμισης χρηματοοικονομικών κινδύνων.

- Δημιουργία νέων διεθνών συνεργασιών με προμηθευτές, πελάτες, δανειστές και επενδυτικά κεφάλαια.
- Πίεση για την επανέναρξη συνεργασία με διεθνείς ασφαλιστικούς οργανισμούς και αποκατάστασης πιστώσεων από διεθνείς προμηθευτές που είχαν διακοπεί.
- Αύξηση συνεργασιών με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξωτερικού ειδικά στον βαθμό που μπορεί να υπάρξει διεθνοποίηση δραστηριοτήτων.
- Αναζήτηση αναχρηματοδότησης υφιστάμενων υποχρεώσεων σε διεθνείς κεφαλαιαγορές και διατύπωση σωστά δομημένων προτάσεων νέων επενδύσεων που θα μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Ειδικά, σταδιακή αύξηση εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, στο βαθμό που οι αγορές εμπιστεύονται τις συγκεκριμένες ελληνικές επιχειρήσεις που το επιχειρούν.

Πρέπει να τονιστεί ότι ακόμα και για αναπτυσσόμενες και υγιείς επιχειρήσεις η αναζήτηση χρηματοδότησης από επενδυτές του εξωτερικού αναδεικνύει σημαντικές προκλήσεις που αφορούν τις γνώσεις που απαιτούνται στην συνδιαλλαγή με κεφάλαια που επιδιώκουν την είσοδο στο μετοχικό κεφάλαιο, ειδικά όταν επιδιώκεται να μην τεθεί σε κίνδυνο ο μελλοντικός έλεγχος της επιχείρησης.

Δυστυχώς, αυτές οι δράσεις δεν μπορούν να λύσουν το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας των περισσότερων επιχειρήσεων, καθώς δεν αρκούν για να καλύψουν το μεγάλο ανταγωνιστικό μειονέκτημα που προκύπτει όταν το χρηματοοικονομικό κόστος των διεθνών ανταγωνιστών είναι στο 1/3 του ελληνικού και όταν αυτοί έχουν πρόσβαση σε ιστορικά ψηλά επίπεδα ρευστότητας. Αυτό ισχύει ακόμα περισσότερο όταν αναφερόμαστε σε ενεργοβόρες επιχειρήσεις που πλήττονται επιπλέον από το ιδιαίτερα αυξημένο κόστος ενέργειας. Με τέτοια διαφορά κόστους χρηματοδότησης οι ελληνικές επιχειρήσεις απλά δεν μπορούν να είναι διεθνώς ανταγωνιστικές και συνεπώς πολλές δεν θα επανέλθουν σε αναπτυξιακή τροχιά αν δεν υπάρξει σύντομα μία ουσιαστική αλλαγή στο κόστος χρηματοδότησης της ιδιωτικής οικονομίας.

### **γ. Γενικές προϋποθέσεις αντιμετώπισης του προβλήματος και πέρα των ειδικών μέτρων.**

Συνοπτικά, οι γενικές αυτές προϋποθέσεις περιλαμβάνουν:

1. Αναβάθμιση αξιόχρεου χώρας με εδραίωση δημοσιονομικής σταθερότητας, προώθηση μεταρρυθμίσεων που θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα και μια χωρίς προκαταλήψεις αναζήτηση εφικτών τεχνικών λύσεων για το δημόσιο χρέος που θα απομακρύνουν τις ανησυχίες για τη βιωσιμότητα του. Αθροιστικά τα μέτρα αυτά θα εξασφαλίσουν την ικανότητα του τραπεζικού συστήματος και της χώρας να προσελκύσουν ρευστότητα με πιο ανταγωνιστικούς όρους.
2. Ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και ταχύτερη πλήρη αποκατάσταση του ιδιωτικού τους χαρακτήρα με την αξιοποίηση

σχετικού ενδιαφέροντος ξένων κεφαλαίων για μόνιμη συμμετοχή σε αυτές.

3. Μείωση του κόστους ενέργειας για την παραγωγική οικονομία.
4. Συγχρηματοδότηση επενδύσεων από τον προϋπολογισμό δημοσίων επενδύσεων (ΠΔΕ) με την ΕΕ και τον ιδιωτικό τομέα (ελληνικό και διεθνή) για επενδύσεις υποδομών έργων και υπηρεσιών ώστε:
  - Να μπουον χρήματα στην αγορά.
  - Να διασφαλιστεί η χρηματοδότηση ΣΔΙΤ.
  - Να μειωθεί ο κίνδυνος που έχει ο ιδιώτης με το δημόσιο αντισυμβαλλόμενο.
  - Να αντιμετωπιστεί ειδικά ο κίνδυνος έναντι πληρωμών διαθεσιμότητας στα ΣΔΙΤ που έχουν το δημόσιο ως αντισυμβαλλόμενο.
  - Να βελτιωθεί η διαθεσιμότητα τραπεζικού δανεισμού για τη χρηματοδότηση έργων υποδομών.
  - Να διαμορφωθούν οι συνθήκες συμμετοχής ιδιωτών επενδυτών και τραπεζικής χρηματοδότησης για τα έργα υποδομής.
  - Να εκπληρωθούν οι απαραίτητες προϋποθέσεις που θα επιτρέψουν τη χρηματοδότηση έργων υποδομών από τις κεφαλαιαγορές.
  - Να αρθούν θεσμικά εμπόδια όπως η μη ολοκλήρωση του κτηματολογίου.

Σημειώνεται επίσης ότι επικουρικές δράσεις χρηματοδότησης από υπερεθνικές τράπεζες (ΕΙΒ, ΕΙΦ) καθώς και τα προγράμματα για ΜμΕ, μπορεί να έχουν μια ικανοποιητική πορεία, καθώς δίνουν σε ΜμΕ κεφάλαια με επιτόκιο χαμηλότερο της αγοράς, αν και συχνά τα κριτήρια είναι υπερβολικά αυστηρά. Τονίζεται ότι οι δράσεις αυτές στη χώρα μας χρειάζονται θεσμική στήριξη με την επίλυση ορισμένων θεμάτων συνεργασίας των ιδρυμάτων αυτών με την Ελληνική κυβέρνηση, για να μπορέσουν να διεισδύσουν με περισσότερη αποτελεσματικότητα στο κομμάτι της οικονομίας που επιδιώκουν να στηρίξουν.

Επιπλέον η επιχειρηματολογία ότι οι φόροι στην Ελλάδα συγκρίνονται τώρα με τους φόρους που καταβάλλονται σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες του πυρήνα της ζώνης του ευρώ είναι ανακριβής γιατί στις χώρες αυτές οι επιχειρήσεις, σε αντίθεση με τις ελληνικές επιχειρήσεις, καταβάλλουν τους φόρους αυτούς χωρίς να βαρύνονται από:

- Κατάρρευση εγχώριας ζήτησης.
- Ψηλό κόστος λειτουργίας λόγω θεσμικών ατελειών και αβεβαιοτήτων.
- Υψηλό κόστος χρήματος και ανεπάρκεια κεφαλαίων.
- Μη ανταγωνιστικό κόστος ενέργειας.
- Απόλυτη προτεραιότητα δημοσίου στην είσπραξη απαιτήσεων χωρίς δυνατότητα συμψηφισμού.
- Ασάφεια και αστάθεια φορολογικού πλαισίου.

Σχετικά, ειδική μνεία πρέπει να γίνει για το φορολογικό πλαίσιο. Πέρα από το ύψος των συντελεστών, χρειάζονται οπωσδήποτε μέτρα όπως ο εξορθολογισμός και η σταθερότητα των φορολογικών διατάξεων, καθώς αποτελούν προϋπόθεση για την προσέλκυση σοβαρών επενδυτικών κεφαλαίων. Η εδραίωση της φορολογικής σταθερότητας στο μέλλον πρέπει να περιλαμβάνει και την οριστική απομάκρυνση της φορολογικής αβεβαιότητας για χρήσεις του παρελθόντος, μέσω μιας οριστικής περαίωσης περιουσίας. Μόνο έτσι τα κεφάλαια που θα επενδυθούν, ειδικά για την ανακεφαλαιοποίηση επιχειρήσεων, δεν θα βαρύνονται από το κόστος της αβεβαιότητας από απρόβλεπτες συνέπειες που μπορεί να δημιουργήσει στο μέλλον η αναδρομική εφαρμογή του στρεβλού, αβέβαιου και ασαφούς φορολογικού πλαισίου του παρελθόντος στα κεφάλαια αυτά.

#### **δ. Η τραπεζική απομόχλευση στην Ευρώπη και η αναζήτηση άλλων πηγών χρηματοδότησης – αναζήτηση χρηματοδότησης από υγιείς ελληνικές επιχειρήσεις στο νέο ευρωπαϊκό χρηματοδοτικό περιβάλλον.**

Παρόλο που η τραπεζική χρηματοδότηση είναι βασική για επιχειρήσεις σε όλη την Ευρώπη, και παρότι η κρίση έχει οδηγήσει σε διάσπαση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και σε μεγάλη απόκλιση των όρων χρηματοδότησης ανάμεσα στον Νότο και τον Βορρά στην Ευρώπη, η δομή του νέου ρυθμιστικού πλαισίου ενισχύει πανευρωπαϊκά τον περιορισμό της διαμεσολάβησης και αναμένεται να οδηγήσει σε αυξημένη απευθείας σχέση δανειστών και δανειοληπτών –π.χ. με τη διόγκωση της αγοράς εταιρικών ομολόγων, είτε αυτή είναι οργανωμένη είτε όχι.

Η αλλαγή αυτή στη δομή χρηματοδότησης της παραγωγικής οικονομίας στην Ευρώπη, εκτός του ότι δρομολογείται σε συνθήκες χρηματοδότησης που δεν είναι ομαλές σε πολλές χώρες, αναδεικνύει και κρίσιμα ερωτήματα όπως ποια θα είναι η στρατηγική διαμόρφωσης των θεσμικών συνθηκών που θα κάνουν το τραπεζικό σύστημα πιο προσβάσιμο ειδικά σε μικρότερες επιχειρήσεις. Ήδη σε πολλές περιπτώσεις, λόγω του νέου πλαισίου, η δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος να προσφέρει κεφάλαια σε κόστος χαμηλότερο του κόστους εταιρικών ομολόγων έχει πάψει να υφίσταται. Έτσι, ειδικά οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που δεν έχουν τη δυνατότητα απευθείας προσέγγισης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, αποκλείονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τη δυνατότητα άντλησης χρηματοδότησης με ανταγωνιστικό κόστος, αν και πρέπει να σημειωθεί ότι συχνά έχουν τη δυνατότητα προσέγγισης άλλων επικουρικών πηγών χρηματοδότησης όπως είναι τα ειδικά προγράμματα για ΜμΕ.

Η τάση αυτή αναδεικνύει τη σημασία υιοθέτησης τόσο από τις υγιείς ελληνικές επιχειρήσεις όσο και από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και το κράτος στρατηγικών ενδυνάμωσης των διαύλων άμεσης συνεργασίας επιχειρήσεων και κεφαλαίων χρηματοδότησης με μακροχρόνια ορίζοντα. Ενδεικτικά:

- Η ανάπτυξη αγορών με γρήγορες και ευέλικτες διαδικασίες και χαμηλά εμπόδια εισόδου για την έκδοση εταιρικών ομολόγων, που θα δέχονται τη συμμετοχή ειδικά και μεσαίων και μικρότερων επιχειρήσεων.



- Η αναζήτηση χρηματοδότησης από εξειδικευμένες και με χαμηλή ρύθμιση και εποπτεία υφιστάμενες αγορές, όπως των Γερμανικών Schuldschein, μπορεί να αποτελεί λύση για κάποιες εταιρείες.
- Η χρήση συνδιαστικών χορηγητικών προϊόντων που ξεπερνάνε τα στενά όρια της δανειακής χρηματοδότησης και διαμορφώνουν κύκλους σταθερής ροής χρήματος μεταξύ περισσότερων επιχειρήσεων μπορεί να προσφέρουν λύσεις σε αρκετές περιπτώσεις.

#### **ε. Ειδικά χαρακτηριστικά της Ελληνικής κρίσης ρευστότητας και ειδικά εμπόδια στην αναζήτηση λύσεων.**

Καταγράφονται ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPL's) στην Ελλάδα όπως:

- Ιδιαίτερα μεγάλο ποσοστό των NPL είναι από επιχειρηματικά δάνεια, τα οποία όμως έχουν κάλυψη από προβλέψεις σε ποσοστό άνω του 50%.
- Υπάρχουν μικρά σε αριθμό, αλλά με μεγάλο ποσοστό επισφαλειών, δάνεια σε μικρές επιχειρήσεις.

Πρέπει να σημειωθεί ότι σε αντίθεση π.χ. στην Ισπανία ή Ιρλανδία, ο μεγάλος αριθμός των NPL's προήλθε από στεγαστικά δάνεια στα οποία υπήρξε μη αναστρέψιμη απόκλιση της τιμής ακινήτου κατά τη διάρκεια της δανειοδότησης και της τιμής του ακινήτου κατά την μετάπτωση του δανείου σε NPL. Έτσι, η φύση των NPL's στην Ελλάδα διαφοροποιείται ως προς ένα ιδιαίτερα σημαντικό χαρακτηριστικό από την πραγματικότητα άλλων Ευρωπαϊκών χωρών που μετά την χρηματοοικονομική κρίση περιήλθαν σε ύφεση: η ανάκτηση αξίας και πιθανή επαναφορά τους σε καθεστώς ομαλής εξυπηρέτησης μπορεί να υποστηριχθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό εφόσον υπάρξει μια αποτελεσματική στρατηγική διαχείρισης των υφιστάμενων προβλημάτων, και οι απώλειες σε πολλές περιπτώσεις δεν αποτελούν νομοτέλεια.

Στο προαναφερόμενο ευρωπαϊκό περιβάλλον που ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να στραφούν σε αυξανόμενο βαθμό απευθείας σε πηγές χρηματοδότησης, η δημιουργία της αποτελεσματικής διαχείρισης αυτών των περιπτώσεων αποτελεί προϋπόθεση ώστε να μπορέσει να προσεγγίσει ένας μεγάλος αριθμός, κατά βάση βιώσιμων αλλά αποδυναμωμένων από την κρίση, επιχειρήσεων αυτές τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Συνεπώς η γενικότερη ενθάρρυνση της χρηματοδότησης επιχειρήσεων εκτός του τραπεζικού συστήματος πρέπει να ειδικά στη χώρα μας να αντιμετωπίσει τις ειδικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν αυτές οι επιχειρήσεις, ώστε να τεθούν οι προϋποθέσεις που θέτουν τα ενδιαφερόμενα κεφάλαια για να επενδύσουν σε τέτοιες περιπτώσεις ή σε χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από τέτοιες περιπτώσεις.

Όμως αυτή η αποτελεσματική διαχείριση σήμερα εμποδίζεται από Α. θεσμικά και Β. οργανωτικά προσχώματα.

A. Σε θεσμικό επίπεδο, υπάρχουν αδυναμίες οι οποίες:

- Υπονομεύουν την εκτέλεση συμβολαίων.
- Υπονομεύουν τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης/εξυγίανσης ειδικά μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων που έχουν ληξιπρόθεσμες οφειλές μακράς περιόδου.
- Αποτρέπουν την υιοθέτηση διεθνώς δοκιμασμένων πρακτικών διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού που στην παρούσα συγκυρία δεν καταφέρνουν να εξυπηρετήσουν ομαλά τις υποχρεώσεις που τα συνοδεύουν, αλλά που υπό προϋποθέσεις θα μπορούσαν να ανακάμψουν πλήρως ή έστω μερικώς.

Ειδικά στην παρούσα συγκυρία αυτά τα θεσμικά θέματα είναι κρίσιμα, κι αυτό αφορά ειδικά αδυναμίες που συνεπάγονται:

- Τη δυνατότητα κατάχρησης νομοθετικών διευκολύνσεων από δανειολήπτες ικανούς να εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους.
- Σε περιπτώσεις που υπάρχουν σοβαρά προβλήματα υποκεφαλαιοποίησης εταιρειών και όπου δεν υπάρχει η δυνατότητα να πειστούν οι μέτοχοι να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαια, να υπάρξει έλεγχος κόστους και να γίνει μια γενναία αναδιάρθρωση της επιχείρησης.

B. Σε οργανωτικό επίπεδο, για τη διαχείριση τέτοιων καταστάσεων υπάρχουν δοκιμασμένες διεθνείς πρακτικές αναδιάρθρωσης και διαχείρισης ενεργητικού που μπορούν να υιοθετηθούν. Είναι εργαλεία που έχουν εφαρμοστεί σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες που έχουν υποστεί τις συνέπειες της παρούσας κρίσης (Ισλανδία, Ιρλανδία, Ισπανία, Αγγλία, Γερμανία), αλλά και παλαιότερα σε άλλες χώρες (π.χ. στη Σουηδία). Η εμπειρία αυτή πρέπει να αποτελέσει σημείο αναφοράς στην προσπάθεια της χώρας μας να δημιουργήσει την εξειδικευμένη υποδομή που απαιτεί η διαχείριση τέτοιων καταστάσεων.

Από τη διεθνή εμπειρία προκύπτει ότι στα σχήματα διαχείρισης των μη κανονικά εξυπηρετούμενων δανείων που προκύπτουν στα πλαίσια τραπεζικών κρίσεων δύο παράμετροι είναι κρίσιμες, ανεξάρτητα του αν τα σχήματα διαχείρισης είναι κεντρικά ή αποκεντρωμένα:

1. Ο χρόνος εγγραφής ζημιών σε συνδυασμό με το βαθμό άμεσης ή σε βάθος χρόνου ανάληψης αυτών (ή μέρους αυτών) από τους φορολογούμενους.
2. Η εμπειρία και αξιοπιστία αυτών που αναλαμβάνουν την κατηγοριοποίηση και τη διαχείριση στοιχείων ενεργητικού τα οποία μπορούν να ανακτήσουν αξία. Είναι σημαντικό αυτός που αναλαμβάνει αυτήν τη διαχείριση να διαθέτει την κατάλληλη τεχνογνωσία, θεσμική ικανότητα, προστασία από σύγκρουση συμφερόντων και κίνητρα για να μεγιστοποιήσει την αξία των στοιχείων ενεργητικού που μπορεί να διασωθούν και να αξιοποιηθούν.

Σε πολλές περιπτώσεις οι συστημικές τράπεζες θα πρέπει να λειτουργήσουν ως φορείς ρευστοποίησης και να:

1. Φτιάξουν εξειδικευμένα τμήματα διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων και μη κανονικά εξυπηρετούμενων δανείων ή να εκχωρήσουν την υπηρεσία ανάκτησης (για τμήμα) του χαρτοφυλακίου αυτών των δανείων αλλά να διατηρήσουν την εποπτεία της διαδικασίας.
2. Πουλήσουν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στην αγορά και να αποδεσμεύσουν ρευστότητα.

Ανεξάρτητα του ποιος θα υλοποιήσει αυτό το εγχείρημα αναδιάρθρωσης, είτε βρίσκεται εντός είτε εκτός των τραπεζών, η διαλογή, κατηγοριοποίηση, αναδιάρθρωση και ανάκτηση είναι μια εξειδικευμένη εργασία που χρειάζεται υποδομές αφιερωμένες αποκλειστικά στον ρόλο αυτό. Ανάλογα με την κατάσταση της κάθε επιχείρησης και τις προοπτικές του κάθε κλάδου, που σε ορισμένες περιπτώσεις είχαν σοβαρά προβλήματα ήδη πριν την εκδήλωση της κρίσης, θα πρέπει να εξεταστούν κατά περίπτωση, και να υιοθετηθούν λύσεις όπως η κεφαλαιακή ενίσχυση, η μετοχοποίηση δανείων, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές και η αναζήτηση χρηματοδότησης από επενδυτικά σχήματα που εξειδικεύονται σε τέτοιες συμμετοχές.

Πρέπει να προστεθεί στο σημείο αυτό ότι το υφιστάμενο φορολογικό πλαίσιο δεν διευκολύνει τη συγκέντρωση κεφαλαίου σε επιχειρήσεις που αναδιρθρώνονται στα πλαίσια εξαγορών, συγχωνεύσεων και απόσχισης κλάδων, και που απαιτούν ενεργητική διαχείριση αυτών των εξελίξεων. Θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο να υπάρξουν ειδικές φορολογικές προβλέψεις για εταιρείες χαρτοφυλακίου που είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές και οι οποίες χρηματοδοτούν μέσο-μακροπρόθεσμα ή εξυγιάνουν με κεφάλαια τους τις επιχειρήσεις. Τέτοιες ρυθμίσεις θα διευκολύνουν την ειδικά άντληση κεφαλαίων για άμεση χρηματοδότηση επιχειρήσεων που τους λείπει η ρευστότητα και πρέπει να τη βρουν χωρίς να υπάρξει νέος δανεισμός.

#### **στ. Ειδικές λύσεις για το πρόβλημα της Ελληνικής κρίσης ρευστότητας–αναζήτηση χρηματοδότησης από δοκιμαζόμενες ελληνικές επιχειρήσεις στο νέο ευρωπαϊκό χρηματοδοτικό περιβάλλον.**

Η διατήρηση των προαναφερόμενων θεσμικών και οργανωτικών αδυναμιών κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης οδηγεί πλέον σε μια συνεχή και αναίτια αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, ειδικά για τα επιχειρηματικά δάνεια όπου οι αβεβαιότητες, το αναποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο για αναδιρθρώσεις και οι χρονοβόρες διαδικασίες εκκαθάρισης / εκπληστηριασμού λειτουργούν ιδιαίτερα αρνητικά για την αξία που μπορεί να ανακτηθεί.

Καθώς οι προκλήσεις αυτές αφορούν πολλές επιχειρήσεις, οι λύσεις δεν μπορούν να περιμένουν.

Οι αλλαγές που πρέπει να γίνουν στο θεσμικό πλαίσιο οφείλουν να εισάγουν τη θεσμοθέτηση σύγχρονων διαδικασιών και μεθόδων αναδιάρθρωσης και εξυγίανσης μεγάλων και μεσαίων κυρίως επιχειρήσεων, ειδικά όταν υπάρχουν ληξιπρόθεσμες οφειλές μεγάλης περιόδου. Οι δανειστές θα πρέπει, υπό προϋποθέσεις, να έχουν τη δυνατότητα να επιταχύνουν διαδικασίες με στόχο της διάσωσης δραστηριοτήτων και θέσεων απασχόλησης αλλά και την μετάπτωση μη κανονικά εξυπηρετούμενων δανείων σε κανονικά εξυπηρετούμενα. Η ανησυχία για τους κινδύνους απώλειας ελέγχου σε επιχειρήσεις, ειδικά όταν έχουν αυξημένο δανεισμό, είναι εύλογα αυξημένη αυτήν την περίοδο και είναι ένα θέμα που αφορά τόσο υγιείς επιχειρήσεις όσο και επιχειρήσεις που δοκιμάζονται λόγω της κρίσης ρευστότητας ή λόγω της συνδυασμένης επίπτωσης της κρίσης ρευστότητας και των δομικών αδυναμιών επιχειρήσεων ή κλάδων. Η διατύπωση αυτών των εύλογων ανησυχιών καλόπιστων επιχειρηματιών από τη μία και η ανάγκη απομάκρυνσης ευκαιριών κακόπιστης κατάχρησης του θεσμικού πλαισίου από την άλλη πρέπει να σταθμιστεί με γνώμονα κυρίως την ανάγκη να προωθηθεί η διάσωση επιχειρήσεων που μπορούν να επιβιώσουν. Συνεπώς, η αναζήτηση μιας καλά δουλεμένης τόσο στις βασικές παραμέτρους όσο και στις λεπτομέρειες υλοποίησης ισορροπημένης αλλά λειτουργικής λύσης πρέπει να αποτελεί ύψιστη προτεραιότητα.

Καθώς τα επιμέρους χαρακτηριστικά των λύσεων μπορεί να διαφοροποιούνται, και καθώς αυτά πρέπει να προσαρμόζονται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας και κρίσης, είναι σημαντικό η προτεινόμενη οργανωτική και θεσμική υποδομή να διαμορφωθεί λαμβάνοντας υπόψη τόσο τη διεθνή εμπειρία όσο και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς στην παρούσα συγκυρία.

Η υλοποίηση μιας τέτοιας στρατηγικής μπορεί να εξασφαλίσει την εισροή σημαντικής ρευστότητας στην Ελληνική αγορά και να συνεισφέρει ουσιαστικά στην έξοδο από την κρίση. Διεθνώς υπάρχει ζήτηση για τη χρηματοδότηση τέτοιων εγχειρημάτων αλλά, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν, προϋπόθεση για την προσέλκυση αυτών των κεφαλαίων είναι:

- A. Να διαμορφωθεί το επαρκές προαναφερόμενο θεσμικό πλαίσιο.
- B. Να δημιουργηθεί ο μηχανισμός διαχείρισης των στοιχείων ενεργητικού.
- Γ. Να διευκολυνθεί η δημιουργία των προϊόντων και χαρτοφυλακίων στα οποία θα ζητηθεί να επενδύσουν αυτά τα κεφάλαια.
- Δ. Να αντιμετωπιστούν συγκεκριμένα αντικίνητρα που εισάγει το φορολογικό σύστημα.

Η διαμόρφωση των προϋποθέσεων που θα ενθαρρύνουν επενδυτικά κεφάλαια, της ημεδαπής και της αλλοδαπής, να προσεγγίσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις και τα ελληνικά στοιχεία ενεργητικού που έχουν βάσιμες ελπίδες ανάκαμψης και ανάκτησης αξίας, πρέπει να προωθηθεί κατά προτεραιότητα ειδικά για την Ελλάδα ως κρίσιμο μέρος της εθνικής στρατηγικής προσαρμογής στη συνολικότερη, πανευρωπαϊκή τάση για μείωση της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Μόνο έτσι μπορέσει ένας, ιδιαίτερα μεγάλος, αριθμός Ελληνικών επιχειρήσεων, που υπό τις παρούσες συνθήκες

δεν ανταποκρίνονται στις προϋποθέσεις που θέτουν οι αγορές εταιρικών ομολόγων και οι εναλλακτικής πηγές χρηματοδότησης που σταδιακά αυξάνουν σε ειδικό βάρος στην Ευρώπη, να προσεγγίσουν τα εξειδικευμένα επενδυτικά κεφάλαια που είναι διατεθειμένα να στηρίξουν την προοπτική ανάκαμψης τους.

**Η προώθηση αυτού του εγχειρήματος, ειδικά στη χώρα μας, έχει τόσο μεγάλη σημασία γιατί ο συγκριτικά μεγάλος αριθμός επιχειρηματικών δανείων που δοκιμάζονται ειδικά λόγω της κρίσης ρευστότητας δείχνει ότι:**

**A. Ένα μεγάλο μέρος του παραγωγικού ιστού που δοκιμάζεται από την κρίση ρευστότητας μπορεί να ανακάμψει και να διασωθεί – δηλαδή αν ληφθούν άμεσα οι απαραίτητες πρωτοβουλίες μεγάλο μέρος των σήμερα μη κανονικά εξυπηρετούμενων δανείων δεν χρειάζεται να καταλήξει σε ρευστοποίηση.**

**B. Η προαναφερόμενη διάσωση μεγάλου μέρους του παραγωγικού ιστού της χώρας μπορεί να συμβάλλει κρίσιμα στη μείωση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και να οδηγήσει στην αύξηση αξίας στοιχείων ενεχύρου — οπότε και στη συνολική βελτίωση των θεμελιωδών δεδομένων του χρηματοπιστωτικού συστήματος και κατά προέκταση στην ευρύτερη και ουσιαστική βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης στην οικονομία.**