

Η χρηματοδότηση των επενδύσεων*

Πλούταρχος Σακελλάρης

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΕΠΙΤΙΜΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Περίληψη

Οι επενδύσεις αποτελούν κλειδί τόσο για τη βραχυπρόθεσμη όσο και για την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Βρίσκονται όμως σε έναν πρωτοφανή μαρασμό. Για να αντιστραφεί η κατάσταση απαιτείται η άμεση υλοποίηση ενός τολμηρού προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, η συγκυρία επιβάλλει την υλοποίηση καινοτόμων, για την Ελλάδα, χρηματοοικονομικών εργαλείων τα οποία θα αντιμετωπίσουν τα προβλήματα στη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Στην εργασία αυτή προτείνω ένα τέτοιο εργαλείο που έχει δοκιμασθεί αλλού με επιτυχία. Το ονομάζω Ταμείο Χρηματοδότησης Επενδύσεων στην Ελλάδα (ΤΧΕ).

Το ΤΧΕ θα συνδυάσει σε μία σύμπραξη τον δημόσιο, τον ιδιωτικό τομέα και τους διεθνείς οργανισμούς, καθώς οι πόροι του θα προέρχονται από τους τρεις αυτούς τομείς. Βασική ιδέα είναι η παροχή (μερικής) ασφάλισης προς τους χρηματοδότες των επενδύσεων μέσα από τον διαχωρισμό σε διακριτά επίπεδα του κινδύνου χρηματοδότησης. Στη δομή αυτή καλείται μια ομάδα χρηματοδοτών να αναλάβει υψηλότερο κίνδυνο, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο που καλούνται να αναλάβουν οι υπόλοιποι. Βασικό ρόλο παίζει το κομμάτι της εθνικής δημόσιας συμμετοχής στο ΤΧΕ, το οποίο θα απορροφά τις πρώτες πιθανές ζημίες μέχρι εξάντλησής του (first-loss piece). Το κομμάτι αυτό θα έχει τα χαρακτηριστικά επιχορήγησης προς το Ταμείο.

Το Ταμείο Χρηματοδότησης Επενδύσεων (ΤΧΕ) θα έχει σαν σκοπό την παροχή δανείων προς οικονομικά βιώσιμες παραγωγικές επενδύσεις που υλοποιούνται είτε ως ανεξάρτητα έργα (project finance) είτε ως τμήμα εταιρικών επενδυτικών προγραμμάτων.

* Η έρευνα αυτή έχει χρηματοδοτηθεί από ερευνητικό έργο του ΟΠΑ.

Εισαγωγή

Το φυσικό κεφάλαιο είναι απαραίτητο για την εκτέλεση οποιασδήποτε εργασίας. Επίσης, όσο περισσότερο ή καλύτερο φυσικό κεφάλαιο έχουν στη διάθεσή τους οι εργαζόμενοι τόσο πιο παραγωγικοί είναι. Η ανάλυση ιστορικών δεδομένων δείχνει ότι οικονομίες που έχουν στη διάθεσή τους καλύτερο ή περισσότερο φυσικό κεφάλαιο είναι πιο παραγωγικές και, ως αποτέλεσμα, πιο πλούσιες. Επίσης, ο ρυθμός συσσώρευσης του κεφαλαίου (που συνδέεται με τον ρυθμό επένδυσης) γενικά συνδέεται με τον ρυθμό μεγέθυνσης μιας οικονομίας *μακροπρόθεσμα*.

Στην Ελλάδα του 2013, η οποία μαστίζεται από μία εκ των χειρότερων κρίσεων της σύγχρονης οικονομικής της ιστορίας, η συμπεριφορά των επενδύσεων είναι καθοριστική και για τη *βραχυπρόθεσμη* ανάπτυξη. Το μόνο τμήμα της εγχώριας ζήτησης που έχει χώρο να επεκταθεί σημαντικά στο εγγύς μέλλον είναι η επένδυση. Η καταναλωτική δαπάνη θα συνεχίσει να έχει σοβαρούς περιορισμούς που τίθενται από το πρόγραμμα δημοσιονομικής σταθεροποίησης και την ανεργία. Η δε επέκταση της εξωτερικής ζήτησης μπορεί να έχει μέτρια συμβολή βραχυπρόθεσμα λόγω της χαμηλής αρχικής της συμμετοχής στο ΑΕΠ της χώρας.

Τα στοιχεία των τελευταίων ετών για την ελληνική οικονομία δείχνουν ότι διανύουμε έναν μαρasmus των επενδύσεων (που φυσικά συνδέεται άρρηκτα με την εκτίναξη της ανεργίας). Η συνολική επένδυση (Ακαθάριστος Σχηματισμός Πάγιου Κεφαλαίου) το 2012 (σε τρέχουσες τιμές) ήταν περίπου στο 40% του επιπέδου της το 2007, την τελευταία χρονιά πριν την αρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Ως ποσοστό του ΑΕΠ είχε πέσει περίπου στα μισά, συγκρίνοντας πάντα το 2012 με το 2007, με παρόμοιες απώλειες για την ιδιωτική και τη δημόσια επένδυση. Μάλιστα το 2012 παρατηρήθηκε στο επίπεδο της οικονομίας καθαρή μείωση του αποθέματος του φυσικού κεφαλαίου, με άλλα λόγια οι ακαθάριστες επενδύσεις σε πάγια ήταν χαμηλότερες από τις αποσβέσεις τους.

Ποιοι είναι οι λόγοι για αυτήν τη δραματική μείωση; Συνδέονται και με την πλευρά της ζήτησης για χρηματοδότηση επενδύσεων αλλά και αλλά και με αυτήν της προσφοράς χρηματοδότησής τους. Η ζήτηση για χρηματοδότηση επενδύσεων πηγάζει από τον επιχειρηματία ή την επιχείρηση που προωθεί την επένδυση. Η προσφορά χρηματοδότησης πηγάζει από την τράπεζα, το επενδυτικό ταμείο και φυσικά από τον ίδιο τον επιχειρηματία/επιχείρηση που βάζει ίδια κεφάλαια σε κίνδυνο.

Η μείωση της ζήτησης συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τη δύσκολη συγκυρία. Υπάρχει μια ενδογενής δυναμική σχέση ανάμεσα στη γενική οικονομική δραστηριότητα και τη ζήτηση για χρηματοδότηση επενδύσεων. Όταν θα αρχίσει να αναρρώνει η πρώτη θα ακολουθήσει και η δεύτερη. Είναι σημαντικό όμως να θυμηθούμε ότι ούτε πριν την κρίση δεν ήταν φιλικό το περιβάλλον προς τις επενδύσεις στην Ελλάδα. Η διάγνωση των καρκινωμάτων έχει γίνει από πολύ καιρό και οι θεραπευτικές αγωγές είναι γνωστές. Συχνά οι θεραπευτικές αυτές δράσεις αναφέρονται και ως διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα τονώσουν την παραγωγικότητα και την κερδοφορία της επένδυσης. Στο πρώτο τμήμα αυτής της εργασίας θα ασχοληθώ περιληπτικά με αυτούς τους παράγοντες.

Ο κύριος σκοπός αυτής της εργασίας μου είναι η κατάθεση προς συζήτηση πρωτότυπης πρότασης πολιτικής, που θα δώσει ώθηση στις επενδύσεις στη σημερινή συγκυρία. Γι' αυτό, λοιπόν, θα επικεντρωθώ στο δεύτερο τμήμα στο κομμάτι της χρηματοδότησης των επενδύσεων. Η πρότασή μου αφορά στη δημιουργία χρηματοδοτικού εργαλείου που θα συνδυάσει σε μια σύμπραξη το Δημόσιο, τον ιδιωτικό τομέα και τους διεθνείς οργανισμούς.

1. Ζήτηση για χρηματοδότηση επενδύσεων

Είναι κοινός τόπος εδώ και πολύ καιρό ότι οι θεσμοί και οι δομές της ελληνικής οικονομίας αποτελούν τροχοπέδη στην παραγωγικότητα και την κερδοφορία του κεφαλαίου. Διάφοροι παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα τη διόγκωση του επιπέδου του κόστους χρήστη του κεφαλαίου, καθώς επίσης και της αβεβαιότητας σχετικά με αυτό. Οι συνιστώσες αυτής της τροχοπέδης περιγράφονται περιοδικά σε ποικίλα δημοσιεύματα και σε δείκτες, όπως π.χ. το Doing Business της Παγκόσμιας Τράπεζας, ή το World Competitiveness της IMD, μεταξύ άλλων.

Το αποτέλεσμα είναι να υπάρχει μειωμένη ζήτηση για επενδύσεις (ιδίως ιδιωτικές) σε σχέση με συνθήκες διεθνών βέλτιστων πρακτικών. Το αναγκαίο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την τόνωση της ζήτησης επενδύσεων παραμένει ως ήταν και πριν την κρίση, αν και έχουν γίνει μεταρρυθμίσεις στη σωστή κατεύθυνση χωρίς να έχουν επιλυθεί ακόμη τα προβλήματα. Το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα, όμως, έχει γίνει τώρα λόγω της κρίσης πολύ πιο επιτακτικό, γιατί στη σημερινή συγκυρία η ζήτηση για επενδύσεις εμποδίζεται ακόμη περισσότερο από τα προβλήματα.

Ενδεικτικά αναφέρω ορισμένους τομείς ιδιαίτερης σημασίας για τους επενδυτές:

- ▼ Επιτάχυνση στην απονομή δικαιοσύνης
- ▼ Επιτάχυνση στις αδειοδοτήσεις για επενδύσεις
- ▼ Ολοκλήρωση του χωροταξικού σχεδιασμού
- ▼ Κατάρτιση Κτηματολογίου και Δασολογίου
- ▼ Θέσπιση ορθολογικού και σταθερού φορολογικού συστήματος
- ▼ Εξυγίανση της φορολογικής διοίκησης

Δε θα επεκταθώ σε συγκεκριμένες ενέργειες σε κάθε έναν από αυτούς τους τομείς.¹ Έχουν αποτελέσει αντικείμενο μελέτης κατ' επανάληψη, ενώ πολλές από αυτές αποτελούν και τμήμα της μεταρρυθμιστικής πολιτικής της ελληνικής κυβέρνησης (βλ. Third addendum to the Memorandum of Understanding, July 2013, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp159_en.pdf).

Βέβαια, είναι πολύ δύσκολο να υλοποιηθούν βαθιές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις εν μέσω οικονομικού μαρασμού και δημοσιονομικής περιστολής. Η πολιτική οικονομία μάς διδάσκει ότι για να δεχθούν οι πολίτες τα επώδυνα αυτά μέτρα πρέπει να τους «καλοπιάσεις» με ανταλλάγματα. Τα ανταλλάγματα αυτά είναι συνήθως δημοσιονομικού χαρακτήρα. Δυστυχώς, αυτό είναι αδύνατο να γίνει στην παρούσα κατάσταση. Παρ' όλα αυτά οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις πρέπει να ολοκληρωθούν άμεσα για να μετατραπούμε σε παραγωγική οικονομία.

Η συζήτηση για τόνωση των επενδύσεων και βελτίωση της παραγωγικότητας στην ελληνική οικονομία συνήθως συνοδεύεται από δύο κρίσιμες ερωτήσεις. Υπάρχουν κλάδοι στους οποίους μπορεί η χώρα να είναι παραγωγική; Και ποιος θα χρηματοδοτήσει την επένδυση και την ανάπτυξη;

Το πρώτο ερώτημα αξίζει να είναι (και έχει υπάρξει) αντικείμενο ολόκληρων μελετών. Ενδεικτικά αναφέρω, χωρίς να συμπερίζομαι όλα τα συμπεράσματά της, την πρόσφατη μελέτη της McKinsey & Company ("Greece 10 Years Ahead", – McKinsey & Company, March 2012). Είμαι πεπεισμένος ότι στη χώρα μας πολλοί κλάδοι μπορούν να είναι παραγωγικοί κάτω από θεσμούς και δομές που μπορούμε να διαμορφώσουμε. Επίσης, κρίνω ότι υπάρχουν δυνητικά κερδοφόρες επενδύσεις σε διάφορους κλάδους που σκοντάφτουν αφενός στο αντίξοο περιβάλλον και το διοικητικό άχθος, αφετέρου στο πρόβλημα της χρηματοδότησης.

¹ Συγκεκριμένα για το ζήτημα των καθυστερήσεων στην απονομή της δικαιοσύνης, παραπέμπω στις προτάσεις που περιέχονται σε δύο άρθρα: «Ποιο το κόστος στην απονομή της δικαιοσύνης», Π. Πικραμμένος, (manager, Περιοδικό της ΕΕΔΕ, #17, Απρίλιος 2013), και "Getting Greece Back on Track: How?", Michael Haliassos & Dimitri Vayanos (Center for Financial Studies, White Paper No. VIII, June 2011).

Σε ό,τι αφορά στο πρώτο εμπόδιο, αυτό του αντίξοου περιβάλλοντος και του διοικητικού άχθους, επαναλαμβάνω ότι δεν μπορούμε να αποφύγουμε την προσεκτική υλοποίηση ενός μεταρρυθμιστικού προγράμματος που θα μετατρέψει την Ελλάδα σε παραγωγική οικονομία. Έρχομαι και στο δεύτερο εμπόδιο που συνδέεται με τη χρηματοδότηση των επενδύσεων.

2. Προσφορά χρηματοδότησης επενδύσεων

Φυσικά, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αποτελεί το κύριο αναπτυξιακό εργαλείο στην ελληνική οικονομία. Θα χρειαστεί να παίξει πρωταγωνιστικό ρόλο στην προσφορά χρηματοδότησης για επενδύσεις. Γι' αυτό θεωρώ ότι θα πρέπει να κινηθεί τάχιστα η διαδικασία υλοποίησης των μεσοπρόθεσμων σχεδίων αναδιάρθρωσης των τεσσάρων συστημικών τραπεζών. Παράλληλα, θα πρέπει να αντιμετωπισθεί επιτυχώς το αποτέλεσμα της διαδικασίας ελέγχου της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους και των stress tests που σε διάφορα στάδια θα γίνει από την Τράπεζα της Ελλάδος, την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στους επόμενους μήνες.

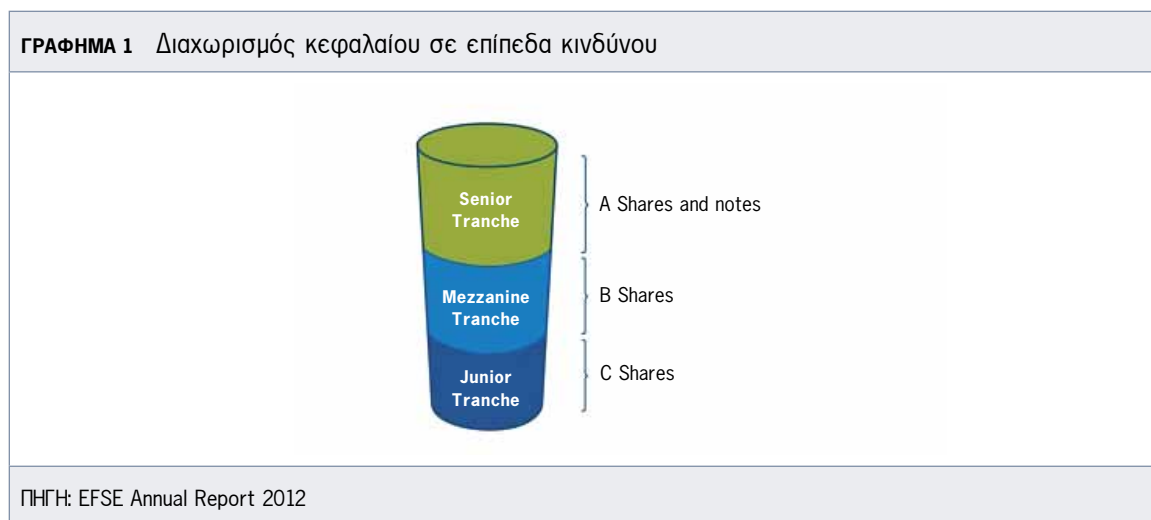
Πιστεύω όμως ότι, στην κατάσταση που βρισκόμαστε χρειαζόμαστε βοήθεια. Πρέπει να προσελκύσουμε διεθνές κεφάλαιο. Και νομίζω ότι μπορούμε να το κάνουμε.

Υπάρχουν δυνητικά κερδοφόρες επενδύσεις που σκοντάφτουν στην απροθυμία επενδυτών να αναλάβουν τον, αποκαλούμενο στις αγορές, «ελληνικό κίνδυνο». Η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται από αρκετούς δυνητικούς χρηματοδότες ως οικονομία υψηλών προσδοκώμενων αποδόσεων αλλά και υψηλού κινδύνου. Οι επενδυτικές τους στρατηγικές δεν τους επιτρέπουν την ανάληψη τέτοιων κινδύνων παρά τις υψηλές (αλλά αβέβαιες) αποδόσεις. Για την προσέλκυση αυτών των κεφαλαίων είναι απαραίτητη η παροχή (μερικής) ασφάλισης.

Αυτή τη στιγμή, όμως, η αγορά δεν προσφέρει ικανοποιητικές υπηρεσίες ασφάλισης του ελληνικού κινδύνου. Μπορεί όμως, και πρέπει, αυτή η ασφάλιση να γίνει με ελληνικούς δημόσιους πόρους. Θα επανέλθω σε αυτό το θέμα παρακάτω.

Πέραν της παροχής ασφάλισης για την προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων, είναι απαραίτητη η δημιουργία χαρτοφυλακίου παραγωγικών επενδύσεων με διαχωρισμό σε διακριτά επίπεδα του κινδύνου χρηματοδότησής του. Στη δομή αυτή καλείται μια ομάδα χρηματοδοτών να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο που καλούνται να αναλάβουν οι υπόλοιποι. Για να επιτευχθεί αυτό στην περίπτωση της Ελλάδας, είναι απαραίτητη η συμμετοχή των Διεθνών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων τα οποία, λόγω του ισχυρού ισολογισμού τους, μπορούν να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους από ό,τι οι ιδιώτες.

Με βάση αυτά τα δύο εργαλεία προτείνω τη δημιουργία *Ταμείου Χρηματοδότησης Επενδύσεων* στην Ελλάδα. Το Ταμείο θα έχει σαν σκοπό την παροχή *δανείων* προς οικονομικά βιώσιμες παραγωγικές επενδύσεις που υλοποιούνται είτε ως ανεξάρτητα έργα (project finance) είτε ως τμήμα εταιρικών επενδυτικών προγραμμάτων. Το Ταμείο αυτό θα αποτελεί μια σύμπραξη Δημοσίου, διεθνών οργανισμών και ιδιωτών, καθώς οι πόροι του θα προέρχονται από τους τρεις αυτούς τομείς. Ας δούμε αναλυτικά πώς θα δομείται το Παθητικό μέρος του ισολογισμού αυτού του Ταμείου.



Η χρηματοδότηση του Ταμείου θα διακρίνεται σε τρία επίπεδα (tranches) από πλευράς αναλαμβανόμενου κινδύνου (βλ. Γράφημα 1).² Το πρώτο επίπεδο (junior tranche) θα καταλαμβάνει η συμμετοχή του Δημοσίου που θα είναι κατατεθειμένη σε τραπεζικό λογαριασμό στην έδρα του Ταμείου. Το κομμάτι αυτό, που μπορούμε να ονομάσουμε μετοχές Τύπου Γ (C Shares), θα απορροφά τυχόν ζημιές του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων μέχρι να εξαντληθεί. Θα λειτουργεί, δηλαδή, σαν μερική ασφάλιση για την υπόλοιπη χρηματοδότηση. Όσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή των μετοχών τύπου Γ στη συνολική χρηματοδότηση του Ταμείου, τόσο μεγαλύτερη είναι η μείωση του κινδύνου και η αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεων της υπόλοιπης χρηματοδότησης του Ταμείου. Είναι σαφές ότι, λόγω της υψηλής μακροοικονομικής αβεβαιότητας που επικρατεί στην ελληνική οικονομία, ανάλογα αβέβαιη θα είναι και η τελική απόδοση σε αυτό το κομμάτι και επομένως η επένδυση του Δημοσίου σε μετοχές τύπου Γ θα έχει τα χαρακτηριστικά επιχορήγησης προς το Ταμείο.

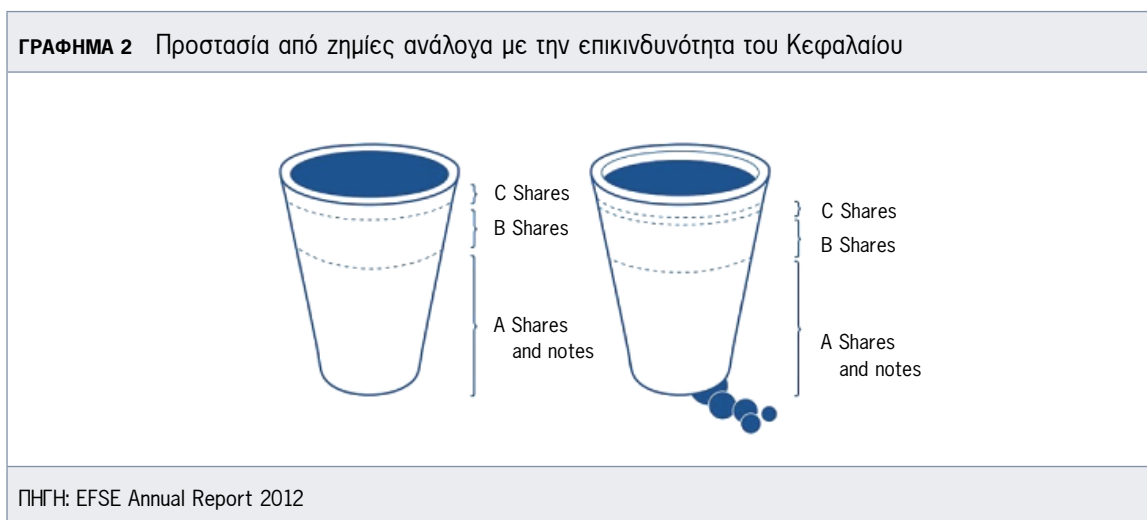
Στο δεύτερο επίπεδο (mezzanine tranche) θα βρίσκεται η χρηματοδότηση από τα Διεθνή Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα. Τα κεφάλαιά τους, επενδυμένα σε μετοχές τύπου Β (B shares), θα είναι εν μέρει προστατευμένα από τον κίνδυνο ζημιών λόγω της ύπαρξης του πρώτου επιπέδου (junior tranche). Εδώ θα πρέπει να συμβάλουν με κεφάλαια η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (EIB), η Γερμανική Αναπτυξιακή Τράπεζα KfW, η IFC (θυγατρική της Παγκόσμιας Τράπεζας) και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD). Θα απαιτηθεί ιδιαίτερη προσπάθεια από την ελληνική κυβέρνηση για να πεισθούν οι παραπάνω οργανισμοί να συμβάλουν στη χρηματοδότηση, αλλά η συμμετοχή τους είναι αναγκαία για να λειτουργήσει το εγχείρημα. Ο λόγος είναι ότι, παρά τη μερική προστασία που παρέχει το πρώτο επίπεδο, ο κατάλοιπος κίνδυνος μπορεί αρχικά να είναι τέτοιος που να μη μπορεί να τον αναλάβει ο ιδιωτικός τομέας. Από την άλλη μεριά, αυτοί οι οργανισμοί έχουν αρκετά ισχυρούς ισολογισμούς που τους επιτρέπουν να τοποθετηθούν σε αυτά τα επίπεδα κινδύνου. Έτσι η ύπαρξη του δεύτερου επιπέδου (mezzanine tranche) θα προστατεύει από ζημιές τα κεφάλαια του τρίτου επιπέδου χρηματοδότησης. Οι μετοχές τύπου Β θα έχουν χρόνο ωρίμανσης από 5 ως 10 έτη. Με άλλα λόγια, η χρηματοδότηση αυτή θα είναι περιορισμένης διάρκειας.

Στο τρίτο κομμάτι της χρηματοδότησης (senior tranche), το οποίο θα χρηματοδοτείται με μετοχές Α (A Shares), θα μπορούν να συμμετάσχουν ιδιωτικά κεφάλαια απαλλαγμένα πια από τον εκτιμώμενο «ελληνικό κίνδυνο». Παραδείγματα χρηματοδοτών είναι ασφαλιστικές εταιρείες ζωής, διεθνή ασφαλιστικά ταμεία, ταμεία διαχείρισης δημόσιου πλούτου (sovereign wealth funds), τράπεζες, επενδυτικά ταμεία, ιδιώτες. Η απόφαση για τη συμμετοχή θα εξαρτάται από την πειστικότητα του επιχειρηματικού σχεδίου του Ταμείου και τη σχέση αποδόσεων-κινδύνου. Η διάρκεια της χρηματοδότησης θα είναι επίσης περιορισμένη, που σημαίνει ότι

² Ένα παράδειγμα επιτυχούς εφαρμογής αυτού του χρηματοοικονομικού εργαλείου στον τομέα της αναπτυξιακής χρηματοδότησης είναι το επενδυτικό ταμείο European Fund for Southeast Europe (EFSE), που ιδρύθηκε το 2006. Δραστηριοποιείται στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και εξειδικεύεται στη χρηματοδότηση επενδύσεων από μικρές επιχειρήσεις. Πιο πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί το Green for Growth Fund.

το Ταμείο θα πρέπει να αναχρηματοδοτείται περιοδικά. Υπάρχει η δυνατότητα επίσης να εκδοθούν και ομόλογα πλήρους εξασφάλισης (Senior Notes), τα οποία θα έχουν τα χαρακτηριστικά χρέους και επομένως θα προηγούνται των μετοχών Α σε δικαιώματα αμοιβής.

Η μερική ασφάλιση που παρέχεται από κάθε επίπεδο χρηματοδότησης στο επόμενο περιγράφεται σχηματικά στο Γράφημα 2. Στο σχήμα αυτό φαίνεται η ιδέα της «υδατόπτωσης» (waterfall). Το αρχικό κεφάλαιο του Ταμείου είναι σαν νερό σε κύπελο. Τα διάφορα επίπεδα χρηματοδότησης έχουν κυριότητα διαφορετικών στρωμάτων του κυπέλου με συγκεκριμένη ιεράρχηση. Με πιο τεχνικούς όρους, δεν ισχύει η συνθήκη *pari passu*. Σε περίπτωση ζημιών, το νερό διαρρέει από τη βάση του κυπέλου και μειώνει διαδοχικά την ποσότητα νερού που αντιστοιχεί στα διάφορα στρώματα, αρχίζοντας πρώτα από τις μετοχές τύπου Γ.



Αντίστροφα, σε περίπτωση κερδών μετά την εξυπηρέτηση του χρέους, το Ταμείο θα αποζημιώνει τις μετοχές. Οι αποδόσεις θα έχουν δύο μέρη: Πρώτον, μία απόδοση-στόχο (target return), και δεύτερον, πιθανό συμπληρωματικό μέρισμα. Η απόδοση-στόχος θα είναι μικρότερη για τις μετοχές τύπου Α από ό,τι για τις μετοχές τύπου Β, θα περιέχεται στα συμβόλαια έκδοσής τους και θα εξαρτάται από το ποσοστό του κεφαλαίου που προστατεύει το καθένα από αυτά τα στρώματα χρηματοδότησης. Στην πράξη, οι απόδοση-στόχος για μετοχές τύπου Α φθάνει μέχρι LIBOR + 200 μονάδες βάσης, ενώ για μετοχές τύπου Β μέχρι LIBOR + 350 μονάδες βάσης. Ανάλογα με το ύψος της κερδοφορίας, την πολιτική αποζημίωσης των μετοχών τύπου Γ και τη στρατηγική μελλοντικής κεφαλαιακής επέκτασης του Ταμείου, μπορεί να υπάρξει συμπληρωματικό μέρισμα το οποίο καθορίζεται σε αναλογία με την απόδοση-στόχο των δύο τύπων μετοχών. Στην περίπτωση που η επένδυση του Δημοσίου σε μετοχές τύπου Γ έχει τα χαρακτηριστικά καθαρής επικορήγησης προς το Ταμείο, το κόστος χρηματοδότησης των επενδύσεων από το Ταμείο θα είναι χαμηλότερο.

Επιστρέφω τώρα στο θέμα της δημόσιας συμμετοχής. Οι πόροι αυτοί μπορεί να προέλθουν από το Πρόγραμμα Δημόσιων Επενδύσεων με ισόποση αύξηση του ελλείμματός του για ένα έτος. Εναλλακτικά, μπορεί να προέλθουν από τα έσοδα του ΤΑΙΠΕΔ από τις αποκρατικοποιήσεις. Και στις δύο περιπτώσεις θα χρειαστεί προσαρμογή του Μνημονίου ανάμεσα στην Ελληνική Δημοκρατία και τους δανειστές της για να συμπεριληφθεί αυτό το αναπτυξιακό μέτρο και να επιτραπεί η αυξημένη ανάγκη χρηματοδότησης του Δημοσίου. Το επιχείρημα για αύξηση του δημόσιου χρέους με σκοπό τη χρηματοδότηση του Ταμείου στηρίζεται στο ότι η διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους θα ενισχυθεί από το αναπτυξιακό μέρισμα των επενδύσεων που θα προκύψουν. Απαραίτητη προϋπόθεση φυσικά είναι να υπάρξει αξιόπιστη αναπτυξιακή πρόταση με πειστικό επιχειρηματικό σχέδιο.

Οι δημόσιοι πόροι που θα διοχετευθούν σε αυτό το Ταμείο θα λειτουργήσουν σαν μοχλός για την προσέγγιση διεθνών κεφαλαίων στη χώρα μας. Ο ορίζοντας αυτών των κεφαλαίων θα είναι μακρόπνοος, καθώς θα χρηματοδοτήσουν επενδύσεις. Ο βαθμός μόχλευσης σε αυτό το Ταμείο είναι δύσκολο να υπολογισθεί.

Θα εξαρτάται από τη μακροοικονομική κατάσταση στην αρχή της λειτουργίας του, καθώς και από την ύπαρξη αποδοτικών επενδύσεων. Δηλαδή σε μεγάλο βαθμό θα εξαρτάται από την αξιοπιστία της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας της κυβέρνησης. Όσο πιο αξιόπιστο είναι αυτό το πρόγραμμα τόσο μεγαλύτερες είναι οι εκτιμήσεις των επενδυτών για τις αποδόσεις των επενδύσεων και χαμηλότερες οι εκτιμήσεις τους για τον κίνδυνο και, επομένως, τόσο χαμηλότερη είναι η ανάγκη μερικής ασφάλισης. Υπάρχει, δηλαδή, αντίστροφη σχέση ανάμεσα στον εκτιμώμενο κίνδυνο των επενδύσεων στην ελληνική οικονομία και στη μόχλευση των δημόσιων πόρων. Η πολιτική των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι κομβική για την επιτυχία του Ταμείου. Παρά το γεγονός ότι θα έχει πλήρη αντίκτυπο μεσοπρόθεσμα, η άμεση μεταβολή των προσδοκιών μπορεί να δημιουργήσει έναν ενάρετο κύκλο βραχυπρόθεσμα.

Γυρίζοντας στον βαθμό μόχλευσης θα μπορούσα να εικάσω ότι θα είναι από 3 έως 6. Τι σημαίνει αυτό; Για παράδειγμα, αν ο βαθμός μόχλευσης είναι 3, τότε κάθε ευρώ δημόσιας δαπάνης θα προσελκύει άλλα 2 ευρώ και θα χρηματοδοτεί τριπλάσιες επενδύσεις από ό,τι θα έκανε αλλιώς. Το μακροοικονομικό αποτέλεσμα της ύπαρξης του Ταμείου θα είναι πολλαπλάσιο του βαθμού μόχλευσης για διάφορους λόγους. Αυτό θα οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδύσεις θα χρηματοδοτούνται και από ίδιους πόρους, και στο ότι η αύξηση της απασχόλησης που θα υπάρξει θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής εσωτερικής ζήτησης στην ελληνική οικονομία. Επίσης, το μακροοικονομικό αποτέλεσμα θα είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα των επιμέρους πολλαπλασιαστών της κάθε χρηματοδοτούμενης επένδυσης, καθώς η ώθηση στις επενδύσεις μέσω του Ταμείου θα βελτιώσει το γενικό οικονομικό κλίμα και τις προσδοκίες. Δηλαδή θα λειτουργήσει ως θετική εξωτερικότητα (positive externality).

Επιχειρηματικό σχέδιο

Ο βασικός παράγοντας επιτυχίας ενός επενδυτικού ταμείου είναι το επιχειρηματικό του σχέδιο (business plan). Το σχέδιο αυτό θα πρέπει να αποτελεί τμήμα μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής ανάπτυξης και επενδύσεων της Ελληνικής Δημοκρατίας. Η στρατηγική θα πρέπει να έχει ως αλληλοσυνδεόμενα κομμάτια της: 1) το Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς (ΕΣΠΑ) ή το αντίστοιχό του για τη νέα Προγραμματική Περίοδο 2014-2020, 2) τον πολυετή σχεδιασμό του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, 3) το Εθνικό Πρόγραμμα Μεταρρυθμίσεων, ιδίως την εξειδίκευση αυτού του προγράμματος στο Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής (Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality). Η στρατηγική αυτή θα πρέπει να αναλύει και τις πηγές χρηματοδότησης της ανάπτυξης και των επενδύσεων: 1) δημόσιοι πόροι (εθνικοί ή ευρωπαϊκοί), 2) ιδιωτικοί πόροι (ίδια κεφάλαια, τράπεζες, κ.λπ.), 3) μεικτοί πόροι. Στην τελευταία κατηγορία ανήκει η χρηματοδότηση από το προτεινόμενο Ταμείο.

Νομική μορφή και εταιρική διακυβέρνηση

Περιέγραφα μια σύμπραξη Δημοσίου, ιδιωτών και διεθνών οργανισμών. Αυτή, όμως, δε σταματά μόνο στη χρηματοδότηση του Ταμείου. Επεκτείνεται στην υλοποίηση του επενδυτικού σχεδίου του Ταμείου. Η ελληνική κυβέρνηση θα πρέπει να αναλάβει τη διεκπεραίωση των διοικητικών θεμάτων που αφορούν στις επενδύσεις που χρηματοδοτεί το Ταμείο. Οι διεθνείς οργανισμοί πρέπει να παράσχουν τεχνογνωσία στο στήσιμο του Ταμείου. Ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να στελεχώσει το Ταμείο. Όλοι μαζί θα πρέπει να συμμετέχουν στην εταιρική διακυβέρνηση του Ταμείου.

Το Ταμείο μπορεί να έχει τη νομική μορφή του *société d'investissement à capital variable* ("SICAV") με έδρα το Λουξεμβούργο και να είναι οργανωμένο σύμφωνα με τους νόμους του.

Η εταιρική διακυβέρνηση του Ταμείου είναι πολύ σημαντική. Στο άρθρο αυτό μπορώ να δώσω μόνο μερικά γενικά σημεία της, όπως ότι θα περιλαμβάνει:

- 1) Τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων (ΓΣΜ)
- 2) Το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ)
- 3) Την Επενδυτική Επιτροπή (ΕΕ)

Το Συμβούλιο και η Επιτροπή θα επικουρούνται από τη Διοίκηση του Ταμείου (Fund Management Company) και τους Συμβούλους της Διοίκησης (Investment Advisors). Η Διοίκηση του Ταμείου και οι Σύμβουλοί της θα πρέπει να επιλεγούν από τους αρχικούς μετόχους μετά από προσεκτική διαδικασία, ώστε να φέρνουν την καλύτερη δυνατή εμπειρία από την αγορά. Παρομοίως, το σύστημα αμοιβών τους θα πρέπει να είναι προσαρμοσμένο στις παραδοχές της αγοράς για τη συγκεκριμένη κατηγορία επενδύσεων.

Η ετήσια ΓΣΜ αποφασίζει για θέματα που το Καταστατικό του Ταμείου δεν έχει παραχωρήσει στο ΔΣ. Το ΔΣ έχει την αποκλειστική δύναμη να διαχειρισθεί το Ταμείο και να καθορίσει την επενδυτική του πολιτική και κατευθυντήριες γραμμές. Τα μέλη του καθορίζονται από τους μετόχους με προσυμφωνημένες αναλογίες στον καθένα. Τα μέλη θα πρέπει να ενεργούν σύμφωνα με το συμφέρον του Ταμείου και όχι των μετόχων που τους όρισαν. Τα καθήκοντα της ΕΕ είναι: 1) να επιβλέπει τη Διοίκηση για την εφαρμογή της επενδυτικής πολιτικής, παρακολουθώντας τη ροή των ευκαιριών για επενδύσεις, τις συναλλαγές και τη δομή και επίδοση του χαρτοφυλακίου, και 2) να λαμβάνει αποφάσεις για (απο)επενδύσεις μετά από προτάσεις της Διοίκησης και των Συμβούλων της. Για βέλτιστη λειτουργία της προτείνω να έχει το πολύ πέντε μέλη, από τα οποία τουλάχιστον τρία να προέρχονται από τα Διεθνή Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα που θα έχουν επενδύσει σε μετοχές τύπου Β και τουλάχιστον ένα ακόμη να εκλέγεται απευθείας από το ΔΣ. Οι αποφάσεις της ΕΕ θα παίρνονται με απλή πλειοψηφία.

3. Επίλογος

Οι επενδύσεις αποτελούν κλειδί τόσο για τη βραχυπρόθεσμη όσο και για τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Βρίσκονται όμως σε έναν πρωτοφανή μαρασμό. Η κατάσταση πρέπει να αντιστραφεί. Για να επιτευχθεί αυτό απαιτείται η άμεση υλοποίηση ενός τολμηρού προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα, η συγκυρία επιβάλλει την υλοποίηση καινοτόμων, για την Ελλάδα, χρηματοοικονομικών εργαλείων, τα οποία θα αντιμετωπίσουν τα προβλήματα στη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Στην εργασία αυτή πρότεινα ένα τέτοιο εργαλείο που έχει δοκιμασθεί αλλού με επιτυχία.