



### Εναλλακτικοί τρόποι κεφαλαιακής ενίσχυσης επιχειρήσεων

Η πηγή του προβλήματος

Στο σημερινό μακροοικονομικό περιβάλλον παρατηρείται πανευρωπαϊκά μια τάση για απομόχλευση του τραπεζικού τομέα. Αυτή είναι φυσικό επακόλουθο της κρίσης του 2008 η οποία αντιμετωπίζεται κανονιστικά από μια σειρά Οδηγιών όπως η Βασιλεία 3, η CRD 4 και η EMIR με σκοπό να μειωθεί ο συστημικός κίνδυνος καθώς και ο κίνδυνος αγοράς. Με ενεργητικό περίπου ίσο με 33 τρις €, ή 3,5 φορές το πανευρωπαϊκό ΑΕΠ, έναντι 1X στις ΗΠΑ και 2X σε Ιαπωνία, Καναδά και Αυστραλία υπάρχει πίεση για να φθάσει ο λόγος στο 3X, σύμφωνα και με δηλώσεις της ΕΚΤ. Αυτό βέβαια οδηγεί τις ευρωπαϊκές Τράπεζες σε σημαντικό περιορισμό του χαρτοφυλακίου των δανείων τους και αποφυγή νέων δανείων σε ΜμΕ. Οι συνθήκες αυτές είναι επαχθέστερες στην ελληνική τραπεζική αγορά λόγω της μετοχικής εμπλοκής του ΤΧΣ και του ελέγχου της DGCOMP με πρόσθετο έμμεσο αποτέλεσμα τη μηδενική ευελιξία των στελεχών των τραπεζών στην ουσιαστική ρύθμιση των χρεών των εταιρειών.

Στο περιβάλλον αυτό, ο περιορισμός της χρήσης του τραπεζικού δανεισμού που μέχρι σήμερα ήταν το βασικό μέσο χρηματοδότησης των ΜμΕ είναι το μεγαλύτερο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι επιχειρήσεις, γεγονός που υπονομεύει την βιωσιμότητά τους, αλλά κυρίως την προσπάθεια αύξησης των εξαγωγών και της εξωστρέφειας τους. Ως αποτέλεσμα, **καθυστερεί η ανάσχεση της υφεσιακής τάσης της ελληνικής οικονομίας**, το βασικό ζητούμενο μετά την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος. Είναι λοιπόν υψίστης σημασίας να αναδειχθούν οι εναλλακτικοί τρόποι κεφαλαιακής ενίσχυσης των εταιρειών για την υποκατάσταση του τραπεζικού δανεισμού. Όλοι αναγνωρίζουν ότι είναι επιτακτική η ανάγκη αντιμετώπισης του προβλήματος χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας, αλλά η κατάσταση όπως αναλύθηκε ανωτέρω κάθε άλλο παρά αισιοδοξία αποπνέει.

Με δεδομένες και σαφείς ενδείξεις για το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για επενδύσεις στην Ελλάδα, είναι προφανές ότι υπάρχει περιθώριο προσέλκυσης κεφαλαίων για το στόχο της κεφαλαιακής ενίσχυσης των ελληνικών επιχειρήσεων. Το βασικό πρόβλημα στην προσέγγιση των επενδυτικών αυτών κεφαλαίων είναι η περιορισμένη προσβασιμότητα στα κεφάλαια αυτά, λόγω του μικρού μεγέθους των ελληνικών επιχειρήσεων.

Το ίδιο πρόβλημα αντιμετωπίζει και το σύνολο του παραγωγικού ιστού της Ευρώπης, όπως άλλωστε έχει διαγνωστεί από τον αρμόδιο επίτροπο Μισέλ Μπαρνιέ, ο οποίος διερευνά πρωτοβουλίες για τη δημιουργία ενδιάμεσων επενδυτικών σχημάτων που θα έχουν μεγέθη αναγνωρίσιμα από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα και θα διοχετεύουν τα κεφάλαια σε ΜμΕ. Η ελληνική πολιτεία έχει προς τιμήν της προηγηθεί στην κατεύθυνση αυτή με το ν. 4141/13, που δυστυχώς δεν έχει ακόμη την απαραίτητη δημοσιότητα, ίσως γιατί η ψήφισή του συνέπεσε με την έναρξη της κρίσης στο Κυπριακό τραπεζικό σύστημα, αλλά κυρίως γιατί ο κλάδος του ανεξάρτητου asset management στην Ελλάδα είναι περιορισμένος ενώ ο ελεγχόμενος από το τραπεζικό σύστημα που είναι και πιο ισχυρός ασχολείται τώρα με την αναγκαστική απεξάρτηση που έχει επιβάλει η τρόικα.

Επιπρόσθετα, η Ελλάδα έχει το επιτυχέστατο παράδειγμα της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, όπου συγκεντρώθηκαν κεφάλαια ύψους 4 δις ευρώ από 700.000 επενδυτές για επενδυτικές προτάσεις που χαρακτηρίζονταν από μικρή ελκυστικότητα ως προς την σχέση κινδύνου-απόδοσης, όταν εξασφαλίστηκε θεσμικά η βραχυπρόθεσμη διαμεσολάβηση του ΤΧΣ για την κάλυψη του συνόλου των κεφαλαιακών απαιτήσεων των Ελληνικών συστημικών τραπεζών που έφταναν τα 26 δις. Το παράδειγμα αυτό θα μπορούσε να αξιοποιηθεί-μεταφερθεί και στην περίπτωση της πραγματικής οικονομίας, όπου ειδικά για τους εξωστρεφείς κλάδους η επενδυτική κοινότητα δείχνει να αναγνωρίζει ιδιαίτερα την ελκυστική σχέση κινδύνου-απόδοσης.

### Η Πρόταση

Είναι λοιπόν απαραίτητο για να βρεθεί διέξοδος στην ασφυξία ρευστότητας που έχει δημιουργηθεί για τους παραπάνω λόγους στην πραγματική οικονομία, να αξιοποιηθούν οι εμπειρίες και η ευρηματικότητα της επενδυτικής τραπεζικής καθώς και οι δυνατότητες και οι πρακτικές του asset management για να σχεδιαστεί μια λύση που να καλύπτει ταυτόχρονα:

- **Την βελτίωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων**
- **Την αποφόρτιση των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών**
- **Την αξιοποίηση του ενδιαφέροντος** της διεθνούς επενδυτικής κοινότητας για την ελληνική αγορά.

Η βελτίωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων μπορεί να επιτευχθεί με την αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών εργαλείων που απευθύνονται στην επενδυτική κοινότητα με:

- ΑΜΚ
- μετατρέψιμα εταιρικά ομόλογα
- εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης

Τα χρεόγραφα αυτά θα πρέπει -εκτός της ελκυστικότητας των όρων για τους επενδυτές- να συνδυάζουν την άντληση κεφαλαίων από τους υφιστάμενους μετόχους, την αποσυμφόρηση των δανείων της εταιρείας μέσω μετοχοποίησης και την εισροή φρέσκου χρήματος στην εταιρεία. Επιπρόσθετα, το σχήμα είναι κρίσιμο να εξασφαλίζει, μέσω warrants, τη δυνατότητα στους μετόχους που θα συμμετέχουν στην ΑΜΚ να αποκτήσουν στο μέλλον μέρος των μετοχών με επιβάρυνση επιτοκίου.

Για να έχει το παραπάνω βήμα νόημα για τις τράπεζες θα πρέπει να συνδυαστεί μια διάθεση των μετοχών που θα αποκτήσουν από την μετοχοποίηση των δανείων στους επενδυτές. Για να εξασφαλιστεί όμως το ενδιαφέρον των επενδυτών θα ήταν σκόπιμο να διατεθούν καλάθια που θα περιέχουν μετοχές από μεγαλύτερο αριθμό εταιρειών εξασφαλίζοντας έτσι τόσο τη διασπορά κινδύνων όσο και τα μεγέθη που θα κάνουν την επενδυτική πρόταση ελκυστική. Ταυτόχρονα θα πρέπει να εξασφαλιστεί ότι οι προς διάθεση τίτλοι θα είναι διαπραγματεύσιμοι στην δευτερογενή χρηματιστηριακή αγορά. Σήμερα τέτοια σχήματα διαπραγματεύσιμων συλλογικών επενδύσεων προβλέπονται θεσμικά και έχουν την απαραίτητη διεθνή αναγνωρισιμότητα με την μορφή των ETF και των ΑΕΕΧ. Χρειάζεται όμως μια εταιρεία asset management για να αναλάβει την διαχείριση και την διάθεση αυτών των προϊόντων.

Με αυτό τον τρόπο τα δάνεια βγαίνουν από τα βιβλία των Τραπεζών και υπάρχει απομόχλευση του ενεργητικού τους. Το haircut προσδιορίζεται με όρους αγοράς και δεν είναι αποτέλεσμα απόφασης των στελεχών των τραπεζών.

Η επιτυχία του εγχειρήματος προϋποθέτει το μείγμα των εταιρειών που θα απαρτίζουν τα επενδυτικά καλάθια να έχει ταυτότητα στη σχέση κινδύνου-απόδοσης για να προκαλεί το ανάλογο επενδυτικό ενδιαφέρον π.χ. εταιρείες με εξαγωγικό προσανατολισμό που χρειάζονται άμεσα κεφάλαια.

### Πλεονεκτήματα Πρότασης

Η Πρόταση αυτή παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα για όλους τους συναλλασσόμενους:

#### Πλεονεκτήματα για τις Εταιρείες

- Μπορούν να συνδυάσουν αύξηση με μετρητά με μετοχοποίηση των δανείων τους.
- Αναβαθμίζουν τη κεφαλαιακή τους διάρθρωση εξασφαλίζοντας έτσι προϋποθέσεις ανάπτυξής τους.
- Μειώνουν το κόστος εξυπηρέτησης δανείων και βελτιώνουν το bottom line τους ενώ ταυτόχρονα βελτιώνουν την ταμειακή τους ροή.
- Με δεδομένο ότι πολλές εταιρείες έχουν μεγάλο κόστος εξυπηρέτησης των δανείων τους, στην ουσία μπορεί να γυρίσουν θετικά τα Κέρδη μετά από Φόρους, αν δεν έχουν φυσικά σημαντικές απομειώσεις.
- Οι εταιρείες αποφεύγουν κινδύνους εξαιτίας ενδεχόμενης μεταβίβασης δανείων τους από τις Τράπεζες σε τρίτους (πχ distress funds).

#### Πλεονεκτήματα για τους Παλαιούς Μετόχους

- Οι Παλαιοί Μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να διατηρήσουν τη συμμετοχή τους στις εταιρείες και να συμμετάσχουν στην αύξηση με ποσοστό σημαντικό [%] λαμβάνοντας ως sweetener τα covered warrants.
- Μπορούν στις συγκεκριμένες ημερομηνίες άσκησης των warrants να ασκήσουν μερικώς ή ολικώς τα warrants καθώς και να πωλήσουν μέρος αυτών στην αγορά, αγοράζοντας άμεσα μετοχές ή εξασφαλίζοντας τα χρήματα για να ασκήσουν τα υπόλοιπα warrants.

#### Πλεονεκτήματα για τις Τράπεζες

- Μειώνουν το ενεργητικό τους και πετυχαίνουν το στόχο απομόχλευσης.
- Ρευστοποιούν με λιγότερο επαχθή τρόπο το χαρτοφυλάκιο δανείων τους.
- Αναπτύσσουν τα τμήματα investment banking και αναδοχών σε περίοδο κατά την οποία χρειάζονται ανάπτυξη εργασιών τους.

#### Πλεονεκτήματα για τους Asset Managers

- Δημιουργούν προϊόντα τα οποία διαθέτουν στην αγορά είτε με τη μορφή ETF είτε με την μορφή ΑΕΕΧ.

- Αντλούν κεφάλαια από την διεθνή επενδυτική κοινότητα και μεγεθύνουν την δραστηριότητά τους

### **Η ελληνική οικονομία**

- Αξιοποιείται με τον καλύτερο τρόπο η αυξημένη κινητικότητα ξένων funds στην Ελλάδα, μεταφέροντας πόρους στην πραγματική οικονομία χωρίς να πιέζεται η ρευστότητα των τραπεζών.
- Δημιουργούνται προϋποθέσεις αξιοποίησης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε μια περίοδο που η τάση προβλέπει την μείωση του διαμεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών.
- Στο ιδιαίτερα ανταγωνιστικό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον της διαχείρισης κεφαλαίων, επιτυγχάνεται η δέσμευση επενδυτικών κεφαλαίων για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

Παράρτημα - Παράδειγμα με αναλυτικότερη περιγραφή της συναλλαγής

**Βήμα 1.** Ρύθμιση κεφαλαιακής διάρθρωσης ελληνικών εταιρειών μέσω συνδυασμένης ΑΜΚ με μετρητά από τους μετόχους και μετοχοποίηση των δανείων τους από τις τράπεζες. Οι μετοχές που θα προέλθουν από τη μετοχοποίηση μπορούν να συνδεούνται με καλυμμένα warrants που θα δίνουν τη δυνατότητα στους παλαιούς μετόχους να αποκτήσουν μετοχές σε βάθος χρόνου, σε αυξημένη τιμή άσκησης.

Σε αυτό το βήμα υλοποιείται ουσιαστικά μια λύση παρόμοια με αυτή που χρησιμοποιήθηκε επιτυχώς για την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος.

*Εταιρείες* που έχουν ανάγκη για κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν αναπτυξιακές ανάγκες τους και οι οποίες έχουν σήμερα υψηλό τραπεζικό δανεισμό προχωρούν σε **αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με μετοχοποίηση των δανείων αυτών**, με τους παλαιούς μετόχους να συνεισφέρουν τουλάχιστον  $x\%$  [15%] σε μετρητά και με ταυτόχρονη έκδοση καλυμμένων warrants για το υπόλοιπο  $100-x\%$  [85%]. Οι παλιοί μέτοχοι θα λάβουν warrants τα οποία θα καλύπτουν ποσοστό από το  $100-x\%$ . Με αυτό τον τρόπο θα έχουν δυνατότητα να ασκήσουν τα warrants, εισφέροντας μετρητά στην τιμή άσκησης, και να επανακτήσουν με αυτό τον τρόπο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου. Τόσο ο αριθμός των warrants ως ποσοστό επί της κάλυψης όσο και οι τιμές και όροι άσκησης των warrants μπορούν να καθορισθούν κατά περίπτωση, αλλά ουσιαστικά μπορούν να είναι European ή Bermudan type covered warrants με τιμές άσκησης οι οποίες αυξάνονται κατ' έτος με βάση ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ( $ECB\ base\ rate + y\%$ ).

Τα warrants αυτά θα είναι εισηγμένα και διαπραγματεύσιμα στο Χρηματιστήριο και θα έχουν συγκεκριμένες ημερομηνίες και τιμές άσκησης.

**Βήμα 2.** Βελτίωση του ενεργητικού των Τραπεζών.

*Οι Τράπεζες*, με βάση τα υπάρχοντα μοντέλα αποτίμησης κινδύνου και επισφαλειών, ακόμα και αν έχουν σημαντικές εξασφαλίσεις από πλευράς της εταιρείας έναντι των δανείων, εξαιτίας της μεταβλητότητας της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχουν δοθεί ως κάλυμμα υποχρεώνονται με βάση τα ΔΠΧΑ/ΔΛΠ να αποτιμήσουν σε χαμηλότερη αξία τα δάνειά τους, σχηματίζοντας ανάλογες προβλέψεις. Στην παρούσα συγκυρία και με δεδομένο ότι πολλές από τις εξασφαλίσεις είναι εμπράγματα (πχ ακίνητα), οι προβλέψεις είναι ιδιαίτερα υψηλές ακόμα και για performing loans.

Το  $100-x\%$  για το μετοχικό κεφάλαιο της κάθε εταιρείας του Βήματος 1 το εισφέρει Τράπεζα ή consortium Τραπεζών έναντι της έκδοσης των νέων μετοχών.

Με την μετοχοποίηση των δανείων, αυτά βγαίνουν από τα βιβλία των Τραπεζών και υπάρχει απομόχλευση του ενεργητικού τους. Πρακτικά, η Τράπεζα θα εισφέρει την ονομαστική αξία του δανείου και θα λάβει από την εταιρεία μετοχές σε discount σε σχέση με την τρέχουσα τιμή τους. Το discount θα εξαρτηθεί από παράγοντες όπως, το haircut με το οποίο σήμερα αποτιμά το δάνειο στα βιβλία της, το στρατηγικό της στόχο για μείωση ενεργητικού, την ποιότητα των εξασφαλίσεων, την ευαισθησία των εξασφαλίσεων σε stress tests κλπ. Θα μπορούσε να λάβει ενδεχομένως και μερικά από τα covered warrants για να συμμετέχει και αυτή στην αναμενόμενη βελτίωση των αποτελεσμάτων της εταιρείας.

Επομένως, η Τράπεζα στην χειρότερη των περιπτώσεων καταγράφει στα αποτελέσματα την αποτίμηση των δανείων ενώ μπορεί να εγγράψει, σύμφωνα με τα παραπάνω, κάποιο κέρδος σε σχέση με την αποτίμηση (με αντιστροφή προβλέψεων).

**Βήμα 3.** Δημιουργία εισηγμένου Fund με εισφορά σε είδος των μετοχών του 100-x% για όλες τις εταιρείες του παραγωγικού ιστού της ελληνικής οικονομίας, του Βήματος 2.

Με σκοπό να μην αυξήσει τον κίνδυνό της η Τράπεζα μέσω μετοχικής έκθεσης (principal risk) μεταβιβάζει μέσω πώλησης το σύνολο (ή μέρος) των μετοχών του 100-x% σε Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο (ETF) το οποίο διαχειρίζεται Asset Manager (του Ομίλου ή εξωτερικός).

Το χαρτοφυλάκιο του ETF μπορεί φυσικά να περιλαμβάνει και άλλες αξίες επιτυγχάνοντας έτσι διασπορά και έκθεση στις εξαγωγικές εταιρείες με αναπτυξιακά επιχειρηματικά σχέδια.

Μερίδια από αυτό το ETF μπορούν να διατεθούν :

- Σε funds στα οποία έχει πρόσβαση η πολιτεία και τα οποία επισκέπτονται με ιδιαίτερα αυξημένο ενδιαφέρον την Ελλάδα, μετά και την επιτυχή έκβαση του roadshow του Χρηματιστηρίου στο Λονδίνο
- Σε distressed funds
- Σε θεσμικούς επενδυτές του εσωτερικού και του εξωτερικού
- Σε ιδιώτες επενδυτές που επιθυμούν να συμμετάσχουν σε εταιρείες του ελληνικού παραγωγικού ιστού με αυξημένη εξωστρέφεια.

Εναλλακτικά, αντί του ETF θα μπορούσε να δημιουργηθεί εισηγμένο fund στο Χρηματιστήριο, πχ με τη μορφή ΑΕΕΧ.