

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



Προβληματικές επιχειρήσεις, πτώχευση και αναδιάρθρωση χρέους

Θεσσαλονική 2021

Διπλωματική εργασία του

Ευάγγελου Δασκαλόπουλου (ΑΕΜ: 20006)

Εξεταστική επιτροπή:

Επιβλέπων: Παπαδόπουλος Συμεών

Μέλη: Νούλας Αθανάσιος, Παπαναστασίου Ιωάννης

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική πραγματοποιήθηκε ώστε να θίξει ένα από τα σημαντικότερα σύγχρονα ζητήματα των επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσιάζονται πληγείσες με την οικονομική κρίση που έπληξε το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό πλαίσιο και τη διάρκεια αυτής που συνεχίζει μέχρι και σήμερα. Με την παρούσα διπλωματική προσπαθήσαμε να αγγίξουμε το θέμα των «προβληματικών» επιχειρήσεων και την προσπάθεια τους για την επιτυχή επανένταξη σε πορεία θετικών αποτελεσμάτων. Αρχικά, στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται μια εισαγωγική περιγραφή του χρηματοοικονομικού συστήματος και πως επηρεάστηκε από την οικονομική κρίση. Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μια όσο το δυνατόν πιο αναλυτική περιγραφή της δημιουργίας της οικονομικής κρίσης στο πλαίσιο των επιχειρήσεων. Αυτό επιτυγχάνεται αναλύοντας και παρουσιάζοντας τις αιτίες που εμφανίστηκαν και επηρέασαν τις επιχειρήσεις, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό κομμάτι τους. Σε αυτό το σημείο παρουσιάστηκαν και κάποια χρηματοοικονομικά εργαλεία, που μπορούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις να αντιληφθούν το πόσο τις έχει επηρεάσει η κρίση. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τις επιλογές των επιχειρήσεων που έχουν φτάσει πλέον σε μια δύσκολη οικονομική κατάσταση και δεν μπορούν να ανταπεξέλθουν στις λειτουργικές τους δραστηριότητες. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι έννοιες της Χρεοκοπίας και της Αναδιάρθρωσης Χρέους και αναλύονται οι προϋποθέσεις, οι παράγοντες και οι επιλογές. Μετά το πέρας του τρίτου κεφαλαίου, στο τέταρτο κεφάλαιο παρατίθενται μελέτες περιπτώσεων από την Ελληνική και Αλλοδαπή Αγορά, έχοντας επιλέξει θέματα περιπτώσεων τόσο πτώχευσης, όσο και αναδιάρθρωσης χρέους. Τέλος, στο κεφάλαιο 5, σχολιάζονται τα θέματα που αναπτύχθηκαν στην παρούσα διπλωματική εργασία, και αναλύονται τα συμπεράσματα.

Abstract

The main objective of this thesis is to address one of the most important contemporary business issues, the issue of firm bankruptcy and debt restructuring. In this dissertation, we dealt with the issue of "problematic" companies and the attempt to redefine their entities. The first chapter provides an introductory description of the financial system and how it was affected by the financial crisis. The second chapter attempts to clarify how a financial crisis can occur in a corporation. This is achieved by analyzing and presenting the causes of the crisis in companies and how it can be ascertained with financial instruments. In the third chapter, we present the choices of companies that have reached a difficult financial situation and cannot cope with their operational activities. This chapter introduces the concepts of Bankruptcy and Debt Restructuring and analyzes the conditions, factors, and options. After the end of the third chapter, the fourth chapter presents case studies from the Greek and Foreign Market, having selected issues of both bankruptcy and debt restructuring. Finally, Chapter 5 discusses the issues raised in this dissertation and analyzes the conclusions.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	III
ABSTRACT.....	IV
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	VI
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΙΚΟΝΩΝ	VIII
1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
1.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ: Η ΔΟΜΗ.....	9
1.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	12
1.3 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	16
2 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑΣ.....	18
2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ	18
2.2 ΑΙΤΙΕΣ	18
2.2.1 <i>Ενδοεπιχειρησιακές</i>	18
2.2.2 <i>Εξωεπιχειρησιακές</i>	21
2.3 ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΧΕΡΕΙΑΣ	22
2.3.1 <i>Εισαγωγή</i>	22
2.3.2 <i>Οι δείκτες</i>	23
3 ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ.....	26
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	26
3.2 ΠΤΩΧΕΥΣΗ/ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ	27
3.2.1 <i>Πώληση ή αναδιάρθρωση μια προβληματικής επιχείρησης</i>	30
3.3 ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ.....	33
3.3.1 <i>Προϋποθέσεις/ Συνθήκες αναδιάρθρωσης χρέους</i>	34
3.3.2 <i>Παράγοντες επιτυχημένης αναδιάρθρωσης χρέους</i>	36
3.3.3 <i>Αναδιάρθρωση χρέους: βασικές έννοιες και πως καθορίζεται</i>	41
3.4 ΒΗΜΑΤΑ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ	44
3.4.1 <i>Αλλαγή της διοίκησης</i>	44
3.4.2 <i>Ανάλυση της κατάστασης</i>	45
3.4.3 <i>Εφαρμογή ενός σχεδίου δράσης έκτακτης ανάγκης</i>	46
3.4.4 <i>Αναδιάρθρωση της επιχείρησης</i>	47

3.4.5	<i>Επιστροφή στην ανάπτυξη</i>	48
3.5	ΕΙΔΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΠΤΩΧΕΥΣΗ	49
4	ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ	51
4.1	ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΣΕΛΜΑΝ	51
4.1.1	<i>Εισαγωγή</i>	51
4.1.2	<i>Πτώχευση ομίλου ΣΕΛΜΑΝ 2014</i>	52
4.1.3	<i>Σημαντικά γεγονότα ως την αίτηση πτώχευσης</i>	53
4.1.4	<i>Η προοπτική της πτώχευσης της εταιρίας ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.</i>	54
4.1.5	<i>Εσωτερικές κινήσεις εξυγίανσης</i>	55
4.1.6	<i>Οι κίνδυνοι</i>	57
4.1.7	<i>Αποτελέσματα πολιτικών – Κήρυξη πτώχευσης</i>	59
4.2	ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ - ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ («ΜΒΔΤ»)	60
4.2.1	<i>Εισαγωγή</i>	60
4.2.2	<i>Πτώχευση ομίλου «ΜΒΔΤ»</i>	62
4.2.3	<i>Σχέδιο αναδιάρθρωσης χρέους</i>	63
4.2.4	<i>Η απόφαση</i>	65
4.3	ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ	66
4.3.1	<i>Εισαγωγή</i>	66
4.3.2	<i>Ισπανία: Κτηματομεσιτική βιομηχανία</i>	66
4.3.3	<i>Ουκρανία</i>	70
4.3.4	<i>Αμερικανική Αυτοκινητοβιομηχανία</i>	73
5	ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	76
6	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	79

Πίνακας εικόνων

Εικόνα 1 – Σειρά γεγονότων στη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής κρίσης.....	15
Εικόνα 2 – Διαγραμματική πορεία της μετοχής ΒΩΒΟΣ (01/01/2008-31/12/2011) (https://www.capital.gr/ , 2021)	61
Εικόνα 3 – Βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της «ΜΒΔΤ» 2007- 2010	62
Εικόνα 4 – Δείκτη καθυστερήσεων των δανείων (IMF, 2009)	70

1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση της δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος και της οικονομικής κρίσης στη γενική της έννοια. Η πρώτη ενότητα εισάγει κάποιες βασικές έννοιες απαραίτητες για την καλύτερη κατανόηση του θέματος της διπλωματικής, που είναι η πτώχευση και η αναδιοργάνωση χρέους.

1.1 Χρηματοοικονομικό σύστημα: Η δομή

Ο πρωταρχικός ρόλος του χρηματοοικονομικού ή χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να διευκολύνει τη μεταφορά οικονομικών πόρων από αυτούς που τους αποταμιεύουν σε εκείνους που χρειάζονται χρηματοδότηση. Σε ένα καλώς δομημένο οικονομικό σύστημα οι πόροι διανέμονται αποτελεσματικά (Boot & Thakor, 1997). Το ερώτημα το οποίο γεννάται είναι ποια είναι η δομή ή ρύθμιση ενός τέτοιου συστήματος; Η απάντηση που μπορεί να δοθεί δεν είναι άμεση. Θα πρέπει κάποιος να ερευνήσει τη δομή των ενδιάμεσων οικονομικών συστημάτων. Διαφορετικές δομές χρηματοοικονομικού συστήματος (μερικές φορές ονομάζονται επίσης αρχιτεκτονικές) έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στην ευημερία. Έτσι, ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, θα λέγαμε ότι αποτελείται από:

- Ενδιάμεσους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, οι οποίοι φέρνουν έμμεσα σε επαφή πρόσωπα που αναζητούν εισοδήματα από τα κεφάλαιά τους και πρόσωπα που αναζητούν να εξασφαλίσουν πίστωση. Ωστόσο, οι δανειολήπτες έχουν, επιπλέον, τη δυνατότητα να αποκτήσουν κεφάλαια απευθείας από τις χρηματοοικονομικές αγορές εκδίδοντας αξιόγραφα. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά ταμεία, οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, κλπ.
- Χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες λειτουργούν ως μέσο διοχέτευσης των πλεοναζόντων κεφαλαίων από τους δανειοδότες στους δανειολήπτες. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου.
- Υποδομές των χρηματοοικονομικών αγορών, οι οποίες επιτρέπουν τη μεταβίβαση των πληρωμών καθώς και τη διαπραγμάτευση, την εκκαθάριση και τον διακανονισμό

των συναλλαγών. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται τα συστήματα πληρωμών, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών.

Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των συστημάτων αυτών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, συνίσταται στη συλλογή και αξιοποίηση της πληροφόρησης για το επιχειρηματικό περιβάλλον, και κατά συνέπεια, τη σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση του κίνδυνου. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση μέσω της παροχής πληρέστερης πληροφόρησης και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις. Ταυτόχρονα βέβαια μετριάξει τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας (Pagano, 1993), (Levine, 2005).

Στην πράξη, αυτή η φαινομενικά απλή διαδικασία ανακατανομής πόρων, είναι στην ουσία ένα πολύπλοκο σύστημα τόσο στη δομή, όσο και στη λειτουργία του. Προσπαθώντας να αποσαφηνίσει τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος ο Merton εστίασε στις λειτουργίες που το σύστημα αυτό εκτελεί. Συγκεκριμένα υποστήριξε ότι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα θα πρέπει να παρέχει: (1) ένα σύστημα πληρωμών, (2) ένα μηχανισμό συγκέντρωσης επιδοτήσεων, (3) έναν τρόπο να μεταφέρονται οι πόροι αποτελεσματικά σε οποιοδήποτε τοποθεσία και σε οποιοδήποτε χρόνο, (4) έναν τρόπο διαχείρισης της αβεβαιότητας και του ρίσκου των χρηματοοικονομικών μεγεθών, (5) σωστή πληροφόρηση των τιμών, ώστε να επιτρέπει στην οικονομία να εφαρμόσει μια αποκεντρωμένη κατανομή επενδύσεων, (6) έναν τρόπο να διαχειρίζεται προβλήματα όταν έναν μέρος μιας συναλλαγής κατέχει πληροφορίες που ο αντισυμβαλλόμενος δεν έχει (Merton & Bodie, 1995).

Εντούτοις, δεν υπάρχει μια διαυγής εικόνα για το ποιο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι καλύτερο από το άλλο για την πραγματική οικονομία, μακροπρόθεσμα. Θα μπορούσαμε όμως να παρατάξουμε κάποια χαρακτηριστικά της δομής αυτής, για την ευημερία των νεοσύστατων επιχειρήσεων, καθώς και των ήδη εισαγμένων.

Τα χαρακτηριστικά της δομής ενός χρηματοοικονομικού συστήματος είναι συνυφασμένα με την δημιουργία και ανάπτυξη μιας νέας εταιρίας. Τα χαρακτηριστικά αυτά έχουν ως εξής:

- Καλώς ορισμένα δικαιώματα ιδιοκτησίας, που καθιστούν εύκολη στους επιχειρηματίες την μετέπειτα μεταπώλησή τους για την εξασφάλιση ταμειακών ροών.
- Διαθέσιμα στάδια χρηματοδότησης.
- Σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα, ώστε οι έμμεσες δεσμεύσεις χρηματοδότησης σταδίων να μπορούν να τηρηθούν από τους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές.
- Διαθεσιμότητα χρηματοδότησης ιδιωτικών κεφαλαίων.
- Διαθεσιμότητα μη εξασφαλισμένου χρέους.
- Διαθεσιμότητα της επιλογής εξόδου στις δημόσιες αγορές μετοχών για νεοσύστατες εταιρίες.

Χωρίς αυτά τα χαρακτηριστικά, η χρηματοοικονομική δομή καθιστά δύσκολο στις επιχειρήσεις να αναδυθούν και να σταθεροποιήσουν τις δραστηριότητες τους. Αν η χρηματοοικονομική δομή μιας χώρας είναι τέτοια στην οποία οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν, η ανάπτυξη της χώρας αυτής θα αντιμετωπίζει πρόβλημα (Stulz, 2000).

Μπορεί να καταστεί σαφές από τα παραπάνω ότι η σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης ενός οργανισμού και της αγοράς κεφαλαίου είναι δυσδιάκριτη. Όταν μια επιχείρηση χρηματοδοτείται αποκλειστικά από εξωτερικούς ατομικούς επενδυτές είναι πολύ πιθανό να έχει υψηλότερο κόστος κινδύνου και πτώχευσης, από ότι να είχε άλλες πηγές χρηματοδότησης. Επιπλέον, όταν μια επιχείρηση χρηματοδοτείται από δημόσιες πηγές είναι πολύ πιθανόν το κόστος κινδύνου και πτώχευσης να είναι πολύ υψηλό όταν υπάρχει ασυμμετρία στην πληροφόρηση (Stulz, 2000).

Το θέμα της διάρθρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος θα μπορούσε να αναλυθεί σε μεγαλύτερο βαθμό και πέραν της βιβλιογραφικής παρουσίασης, αλλά και σε βαθμό τεχνικής ανάλυσης. Καταλήγοντας, θα αναφέρουμε ότι πρώτον, οι χρηματοοικονομικές δομές θα μπορούσαν να διαφέρουν αρκετά. Δεύτερον, τα υπάρχοντα στοιχεία, συχνά, δεν αποδεικνύουν τα οφέλη μιας διαφορετικής δομής. Όπως παρουσιάσαμε, προηγουμένως, τα χαρακτηριστικά των υπάρχοντων χρηματοοικονομικών δομών φανερώνουν μικτά αποτελέσματα. Παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει ότι οι κάτοχοι μεγάλου μετοχικού μεριδίου μπορεί να βελτιώσουν την απόδοση της επένδυσης υπό ορισμένες συνθήκες και να την βλάψουν υπό άλλες. Τελικά,

τα χαρακτηριστικά που μειώνουν το κόστος κεφαλαίου αυξάνουν την εταιρική αξία και επιτρέπουν περισσότερες επενδύσεις.

1.2 Οικονομική κρίση

Τι συνετέλεσε στην οικονομία ώστε να είναι τόσο ευάλωτη;! Η αιτία φαίνεται να είναι το υψηλό επίπεδο συγκέντρωσης δανείων, την εποχή της ευημερίας πριν το 1929, με τον Fisher να διατυπώνει το εξής: «Το χρέος ήταν τόσο μεγάλο, που όχι μόνο ξεκίνησε να ταρακουνάει το καράβι αλλά ήταν κοντά να το αναποδογυρίσει». (Fisher, 1933)

Όσον αφορά το υποκείμενο αυτό θέμα, οι ειδικοί σχολίασαν τη χρηματοπιστωτική κρίση είτε από την άποψη των αιτιών της, είτε από την άποψη των συνεπειών της, και όχι και από τις δύο πλευρές. Ο Kaufman σημείωσε ότι η ιστορία παρέχει μαθήματα σχετικά με τις προκλήσεις οικονομικών κρίσεων. Ανέφερε ότι οι αναλύσεις των αιτιών της Μεγάλης Ύφεσης, επισημαίνουν τρία κύρια σημεία ως αιτίες: την κακώς χρονολογικά νομισματική ρύθμιση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, την έντονη υποστήριξη της προστασίας των εμπορικών συναλλαγών και ως αποτέλεσμα την μείωση των διεθνών συναλλαγών (εισαγωγές-εξαγωγές), και την κρατική παρέμβαση στη λειτουργία του προτύπου του χρυσού (Kaufman, 2012). Ενώ ορισμένοι πίστευαν ότι η κρίση του χρηματιστηρίου επιτάχυνε την ύφεση, η πιο διαδεδομένη άποψη τώρα είναι ότι η συντριβή ήταν συμπτωματική ενός βαθύτερου προβλήματος - δηλαδή, ότι η ανάπτυξη στην πλευρά της προσφοράς της οικονομίας είχε ξεπεράσει την ανάπτυξη από την πλευρά της ζήτησης. Τελικά, η υπερπροσφορά είχε ως αποτέλεσμα την υπερβολική πληρότητα που προκάλεσε ύφεση, έχοντας εκδηλωθεί αρχικά στο χρηματιστήριο και μετά εξαπλώθηκε στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Η ανισορροπία ζήτησης-προσφοράς συσχετίστηκε με μια τάση με γεμάτες πολιτικά συνέπειες της αύξησης του εισοδήματος και της ανισότητας του πλούτου. (Greenglass, et al., 2014)

Ένας άλλος ειδικός, ο Foster, σημείωσε ότι η έκθεση στον υψηλό πιστωτικό κίνδυνο και στην τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων, θεωρείται συχνά ως παράγοντας που προκαλεί ύφεση (Foster & Magdoff, 2009). Η Lea υποστήριξε ότι οι κύριες αιτίες της οικονομικής κρίσης οφείλονται στο τραπεζικό σύστημα, με την ευθύνη για την οικονομική κρίση να επιβαρύνει εκείνους που προσέφεραν δάνεια που δεν θα έπρεπε ποτέ να προσφερθούν, καθώς και εκείνους που τα έλαβαν (Lea & Chiquier, 2009). Αυτά τα δάνεια δεν θα είχαν εκδοθεί εξ αρχής, και δεν θα μπορούσαν να προκαλέσουν μια παγκόσμια οικονομική κατάρρευση, χωρίς τις ενέργειες εκείνων που επέκτειναν τα

δάνεια ενώ παράλληλα κάλυπταν τους κινδύνους. Έτσι, η ευθύνη για την κρίση πρέπει να μοιραστεί σε πολλούς διαφορετικούς παράγοντες του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς και από κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο. Ο ρόλος των κυβερνήσεων στην επιδείνωση της κρίσης ήταν διττός: Πρώτον, συνέβαλαν στην διάδοση του πανικού, δυσχεραίνοντας έτσι την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, η οποία τείνει να ανταποκρίνεται στις δηλώσεις της κυβέρνησης και των μέσων μαζικής ενημέρωσης, παρά στην πραγματική οικονομική κατάσταση (Starr, 2012), (Wood, Owens, & Durham, 2005). Δεύτερον, προκειμένου να μειώσουν το χρέος, πρότειναν, ψήφισαν και εισήγαγαν προγράμματα λιτότητας που μείωσαν τις θέσεις εργασίας και τις υπηρεσίες, συμβάλλοντας στην χαμηλή εμπιστοσύνη που είχε ήδη ο κόσμος προς αυτούς. Ενόψει της ύφεσης και της αργής ανάπτυξης, η προφανής κίνηση είναι η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών μεταξύ των ομάδων που δεν επηρεάζονται άμεσα από την κρίση. Αυτό θα μπορούσε να ενθαρρύνει τις προαιρετικές δαπάνες, δηλαδή την αγορά ανθεκτικών αγαθών ή σημαντικών υπηρεσιών τώρα, όταν δεν είναι απολύτως απαραίτητο, παρά να περιμένει έως ότου αναγκαστεί από τις ανάγκες της αγοράς να το κάνει (Greenglass, et al., 2014).

Ειδικότερα, ως ορισμός της οικονομικής κρίσης θα μπορούσε να αποτυπωθεί το εξής: Μια οικονομική κρίση είναι μια διαταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες η δυσμενής επιλογή στη διαχείριση κεφαλαίων και τα προβλήματα ηθικού κινδύνου¹ γίνονται πολύ χειρότερα, έτσι ώστε οι χρηματοπιστωτικές αγορές να μην μπορούν να διοχετεύουν αποτελεσματικά κεφάλαια σε όσους έχουν τις πιο, ενδεχομένως, αποδοτικές και παραγωγικές ευκαιρίες για επενδύσεις.

Διευκρινίζοντας τον παραπάνω ορισμό θα δώσουμε τους λόγους της οικονομικής κρίσης με περισσότερα τεχνικά χαρακτηριστικά. Υπάρχουν πέντε παράγοντες κατά τους οποίους ένα οικονομικό περιβάλλον μπορεί να οδηγηθεί σε επιδείνωση της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου. Οι παράγοντες οι οποίοι μπορούν να προκαλέσουν οικονομική κρίση είναι: i) αύξηση στα επιτόκια, ii) πτώση του χρηματιστηρίου, iii)

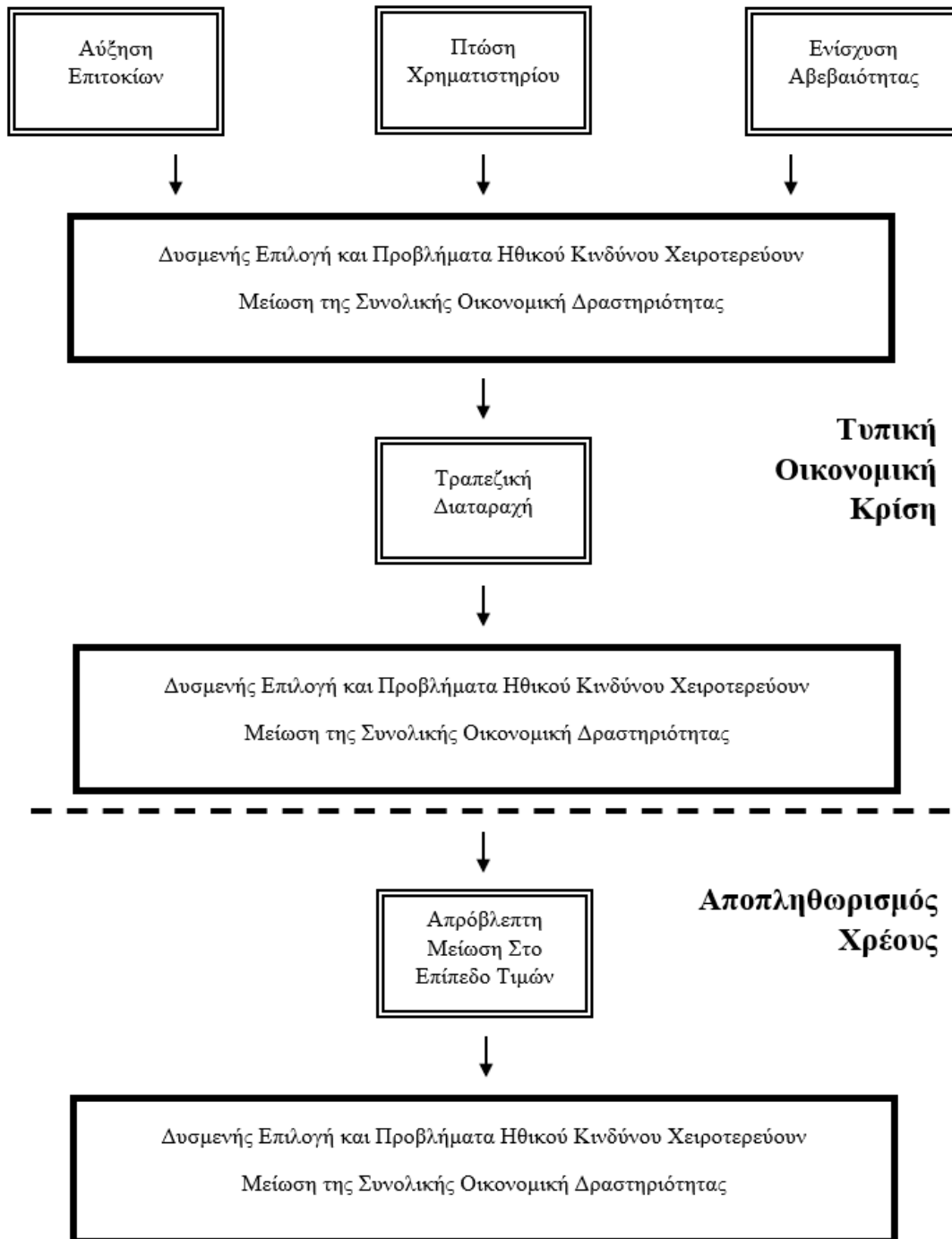
¹ Ηθικός Κίνδυνος: Πρόκειται για μια κατάσταση στην οποία συνήθως εμπλέκονται δύο συμβαλλόμενα μέρη. Το ένα μέρος αναλαμβάνει σημαντικά ρίσκα, καθώς υπάρχει η ασφάλεια ότι το οποιοδήποτε κόστος θα το επωμιστεί το άλλο μέρος. Αυτό συμβαίνει, διότι δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών (ασύμμετρη πληροφόρηση). Για να γίνει σαφέστερος ο ορισμός, ηθικός κίνδυνος υφίσταται, όταν κάποιο άτομο παίρνει μεγαλύτερο ρίσκο, αν γνωρίζει ότι σε περίπτωση αποτυχίας κάποιος άλλος θα αναλάβει να αποζημιώσει το άτομο.

ενίσχυση της αβεβαιότητας, iv) τραπεζική διαταραχή, v) απρόβλεπτη μείωση στο συνολικό επίπεδο τιμών (Mishkin, 1992). Αναλυτικότερα:

- i. Αύξηση στα επιτόκια. Στο παρελθόν, έχουν παρατηρηθεί και έχουν εντοπιστεί άτομα και εταιρίες που είναι διαθέσιμοι να πληρώσουν υψηλά επιτόκια για τα πιο ρισκοκίνδυνα επενδυτικά τους σχέδια. Όταν τα επιτόκια της αγοράς αυξάνονται, λόγω της αυξημένης ζήτησης για πίστωση ή λόγω της μείωσης της προσφοράς χρήματος, αυτοί που αναζητούν μετριασμένο κίνδυνο στα σχέδια τους είναι λιγότερο πιθανό να θέλουν να δανειστούν. Ενώ από την άλλη εκείνοι οι οποίοι θέλουν να ακολουθήσουν ρισκοκίνδυνα επενδυτικά πλάνα εξακολουθούν να είναι διατεθειμένοι να δανειστούν.
- ii. Πτώση του χρηματιστηρίου. Η απότομη πτώση στη χρηματιστηριακή αγορά, όπως συμβαίνει σε μια κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς, μπορεί να αυξήσει τις δυσμενείς επιλογές και τα προβλήματα του ηθικού κινδύνου, καθώς οδηγεί μείωση της αγοραίας αξίας των επιχειρήσεων².
- iii. Ενίσχυση της αβεβαιότητας. Η μεγάλη αύξηση της αβεβαιότητας στις χρηματαγορές, δυσχεραίνει τους δανειστές να αξιολογήσουν και να αναγνωρίσουν το καλό πιστωτικό ρίσκο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να έχουν λιγότερη θέληση να δανείσουν, οδηγώντας στη μείωση στο δανεισμό, στην επένδυση και γενικά στην επενδυτική δραστηριότητα.
- iv. Τραπεζική Διαταραχή. Η πηγή του πανικού στις τράπεζες είναι η ασύμμετρη πληροφορία. Στον πανικό οι καταθέτες, φοβούμενοι για την ασφάλεια των καταθέσεων τους, τις αποσύρουν από το τραπεζικό σύστημα, προκαλώντας μια συρρίκνωση των δανείων και μια πολλαπλή συρρίκνωση των καταθέσεων, η οποία στη συνέχεια προκαλεί μια γενικότερη σύγχυση στο τραπεζικό σύστημα.
- v. Απρόβλεπτη μείωση στο συνολικό επίπεδο τιμών. Οι απρόβλεπτες μειώσεις στο επίπεδο των τιμών, μειώνουν επίσης την καθαρή αξία των επιχειρήσεων. Επειδή η αποπληρωμή του χρέους καθορίζεται σε ονομαστικούς όρους, μια απρόβλεπτη μείωση του επιπέδου των τιμών αυξάνει την αξία των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων σε πραγματικούς όρους (αυξάνει το χρέος), αλλά δεν αυξάνει την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων.

² Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η μείωση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί είτε να συμβεί λόγω των προσδοκιών για χαμηλότερες ροές μελλοντικών εσόδων από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία ή λόγω της αύξησης των επιτοκίων της αγοράς, που μειώνει την παρούσα προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών ροών εισοδήματος.

Παρακάτω αποδίδεται σχηματικά (Εικόνα 1) η σειρά των γεγονότων με την οποία προκύπτουν, κατά τη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής κρίσης.



Εικόνα 1 – Σειρά γεγονότων στη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής κρίσης

Στην Εικόνα 1 (Mishkin, 1992), πάνω από τη διακεκομμένη γραμμή παρουσιάζονται τα γεγονότα που εμφανίζονται σε μια οικονομική κρίση, ενώ κάτω από τη διακεκομμένη γραμμή είναι τα γεγονότα που συμβαίνουν, όταν οδηγούμαστε σε αποπληθωρισμό

χρέους³. Η αύξηση των δυσμενών επιλογών και τα προβλήματα ηθικού κινδύνου καθιστούν απαγορευτικό το δανεισμό και ως επίπτωση έχει την μείωση των επενδύσεων και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας.

Πολλές επιχειρήσεις επηρεασμένες από την οικονομική κρίση, και παράλληλα με τη μη ικανοποιητική διαχείριση, μπορεί να οδηγηθούν στην αναδιάρθρωση χρέους ή και στην πτώχευση.

1.3 Μακροοικονομική σημασία της κρίσης

Τα τρέχοντα θεωρητικά μοντέλα τραπεζικών κρίσεων τονίζουν τον κεντρικό ρόλο των πιστωτικών και ασφαλιστικών διαύλων. Για παράδειγμα, ο Bernanke υποστηρίζει ότι ένας σημαντικός λόγος για την μεγάλη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης ήταν η κατάρρευση του πιστωτικού καναλιού μετά από την αποτυχία μεγάλου μέρους των τραπεζών ανά τον κόσμο (Bernanke, 2001). Αυτή η κατάρρευση έπληξε τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις ιδιαιτέρως, διότι δεν είχαν την ίδια πρόσβαση σε εναλλακτικές μορφές πίστωσης, όπως είχαν οι μεγαλύτερες εταιρείες. Μια άλλη σημαντική βιβλιογραφία επικεντρώνεται στον ρόλο του καναλιού ασφάλειας στην πρόκληση οικονομικής ύφεσης. Για παράδειγμα, οι Kiyotaki και Moore δείχνουν πώς μια αρχική μείωση των αξιών ενεργητικού μπορεί να μειώσει την ικανότητα των επιχειρήσεων να δανείζονται επειδή η εξασφάλιση τους έχει υποστεί ζημιά, η οποία, με τη σειρά της, μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω κύκλους μειώσεων στις αξίες του ενεργητικού (Kiyotaki & Moore, 1997). Ομοίως, οι Bernanke και Gertler μελέτησαν ένα μοντέλο στο οποίο το πλήγμα μιας οικονομικής κρίσης επηρεάζει την αξία των εγγυητικών και επισφαλειών των επιχειρήσεων, αναγκάζοντάς αυτές να στραφούν σε πιο ακριβά εξωτερικά δάνεια και χρέη (Bernanke & Gertler, 1995).

Αντιθέτως, ούτε τα πιστωτικά κανάλια ούτε τα κανάλια εξασφάλισης ενδέχεται να διαδραματίσουν μεγάλο ρόλο στην κρίση της αγοράς εταιρικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, μόνο οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις θα επηρεαστούν αρχικά από την κρίση αθέτησης των εταιρειών επειδή είναι και οι μόνες που συμμετέχουν στην αγορά κεφαλαίου. Μεταξύ των πολλών λόγων που συμβαίνει αυτό είναι το σταθερό κόστος έκδοσης καθώς και το κόστος γνωστοποίησης που καθιστά οικονομικά βιώσιμα μόνο

³ Ο αποπληθωρισμός του χρέους είναι μια θεωρία ότι η ύφεση οφείλεται στο συνολικό επίπεδο του χρέους που αυξάνεται σε πραγματική αξία λόγω του αποπληθωρισμού, με αποτέλεσμα οι άνθρωποι να αδυνατούν να αποπληρώσουν τα καταναλωτικά δάνεια και τα ενυπόθηκα δάνεια.

ζητήματα μεγάλου μεγέθους. Αυτές οι μεγαλύτερες εταιρείες, ωστόσο, ενδέχεται να είναι σε θέση να βρουν εναλλακτικές πηγές πίστωσης σε μια κρίση, μειώνοντας έτσι τα αποτελέσματα της αρχικής έκθεσης στην εκάστοτε κρίση. Επιπλέον, η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρικών ομολόγων που εκδίδονται στις ΗΠΑ έχουν τη μορφή μη εξασφαλισμένων ομολόγων αντί για ομόλογα ή ενυπόθηκα ομόλογα. Έτσι, οι μεγάλες εταιρείες που εκδίδουν ομόλογα στις κεφαλαιαγορές είναι σε θέση να δανείζονται έναντι των μελλοντικών εισοδημάτων τους, αντί να περιορίζονται στην τρέχουσα εγγυητική.

Επομένως, η εξέταση των μακροοικονομικών επιπτώσεων μιας εταιρικής κρίσης θα μπορούσε να παράσχει χρήσιμες πληροφορίες για τη σημασία των πιστώσεων και των ασφαλειών. Για παράδειγμα, η διαπίστωση ότι οι πραγματικές επιπτώσεις των επιχειρηματικών αθετήσεων στις προβλεπόμενες πληρωμές των χρεών, θα ήταν εξίσου σοβαρές με εκείνες μιας τραπεζικής κρίσης, θα σήμαινε ότι αυτά τα δύο κανάλια παίζουν κεντρικό ρόλο στην επιτάχυνση της οικονομικής ύφεσης.

Για να μπορέσει να κατανοηθεί, εκτενέστερα η μακροοικονομική επιρροή θα πρέπει να μελετηθούν και να ερευνηθούν τουλάχιστον οι τρεις αυτοί δείκτες: ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης σε κατά κεφαλήν πραγματικό ΑΕΠ, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης στη βιομηχανική παραγωγή, και το ετήσιο ποσοστό πληθωρισμού. Ο σκοπός, όμως, της προκείμενης διπλωματικής εργασίας είναι διαφορετικός, οπότε δεν θα σχολιαστεί περαιτέρω.

2 Δημιουργία χρηματοοικονομικής δυσχέρειας

2.1 Ορισμός

Χρηματοοικονομική Δυσχέρεια παρουσιάζεται όταν μια επιχείρηση δεν είναι σε θέση και δεν μπορεί να ικανοποιήσει τις οικονομικές της δεσμεύσεις για ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Αυτό συμβαίνει κυρίως είτε γιατί τα έσοδα της έχουν μειωθεί ή δεν είναι αρκετά, είτε γιατί δεν έχει τη δυνατότητα να εξασφαλίσει τον επαρκή δανεισμό. Μια τέτοια επιχείρηση θα χαρακτηριζόταν στην αργκό ως «προβληματική». Η επιχείρηση με το χαρακτηρισμό «προβληματική», θεωρείται ότι το άμεσο μέλλον της είναι προδιαγραμμένο, εφόσον συνεχίζει να δραστηριοποιείται με την ίδια στρατηγική. Το πιο πιθανό είναι να οδηγηθεί σε χρεοκοπία και τελικά σε εκποίηση, ώστε να ικανοποιηθούν οι πιστωτές της. Με τον όρο «προβληματική», χαρακτηρίζεται όμως και μια επιχείρηση που παρ' ότι οι χρηματικές της ροές έχουν μειωθεί, εξακολουθεί να συνεχίζει τη δραστηριότητά της, και να καλύπτει ως ένα βαθμό τις υποχρεώσεις της. [(Κάτσος, 2017), (Ροϊδοπούλου, 2019)]

2.2 Αιτίες

Οι αιτίες της δημιουργίας της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας σήμερα στις επιχειρήσεις μπορούν να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες: i) οι αιτίες που οφείλονται στο εσωτερικό της οντότητας (ενδοεπιχειρησιακές), και ii) οι αιτίες που οφείλονται σε εξωγενείς παράγοντες (εξωεπιχειρησιακές).

2.2.1 Ενδοεπιχειρησιακές

Οι ενδοεπιχειρησιακές αιτίες μιας «προβληματικής» επιχείρησης μπορούν να χωριστούν σε υποκατηγορίες και έτσι να εμβαθύνουμε την ανάλυση λίγο περισσότερο σχολιάζοντας τες. Οι υποκατηγορίες αυτές είναι: i) Ελαττωματική διοίκηση, ii) Ανεπαρκής λογιστική πληροφόρηση, iii) Δυσανάλογη διεύρυνση της εμπορικής δραστηριότητας, iv) Υψηλό Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων, v) Φιλόδοξα επενδυτικά σχέδια πέρα από τις δυνάμεις της επιχείρησης, vi) Αποτυχία προσαρμογής στην αλλαγή.

i. Ελαττωματική διοίκηση

Πρωτεύοντα ρόλο για την οικονομική δυσχέρεια της επιχείρησης έχει η διοίκησή της και οι πράξεις αυτής. Ο Argenti J εντόπισε τα ελαττώματα σε έξι σημεία αναφορικά με την διοίκηση (Argenti, 1977):

1. Ο διευθύνων σύμβουλος δεν φέρεται σαν «πρῶτος μεταξύ ἴσων», δηλαδή σαν ηγέτης, αλλά προσπαθεί να επιβληθεί στην ομάδα του.
2. Τα περισσότερα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν παίρνουν μέρος στις διοικητικές αποφάσεις. Κάποιοι από αυτούς δεν γνωρίζουν για τις δραστηριότητες της επιχείρησης και μένουν αμέτοχοι. Ενώ, άλλοι είναι στη διεύθυνση ορισμένων τμημάτων της επιχείρησης και δεν παίρνουν το ρίσκο ή την ευθύνη των αποφάσεων και τα αφήνουν σε αυτούς με υψηλότερη ιεραρχία.
3. Ο διευθύνων σύμβουλος είναι και ο πρόεδρος της εταιρίας.
4. Δεν υπάρχει ισορροπία στις ιδιότητες των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Υπάρχουν πάρα πολλοί μηχανικοί, ή υπάρχουν ελάχιστοι οι οποίοι ασχολούνται, π.χ. με το μάρκετινγκ της επιχείρησης.
5. Δεν υπάρχουν επαρκείς διοικητικές και διαχειριστικές δεξιότητες στο διοικητικό συμβούλιο.

Μια ανεπαρκής διοίκηση είναι από μόνη της ικανή να οδηγήσει μια επιχείρηση στην πτώχευση, ακόμα και χωρίς προβλήματα. Μια τέτοια επιχείρηση θα μπορούσε να διατυπωθεί ως μια επιχείρηση που «δεν έχει βάθος» (Κάτσος, 2017). Ας αναλύσουμε λίγο αυτήν την έκφραση. Το «δεν έχει βάθος» για μια επιχείρηση μπορεί να έχει αρκετές έννοιες. Κάποιες από αυτές είναι ότι οι αποφάσεις δεν παίρνονται συλλογικά, αλλά ουσιαστικά μόνο από ένα άτομο. Αυτό συμβαίνει στις περιπτώσεις που ο διευθύνων σύμβουλος επιβάλλεται στους υφισταμένους του, δεν τους δίνει ελευθερίες για πρωτοβουλία ή τους «αποκλείει» από την εύκολη και άμεση επικοινωνία και συνεργασία. Σε πολλές επιχειρήσεις η έλλειψη επικοινωνίας μεταξύ των στρωμάτων ιεραρχίας δυσκολεύει την ομαλή λειτουργία δημιουργώντας ένα χαοτικό περιβάλλον. Έτσι, όταν το «μήνυμα» ότι υπάρχει πρόβλημα φτάσει στην κορυφή, ίσως να είναι πολύ αργά.

Το διοικητικό συμβούλιο είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στις επιχειρήσεις. Σήμερα, συνηθίζεται, άνθρωποι εκτός της επιχείρησης να καλούνται σαν μέλη Διοικητικών Συμβουλίων λόγω της ειδημοσύνης τους στα θέματα που επιζητούν επίλυση. Είναι κατανοητό ότι η κατάλληλη διαμόρφωση ενός Διοικητικού Συμβουλίου είναι αναγκαία. Αυτό σημαίνει, πρώτον, ότι οι ειδικότητες των μελών οφείλουν να είναι σε ένα ισορροπημένο επίπεδο (πάντα ανάλογα και με τη δραστηριότητα της κάθε επιχείρησης), τμήμα μηχανικών, πωλήσεων, μάρκετινγκ κ.ο.κ. Επιπροσθέτως, το Διοικητικό αυτό Συμβούλιο, δεν πρέπει να μένει αμέτοχο στις αποφάσεις και τα

ζητήματα της επιχείρησης. Συνηθίζεται να υπάρχουν μέλη τα οποία είτε δεν έχουν καλή γνώση του αντικειμένου με το οποίο ασχολείται η επιχείρηση, είτε, αφήνουν τη λήψη αποφάσεων στους ανώτερους σε ιεραρχία και αυτό μπορεί να συμβαίνει ακόμη και στα διευθυντικά μέλη (Argenti, 1976).

ii. Ανεπαρκής λογιστική πληροφόρηση

Οι επιχειρήσεις οι οποίες αποτυγχάνουν, συνήθως αντιμετωπίζουν πρόβλημα στα λογιστικά τους συστήματα. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, να μην έχουν την επαρκή λογιστική πληροφόρηση που είναι ζωτικής σημασίας για οποιαδήποτε επιχείρηση. Αυτές οι επιχειρήσεις, συνήθως, δεν διαθέτουν ή δεν χρησιμοποιούν συστήματα προϋπολογισμού. Ο προϋπολογισμός είναι το κατάλληλο εργαλείο για τον έλεγχο των ταμειακών ροών, και τη σύγκριση με τις προηγούμενες περιόδους ή των στόχων της επιχείρησης. Ακόμα, έχουν ένα ανεπαρκές σύστημα κοστολόγησης και δεν γνωρίζουν, για παράδειγμα, το κόστος του κάθε προϊόντος (ανά μονάδα), ούτε πως συμβάλλει στα κέρδη, ούτε από ποια δραστηριότητα προέρχονται αυτά. (Argenti, 1976), (Argenti, 1977), (Κάτσος, 2017), (Ροϊδοπούλου, 2019)

iii. Δυσανάλογη διεύρυνση της εμπορικής δραστηριότητας

Οι επιχειρήσεις έχουν την τάση, όταν παρουσιάζουν κέρδη και ανοδική πορεία, να προσπαθούν να επεκταθούν κερδίζοντας μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με τη μείωση του ποσοστού κέρδους, ώστε η χρησιμοποίηση των κεφαλαίων να τεθεί προς μια επενδυτική κατεύθυνση. Σαν αποτέλεσμα έχει τον δυσανάλογα μεγάλο τζίρο για το ενεργητικό της. Ο μεγάλος τζίρος απαιτεί και μεγάλο κεφάλαιο, που πολλές φορές δεν υφίσταται και καταλήγουν στη λύση του δανεισμού, αλλιώς θα υπάρχει μεγάλο πρόβλημα στις υποχρεώσεις και στις ταμιακές ροές. (Charan, Useem, & Harrington, 2002), (Argenti, 1976), (Κάτσος, 2017)

iv. Υψηλό Ποσοστό Δανειακών Κεφαλαίων

Σε μια οικονομική δυσχέρεια προκαλείται συχνά και ο υπερβολικός δανεισμός. Η επιχείρηση μπορεί να ξεκίνησε την επιχειρηματική της δραστηριότητα με δανειακά κεφάλαια, ή να τα απόκτησε κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της. Όταν μια δυσοίωνη οικονομική περίοδος εμφανιστεί, η επιχείρηση καθώς είναι ήδη επιβαρυσμένη, είναι απίθανο να μπορέσει να ανταπεξέλθει (Argenti, 1976), (Κάτσος, 2017), (Ροϊδοπούλου, 2019)

v. Επενδυτική «λαγνεία»

Οι επενδύσεις μπορεί να επεκτείνονται, είτε με μορφή εξαγοράς μιας επιχείρησης, είτε με μορφή αγοράς μετοχικού μεριδίου. Όλες οι μορφές επένδυσης έχουν σαν

σκοπό την αποκόμιση κέρδους. Πολλές φορές, οι επιχειρήσεις δεν προβλέπουν, ή δεν εκτιμούν ορθά το έσοδο από συγκεκριμένη επένδυση. Αποτέλεσμά του, η ζημία. (Charan, Useem, & Harrington, 2002), (Argenti, 1976), (Κάτσος, 2017)

vi. Αποτυχία προσαρμογής στην αλλαγή

Ένα ακόμα αίτιο που ίσως οδηγεί την επιχείρηση στην αποτυχία, είναι η λανθασμένη αντίδραση και η αδυναμία προσαρμογής στις αλλαγές. Οι αλλαγές στις αγορές είναι συνεχείς και απρόσμενες. Μια επιχείρηση είναι αναγκασμένη να τις ακολουθεί και να προσαρμόζεται σε αυτές με κάθε μέσο. Το να χάσει την επαφή με την αγορά, η ανακολουθία των τεχνολογιών, η λειτουργία των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και η παλιομοδίτικη συμπεριφορά προς τους υπαλλήλους είναι μοιραία. (Argenti, 1977)

2.2.2 Εξωεπιχειρησιακές

Οι εξωγενείς παράγοντες που είναι αιτίες για τη δημιουργία οικονομικής δυσχέρειας σε μια επιχείρηση είναι οι μεταβολές σε οικονομικές, κοινωνικές, τεχνολογικές και πολιτικές συνθήκες. Οι συνθήκες αυτές αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της επιχείρησης σε κάθε της χρονική περίοδο. Οι εξελίξεις και τα γεγονότα που τις επηρεάζουν έχουν αντίκτυπο, όπως είναι φυσικό, και στην επιχειρηματικότητα.

Ο οικονομικός τομέας μιάς επιχείρησης είναι, θα λέγαμε, αυτός που υφίσταται πιο άμεσα το αντίκτυπο. Μια περίοδος ύφεσης ή ένα γενικό κραχ στο χρηματιστήριο μπορεί να ανατρέψει τις συνθήκες της αγοράς. Η διοίκηση της επιχείρησης θα πρέπει να έχει λάβει τα κατάλληλα μέτρα για την πρόβλεψη τέτοιων γεγονότων και την αντιμετώπιση αυτών. Ακόμα, οι δείκτες του οικονομικού τομέα θα πρέπει να παρακολουθούνται ώστε η διοίκηση να είναι σε επαγρύπνηση (Argenti, 1976).

Στον κοινωνικό τομέα, τα εργατικά θέματα, όπως, αποδοχές, επιδόματα, αποζημιώσεις, δικαιώματα κτλ., θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν και να είναι γνωστά στη διοίκηση. Επιπρόσθετα, τα εργατικά συνδικάτα που προσπαθούν να επιβάλουν κάθε τόσο μείωση ωρών ή αύξηση μισθωμάτων κ.α., είναι παράγοντας που θα επηρεάσει μια επιχείρηση άμεσα.

Τέλος, οι τεχνολογικές μεταβολές είναι ένας μεγάλος εξωγενής παράγοντας στην πορεία της επιχείρησης σήμερα. Η εξέλιξη της τεχνολογίας γίνεται με ιλιγγιώδη ταχύτητα και αυτές οι αλλαγές που επέρχονται μπορεί να είναι εφικτό να αντιμετωπιστούν. Κάποιος, επομένως, θα μπορούσε να βγάλει το συμπέρασμα ότι σε ένα βαθμό όσον

αφορά τη τεχνολογία, η επιβίωση μιας επιχείρησης μπορεί να οφείλεται στη «τύχη» (Κάτσος, 2017).

Ο έλεγχος της σημαντικότητας των εξωγενών αιτιών, στις οποίες αναφερθήκαμε παραπάνω, που διενεργήθηκε από τους Altman και Hotchkiss που συσχετίζουν το ρυθμό αύξησης των προβληματικών επιχειρήσεων με: (i) ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ, (ii) το ρυθμό μεταβολής της προσφοράς χρήματος και η νομισματική πολιτική, και (iii) μεταβολή της αγοραίας αξίας της μετοχής της εκάστοτε επιχείρησης. (Altman & Hotchkiss, 2010), (Altman E. , 1983), (Σακελλαρόπουλος, 1992)

Όταν το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, που ορίζει τη συνολική αγοραία αξία όλων των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών που παράγονται σε μια χώρα, υφίσταται σημαντική μείωση σε μία χρονική περίοδο, είναι κατανοητό ότι σε μεγάλο βαθμό επηρεάζει όλες τις επιχειρήσεις άμεσα και έμμεσα.

Όσον αφορά την προσφορά χρήματος, είναι το μέγεθος που υποδηλώνει την ποσότητα του χρήματος που είναι διαθέσιμη σε μια οικονομία και ο έλεγχος αυτής καλείται νομισματική πολιτική. Σημαντική επίδραση σε αυτό το μέγεθος έχουν οι τράπεζες. Οπότε, δεδομένης συγκυρίας, η μείωση της προσφοράς χρήματος από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη ρευστότητα και την ομαλή διεξαγωγή των δραστηριοτήτων αυτών. Μια επιχείρηση που βρίσκεται σε ύφεση, θα έχει να αντιμετωπίσει ένα μεγάλο ζήτημα.

Τέλος, οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων επηρεάζονται από τις επενδυτικές προσδοκίες. Όταν εμφανίζεται μείωση της τιμής, παρουσιάζει ανησυχητικά σημάδια στους ενδιαφερόμενους της επιχείρησης, όπως είναι οι δανειστές και οι τράπεζες. Πολλοί από αυτούς πιθανόν να προκαλέσουν πίεση είτε για τη διασφάλιση των κεφαλαίων τους, είτε για την εκταμίευση αυτών. Το φαινόμενο αυτό οδηγεί πολλές φορές σε καταστάσεις πτώχευσης.

2.3 Ενδείξεις χρηματοοικονομικής δυσχέρειας

2.3.1 Εισαγωγή

Η πλήρης κατανόηση μιας προβληματικής οικονομικής κατάστασης στα πλαίσια μιας επιχείρησης φανερώνεται με ακρίβεια μόνο αν υπολογίσουμε ορισμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Οι πρώτες ενδείξεις όπως αναφέραμε και παραπάνω είναι σαφώς τα έσοδα, οι ταμιακές ροές, και γενικά η δυσκολία των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Παρ' όλα αυτά, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που θα αναφέρουμε

παρακάτω θα αποκαλύψουν σαφέστερα σε τι σημείο βρίσκεται η επιχείρηση. Όμως, για τον ακριβή υπολογισμό των συγκεκριμένων δεικτών θα πρέπει να συνυπολογιστούν και οι παράγοντες οι οποίοι μπορεί να αποκλίνουν τα αποτελέσματα από την πραγματικότητα. Οι δύο παράγοντες οι οποίοι μπορούν να διαφοροποιήσουν την αξία των δεικτών είναι i) ο πληθωρισμός, και ii) και η πλασματική λογιστική παρακολούθηση συναλλαγών (Argenti, 1976), (Κάτσος, 2017), (Σακελλαρόπουλος, 1992).

Ο πληθωρισμός είναι η τάση για συνεχή αύξηση των τιμών, και ο ρυθμός του πληθωρισμού είναι ο ποσοστιαίος ρυθμός αύξησης του επιπέδου των τιμών κατά τη διάρκεια μιας περιόδου (Ευρωπαϊκή.Κεντρική.Τράπεζα, 2020). Σαν συνέπεια έχει ότι οι συναρτήσεις των δεικτών θα πρέπει να εναρμονίζονται στο κομμάτι του πληθωρισμού, διότι το αποτέλεσμα θα εμφανίζει εσφαλμένη εικόνα για την επιχείρηση.

Συχνά, οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν τα αποτελέσματα που αναμένονται, να έχουν την τάση να αλλοιώνουν τις λογιστικές τους εγγραφές, ωραιοποιώντας την κατάσταση της οντότητας τη δεδομένη χρονική στιγμή. Αν συμβεί αυτό, οι δείκτες που χρησιμοποιούνται για να αποδώσουν την πραγματική εικόνα μιας επιχείρησης, δεν θα εμφανίσουν σωστό αποτέλεσμα.

Έτσι, σαφώς θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή κατά τον υπολογισμό των δεικτών για τους δύο αυτούς παράγοντες που αναφέρθηκαν. Οι ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν από τον εκάστοτε αρμόδιο δεν είναι εύκολη υπόθεση και για τα δύο μεγέθη.

2.3.2 Οι δείκτες⁴

Οι βασικότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται διεθνώς για την απόδοση της πραγματικής εικόνας μιας επιχείρησης, είναι:

- i. **Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού.** Ο δείκτης Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού, είναι το μέτρο που αποδίδει το σύνολο των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας προς τη συνολική της κεφαλαιοποίηση. Το κεφάλαιο κίνησης είναι η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Κανονικά, μια εταιρεία που παρουσιάζει, σε μεγάλη συχνότητα, ζημίες, θα έχει μειωμένο το κυκλοφορούν ενεργητικό σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού.

⁴ Πηγές: (Beaver, 1966), (Altman E. I., 1968), (Ohlson, 1980), (Argenti, 1976), (Κάτσος, 2017), (Investopedia.com, 2020), (unigi.org, 2020), (Wikiaccounting.com, 2020), (Euretirio.com, 2020), (accountingtools.com, 2020)

- ii. **Κέρδη Εις Νέον (ή Παρακρατηθέντα Κέρδη) / Σύνολο Ενεργητικού.** Μια νέα επιχείρηση, θα παρουσιάζει μικρό δείκτη, καθώς δεν θα έχει συγκεντρώσει, σωρευτικά, τα κέρδη της. Όμως αυτό δεν είναι απόλυτο, διότι, ο όρος κέρδη εις νέον υφίσταται μόνο αν υπάρχουν κέρδη στην επιχείρηση. Πολλές είναι οι επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν ζημίες από την αρχή της λειτουργίας τους. Τότε, δεν θα υπάρχουν παρακρατηθέντα κέρδη, αλλά συσσωρευμένες ζημίες. Ως εκ τούτου, μπορεί να διαπιστωθεί ότι μια νέα εταιρεία αδικείται σε αυτήν την ανάλυση, γιατί η πιθανότητά της να χαρακτηριστεί με τον όρο «προβληματική» είναι σχετικά υψηλότερη από μια άλλη, «γρηραιότερη» εταιρεία.
- iii. **Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού.** Είναι ένας δείκτης ο οποίος μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, διαχωρίζοντας την από τυχόν φόρους ή παράγοντες μόχλευσης. Δεδομένου ότι η τελική ύπαρξη μιας εταιρείας βασίζεται στην κερδοσκοπική δύναμη των περιουσιακών της στοιχείων, ο λόγος αυτός φαίνεται να είναι ιδιαίτερα κατάλληλος για μελέτες που ασχολούνται με την εταιρική αποτυχία. Επιπλέον, η αφερεγγυότητα υπό την έννοια της πτώχευσης συμβαίνει όταν οι συνολικές υποχρεώσεις υπερβαίνουν μια εύλογη αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας με αξία που καθορίζεται από την κερδοφόρα δύναμη των περιουσιακών στοιχείων. Συνοπτικά, παρουσιάζει την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων και μπορεί να συγκρίνεται με το επιτόκιο δανεισμού των ανάλογων κεφαλαίων.
- iv. **Αγοραία Αξία του Μετοχικού Κεφαλαίου / Συνολικό Χρέος.** Τα ίδια κεφάλαια, ή διαφορετικά η καθαρή θέση, υπολογίζονται με βάση τη συνδυασμένη αγοραία αξία όλων των μετοχών, προνομιούχων και κοινών, ενώ το χρέος περιλαμβάνει τόσο το τρέχον όσο και το μακροπρόθεσμο. Το μέτρο δείχνει πόσο τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας μπορούν να μειωθούν σε αξία προτού οι υποχρεώσεις υπερβούν τα περιουσιακά στοιχεία και η εταιρεία καθίσταται αφερέγγυα.
- v. **Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού.** Ο συγκεκριμένος δείκτης ονομάζεται με τον όρο Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού, και μετρά την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει έσοδα ή κέρδη με βάση τα περιουσιακά της στοιχεία. Αν ο δείκτης είναι υψηλός, συγκριτικά με τις τιμές του δείκτη στον ίδιο κλάδο, σημαίνει ότι γίνεται πλήρης αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.

Οι παραπάνω πέντε δείκτες θεωρούνται και οι βασικοί για την μέτρηση της θέσης μιας επιχείρησης σε σχέση με την οικονομική της κατάσταση. Θεωρούνται ικανοί να

προειδοποιήσουν για μια ενδεχόμενη δυσμενή θέση, στην οποία μπορεί να βρεθεί η εκάστοτε επιχείρηση.

- vi. **Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.** Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας όπως ονομάζεται, προσδιορίζει τη δυνατότητα της επιχείρησης να εκπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ή αυτές οι οποίες λήγουν σε διάστημα ενός χρόνου.
- vii. **Κέρδη / Πωλήσεις.** Ο δείκτης Κέρδη προς Πωλήσεις δείχνει το ποσοστό περιθωρίου κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις συνολικές της πωλήσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο κέρδος παρουσιάζει και τόσο σωστά κατατετημημένη φαίνεται η επιχείρηση ως προς τα έξοδά της.
- viii. **Καθαρές Ταμιακές Ροές / Συνολικά Χρέος.** Ο λόγος αυτός εφαρμόζεται για να προσδιορίσει πόσο χρονικό διάστημα θα χρειαζόταν η επιχείρηση να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, εφόσον χρησιμοποιήσει όλη τη διαθέσιμη ταμειακή ροή της στην αποπληρωμή του χρέους.
- ix. **Διαθέσιμα + Απαιτήσεις / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.** Ο προκείμενος λόγος είναι ένα μέτρο ρευστότητας, και βοηθάει στην εκτίμηση της ικανότητας μιας επιχείρησης να καλύψει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της με τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία που διαθέτει.
- x. **Μεσομακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις + Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Κεφάλαιο.** Μια επιχείρηση θεωρείται υγιής όταν τα πάγια της καλύπτονται από τα κεφάλαιο μέσης και μακράς διάρκειας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο ορθή είναι και η κεφαλαιακή συγκρότηση της επιχείρησης.
- xi. **Τιμή Μετοχής Επιχείρησης / Δείκτης Τιμών των Μετοχών Χρηματιστηρίου.** Ο συγκεκριμένος δείκτης υποδεικνύει την αξία που παρουσιάζει η μετοχή όταν συσχετίζεται με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που έχουν χρηματιστηριακή αξία.

Οι παραπάνω αριθμοδείκτες βοηθάνε, σε περαιτέρω ανάλυση, την κατανόηση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Με τη χρήση των αριθμοδεικτών, ουσιαστικά, πραγματοποιείται μια βαθύτερη μελέτη των μεγεθών της οντότητας προσπαθώντας να κατατάξουν ακριβέστερα τη θέση της επιχείρησης σχετικά με την ύπαρξη δυσχέρειας ή όχι.

3 Πτώχευση και αναδιάρθρωση χρέους

3.1 Εισαγωγή

Ας ξεκινήσουμε με το βασικό, πώς μπορεί να δημιουργηθεί ένα χρέος. Το χρέος δημιουργείται βασισμένο σε ένα συμβόλαιο χρέους. Ένα συμβόλαιο χρέους είναι ένα συγκεκριμένο είδος σύμβασης όπου το ένα μέρος, ο οφειλέτης, δανείζεται χρήματα από άλλο μέρος, τον πιστωτή και, σε αντάλλαγμα, υπόσχεται σε αυτόν μια, συνήθως, μεγαλύτερη πληρωμή στο μέλλον. Εάν ο οφειλέτης αθετήσει/ παραβεί το συμβόλαιο, ο πιστωτής έχει στη διάθεσή του δύο κύρια μέσα (εκτός της πτώχευσης). Πρώτον, στην περίπτωση ενός εξασφαλισμένου δανείου⁵, ο πιστωτής μπορεί να υφαρπάξει τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμεύουν ως ασφάλεια για το δάνειο. Δεύτερον, σε περίπτωση μη εξασφαλισμένου δανείου, ο πιστωτής μπορεί να μηνύσει τον οφειλέτη, ακολουθώντας τις απαραίτητες νομικές διαδικασίες, όπως τον ορισμό δικαστικού επιμελητή, ή και άλλους. Σε αρκετές περιπτώσεις επιστρατεύονται, ακόμα, και τα σώματα ασφαλείας για να εκτελέσουν την απόφαση του δικαστηρίου. Η επιβολή δικαστικής εντολής και η εφαρμογή αυτής της απόφασης μπορεί να συνεπάγεται με την παρεμπόδιση ή τον αποκλεισμό των δικαιωμάτων στην ακίνητη περιουσία, την κατάσχεση προσωπικής περιουσίας ή την υποχρέωση κάποιου τρίτου (όπως ένας εργοδότης, ή μια επιχείρηση) να πληρώσει μέρος αυτού που οφείλει ο δανειζόμενος απευθείας στον πιστωτή. Η οικονομική οντότητα όταν φτάσει σε τέτοια δυσμενή θέση καλείται να αντιμετωπίσει αυτήν τη κατάσταση.

Οι Hackbarth, Hennessy, και Leland παραθέσανε ότι υπάρχουν δύο μορφές χρέους, τραπεζικό χρέος και χρέος αγοράς. Οι εταιρίες, θα μπορούσαν να διαπραγματευτούν το τραπεζικό χρέος, έχοντας ως όρο την πραγματική αξία της επιχείρησης, και ως εγγύηση. Προκειμένου να μπορέσουν να αυξήσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα, άρα και το χρέος τους, θα πρέπει να αναζητήσουν κεφάλαια από την αγορά. Οι Hackbarth, Hennessy, και Leland δείχνουν ότι οι δύο αυτοί τύποι χρεών συνυπάρχουν βέλτιστα (Hackbarth, Hennessy, & Leland, 2007).

Μια επιχείρηση που θέλει ή πρέπει να αναδιαρθρώσει το χρέος της για να αποφύγει ή να αποκαταστήσει μια αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων της προς τους

⁵ Εξασφαλισμένο δάνειο: είναι ένα επιχειρηματικό ή προσωπικό δάνειο, το οποίο απαιτεί ο δανειζόμενος καταβάλει κάποιο είδος εγγύησης σαν όρο δανεισμού. Συνήθως σαν εγγύηση λαμβάνεται κάποιο περιουσιακό στοιχείο.

πιστωτές, αντιμετωπίζει ουσιαστικά μια επιλογή μεταξύ δύο εναλλακτικών επιλογών - λύσεων. Ο πρώτος, και θεωρητικά ευνοϊκότερος τρόπος, είναι ο εξωδικαστικός, δηλαδή μπορεί η επιχείρηση - οφειλέτης να επαναδιαπραγματευτεί ιδιωτικά τις απαιτήσεις χρέους. Ο δεύτερος τρόπος είναι να υποβάλει επίσημη αίτηση πτώχευσης για να επιλύσει την οικονομική δυσχέρεια μέσω δικαστικής διαδικασίας. Το θέμα αυτό της επιλογής της αναδιάρθρωσης ή της πτώχευσης έχει απασχολήσει τους μελετητές των οικονομικών συνθηκών, παραθέτοντας τα θετικά και τα αρνητικά των εναλλακτικών αυτών λύσεων. Η πτώχευση, γενικά, έχει το πλεονέκτημα ότι προστατεύει τον οφειλέτη από την «παρενόχληση» των πιστωτών και αμβλύνει τα προβλήματα αναμονής και ενημέρωσης, μεταξύ των διεκδικητών των αξιώσεων. Αντίθετα, στην ιδιωτική συμφωνία για αναδιάρθρωση του χρέους, τα αντισυμβαλλόμενα μέρη μπορούν να αποφύγουν τα άμεσα και έμμεσα κόστη που σχετίζονται με την επίσημη διαδικασία πτώχευσης. Αυτή η λύση φανερώνει, ακόμα, ότι η εταιρία θα θεωρείται πολύτιμη και χρήσιμη, κατόπιν της διευθέτησης του θέματος της αναδιάρθρωσης (Jostardt, 2007).

3.2 Πτώχευση/ χρεοκοπία

Ο νόμος είσπραξης χρεών είναι βασικά διμερής και ορίζει τα δικαιώματα ενός μεμονωμένου πιστωτή σε αμφίπλευρη σύγκρουση με τον οφειλέτη. Κάθε πιστωτής έχει το δικαίωμα, όπως είναι προφανές, να απαιτήσει την αποπληρωμή του δανείου από τον οφειλέτη, και αν ο οφειλέτης αθετήσει τη συμφωνία, ο πιστωτής χρησιμοποιεί τον νόμο αυτόν ως «απειλή». Αν ο δανειζόμενος αδυνατεί να αποπληρώσει τις οφειλές του έναντι πληθώρας πιστωτών, και δεν είναι ανάγκη οι πιστωτές να χρησιμοποιήσουν το νόμο αυτόν ταυτόχρονα, ο οφειλέτης βρίσκεται υπό πτώχευση (Von Thadden, Berglöf, & Roland, 2010). Υπό αυτήν την έννοια, χαρακτηρίζουμε την πτώχευση ως "συλλογική είσπραξη χρεών" (Jackson, 2001).

Έχουν γίνει πολλές προσπάθειες κατηγοριοποίησης των εταιριών που βρίσκονται σε δυσμενή κατάσταση, καθώς και των διαδικασιών που θα πρέπει να ακολουθηθούν για την αντιμετώπιση των οικονομικών της προβλημάτων. Οι γενικοί όροι που χρησιμοποιούνται συνήθως είναι η επιχειρηματική αποτυχία, αφερεγγυότητα, αδυναμία πληρωμών, και πτώχευση. Αν και αυτοί οι όροι χρησιμοποιούνται μερικές φορές εναλλακτικά, διαφέρουν σαφώς στην επίσημη χρήση τους.

Η επιχειρηματική αποτυχία, βάσει οικονομικών κριτηρίων, σημαίνει ότι το πραγματικό ποσοστό απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου, είναι σημαντικά και

συνεχώς χαμηλότερο από τα ισχύοντα ποσοστά αποδόσεων σε παρόμοιες επενδύσεις. Τα οικονομικά κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν, περιλαμβάνουν τα ανεπαρκή έσοδα, που χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των εξόδων, και που η μέση απόδοση της επένδυσης είναι συνεχώς χαμηλότερη από το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας. Ωστόσο, αυτές οι οικονομικές καταστάσεις δεν σχετίζονται με τη συνέχιση της ύπαρξης ή λειτουργίας της οντότητας, αλλά ούτε και με τη διακοπή της. Η απόφαση για τη διακοπή λειτουργίας βασίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και στην ικανότητα της εταιρείας να ανταποκρίνεται και να καλύπτει τα μεταβλητά της κόστη. Πρέπει να σημειωθεί ότι μια εταιρεία μπορεί να είναι σε οικονομική δυσχέρεια και να θεωρείται στα όρια της αποτυχίας για πολλά χρόνια, αλλά ποτέ να μην έχει παραλείψει να εκπληρώσει τις εκάστοτε υποχρεώσεις. Όταν η εταιρεία δεν μπορεί πλέον να ανταποκριθεί στις νομικά εκτελεστικές απαιτήσεις των πιστωτών της, μερικές φορές ονομάζεται νομική αποτυχία. Ο όρος νομική αποτυχία, μπορεί να υπάρξει σαν έννοια χωρίς να υπάρχει επίσημη παρέμβαση του δικαστηρίου. (Dun & Bradstreet, 1981), (Kangari, 1988)

Η αφερεγγυότητα είναι ένας άλλος όρος που απεικονίζει την αρνητική απόδοση της επιχείρησης, και υφίσταται όταν μια εταιρία δυσκολεύεται ή δεν μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Αυτό καταδεικνύει πιθανή έλλειψη ρευστότητας και είναι από τα σημάδια που φανερώνουν τη δυσμενή κατάσταση. Η αφερεγγυότητα μπορεί να είναι μια προσωρινή κατάσταση, παρ' όλα αυτά, συχνά έχει ως αποτέλεσμα την επίσημη δήλωση πτώχευσης. (Walter, 1957)

Η αφερεγγυότητα στη σημερινή εποχή χρησιμοποιείται περισσότερο με την έννοια της πτώχευσης. Υπό αυτήν την έννοια είναι πιο κρίσιμη σαν χαρακτηρισμός και υποδηλώνει μια διαρκή κατάσταση, ίσως χρόνια, παρά μια προσωρινή. Μια επιχείρηση χαρακτηρίζεται υπό αυτήν την έννοια όταν οι υποχρεώσεις της υπερβαίνουν κατά πολύ την εύλογη αξία των πραγματικών στοιχείων του ενεργητικού της. Η πραγματική καθαρή αξία της εταιρείας είναι, επομένως, αρνητική. Η αφερεγγυότητα, όπως αναφέρθηκε παραπάνω ως έλλειψη ρευστότητας, είναι εύκολα ανιχνεύσιμη, ενώ η αφερεγγυότητα στο βαθμό πτώχευσης χρειάζεται ολοκληρωμένη ανάλυση αποτίμησης της οντότητας, η οποία όμως δεν εφαρμόζεται έως ότου εξεταστεί η εκκαθάριση περιουσιακών στοιχείων, όπως πραγματοποιείται κατά την τυπική διαδικασία πτώχευσης (Lastra, 2011), (Joslin, 1962)

Ο επόμενος όρος που θα εξηγηθεί είναι η αθέτηση ή αδυναμία πληρωμής. Όπως το εκφράζει και ο όρος αυτός καθαυτός, είναι η αποτυχία αποπληρωμής χρέους,

συμπεριλαμβάνοντας τους τόκους, τη δόση δανείου ή κάποιο ασφάλιστρο. Η αθέτηση ή αδυναμία πληρωμής προκύπτει όταν ο δανειστής δεν μπορεί να πραγματοποιήσει έγκαιρα τις πληρωμές, χάνει τη προθεσμία των πληρωμών, ή αποφεύγει ή διακόπτει τελείως τις ορισμένες πληρωμές του (Chen, 2020). Οι κατηγορίες του όρου μπορεί να είναι οι εξής, τεχνικές ή/ και νομικές, οι οποίες περιλαμβάνουν πάντα τη σχέση μεταξύ της εταιρείας οφειλέτη και της κατηγορίας πιστωτών. Η τεχνική αθέτηση πληρωμής λαμβάνει χώρα όταν ο οφειλέτης παραβιάζει έναν όρο της συμφωνίας με έναν πιστωτή και μπορεί να αποτελέσει λόγος για κάποια νομική ενέργεια. Για παράδειγμα, η παραβίαση ενός συμβολαίου για δανεισμό, όπως θα μπορούσε να είναι η απόδοση χαμηλότερου επιτοκίου αντί του προσυμφωνημένου, είναι η αρχή για μια τεχνική αθέτηση. Στην πραγματικότητα, τέτοιες καταστάσεις αθετήσεων ή αδυναμίας πληρωμής συνήθως επαναδιαπραγματεύονται, αλλά όμως χρησιμοποιούνται για να δείξουν επιδείνωση στην απόδοση της εταιρείας. Σπάνια αυτές οι πράξεις είναι καταλύτης για μια πιο επίσημη διαδικασία χρεοκοπίας ή πτώχευσης. (Altman & Hotchkiss, 2010)

Τέλος, η πτώχευση. Ένας τύπος πτώχευσης περιεγράφηκε νωρίτερα και αναφέρεται στην καθαρή θέση μιας επιχείρησης. Ο δεύτερος, πιο αισθητός τύπος, ο οποίος ανταποκρίνεται σε αυτό που νοούν οι άνθρωποι όταν αναφέρονται στην πτώχευση, είναι η επίσημη δήλωση πτώχευσης μιας εταιρείας σε ομοσπονδιακό περιφερειακό δικαστήριο, συνοδευόμενη από αναφορά είτε για εκκαθάριση των περιουσιακών της στοιχείων (ΜΕΡΟΣ ΠΕΜΠΤΟ – Η Εκκαθάριση της Περιουσίας του Οφειλέτη και η Διανομή προς Πιστωτές – Ν.4738/20, (2020)), είτε για απόπειρα προγραμματισμού αποκατάστασης (ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ – Διαδικασίες Πρόληψης Αφερεγγυότητας – Κεφάλαιο Β' Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης – Ν.4738/20, (2020)). Το Κεφάλαιο Β', Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης, αναφέρεται στη νομική προσπάθεια της πτωχευτικής αναδιοργάνωσης, με το οποίο και θα ασχοληθούμε στην προκείμενη εργασία. Η αναδιοργάνωση μέσω δικαστηρίου είναι μια επίσημη διαδικασία, η οποία αποτελεί και συνήθως το τελευταίο μέτρο στην προσπάθεια να αντιμετωπιστούν και να επιλυθούν τα προβλήματα μέσα στην επιχείρηση.

Το Κεφάλαιο Β', Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης, είναι μια προσπάθεια να διατηρήσουν οι επιχειρήσεις τη «συνέχιση της δραστηριότητας της οικονομικής οντότητας» (γνωστό στη διεθνή ορολογία ως going concern assumption). Η διαδικασία

είναι απλή. Πρώτον, όταν μια εταιρεία χρεοκοπεί, όλα τα χρέη της εταιρείας ακυρώνονται, υπάρχει μια αυτόματη παύση πληρωμών, οι πιστωτές ομαδοποιούνται σε κατηγορίες σύμφωνα με το είδος αξίωσης (εξασφαλισμένος ή όχι) και το χρέος που τους αναλογεί (μεγάλο ποσοστό ή υποδεέστερο), και ένας δικαστής, συνήθως, διορίζεται για να επιβλέπει τη διαδικασία. Ο δικαστής έχει δύο άμεσα καθήκοντα. Το πρώτο πράγμα που πρέπει να αναλάβει είναι να ζητήσει τα μετρητά και τις υπόλοιπες προσφορές που έχουν κατατεθεί για το σύνολο ή μέρος της «νέας» εταιρείας (νέας εταιρίας εννοώντας τη δημιουργία ενός νέου σχηματισμού, καθώς εισέρχονται οι πιστωτές στους διακανονισμούς, στο μετοχικό κεφάλαιο, στα περιουσιακά στοιχεία κτλ.). Έπειτα, σαν δεύτερη πράξη, θα πρέπει να εκχωρήσει δικαιώματα στις μετοχές αυτής της νέας εταιρείας. Κάθε πρώην κάτοχος αξιώσεων είτε εκχωρείται στα ίδια κεφάλαια της νέας εταιρείας (στην περίπτωση των κυρίως ή μεγαλύτερου ποσοστού μετόχων ή πιστωτών) είτε έχει δικαίωμα επιλογής για την αγορά ιδίων κεφαλαίων (στην περίπτωση μικρότερου ποσοστού μετόχων ή πιστωτών), ανάλογα με το ποσό ή την προτεραιότητα της αξίωσής του. Αυτές οι δύο εργασίες, που προαναφέρθηκαν, θα μπορούσαν να εκτελεστούν ταυτόχρονα και να ολοκληρωθούν σε μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Μετά από αυτό το χρονικό διάστημα, καθώς έχουν κατατεθεί οι προσφορές, υπάρχει μια ακόμη σύντομη περίοδος κατά την οποία, εκείνοι που έχουν δικαιώματα αξιώσεων, μπορούν να ασκήσουν (ακόμη και να ανταλλάξουν) τις επιλογές τους. Τέλος, οι μέτοχοι (υπενθυμίζουμε ότι όλοι οι κάτοχοι αξιώσεων είναι τώρα μέτοχοι) ψηφίζουν εάν θα επιλέξουν μία από τις προσφορές εξαγοράς ή θα διατηρήσουν την εταιρεία ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα (είτε υπό υφιστάμενη διαχείριση είτε υπό κάποια εναλλακτική ομάδα διαχείρισης). Για να συμφωνηθεί ένα σχέδιο, βέβαια, πρέπει υπό κανονικές συνθήκες να λαμβάνει την έγκριση της πλειοψηφίας των δύο τρίτων σε όρους αξίας και απλή πλειοψηφία για κάθε κατηγορία χρεών, καθώς και πλειοψηφία δύο τρίτων των ιδίων κεφαλαίων - αν και σε ορισμένες περιπτώσεις ένα σχέδιο μπορεί να επιβληθεί σε μια τάξη χρέους. Κάθε πιστωτής που μπορεί να αποδείξει ότι θα λάβει περισσότερα σε εκκαθάριση από ό,τι σε ένα προτεινόμενο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης, μπορεί να ασκήσει βέτο στο προκείμενο πρόγραμμα. (Aghion, Hart, & Moore, 1992)

3.2.1 Πώληση ή αναδιάρθρωση μια προβληματικής επιχείρησης

Το Κεφάλαιο Β' Προπρωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης χωρίζεται σε δύο συνήθως περιπτώσεις, με βάση τις οποίες θέλουν να αποφύγουν την εκποίηση της επιχείρησης, και να εξακολουθεί να λειτουργεί ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα. Οι περιπτώσεις αυτές

είναι η πώληση της εταιρίας σε τρίτους, οι οποίοι μπορεί να είναι και οι πιστωτές της επιχείρησης, και η δεύτερη περίπτωση είναι η προσπάθεια αναδιοργάνωσης. Οι επιχειρήσεις οι οποίες πωλούνται, εν τέλει, διατηρούν την προτεραιότητα εξόφλησης των πιστωτών στο ακέραιο. Στις επιχειρήσεις στις οποίες γίνεται συμφωνία αναδιοργάνωσης, υφίσταται το δικαίωμα για αξιολόγηση μέσω ειδικών εμπειρογνομόνων, με δικαστική απόφαση, για την προτεραιότητα εξόφλησης των πιστωτών.

3.2.1.1 Πώληση προβληματικής επιχείρησης⁶

Η πώληση μιας οικονομικά δυσμενούς επιχείρησης ή των περιουσιακών της στοιχείων είναι συχνά η μόνη λογική συνέπεια. Αυτό συμβαίνει συχνά όταν η επιχειρηματική δραστηριότητα του οφειλέτη ζημιώνεται ή παρουσιάζει έντονη μείωση στα έσοδα, πριν ακόμα λάβει εξωτερική βοήθεια από τρίτους διαμέσου χρέους.

Η πώληση μιας επιχείρησης φέρνει τους πιστωτές σε σημείο εξασφάλισης των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει. Η εξοφλητική προτεραιότητα είναι μεγάλο ζήτημα στις περιπτώσεις πώλησης. Οι πιστωτές με μικρότερο κεφάλαιο στις οφειλόμενες επιχειρήσεις, κατά το νόμο έχουν μια διαπραγματευτική δύναμη, όπως είναι λογικό για να υφίσταται και μια ορισμένη «ισότητα» και δικαιοσύνη. Το «πλεονέκτημα» διαπραγμάτευσης ποικίλει ανά περίπτωση πτώχευσης, και της ανοχής του δικαστηρίου. Ακόμα, το «πλεονέκτημα» αυτό διαφέρει για αυτούς ή τις επιχειρήσεις που τείνουν να ξεκινάνε αγωγές και να επιζητούν δικαστικές επιλύσεις, καθώς και στις τακτικές καθυστερήσεων που εφαρμόζουν οι δευτερεύοντες πιστωτές. Στις περιπτώσεις όπου η επιχειρηματική δραστηριότητα δεν μπορεί να λειτουργήσει κερδοφόρα, ο χρόνος που χρειάζεται μια δικαστική απόφαση να παρθεί υπό συνθήκες πτώχευσης, μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στα εξοφλητικά αποτελέσματα που διεκδικούν και έχουν να λάβουν οι κύριοι πιστωτές. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα να λάβουν λιγότερα λόγω των συνεχιζόμενων ζημιών που λαμβάνουν χώρα κατά τη συνεχιζόμενη δραστηριότητα της επιχείρησης. Έτσι, θα υπάρξει μια μείωση της αξίας της εταιρίας κατά τη διάρκεια καθυστέρησης ή ακόμα και να χαθεί και κάποια ευκαιρία πώλησης κάτω από αυτές τις συνθήκες. Έτσι, η παρούσα αξία των προσόδων θα είναι μικρότερη εάν καθυστερήσει η πώληση της επιχείρησης.

Πιο ενδιαφέρουσα περίπτωση από τον μη κερδοφόρο και αφερέγγυο οφειλέτη, είναι βέβαια, ο οφειλέτης ο οποίος είναι κερδοφόρος σε λειτουργική βάση (πριν το οφειλόμενο

⁶ Πηγές: (Baird & Bernstein, 2005) , (<http://www.et.gr/>, 2020)

χρέος σε πιστωτές, σε κατάσταση υπό πτώχευσης). Μια τέτοια επιχείρηση έχει μεγάλες πιθανότητες να επιβιώσει αυτόνομα, αν καταφέρει να μειώσει το χρέος της μέσω της αναδιοργάνωσης. Ο οφειλέτης θα έχει μη ελεγχόμενες ταμειακές ροές και η επιχείρηση μπορεί να έχει μεγαλύτερη αξία από τις αξιώσεις των εξασφαλισμένων πιστωτών. Υπό αυτές τις συνθήκες η πώληση της εταιρίας σαν επιλογή, όπως είναι φυσικό, μειώνεται ιδιαίτερα.

3.2.1.2 Αναδιάρθρωση προβληματικής επιχείρησης⁷

Το κεφάλαιο αυτό (Κεφάλαιο Β' Προπτωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης, (2020)), φυσικά, δεν σχεδιάστηκε με κύριο σκοπό τη διευκόλυνση της πώλησης μιας οικονομικά δυσχερούς επιχείρησης. Αντίθετα, σχεδιάστηκε για να διευκολύνει την αναδιοργάνωση. Παρά την αυξανόμενη ευκολία με την οποία μπορούν να πωληθούν ακόμη και οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις, σε σημαντικό αριθμό περιπτώσεων, η επιχείρηση δεν πωλείται. Αυτό καταδεικνύει μια τάση ότι οι πιστωτές θεωρούν τη συμμετοχή τους στην οικονομική αυτή οντότητα να είναι στα πλαίσια των επιχειρηματικών τους ενδιαφερόντων. Με άλλα λόγια, θα λέγαμε ότι επένδυσαν εξ αρχής στις δραστηριότητες αυτής της επιχείρησης με κάποιο σκοπό, και η πρόθεση τους δείχνει την ανάγκη για τη συνέχιση των δραστηριοτήτων ως έχει, περισσότερο από μια πώληση. Ακόμα, κάποιες φορές οι κύριοι πιστωτές, δηλαδή με τον μεγαλύτερο ποσοστό επενδυμένου κεφαλαίου, με τους «δευτερεύοντες» πιστωτές (μικρότερο ποσοστό) συμφωνούν ότι ο χρόνος δεν είναι ώριμος για πώληση της επιχείρησης και ότι και οι δύο προτιμούν την αναδιοργάνωση. Βέβαια, όπως είναι φυσικό άλλες φορές νδιαφωνούν, με τους κύριους πιστωτές να προτιμούν μια πώληση, ή οι κατώτεροι πιστωτές να προτιμούν την πώληση. Σε κάθε περίπτωση η επιλογή της αναδιοργάνωσης είναι διαθέσιμη.

Μερικές φορές, ένας «πλειστηριασμός⁸» μιας επιχείρησης σε μια πρόιμη κατάσταση πτώχευσης, μπορεί να αποβεί στην καλύτερη πιθανή λύση από τις υπόλοιπες εναλλακτικές που θα είχε στο άμεσο μέλλον. Το κεφάλαιο αυτό μπορεί να δημιουργήσει τις κατάλληλες συνθήκες για τη δυνατότητα πώλησης σε αγοραστή που είναι πρόθυμος να πληρώσει ένα ασφάλιστρο ελέγχου⁹ για την οικονομικά δυσμενή επιχείρηση, που δεν θα είχε την ευκαιρία, καθώς δεν θα ήταν διαθέσιμη σαν επιλογή, εκτός πτώχευσης. Όλη

⁷ Πηγές: (Baird & Bernstein, 2005) , (<http://www.et.gr/>, 2020)

⁸ Εδώ υπονοείται η έννοια της πώλησης. Στο Κεφάλαιο Γ' – Εκποίηση Κατ' ιδίαν Στοιχείων, υπάρχουν τα άρθρα για τον πλειστηριασμό σαν νομική διαδικασία.

⁹ Ασφάλιστρο Ελέγχου είναι ένα ποσό που ο αγοραστή είναι πρόθυμος να πληρώσει, περισσότερο από την τρέχουσα τιμή αγοράς, για να αποκτήσει τον έλεγχο των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας στην επιχείρηση.

η διαδικασία της πτώχευσης μπορεί να διασφαλίσει ότι ο αγοραστής θα λάβει έναν τίτλο απαλλαγμένο από προπρωχευτικές απαιτήσεις και αξιώσεις.

3.3 Αναδιάρθρωση χρέους

Η Αναδιάρθρωση Χρέους μπορεί να διαχειριστεί με δύο τρόπους. Ο πρώτος, και θεωρητικά ευνοϊκότερος είναι ο εξωδικαστικός τρόπος, ενώ ο δεύτερος είναι με δικαστικό τρόπο (Κεφάλαιο Β' Προπρωχευτική Διαδικασία Εξυγίανσης). Ο πρώτος τρόπος επιλύεται, συνήθως, με μια σειρά διαπραγματεύσεων μεταξύ πιστωτών και χρεωστών. Μια εξωδικαστική αναδιάρθρωση χρέους σημαίνει την αλλαγή στη σύσταση και σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της οφειλόμενης επιχείρησης που βρίσκεται στη δυσμενή θέση. «Η μη καταφυγή σε δικαστική παρέμβαση, έχει ως στόχο την προώθηση της αποτελεσματικότητας, την αποκατάσταση της ανάπτυξης και την ελαχιστοποίηση του κόστους που σχετίζονται με τις οικονομικές δυσκολίες του οφειλέτη» (Garrido, 2012). Βιβλιογραφικά αναφέρονται τρεις διαστάσεις αναδιάρθρωσης: α) Αναδιάρθρωση Επιχειρηματικού Χαρτοφυλακίου, β) Οργανωτική Αναδιάρθρωση, και γ) Οικονομική Αναδιάρθρωση. Στην αναδιάρθρωση επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου συγκαταλέγονται οι σημαντικές αλλαγές στη διαμόρφωση της εταιρικής γραμμής μέσω απόκτησης, πώλησης, ή εκποίησης επιχειρήσεων ή μετοχών. Στο κομμάτι της οργανωτικής αναδιάρθρωσης βασίζεται η προσπάθεια των επιχειρήσεων να προσαρμοστούν στις αλλαγές που επίκεινται να συμβούν στο ευρύτερο περιβάλλον εντός και εκτός της επιχείρησης. Τέλος, με τον όρο οικονομική αναδιάρθρωση εννοείται ο εκάστοτε χειρισμός του πιστωτή στα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης, μεταβάλλοντας το συνολικό χρέος (Bowman & Singh, 1993). Η εξωδικαστική εφαρμογή στην αναδιάρθρωση του χρέους μιας επιχείρησης αποφέρει μια αποτελεσματική λύση σε πολλές καταστάσεις οικονομικής δυσκολίας. Τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη, οφειλέτης και δανειστής, καταφεύγουν σε μία συμβατική συμφωνία για το χειρισμό του χρέους αυτού. Αυτή η «άτυπη» λύση προσφέρει στην από κοινού προσπάθεια για την αποπληρωμή των οφειλόμενων, αναδιαρθρώνοντας τις υποχρεώσεις του οφειλέτη, και ενδεχομένως και τις επιχειρηματικές του δραστηριότητες.

Το τι αποφέρει η αναδιάρθρωση διατυπώθηκε από τον Friedman ως εξής (Friedman, 2000):

- Η συμβατική γνώση που έχουμε αποκομίζει από τις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης χρέους είναι ότι σε περιπτώσεις δυσκολίας αποπληρωμής χρέους, ο

επαναπρογραμματισμός και άλλες μορφές αναδιάρθρωσης βοηθούν την διατήρηση χρηματικών ροών προς τους οφειλέτες.

- Δεν πρέπει να καταφεύγουν σε αναδιάρθρωση όλα τα μη εξυπηρετούμενα χρέη.
- Με μεγαλύτερη συχνότητα πτώχευσης, ορισμένες πιστωτικές ροές προς χώρες αναδυόμενων αγορών που θα γίνονταν σε καθεστώς χαμηλότερου επιτοκίου, πιθανότατα δεν θα συμβούν. Αυτό το αποτέλεσμα δεν είναι απαραίτητα κακό. Κρίνοντας από την οπτική μεριά της αιτίας ύπαρξης των αγορών χρέους, ο υψηλότερος στόχος του δανειστή και του δανειζόμενου δεν είναι απλά η μεγιστοποίηση του όγκου των πιστωτικών ροών.
- Αν και η μεγιστοποίηση της οικονομικής απόδοσης και της οικονομικής ανάπτυξης είναι ένας εύλογος στόχος στην επιλογή ρυθμίσεων δανεισμού, η αποφυγή της μείωσης απόδοσης και η προσωρινή διακοπή της ανάπτυξης σε κάθε περίπτωση δεν είναι εφικτό πάντα. Το πραγματικό κόστος προκύπτει από τη μη απόδοση των οφειλετών, κόστος που χρεώνεται τόσο στους οφειλέτες όσο και στους πιστωτές. Αυτό αποτελεί, επίσης, μια οικονομική επιβάρυνση.

3.3.1 Προϋποθέσεις/ συνθήκες αναδιάρθρωσης χρέους

Για να γίνει κατανοητό το φαινόμενο της αναδιάρθρωσης του χρέους, είναι απαραίτητο να διευκρινιστούν οι προϋποθέσεις και οι συνθήκες που οδήγησαν σε αυτήν. Αυτές οι προϋποθέσεις/ συνθήκες, όπως ορίζεται και από τον Garrido (Garrido, 2012), μπορεί να αποτυπωθεί σε μια πρόταση ως εξής:

- Μια κατάσταση οικονομικής δυσκολίας, ή γενικά, ένα πρόβλημα ρευστότητας ή μία κατάσταση στα πρόθυρα χρεοκοπίας (που μπορεί να καλύψει τις περισσότερες περιπτώσεις), σε συνδυασμό με την πληθώρα των πιστωτών αρκούν σε μια επιχείρηση, ώστε αυτή να χρειάζεται ανάλογη αντιμετώπιση αναδιάρθρωσης.

Ουσιαστικά, ο Garrido μας παραθέτει την εικόνα που έχει κάποιος στο μυαλό του, όταν αναφέρεται η αδυναμία αποπληρωμής. Το πρόβλημα που προσπαθεί η αναδιάρθρωση χρέους να αντιμετωπίσει είναι η αδυναμία αποπληρωμής των χρεών του οφειλέτη προς το δανειστή, με τον τελευταίο να επιδιώκει τη μέγιστη δυνατή ανάκτηση των οφειλόμενων. Παρακάτω, αποδίδονται οι προϋποθέσεις/ συνθήκες αναλυτικότερα (Garrido, 2012):

- Το πρώτο θέμα που θα πρέπει να διευκρινιστεί είναι το ποιος είναι ο πιστωτής. Τράπεζες ή οικονομικοί οργανισμοί μπορούν να αναλαμβάνουν το ρόλο αυτό. Οι

οργανισμοί αυτοί διοχετεύουν και μεγάλα ποσά πίστωσης στις επιχειρήσεις. Σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής υφίστανται «ένανς προς έναν» διαπραγματεύσεις. Από την άλλη μεριά, συναντάται η πληθώρα πιστωτών, οι οποίοι επενδύουν τα κεφάλαια τους, δανείζοντας σε επιχειρήσεις. Εκτός από τους επενδυτές, βέβαια, υπάρχουν και πιστωτές, τους οποίους οφείλει η επιχείρηση, έχοντας παρέχει π.χ. την προσωπική τους εργασία. Οι πιστωτές μιας εταιρίας-οφειλέτη μπορεί να διαχωρίζονται στους: χρηματοοικονομικούς πιστωτές, εμπορικούς πιστωτές, εργαζομένους, ασφαλιστικούς φορείς, φορολογικές αρχές κτλ.. Θα πρέπει εδώ να τονίσουμε ότι οι πολλοί και διαφορετικού τύπου πιστωτές συντελούν πρόβλημα στο συντονισμό και στην τελική συμφωνία της αναδιάρθρωσης. Αυτό συμβαίνει καθώς, κάθε πιστωτής έχει διαφορετική συμβολή στην επιχείρηση και στο «δανεισμό», γιατί όπως αναφέραμε το χρέος της επιχείρησης διαφέρει από είδος πιστωτή σε πιστωτή. Από αυτή τη διατύπωση μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι πιστωτές μπορεί να έχουν και αντικρουόμενα συμφέροντα. Για παράδειγμα, το πλάνο αναδιάρθρωσης ίσως να περιλαμβάνει περικοπές, άρα οι εργαζόμενοι και κάποια εταιρία που θα συμπεριληφθούν σε αυτές τις μειώσεις να έρχονται σε αντιπαράθεση με τους πιστωτές κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν μόνοι οι οργανισμοί που παρείχαν πίστωση κεφαλαίου.

- Η αδυναμία του οφειλέτη να αποπληρώσει το χρέος. Η οικονομική δυσκολία που αντιμετωπίζει ο οφειλέτης, μπορεί να μεταφραστεί σε πρόβλημα ρευστότητας ή ακόμα και σε στάδιο πτώχευσης, και αυτή καθιστά ένα λόγο για την αρχή της διαπραγμάτευσης του χρέους. Το πρόβλημα αυτό θα πρέπει εστιαστεί στις πραγματικές του ρίζες και να αντιμετωπιστεί με βάση τα χαρακτηριστικά του. Ακόμα, θα πρέπει να εξεταστεί η δυνατότητα, ο οφειλέτης να παρέχει τις υπηρεσίες του, έτσι ώστε να πραγματοποιήσει τις υποχρεώσεις του προς τους πιστωτές, με τη σημασία που ορίσαμε παραπάνω.
- Η βιωσιμότητα της επιχείρησης. Πολύ σημαντικός παράγοντας για την αναδιάρθρωση του χρέους είναι η βιωσιμότητα της επιχείρησης. Θα πρέπει να εξεταστούν ενδελεχώς τα οικονομικά στοιχεία, το επιχειρηματικό σχέδιο που είχε καταρτιστεί αρχικά, καθώς και το σχέδιο που έχει καταρτιστεί για τη δράση της επιχείρησης στη κρίσιμη αυτή καμπή. Αν μετά από την προσεκτική ανάλυση των παραπάνω η επιχείρηση δεν είναι βιώσιμη, είναι προτιμότερο να ρευστοποιηθεί το συντομότερο δυνατό. Αν συμβαίνει αυτό, δηλαδή, δεν είναι βιώσιμη η επιχείρηση,

μια προσπάθεια δράσης, όπως η αναδιόρθωση της, το μόνο που μπορεί να επιφέρει είναι καθυστέρηση στο αναπόφευκτο.

- Η θετική προδιάθεση προς διαπραγμάτευση. Η αναδιάρθρωση του χρέους είναι μια εξωδικαστική συμφωνία μεταξύ οφειλέτη και πιστωτών. Και τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη θα πρέπει να πιστεύουν ότι η συμφωνία αυτή θα εξυπηρετήσει και τις δύο μεριές και το αποτέλεσμα θα είναι ευνοϊκό. Έτσι, οι διαπραγματεύσεις θα πρέπει να γίνουν με το λεγόμενο «καλή τη πίστει». Αυτό σημαίνει ότι, από τη μία, ο οφειλέτης θα παρουσιάσει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης και οι πιστωτές, από την άλλη, θα αποκαλύψουν και στον οφειλέτη και στους υπόλοιπους πιστωτές την δική του οικονομική κατάσταση (ύπαρξη συμβάσεων ανταλλαγής χρεοκοπίας, ασφάλιση πιστώσεων, συναλλαγές χρέους ή ρυθμίσεις συμμετοχής κ.λπ.).
- Τα αποτελέσματα των επίσημων διαδικασιών χρεοκοπίας είναι περιττά. Όταν εξετάζονται λύσεις εξωδικαστικά, δεν χρειάζεται να ληφθούν αποφάσεις όπως είναι η απαλλαγή χρέους ή οποιαδήποτε άλλη λύση που μπορεί να παρέχουν οι πτωχευτικοί νόμοι.
- Ένα ευνοϊκό νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο. Το νομοθετικό πλαίσιο είναι σημαντικό να είναι ευνοϊκό στην περίπτωση πτώχευσης. Στην περίπτωση αυτή, θα πρέπει να επιτευχθεί μια αποδοτική χρεοκοπία, προστατεύοντας τα δικαιώματα των πιστωτών. Σε περίπτωση πτώχευσης, οι επίσημες διαδικασίες έρχονται σε αντίθεση με οποιαδήποτε δράση (π.χ. αναδιάρθρωση) και θα χρειαστεί να συνυπολογιστούν οι προσήκουσες διαπραγματεύσεις και αποφάσεις που έχουν παρθεί.

3.3.2 Παράγοντες επιτυχημένης αναδιάρθρωσης χρέους

Έχοντας αναλύσει διεξοδικά τις προϋποθέσεις που είναι αναγκαίες για να οδηγηθεί μια οικονομική οντότητα σε αναδιάρθρωση χρέους, στην ενότητα αυτήν θα αναλύσουμε τους παράγοντες τους οποίους, ενδεχομένως, θα οδηγήσουν την επιχείρηση σε μία επιτυχής προσπάθεια αναδιάρθρωσης του χρέους. Παρακάτω παρουσιάζονται όσο το δυνατόν αναλυτικότερα, οι λόγοι για τους οποίους θα επιτευχθεί η αναδιάρθρωση του χρέους όπως διατυπώθηκαν από τον Jostarndt Philipp (Jostarndt, 2007).

3.3.2.1 Κόστος πτώχευσης και συνολική αξία εταιρίας

Ανεξάρτητα οικονομικής κρίσης ή όχι, μια οικονομική δυσκολία σε σημείο χρεοκοπίας επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό το λειτουργικό επίπεδο μιας επιχείρησης. Είναι κατανοητό ότι στις περιπτώσεις όπου δεν είναι εύκολο και γρήγορο να ανακάμψει από αυτήν την οικονομική δυσχέρεια η επιχείρηση, μάλλον θα είναι επώδυνο και δαπανηρό. Το κόστος ή οι δαπάνες που παρουσιάζονται στις προκείμενες καταστάσεις χωρίζονται σε άμεσα και έμμεσα. Στα άμεσα κόστη περιλαμβάνονται όλα τα διοικητικά και νομικά έξοδα που θα προκύψουν κατά τη διάρκεια των χρηματοοικονομικών αναδιρθρώσεων, ενώ στα έμμεσα κόστη συγκαταλέγονται και οι υποεπενδύσεις σε πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό διεξάγεται ως συμπέρασμα επειδή οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα δεν πραγματοποιούν την επιχειρηματική δραστηριότητα ως είθισται. Εάν οι πιστωτές καταφέρουν και προβλέψουν ή αναγνωρίσουν αυτά τα πιθανά κόστη που μπορεί να περιληφθούν στην αρχική σύμβαση ή συμφωνία, θα υπολογιστούν ως απώλεια στα οικονομικά αποτελέσματα των μετόχων (Jensen & Meckling, 1976). Έχουν γίνει προσπάθειες και μελέτες ώστε να αξιολογήσουν το άμεσο κόστος για την αναδιάρθρωση, όπως και για την πτώχευση. Ενώ διαφέρουν σε μέγεθος, τα ευρήματα των μελετητών ήταν ότι το κόστος της αναδιάρθρωσης είναι σαφώς υψηλότερο από το κόστος της επίσημης πτώχευσης. Η διαφορά αυτή, πιθανολογείται ότι οφείλεται στο χαμηλότερο κόστος διαχείρισης της πτώχευσης, καθώς και των μελών των οποίων εμπλέκονται. Για το έμμεσο κόστος, είναι κατανοητό ότι δεν είναι εύκολο να αποδειχθεί και να συλλεχθούν τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό του. Ωστόσο, είναι λογικό να υποστηρίξουμε την άποψη ότι τα έμμεσα κόστη θα είναι προφανώς υψηλότερα κατά την πτώχευση. Μελέτες παρουσιάζουν ότι οι επιχειρήσεις με οικονομικά προβλήματα, πριν υποβάλλουν αίτηση πτώχευσης, προσπαθούν να αναδιρθρώσουν το χρέος τους ιδιωτικά, χωρίς αποτέλεσμα.

Έχει παρατηρηθεί ότι εταιρίες που έχουν χρηματοδοτηθεί από τραπεζικούς φορείς, διατηρούν στενή σχέση με τους πιστωτές τους. Μια προσπάθεια αναδιάρθρωσης σε μία τέτοια σχέση, με σχετικά ιδιωτικούς δανειστές, είναι σαφώς χαμηλότερη, υπό την προϋπόθεση ότι οι λοιπές καταστάσεις θα παραμείνουν αμετάβλητες. Επιπροσθέτως, μπορούμε να υποθέσουμε ότι είναι λογικό σε μία τέτοια περίπτωση, ο κίνδυνος της υποεπένδυσης να είναι μεγαλύτερος και πιο έντονος. Σε χώρες στις οποίες η γραφειοκρατία εμφανίζεται σε μεγάλο βαθμό, και σε χώρες στις οποίες η νομοθεσία προφυλάσσει τον δανειστή (όπως είναι η Γερμανία) αυξάνεται ο κίνδυνος της υποεπένδυσης. Επιπλέον, η αποζημίωση που δέχονται οι πιστωτές προέρχεται από την

περιουσία του οφειλέτη, και δεν δείχνουν ενδιαφέρον για την κατάληξη της ίδιας της εταιρίας. Τέλος, όταν δίνεται η δυνατότητα, κατά τη διαβούλευση, για την λήψη αποφάσεων για τη «μοίρα» της επιχείρησης, οι προτάσεις που θα γίνουν ή θα παρθούν δεν θα λάβουν σοβαρά υπόψη τη συνολική εταιρική αξία. Όπως είναι φυσικό, τα κόστη που σχετίζονται με προγενέστερες αξιόλογες επενδύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί, σε κατάσταση πτώχευσης, είναι μεγαλύτερα για τις οικονομικές οντότητες με μεγαλύτερη κερδοφορία και υψηλότερη σε συνεχιζόμενη δραστηριότητας αξία, σε όρους άυλων συνεργιών και μελλοντικών ευκαιριών (Myers, 1977). Με βάση τα παραπάνω οι έχοντες των εν λόγω εταιριών έχουν μεγαλύτερο κίνητρο για να αποφύγουν την πτώχευση.

Η συνολική αξία της οικονομικής δραστηριότητας και η χρήση της παραδοχής ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα εξαρτάται άμεσα με την ταχύτητα απόκρισης στις οικονομικές διαταραχές, όπως στην έλλειψη ρευστότητας και στη μείωση της κερδοφορίας. Μια εταιρία με μεγάλη μόχλευση είναι δυνατόν να ανταποκριθεί γρηγορότερα και αποτελεσματικότερα σε μια πτώση σε συνολική απόδοση, παρά μια εταιρία με μικρότερη μόχλευση. Αυτό συμβαίνει γιατί η μικρή πτώση σε απόδοση μπορεί να έχει ως συνέπεια την αδυναμία πληρωμών στα σημεία που έχει ανάγκη, καθώς βρίσκεται υπό το καθεστώς του χρέους. Σε αυτές τις καταστάσεις η κινητοποίηση της εταιρίας με μεγάλη μόχλευση είναι άμεση. Το πρώτο που θα επιχειρηθεί να εφαρμοστεί είναι η αναδιάρθρωση των λειτουργικών διαδικασιών και ο έλεγχος των χρηματοοικονομικών της στοιχείων. Στην αντίθετη περίπτωση, δηλαδή της μικρής μόχλευσης, η αδυναμία πληρωμής παρατηρείται μετά από ένα εύλογο χρονικό διάστημα, παρατεταμένης λειτουργικής αδυναμίας ή έλλειψης. Οι εταιρίες με χαμηλή μόχλευση, όταν φτάνουν στο επίπεδο για αναδιάρθρωση θα έχουν χάσει μεγάλο μέρος της συνολικής τους αξίας, και έτσι θα έχουν μικρό κέρδος στην αποφυγή της πτώχευσης. Η υψηλή μόχλευση αυξάνει σημαντικά την ταχύτητα με την οποία μια εταιρεία καταφέρνει να αναδιαρθρώσει τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της, ως απάντηση στις απότομες μειώσεις της λειτουργικής απόδοσης (Ofek, 1993). Έχει παρατηρηθεί ότι η πιθανότητα επιτυχημένης αναδιάρθρωσης σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με την ύπαρξη μόχλευσης (χρέους) σε περίοδο πριν την εμφάνιση λειτουργικών και επιχειρησιακών προβλημάτων. Επομένως, εάν ο δείκτης υψηλής μόχλευσης συμβάλει στην αποτελεσματική οργανωτική αλλαγή, θα μπορούσαμε να διατυπώσουμε ότι στις εταιρίες με υψηλή μόχλευση, πριν την εμφάνιση λειτουργικών και επιχειρησιακών προβλημάτων, οι πιθανότητες να πραγματοποιηθεί μια επιτυχημένη προσπάθεια αναδιάρθρωσης χρέους είναι μεγάλη.

3.3.2.2 Ασσυμετρία πληροφόρησης

Το συγκριτικό μειονέκτημα κόστους μιας επίσημης διαδικασίας πτώχευσης, αντιπαρέχεται από κάποιους παράγοντες, που εμποδίζουν μια εξωδικαστική συμφωνία με τους πιστωτές και τους κατέχοντες δικαιωμάτων στην εταιρία. Πρώτον, η επιβαλλόμενη διάταξη «αυτόματης παραμονής», όταν βρίσκεσαι σε καθεστώς πτώχευσης, αποτρέπει τους πιστωτές, χρηματοοικονομικοί πράκτορες, κυβερνητικές οντότητες και ιδιώτες από την καταδίωξη των χρεωστών για τα οφειλόμενα ποσά. Σε αυτές τις περιπτώσεις έχει παρουσιαστεί το φαινόμενο, οι πιστωτές να «κυνηγάνε» τους οφειλέτες για κάθε δυνατή απολαβή που θα μπορούσαν να αποκτήσουν. Η πτώχευση προτιμάται στην περίπτωση που η έλλειψη ή ασσυμετρία πληροφόρησης οδηγεί στη μη δίκαιη διαπραγμάτευση μεταξύ οφειλέτη και πιστωτών. Ένας οφειλέτης θα προσπαθήσει να μεταπείσει του πιστωτές για την εικόνα της εταιρίας, ώστε έτσι να διαταράξει την ισορροπία μεταξύ τους ώστε να κερδίσει ένα υποτυπώδες πλεονέκτημα, που ως εκ τούτου στην αργκό θα λέγαμε ότι θέλει «να γύρει τη ζυγαριά προς τη μεριά του», όσον αφορά τους όρους της διαπραγμάτευσης για αναδιάρθρωση. Ο οφειλέτης, ακόμα, ίσως προσπαθήσει να αποσπάσει από τους πιστωτές μέρος των χρημάτων τους, θέτοντας σε κίνδυνο τη λειτουργία ολόκληρης της εταιρίας. Αντίθετα, στην διαδικασία πτώχευσης, το δικαστήριο ορίζει διαχειριστή για την εταιρία, έτσι εξαλείφει την ευχέρεια του οφειλέτη για κατάχρηση των πόρων. Ακόμα, στην διαδικασία αυτή καταγράφονται όλα τα οικονομικά στοιχεία και μεγέθη σε λεπτομερή βαθμό, ώστε να παρεμποδιστεί το μειονέκτημα της πληροφόρησης. Οι οικονομικές οντότητες με υψηλό επίπεδο έλλειψης πληροφόρησης μεταξύ οφειλετών και πιστωτών, είναι πιθανότερο να προτιμήσουν να λύσουν τις οικονομικές τους διαφορές μέσω της διαδικασίας πτώχευσης, ακόμα και αν το κόστος είναι μεγαλύτερο από αυτό της αναδιάρθρωσης.

3.3.2.3 Αντιπαράθεση πιστωτών

Ακόμα κι αν οι πιστωτές μπορούν εύκολα να επαληθεύσουν την πραγματική οικονομική κατάσταση του οφειλέτη και να πραγματοποιήσουν επιτυχημένο έλεγχο για εκ των υστέρων μετατόπιση κινδύνων, η προσπάθεια αναδιάρθρωσης μπορεί να καταρρεύσει λόγω του ανεπαρκούς συντονισμού και των συγκρουόμενων συμφερόντων μεταξύ των πιστωτών. Σε μια οικονομικά προβληματική εταιρεία, οι συγκρούσεις πιστωτών προκύπτουν κυρίως για δύο μη αμοιβαία αποκλειόμενους λόγους, τα προβλήματα συντονισμού μεταξύ των κατεχόντων δικαιωμάτων στο χρέος και τις μεταβιβάσεις του πλούτου στις διάφορες κατηγορίες χρεών. Τα προβλήματα

συντονισμού μπορεί να προκύψουν από το εάν μια συγκεκριμένη κατηγορία χρέους έχει πολλούς δανειστές, ο κάθε ένας τους θα πρέπει να αποφασίσει αν μπορεί να εμπιστευτεί ή όχι τους υπολοίπους για την διασφάλιση της επιτυχίας της αναδιάρθρωσης. Δεδομένου ότι όλοι οι πιστωτές έχουν παρόμοια κίνητρα, ανάλογα και με το κεφάλαιο που έχουν επενδύσει πάντα, και ο αμοιβαίος έλεγχος είναι υπερβολικά δαπανηρός, η αναδιάρθρωση σε αυτή την περίπτωση είναι πολύ πιθανό να αποτύχει. Το πρόβλημα συντονισμού σε μια προσπάθεια αναδιάρθρωσης κλιμακώνεται καθώς η έγκριση για το σχέδιο απαιτεί τη συναίνεση μεταξύ όλων των πιστωτών. Σε διαδικασία πτώχευσης αποφεύγονται τέτοιου είδους προβλήματα, καθώς, οι αποφάσεις θα παρθούν με βάση το πως κατανέμεται η περιουσία των πιστωτών στην ανάλογη κατηγορία του χρέους και οι εγκρίσεις ενός σχεδίου αναδιοργάνωσης απαιτεί μόνο τη πλειοψηφία αυτών.

Είναι εύληπτο να διαπιστώσουμε ότι το πρόβλημα συντονισμού είναι ανάλογο με τον αριθμό των πιστωτών που συμμετέχουν στο σχέδιο αναδιάρθρωσης (Bolton & Scharfstein, 1996). Αυτό παρουσιάζεται στα συμβόλαια δημοσίου χρέους, που κατανέμονται στα χέρια μεγάλου αριθμού προσώπων νομικών και όχι. Για το λόγο αυτό η επαναδιαπραγμάτευση του χρέους στις περιπτώσεις αυτές εμποδίζεται συχνά από τη νομοθεσία. Κατά συνέπεια, η ιδιωτική αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους εμφανίζεται έμμεσα με τη μορφή εθελοντικών προσφορών ανταλλαγής, όπου οι κάτοχοι ομολογιών, ίσως, συναινετικά δεχτούν να ανταλλάξουν τις ομολογίες τους για άλλη κατηγορία χρέους ή μετοχικούς τίτλους με χαμηλότερη αρχαιότητα ή αναβαλλόμενες πληρωμές. Παρόλα αυτά το κίνητρο των επενδυτών για ευνοϊκή μεταχείριση, συνεπάγει ότι το προσφερόμενο ανταλλακτικό μέσο διαπραγμάτευσης, τελικά, είναι ριψοκίνδυνο. Τέτοιες, εκ των υστέρων, επαναδιαπραγματεύσεις συμφωνιών για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικών προϊόντων (όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ομολογίες, μετοχικούς τίτλους, κλπ.) οδηγούν σε αδιέξοδα που επιλύονται μέσω της διαδικασίας της πτώχευσης (Gilson, John, & Lang, 1990).

Οι Smith και Warner διατύπωσαν ότι η αναδιάρθρωση του χρέους μπορεί να επιτευχθεί με επιτυχία, αν το μεγάλο μέρος του χρέους της εταιρίας ανήκει σε τράπεζες (Smith Jr & Warner, 1979). Επιπλέον, το τραπεζικό χρέος είναι συγκεντρωμένο και λιγότερο ετερογενές, γεγονός που μειώνει τα προβλήματα συντονισμού των απαιτήσεων στην περίοδο οικονομική κρίσης της επιχείρησης.

Επιπροσθέτως, εκτός από τα προβλήματα αναμονής και συντονισμού, η επίτευξη μιας συμφωνίας μεταξύ των πιστωτών εκτός πτώχευσης, θα βοηθήσει στην αντιμετώπιση

της απρόσκοπτης μεταβίβασης πλούτου που θα εμφανιστεί αν η επιχείρηση δανείζεται από διαφορετικές κατηγορίες χρέους.

Τέλος, μια εταιρία με μεγαλύτερο χρέος, που εξασφαλίζεται με ενσώματη ασφάλεια, είναι πιθανότερο να υποβάλει πτώχευση από μια εταιρία με ακάλυπτο χρέος. Έστω ότι υπάρχουν ασφαλισμένα και μη πιστωτικές απαιτήσεις στη δομή μιας εταιρίας. Ο οφειλέτης δεν θα μπορέσει να παρατείνει το χρέος του για τη συνέχιση της λειτουργίας της επιχείρησης από τον ανασφάλιστο πιστωτή, διότι σε κάθε περίπτωση ο εξασφαλισμένος πιστωτής λαμβάνει περισσότερα οφέλη. Εάν το σχέδιο αναδιάρθρωσης πετύχει ο εξασφαλισμένος πιστωτής θα είναι κερδισμένος από την διάσωση της επιχείρησης, καθώς το εγγυώμενο περιουσιακό στοιχείο του θα έχει μεγαλύτερη αξία μετά από μια επιτυχημένη αναδιάρθρωση. Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση χρεοκοπίας, η απαίτηση είναι πιθανό να εξοφληθεί πλήρως. Οπότε, οι ασφαλισμένοι πιστωτές δεν παρουσιάζουν μείωση στο επενδυτικό τους κεφάλαιο και δεν υφίστανται κόστος σε οποιοδήποτε σενάριο και αν προκύψει, αναδιάρθρωση ή πτώχευση. [(Bulow & Shoven, 1978), (Bigus, 2002)].

3.3.3 Αναδιάρθρωση χρέους: βασικές έννοιες και πως καθορίζεται

Η αναδιάρθρωση επιχειρείται κατά την αναμενόμενη αθέτηση ή αδυναμία αποπληρωμής χρέους ή κατά την πραγματική οικονομική δυσχέρεια μιας επιχείρησης. Όπως αναφέρθηκε και στην ενότητα 3.2, η αθέτηση πληρωμής ορίζεται, η αδυναμία αποπληρωμής των τόκων ή της κύριας πληρωμής. Συμπεριλαμβάνονται οι περιπτώσεις στις οποίες μια εταιρεία αναστέλλει μονομερώς την πληρωμή για το χρέος της, παρόλο που καμία πιστωτική αθέτηση δεν δηλώνεται επίσημα από τους πιστωτές. Ως τεχνική αθέτηση ορίζεται ως η αθέτηση της χρηματοοικονομικής σύμβασης για το χρέος της εταιρείας (Gilson, John, & Lang, 1990).

Όπως έχει αναφερθεί και προηγουμένως, η αναδιάρθρωση χρέους μπορεί να αποτυπωθεί ως μια διαπραγμάτευση ανταλλαγής συμβολαίων, στην οποία ένα υπάρχον συμβόλαιο χρέους αντικαθίσταται από ένα νέο συμβόλαιο, με μία από τις ακολουθούμενες συνθήκες: i) το επιτόκιο ή οι κύριες πληρωμές για το χρέος μειώνονται, ii) η διάρκεια του χρέους παρατείνεται, ή iii) στους πιστωτές δίνονται σε αντάλλαγμα μετοχές ή χρεόγραφα μετατρέψιμα σε μετοχές (Gilson, John, & Lang, 1990). Η μείωση τόκου ή κεφαλαίου περιλαμβάνει την κατάργηση των εκπρόθεσμων ή μελλοντικών αναμενόμενων πληρωμών, επιπλέον των μειώσεων στο καθορισμένο επιτόκιο. Η

παράταση της διάρκειας περιλαμβάνει την αναβολή των αναμενόμενων τόκων ή των αρχικών πληρωμών. Η διανομή μετοχικών τίτλων περιλαμβάνει διανομές κοινών ή προτιμώμενων μετοχών, καθώς και τίτλους που μπορούν να μετατραπούν σε οποιαδήποτε κατηγορία μετοχών (π.χ., ομόλογα). Επίσης προβλέπεται, στη σύμβαση για το χρέος, να δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να πραγματοποιούν πληρωμές είτε σε μετρητά είτε σε μετοχικούς τίτλους. Το τραπεζικό χρέος περιλαμβάνει το χρέος που οφείλεται σε εμπορικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Τέλος, άλλες απαιτήσεις περιλαμβάνουν χρέη προς προμηθευτές, εμπορικούς πιστωτές, άλλες μη τραπεζικές εταιρείες.

Σχεδιάζοντας την στρατηγική της αναδιάρθρωσης χρέους, προσαρμοσμένη στις συνθήκες των εκάστοτε χωρών, θα πρέπει να δοθεί προσοχή στους παρακάτω παράγοντες (Laryea, 2010): i) συντονισμό κανόνων και νομοθεσιών, ii) ανάλυση και αξιολόγηση δεδομένων για την εκτίμηση των πραγματικών διαστάσεων του προβλήματος του χρέους, iii) εξέταση της μεταρρύθμισης του νομικού και θεσμικού πλαισίου για την εκτέλεση των πιστώσεων, ιδίως του εταιρικού νόμου περί πτώχευσης, iv) κρατική υποστήριξη για τη διευκόλυνση των εξωδικαστικών αναδιαρθρώσεων, v) πιθανές καινοτομίες για τη διευκόλυνση των αναστολών των πληρωμών, vi) προσεκτική αξιολόγηση της κρατικής χρηματοδότησης (εάν υπάρχει) σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, vii) εξέταση διαφορετικής μεταχείρισης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (MME), και viii) συντονισμό με την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ιδίως όσον αφορά τις τράπεζες.

Αναλύοντας τους παραπάνω παράγοντες:

- i. *Συντονισμός κανόνων και νομοθεσιών.* Μια στρατηγική αναδιάρθρωσης χρέους, που στηρίζεται στο συνδυασμό κυβερνητικής παρέμβασης, και ορισμένων λύσεων που βασίζονται στην αγορά, απαιτεί αποτελεσματικό συντονισμό διαφορετικών πολιτικών. Απαιτείται συντονισμός για την εκτίμηση των διαστάσεων του προβλήματος χρέους στον εταιρικό τομέα και στη συνέχεια στο σχεδιασμό λύσεων για την οικονομία στο σύνολό της.
- ii. *Ανάλυση και αξιολόγηση δεδομένων για την εκτίμηση των πραγματικών διαστάσεων του προβλήματος του χρέους.* Τα δεδομένα είναι το κλειδί για την ανάλυση των χρεών. Δεδομένα απαιτούνται για την αξιολόγηση της διάστασης του προβλήματος εταιρικού χρέους και των επιπτώσεων για τους πιστωτές, ιδίως τις τράπεζες. Οι πληροφορίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα και την κατανομή του χρέους

(ανά τύπο συμβολαίου, δανειολήπτη και χρηματοπιστωτικό ίδρυμα) πρέπει να αναλυθούν, όπως, θα πρέπει να αποτυπωθεί και ο τρόπος με τον οποίο συμμετέχει και επηρεάζει την κερδοφορία και την κεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Η εμπειρία δείχνει ότι η απόκτηση αξιόπιστων δεδομένων σχετικά με την ανάλυση του εκάστοτε χρέους, μπορεί να αποτελέσει μια πρόκληση. Σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να αποφεύγετε να δημιουργούνται πολιτικές προδιαγραφές που να υποστηρίζουν την ανάλυση ενός προβλήματος ελλείψει δεδομένων.

- iii. *Εξέταση της μεταρρύθμισης του νομικού και θεσμικού πλαισίου για την εκτέλεση των πιστώσεων, ιδίως του νόμου περί πτώχευσης.* Ενδέχεται να χρειαστούν νομικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις για τη στήριξη της στρατηγικής αναδιάρθρωσης του χρέους. Συγκεκριμένα, το νομικό και θεσμικό πλαίσιο για την εκτέλεση των πιστωτικών απαιτήσεων, συμπεριλαμβανομένης της συλλογικής εκτέλεσης αυτών μέσω του νόμου περί πτώχευσης, είναι σημαντικό. Αν δεν υπάρχει νομικό πλαίσιο που να παρέχει τουλάχιστον ένα αξιόπιστο μέσο επιβολής της πίστωσης για να φέρει τους οφειλέτες στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων, η αναδιάρθρωση χρέους είναι εξαιρετικά δύσκολη.
- iv. *Κρατική υποστήριξη για τη διευκόλυνση των εξωδικαστικών αναδιρθρώσεων.* Παράλληλα με τη μεταρρύθμιση του νομοθετικού πλαισίου, η συμμετοχή της κυβέρνησης, στη στήριξη και την αντιμετώπιση του προβλήματος των χρεών εξωδικαστικά, θα διευκόλυνε την αναδιάρθρωση χρέους.
- v. *Πιθανές καινοτομίες για τη διευκόλυνση των αναστολών των πληρωμών.* Μία διάσταση στην οποία μπορεί να χρειαστεί περαιτέρω καινοτομία στα εξωδικαστικά μοντέλα αναδιάρθρωσης είναι η αναστολή των πληρωμών. Παρόλο που η αρχή της αναστολής των πληρωμών του οφειλέτη, και της συμφωνίας του πιστωτή προς αυτήν, κατοχυρώνεται τόσο στις βέλτιστες πρακτικές για εξωδικαστικές αναδιρθρώσεις όσο και στο νόμο περί πτώχευσης, η περίπτωση αναστολής με διαπραγμάτευση ή η επιβολή αναστολής από το δικαστήριο ενδέχεται να μην είναι εφικτή όταν ένα σημαντικό ποσοστό της επιχείρησης ή ενός τομέα αυτής βρίσκεται σε πολύ δυσμενή κατάσταση.
- vi. *Προσεκτική αξιολόγηση της κρατικής χρηματοδότησης (εάν υπάρχει) σε μεμονωμένες επιχειρήσεις.* Οι νέες χρηματοδοτήσεις είναι ζωτικής σημασίας για τη συνέχιση της λειτουργίας μιας επιχείρησης και, στο μέτρο του δυνατού, για να διατηρηθεί η αξία της, σαν υπόσταση, κατά την αποκατάσταση της μετά το τέλος της αναδιάρθρωσης.

Τόσο οι νομικές όσο και οι οικονομικές εκτιμήσεις επηρεάζουν την απόφαση για την διάθεση μιας τέτοιας νέας χρηματοδότησης στην πληττόμενη επιχείρηση.

- vii. *Εξέταση διαφορετικής μεταχείρισης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ).* Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) μπορούν να απαιτούν διαφορετική μεταχείριση από άλλες εταιρείες σε μια στρατηγική αναδιάρθρωσης χρέους. Δεδομένου του τεράστιου αριθμού των ΜΜΕ, τα τραπεζικά και δικαστικά συστήματα είναι απίθανο να έχουν την ικανότητα να αναδιαρθρώνουν αποτελεσματικά το δυσμενές χρέος των ΜΜΕ κατά περίπτωση. Επιπλέον, καθώς οι ΜΜΕ είναι συχνά εργοδότες ατόμων με χαμηλό εισόδημα, η αποτυχία του σχεδίου αναδιάρθρωσης, στο κομμάτι που αφορά τις ΜΜΕ, μπορεί να έχει σοβαρό αντίκτυπο στις οικογένειες χαμηλού εισοδήματος, με κοινωνικές συνέπειες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν τη διαχείριση της οικονομικής κατάστασης σε περισσότερο δύσκολες ή πολύπλοκες διαδικασίες.
- viii. *Συντονισμός με την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ιδίως όσον αφορά τις τράπεζες.* Παρά την αυξημένη παρουσία μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών δανειστών σε ορισμένες χώρες, η αποκατάσταση του τραπεζικού τομέα παραμένει βασική προτεραιότητα, προκειμένου να περάσει από την περίοδο ανάσχεσης της κάθε προγενέστερης ή καθυστερημένης κρίσης και να διευκολύνει τη μεταγενέστερη αναδιάρθρωση εταιρικών χρεών.

3.4 Βήματα αναδιάρθρωσης

Παρακάτω θα παρουσιαστούν τα βήματα, τα οποία χρειάζονται να ακολουθηθούν για να πραγματοποιηθεί η επιχειρηματική αναδιάρθρωση.

3.4.1 Αλλαγή της διοίκησης¹⁰

Ο τρόπος διαχείρισης μιας επιχείρησης είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που κρίνει την πορεία της κάθε οικονομικής οντότητας. Έτσι, η διαχείριση μίας επιχείρησης αποτελεί το κύριο αίτιο των σοβαρών απωλειών των εσόδων της. Διάφορες μελέτες επιβεβαιώνουν τη σημασία της αλλαγής διαχείρισης ως το πρώτο βήμα για την ανάκαμψη.

¹⁰ (Bibeault, 1998)

Στην περίπτωση που φανερώνεται και διογκώνεται το οικονομικό πρόβλημα σε μία επιχείρηση, θεωρείται ότι η Διοίκηση έχει το μεγαλύτερο κομμάτι ευθύνης και ότι παύει να πληροί τις προϋποθέσεις. Οι ενέργειες που έχει πράξει, στη διάρκεια που βρισκόταν στη διαχείριση, είχαν σαν αποτέλεσμα να θέσουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του οργανισμού. Οι μέτοχοι κρίνουν ότι θα μπορούσαν να γίνουν κινήσεις με τις οποίες θα ήταν δυνατό να αποφευχθούν τα αρνητικά αποτελέσματα.

Τέτοιου είδους κακοδιαχείριση μπορεί να διακριθεί περαιτέρω ανά τομέα, εξωτερικό ή εσωτερικό της επιχείρησης, ή και από το αποτέλεσμα π.χ. υψηλό κόστος παραγωγής ή αυξημένος ανταγωνισμός. Μία έρευνα, που ως στόχο έχει να γνωστοποιήσει τα λάθη της διαχείρισης και τις εκφάνσεις της, θα πρέπει να χρησιμοποιήσει διαχρονικές μεθόδους, προκειμένου να αποκαλύψει την ακολουθία των γεγονότων και τις συνδέσεις μεταξύ αυτών που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια της μείωσης των αποδόσεων.

Η αλλαγή στη διοίκηση μπορεί να επιτευχθεί μόνο όταν οι μέτοχοι της επιχείρησης, κρίνουν ότι χρειάζονται πλέον αλλαγές. Είναι δεδομένο ότι τα περισσότερα ανώτερα και ανώτατα στελέχη είναι δύσκολα να εγκαταλείψουν τις θέσεις αυτές. Οπότε, το έναυσμα για την αλλαγή της διαχείρισης πρέπει να επικυρωθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο. Η διοίκηση, που είναι στη διαχείριση, τη χρονική περίοδο που η επιχείρηση αναγνωρίζει ότι διατρέχει προβλήματα θα αντιμετωπίσει έντονη δυσπιστία, ακόμα κι αν είναι πρόθυμη να εφαρμόσει τις αλλαγές που απαιτούνται.

Κατά τη διάρκεια αυτού του σταδίου λαμβάνονται τα κατάλληλα μέτρα με σκοπό να απομακρυνθούν ή να αντικατασταθούν κορυφαία στελέχη, τα οποία εμποδίζουν την προσπάθεια ανάκαμψης. Αυτά τα στελέχη μπορεί να είναι από τους Διευθύνοντες Συμβούλους και τους Οικονομικούς Διευθυντές μέχρι και τα απλά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

3.4.2 Ανάλυση της κατάστασης¹¹

Τα στελέχη της νέας της Διοίκησης είναι υπεύθυνα για την επιχειρηματική αναδιάρθρωση. Πριν προχωρήσουν σε οποιοσδήποτε αλλαγές, θα πρέπει να καθορίσουν τις πιθανότητες επιβίωσης της επιχείρησης, να προσδιορίσουν τις κατάλληλες στρατηγικές και να αναπτύξουν ένα σχέδιο δράσης.

¹¹ (Schendel & Patton, 1975), (Sudarsanam & Lai, 2001), (Taylor, 1982)

Αρχικά αφιερώνεται ένα εύλογο χρονικό διάστημα στον εντοπισμό των αιτιών και της έντασης του προβλήματος. Μέσα σε αυτό το διάστημα θα πρέπει να διαπιστωθεί αν ο κίνδυνος είναι άμεσος, ή υπάρχει χρόνος για την υλοποίηση διορθωτικής στρατηγικής με στόχο την επιβίωση της επιχείρησης.

Οι τρεις βασικές προϋποθέσεις για τη βιωσιμότητα της είναι οι εξής: να υπάρχουν μία ή περισσότερες βιώσιμες επιχειρηματικές δραστηριότητες, να έχει πρόσβαση σε επαρκή χρηματοδότηση και σε επαρκείς οργανωτικούς πόρους. Μια ενδελεχής αξιολόγηση απαιτείται στα δυνατά και αδύνατα σημεία της επιχείρησης στους τομείς της έρευνας και ανάπτυξης, της οικονομικής διαχείρισης, του μάρκετινγκ, της λειτουργικής και οργανωτικής δομής, καθώς και της Διοίκησης Ανθρώπινου Δυναμικού.

Μεγάλη σημασία θα πρέπει να δοθεί από τη διοίκηση, σε ομάδες στο εσωτερικό της επιχείρησης και σε ομάδες άλλων συμφερόντων. Συνήθως η σημαντικότερη ομάδα είναι οι εργαζόμενοι, οι οποίοι σε μια δυσμενή κατάσταση μπορεί να βρίσκονται σε κατάσταση ανησυχίας για το μέλλον και την τύχη τους στην επιχείρηση, παρά για τη βιωσιμότητα της ίδιας της επιχείρησης. Η ομάδα που δεν λαμβάνει καμία πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης είναι οι πιστωτές. Τέλος, πελάτες, πωλητές και προμηθευτές είναι επιφυλακτικοί σχετικά με το μέλλον της επιχείρησης. Για όλους τους παραπάνω λόγους το θέμα της αναδιάρθρωσης απαιτεί ειλικρίνεια.

Μόλις εντοπιστούν τα κύρια προβλήματα θα πρέπει να αναπτυχθεί ένα σχέδιο δράσης το οποίο θα πρέπει να εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο. Επιπλέον, επιβάλλεται να παρουσιαστεί και σε βασικά μέρη εκτός της επιχείρησης, όπως τραπεζίτες, κύριους πιστωτές και προμηθευτές, καθώς θα πρέπει να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη και η πεποίθηση πως η επιχείρηση μπορεί να ανταποκριθεί παρά τις δυσκολίες που βιώνει.

3.4.3 Εφαρμογή ενός σχεδίου δράσης έκτακτης ανάγκης

Το σχέδιο δράσης που έχει καταρτισθεί θα πρέπει να είναι απλό, και κατανοητό σε όλα τα μέλη της οντότητας. Τα μέτρα που θα παρθούν θα είναι δραστικά και θα επιτρέψουν στον οργανισμό να επιβιώσει. Πολλές φορές υπάρχουν ανακατατάξεις στο προσωπικό της επιχείρησης, εργαζόμενοι απολύονται, μπορεί, ακόμα, να καταργηθούν και ολόκληρα τμήματα. Τα στελέχη της διοίκησης θα πρέπει να εγκρίνουν αυτές τις περικοπές όσο πιο άμεσα γίνεται, για πραγματοποιηθούν οι αλλαγές και να προσαρμοστεί η επιχείρηση στα νέα δεδομένα ώστε να φτάσει και πιο γρήγορα σε βιώσιμο επίπεδο.

Η ρευστότητα είναι ένα από τα πιο σημαντικά «εργαλεία» στη λειτουργία μιας επιχείρησης. Έτσι, πρέπει να δημιουργηθούν θετικές λειτουργικές ταμειακές ροές όσο το δυνατόν γρηγορότερα. Κατά την προσπάθεια αναδιάρθρωσης, χρειάζεται να βρεθούν και πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης. Επιπλέον, ενδέχεται κάποια μη κερδοφόρα τμήματα ή επιχειρηματικές μονάδες να πωλούνται ούτως ώστε να αυξηθούν τα ταμειακά διαθέσιμα.

Το σχέδιο περιλαμβάνει συνήθως αλλαγές στα οικονομικά, στο μάρκετινγκ, στους όρους για την αναδιάρθρωση των χρεών της επιχείρησης, στη βελτίωση της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, των πρακτικών του προϋπολογισμού, της γραμμής παραγωγής, της τιμολόγησης των πελατών, στη μείωση του λειτουργικού κόστους, και στον περιορισμό της παραγωγής προϊόντων.

3.4.4 Αναδιάρθρωση της επιχείρησης¹²

Σε αυτό το βήμα που αφορά την αναδιάρθρωση, υπάρχουν δύο στάδια που προηγούνται του σταδίου της ανάπτυξης, η μείωση των εξόδων και η ανάκαμψη.

Οι πρώτοι στόχοι στο στάδιο αυτό είναι να εξασφαλισθεί η σταθερότητα της επιχείρησης ξεκινώντας πάντα με την μείωση των εξόδων και, πιθανόν, των παγίων. Στη συνέχεια η επιχείρηση θα πρέπει να εστιάσει στις υπηρεσίες ή τα προϊόντα εκείνα στα οποία έχει ή μπορεί να αποκτήσει «ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα». Οι κινήσεις αυτές φανερώνουν ότι χρειάζεται να γίνουν κάποια συντηρητικά βήματα για να πραγματοποιηθούν μεγαλύτερα στη συνέχεια. Συνοπτικά, στα βήματα αυτά περιλαμβάνονται η μείωση του ενεργητικού, και η γενική μείωση του κόστους. Η σταθερότητα είναι η τελική απόρροια των προαναφερθέντων κινήσεων.

Παράλληλα με τις αλλαγές, γίνεται μια προσπάθεια οι δραστηριότητες οι οποίες δεν επλήγησαν από την κρίση, να συνεχίσουν να λειτουργούν το ίδιο αποδοτικά και να μην επηρεαστούν από τις εσωτερικές και μη αλλαγές που συμβαίνουν στην επιχείρηση. Η επιχείρηση χρειάζεται να αναδιαρθρωθεί, να αυξήσει την κερδοφορία και την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού και του μετοχικού της κεφαλαίου.

Αυτό το στάδιο της αναδιάρθρωσης είναι ίσως το πιο δύσκολο από όλα. Από την μία πλευρά η επιχείρηση είναι αντιμέτωπη με την εξάλειψη των προβληματικών της δραστηριοτήτων και από την άλλη με την επίτευξη μίας αποδεκτής απόδοσης του

¹² (Robbins & Pearce, 1992)

κεφαλαίου της. Η κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντικό να μην επηρεαστεί και να παραμείνει βιώσιμη και κερδοφόρα, καθώς αν αποτύχει σε αυτό, οι προοπτικές για ανάκαμψη θα είναι αποθαρρυντικές.

Στη συνέχεια, έχοντας αξιολογήσει τις δραστηριότητες της οικονομικής οντότητας, και έχοντας συμπεράνει ότι βρίσκεται σε σταθερή κατάσταση και φαίνεται ότι μπορεί να επιβιώσει, θα πρέπει η Διοίκηση της να επικεντρωθεί στη συνέχιση της ομαλής λειτουργία της επιχείρησης και στην επίτευξη περαιτέρω ανάπτυξης. Όσον αφορά τα προϊόντα και τις υπηρεσίες, θα πρέπει να γίνει ένας επαναπροσδιορισμός στη σύνθεσή τους. Θα συνεχίσουν να παράγονται τα προϊόντα και οι υπηρεσίες εκείνες που έχουν ή μπορούν να πετύχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Το στάδιο αυτό της αναδιάρθρωσης βρίσκει, ακόμα πολλές επιχειρήσεις στην ανάγκη να σταματήσουν τη λειτουργία παλαιών εγκαταστάσεων. Η κρίσιμη αυτή περίοδος που έχει ως στόχο τη διάσωση της οντότητας απαιτεί αποφασιστικές κινήσεις από τα στελέχη της διοίκησης. Η επιχείρηση μπορεί ακόμη και να αποσυρθεί από ορισμένες αγορές ή να στοχεύσει τα προϊόντα της προς διαφορετικά τμήματα της υπάρχουσας αγοράς ή άλλων αγορών.

Τέλος, το προσωπικό θα παίζει καθοριστικό ρόλο στην προσπάθεια της αναδιάρθρωσης και στη συνέχιση μετά από αυτήν. Ο στόχος είναι η επιβίωση και κατόπιν η εδραίωση στην αγορά – στόχο. Η παρακίνηση του προσωπικού μπορεί να επιτευχθεί με συστήματα ανταμοιβής και αποζημιώσεων. Τα συστήματα αυτά αναπτύχθηκαν και εφαρμόστηκαν από τις επιχειρήσεις, καθώς δίνουν κίνητρο στους ανθρώπους της να στοχεύουν στην αυξημένη ανταγωνιστικότητα, που θα φέρει τις ταμειακές ροές και την ανάκαμψη και ανάπτυξη της επιχείρησης.

3.4.5 Επιστροφή στην ανάπτυξη

Στις προηγούμενες ενότητες αναφερθήκαμε στην επίλυση των προβλημάτων, πως μπορεί να επιτευχθεί αυτό και τα πιθανά αποτελέσματα ενός σχεδίου αναδιάρθρωσης. Αυτό το τελικό βήμα περιλαμβάνει την αύξηση των εσόδων, τις επενδύσεις των κεφαλαίων και παγίων και στη μείωση του κόστους. Έχοντας ως βασικό κριτήριο τη σταθερότητα που έχει επιτευχθεί στα προηγούμενα βήματα, το στάδιο της ανάπτυξης έχει ως στόχο να εξασφαλίσει την μακροπρόθεσμη ευημερία.

Η επιχείρηση σε αυτό το στάδιο θα αναζητήσει την διεύρυνση του μεριδίου αγοράς. Ο στόχος αυτός μπορεί να επιτευχθεί με μια προωθητική καμπάνια μάρκετινγκ και

διαφήμισης και με πλήθος προωθητικών ενεργειών. Ακόμα, η επιχείρηση θα θελήσει να αυξήσει τα έσοδα της, ώστε να καλύπτονται τα λειτουργικά της έξοδα και οι υποχρεώσεις της, και να επιτευχθεί το κέρδος. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί με προσθήκη νέων προϊόντων και τη βελτίωση της εξυπηρέτησης των πελατών. Επιπρόσθετα, οι στρατηγικές συμμαχίες, και συνεργασίες θα δώσουν ιδιαίτερη πνοή και αναγνώριση στα προϊόντα και τις υπηρεσίες της. Όπως γίνεται κατανοητό το στάδιο αυτό δίνει μεγάλη έμφαση στις ταμειακές ροές, και στη γενικότερη σταθεροποίηση των οικονομικών της καταστάσεων.

Όλα τα βήματα που αναφέρθηκαν δεν μπορούν να επιτευχθούν από τη μια στιγμή στην άλλη, χρειάζεται χρόνο και προσήλωση στον προγραμματισμό των ενεργειών που θα πρέπει να γίνουν. Η ακολουθία ακόμα των βημάτων είναι συνδεδεμένη με άρρηκτο τρόπο μεταξύ τους, καθώς το ένα βήμα προετοιμάζει το επόμενο, με άλλα λόγια δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για το επόμενο.

3.5 Ειδικές απαιτήσεις κατά την αναδιάρθρωση και την πτώχευση

Η δέουσα επιμέλεια (due diligence), η οποία αναφέρεται στη συστηματική επαλήθευση της ακρίβειας και της νομιμότητας, καθώς και στην επιμέλεια της διοίκησης μιας εταιρείας σε σχέση με τους κινδύνους και τις προοπτικές στο εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον, αποτελεί πλέον βασικό κομμάτι των ενεργειών των εταιριών κατά την απόκτηση μιας άλλης επιχείρησης. Η δέουσα επιμέλεια είναι μια έρευνα, έλεγχος ή επανεξέταση που διενεργείται για την επιβεβαίωση των γεγονότων ενός υπό εξέταση ζητήματος. Στον χρηματοοικονομικό κόσμο, η δέουσα επιμέλεια απαιτεί εξέταση των οικονομικών αρχείων πριν από την πραγματοποίηση μιας προτεινόμενης συναλλαγής με άλλο μέρος (Χαραλάμπους, 2020).

Η δέουσα επιμέλεια διαδραματίζει ιδιαίτερο ρόλο στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης και χρεοκοπίας, δεδομένου ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας δεν είναι πλέον σχετική η επαλήθευση της ακρίβειας και της νομιμότητας της διοίκησης. Στο στάδιο αναδιάρθρωσης η απόφαση για το αν η εταιρεία έχει πραγματικά μέλλον, είναι πιο σημαντικό από την έρευνα για τα λάθη που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί. Πιθανό είναι και στις δύο περιπτώσεις, αναδιάρθρωσης ή χρεοκοπίας, να έχουν ήδη ξεκινήσει οι διαπραγματεύσεις ή η εκκαθάριση. Υπό αυτές τις συνθήκες, είναι λογικό να δοθεί έμφαση στο λογιστικό έλεγχο της επαλήθευσης των υφιστάμενων εννοιών. Τα γενικά ελεγκτικά κριτήρια είναι (von Kuhlwein, 2006):

- Πραγματοποίηση
- Ακρίβεια
- Ορθότητα
- Διαφάνεια
- Πληρότητα και
- Σαφήνεια

Επιπρόσθετα, τα ελεγκτικά κριτήρια περιλαμβάνουν, τόσο τις πληροφορίες που υποστηρίζουν και επιβεβαιώνουν τους ισχυρισμούς της διοίκησης, όσο και κάθε πληροφορία που μπορεί να έρχεται σε αντίθεση με τους ισχυρισμούς αυτούς. Από την μεριά ενός υποψήφιου αγοραστή, η ορθότητα και η πληρότητα θα είναι τα πιο σημαντικά κριτήρια, δεδομένου ότι τελικά καθορίζουν εάν η ιδέα μπορεί να εφαρμοστεί και η τιμή αγοράς είναι δικαιολογημένη. Στις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης, η επαλήθευση των παραπάνω περικλείει τη σκοπιμότητα της έννοιας της αναδιάρθρωσης, η οποία έχει αποδειχθεί από τον μεγάλο αριθμό προγενέστερων προσπαθειών αναδιάρθρωσης. Αυτό περιλαμβάνει:

- Την περιγραφή της εταιρείας
- Την ανάλυση του τρέχοντος οικονομικού έτους και τις βασικές αιτίες της κρίσης
- Το όραμα της αναδιρθρωμένης εταιρείας, και ο στόχος στην παραγωγή βέλτιστων αποτελεσμάτων
- Τα μέτρα για την επίτευξη του οράματος και
- Ένα ενδελεχή, λεπτομερές και ενοποιημένο επιχειρηματικό σχέδιο

Το πρώτο βήμα στη διαδικασία ελέγχου είναι επομένως ο προσδιορισμός του κατά πόσο και σε ποιο βαθμό τηρήθηκε και εφαρμόστηκε το σχέδιο που καταρτίστηκε. Το δεύτερο σημαντικό βήμα ελέγχου επικεντρώνεται στο να διαπιστώσει κατά πόσο το όραμα της αναδιρθρωμένης εταιρείας μπορεί να προέλθει αυστηρά από την αξιολόγηση της προκείμενης κατάστασης και εάν τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν για την επίτευξη του οράματος είναι διαφανές για το εξωτερικό περιβάλλον, εάν απορρίπτονται από την ανάλυσή της και εάν υπάρχει η δυνατότητα να εξαλειφθούν οι βασικές αιτίες που οδήγησαν σε αυτήν την κρίση. Τέλος, στο τρίτο στάδιο ελέγχου, παρακολουθούνται και επαληθεύονται, αυστηρά, τα βήματα που ακολουθούνται και καταγράφονται στο επιχειρηματικό σχέδιο.

Τα βήματα που ακολουθούνται στην διαδικασία πτώχευσης είναι παρόμοια με αυτά που περιεγράφηκαν, παραπάνω, στη διαδικασία αναδιάρθρωσης. Ο κύριος στόχος και σε αυτήν την περίπτωση έχει να κάνει με την αξιοπιστία. Το επιχειρησιακό κομμάτι της λειτουργίας ή μη της εταιρίας δεν βασίζεται σε μελλοντικό σενάριο ή σχέδιο. Κατά συνέπεια, προφανώς λείπει ένα πολύ σημαντικό στοιχείο αληθοφάνειας, δεδομένου ότι το όραμα και τα μέτρα για την επίτευξή του βασίζονται κυρίως στην ανάλυση της κατάστασης. Επιπλέον, για νομικούς λόγους κυρίως λόγους, ο οφειλέτης/ πωλητής δεν θα παρέχει εγγυήσεις για πωλήσεις λόγω χρεοκοπίας. Ο πιστωτής/ αγοραστής θα πρέπει συνεπώς να εξετάσει όλους τους πιθανούς κινδύνους που συντρέχουν όταν υποβάλει την προσφορά, και την τιμή αγοράς που θα προτείνει.

4 Μελέτες περιπτώσεων

4.1 Πτώχευση ΣΕΛΜΑΝ¹³

4.1.1 Εισαγωγή

Για την κατανόηση αυτών που αναφέρθηκαν στο σύνολο της διπλωματικής εργασίας, η ανάλυση μιας μελέτης περίπτωσης πάνω στο ζήτημα της πτώχευσης μιας εταιρίας και των πολιτικών που ακολουθούνται από την ίδια είναι απαραίτητη. Το παράδειγμα που μελετήθηκε εξετάζεται με βάση την αγορά στην οποία ζούμε και μελετάμε. Έτσι, επιλέχθηκε η περίπτωση της ΣΕΛΜΑΝ, η οποία κατείχε ηγετική θέση στην Ελληνική αγορά ξυλείας, και, βέβαια, έπαιξε το δικό της ρόλο στην Ελληνική Οικονομία.

Η συγκεκριμένη εταιρία, λόγω του μεγέθους και της θέσης της στην Ελληνική Αγορά, μπόρεσε να μας δώσει αρκετές πληροφορίες πάνω στη ζητήματα που ακολουθούνται πριν και κατά τη διάρκεια της πτώχευσης. Η ΣΕΛΜΑΝ ήταν εισαγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και διέθετε κύκλο εργασιών πολλών εκατομμυρίων ευρώ και είχε έναν μεγάλο αριθμό ανθρώπινου δυναμικού. Παρακάτω παρουσιάζονται εκτενέστερα τα οικονομικά δεδομένα τα επιχείρησης. τα βήματα και τις πολιτικές που ακολούθησε ως την πτώχευση.

¹³ **Πηγές:** (Πρωτοδικείο-Αθηνών, 2020), (<https://www.businessenergy.gr/>, 2014), (ΕΛ.ΣΤΑΤ., 2012), (Χρυσικόπουλος, 2015), (ΗΒΡ.ΟΡΚΩΤΟΙ.ΕΛΕΓΧΟΙ.ΛΟΓΙΣΤΕΣ.ΕΠΕ, 2013), (<https://www.naftemporiki.gr/>, 2013)

4.1.2 Πτώχευση ομίλου ΣΕΛΜΑΝ 2014

Στην προσπάθεια της διπλωματικής αυτής εργασίας να κατανοηθεί πρακτικά η πορεία και η διαδικασία μιας πτώχευσης στο σύγχρονο επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον και να σημειωθούν οι επιπτώσεις και οι πτυχές στην Ελληνική πραγματικότητα, επιλέχθηκε η ΣΕΛΜΑΝ ΑΕ.

Στα πλαίσια της υπαγωγής της σε καθεστώς πτώχευσης έπρεπε να προβεί στον έλεγχο των οικονομικών της αποτελεσμάτων, ενεργητικό, παθητικό, καθαρή θέση και αποτελέσματα χρήσης της εταιρίας. Πέρα των οικονομικών της αποτελεσμάτων έπρεπε να γίνει έλεγχος και των οντοτήτων που περιλαμβάνονταν στις ενοποιημένες λογιστικές αναφορές, μιας και ήταν η μητρική εταιρία του ομίλου ΣΕΛΜΑΝ.

Το 2013 αποτέλεσε για την επιχείρηση η έκτη συνεχόμενη χρονιά συνεχούς και εντεινόμενης ύφεσης. Την ίδια χρονιά προσπαθεί και η Ελληνική Οικονομία να συνέλθει από την κρίση του 2008. Καταλαβαίνουμε ότι τόσο οι επιχειρήσεις, όσο και στο ατομικό σύνολο οι αντοχές έχουν εξαντληθεί. Οι κλάδοι που επλήγησαν περισσότερο από την οικονομική κρίση ήταν αυτοί που σχετίζονταν με την οικοδομική δραστηριότητα και τις κατασκευές. Το αποτέλεσμα, όλοι οι κλάδοι που συνδέονται με τον κατασκευαστικό να έχουν μεγάλη μείωση. Η μειωμένη ζήτηση για τα είδη ξυλείας από το 2008 μέχρι το 2013, επηρέασαν αρνητικά τις πωλήσεις της εταιρίας και στο σύνολο του ομίλου. Μετά από τις τόσο μεγάλες απώλειες δεν φαινόταν δυνατή η ανάκαμψη.

Οι εκτιμήσεις των αναλυτών του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος, καθώς και των αναλυτών του ομίλου, στο έτος 2014 δεν προβλεπόταν η ανάκαμψη, αλλά η συνέχεια της ύφεσης. Ακόμα, δεν φαινόταν καμία θετική επίδραση στην δραστηριότητα της επιχείρησης, δηλαδή του κλάδου της ξυλείας και των κατασκευών. Τέλος, η πρόβλεψη για το ΑΕΠ ήταν επίσης αρνητική. Το κεντρικό εργοστάσιο της μητρικής, που βρισκόταν στο Βασιλικό Χαλκίδας, είχε σταματήσει τη λειτουργία του από την αρχή του 2013. Η δραστηριότητα του εργοστασίου αυτού παρουσιάζονταν ως μη συνεχιζόμενη, και έτσι φαίνεται λογική η κίνηση του κλεισίματος της λειτουργίας του.

Ο κύκλος εργασιών των συνεχιζόμενων δραστηριοτήτων του ομίλου κατά το 2013 ανήλθε σε 16,4 εκατομμύρια ευρώ από 24,9 εκατομμύρια το 2012 (μείωση 34%). Τα αποτελέσματα κερδών, προ φόρων, τόκων, και αποσβέσεων (EBITDA), ανήλθαν σε 7,7 εκατομμύρια ευρώ το 2013, από 5,9 εκατομμύρια ευρώ το 2012 (μείωση 23,37%), ποσό αρνητικό για τον ισολογισμό. Οι ζημίες των συνεχιζόμενων δραστηριοτήτων του ομίλου προ φόρων ήταν 13,38 εκατομμύρια ευρώ το 2013, έναντι 15,73 εκατομμύρια ευρώ το

2012. Ο κύκλος εργασιών των συνεχιζόμενων δραστηριοτήτων της μητρικής εταιρίας ΣΕΛΜΑΝ, ήταν το 2013, 10,6 εκατομμύρια ευρώ από 13,7 το 2012. Τα αποτελέσματα κερδών, προ φόρων, τόκων, και αποσβέσεων (EBITDA) για την μητρική ήταν 10,7 εκατομμύρια ευρώ το 2013, ενώ το 2012 ανήλθαν στα 9,1 εκατομμύρια ευρώ. Οι ζημιές που παρουσιάστηκαν ήταν της τάξης των 15,03 εκατομμυρίων ευρώ το 2013, ενώ το 2012 έκλεισαν στα 17,36 εκατομμύρια ευρώ.

Ο κύκλος εργασιών των δραστηριοτήτων που διακόπηκαν της μητρικής εταιρίας ΣΕΛΜΑΝ κατά το 2013 ανήλθε σε 3,5 εκατομμύρια ευρώ από 22,5 που έκλεισε το 2012, μια τρομερή μείωση της τάξης των 84,4%! Αυτό το στοιχείο από μόνο του θα μπορούσε να είναι αρκετό για να διαπιστωθεί η επιδείνωση που έχει υποστεί η επιχείρηση. Τα αποθέματα της μητρικής εταιρίας παρουσιάζονται μειωμένα από το 2012 στο 2013 σε ποσοστό 29,40%. Η μείωση οφείλεται κυρίως στην πώληση αποθεμάτων παλαιότερων ετών που είχε στη διάθεσή της. Οι απαιτήσεις μειώθηκαν και αυτές, τόσο του ομίλου, όσο και της εταιρίας. Αυτό ήταν το αποτέλεσμα της πολιτικής των «άμεσων πληρωμών» συγκριτικά με την πολιτική των μεγάλων πιστώσεων που είχε η εταιρία τόσα χρόνια. Μείωσε έτσι το χρόνο πίστωσης και προσπάθησε να συλλέξει τα ανοιχτά της υπόλοιπα όσο ήταν δυνατόν περισσότερο. Έτσι, κατάφερε τόσο σε επίπεδο ομίλου όσο και σε εταιρίας μια μείωση στις απαιτήσεις σε ποσοστό 40%.

Ο συνολικός δανεισμός του ομίλου ανήλθε στις 31/12/2013 σε 128,7 εκατομμύρια ευρώ από 125,05 εκατομμύρια την 31/12/2012. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην μη καταβολή τόκων για τα υφιστάμενα δάνεια. Η αδυναμία πληρωμής των οφειλετών, η συνολική μείωση των αποτελεσμάτων των δραστηριοτήτων και η συνολική οικονομική κατάσταση της χώρας και γενικά, οδήγησαν την εταιρία στην υποβολή της αίτησης πτώχευσης.

4.1.3 Σημαντικά γεγονότα ως την αίτηση πτώχευσης

Με βάση τα παραπάνω οικονομικά δεδομένα, έτσι όπως αυτά διαμορφώθηκαν, η εταιρία ΣΕΛΜΑΝ, ήταν αναγκασμένη να προσαρμοστεί στους μειωμένους τζίρους των τελευταίων ετών, στα αυξημένα σταθερά έξοδα παραγωγής των εργοστασίων, κυρίως του εργοστασίου της, στο Βασιλικό Χαλκίδας, στις δυσμενείς προοπτικές των ετών που θα ακολουθούσαν, στην ανεπάρκεια κεφαλαίου κίνησης και στην έλλειψη χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα. Για τους παραπάνω λόγους, ακολούθησε τις εξής κινήσεις:

- Έκλεισε οριστικά το εργοστάσιο του Βασιλικού Χαλκίδας στις 03/01/2013, με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου. Το κόστος αποζημιώσεων των 174 υπαλλήλων ανήλθε σε 3,5 εκατομμύρια ευρώ. Η εταιρία υπέβαλε το αίτημα για την έγκριση των ομαδικών απολύσεων στις αρχές του έτους, αλλά τελικά απορρίφθηκε από το υπουργείο απασχόλησης. Σε αρχικό στάδιο με συμφωνημένες αποζημιώσεις μεταξύ επιχείρησης και εργαζομένων, 121 άτομα δέχτηκαν τον διακανονισμό αποχώρησης. Η παύση λειτουργίας του εργοστασίου δεν θα έχει, στο άμεσο μέλλον, επιπτώσεις για την λειτουργία της εταιρίας, καθώς μονάδες παραγωγής θα μπορούσαν να μεταφερθούν και στο δεύτερο εργοστάσιο στην Κομοτηνή.
- Το Χρηματιστήριο Αθηνών έθεσε τις μετοχές της στην κατηγορία επιτήρησης, επειδή οι ζημιές της χρήσης είχαν διαμορφωθεί σε επίπεδο μεγαλύτερο του 30% των ιδίων κεφαλαίων της.
- Η εταιρία έκανε αίτηση για εξυγίανση, η οποία δεν έγινε αποδεκτή από το δικαστήριο, καθώς δεν ήταν δυνατή καμία συμφωνία με τις πιστώτριες τράπεζες, ώστε να προβούν σε αναδιάρθρωση του χρέους του τραπεζικού δανεισμού.
- Το Φεβρουάριο του 2014 παρουσιάστηκε στο πρωτοδικείο Αθηνών η αίτηση αποζημίωσης από ομάδα εργαζομένων που διεκδικούσαν οφειλόμενα ποσά δεδουλευμένων αποδοχών.

4.1.4 Η προοπτική της πτώχευσης της εταιρίας ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.

Η οικονομική έκθεση της εταιρίας, ανέφερε πως η συνεχόμενη δυσμενής οικονομική κατάσταση της χώρας, κατέστη αρκετή ώστε η βιομηχανία των κατασκευών και της ξυλείας να υποστεί πολύ μεγάλη ζημιά. Η επανεκκίνηση των επενδύσεων στη βιομηχανία των κατασκευαστικών έργων δεν παρουσιαζόταν σαν βραχυπρόθεσμο σενάριο, αντιθέτως φαινόταν ότι δε θα ήταν δυνατό στα επόμενα χρόνια. Με τις πρώτες εκτιμήσεις που έγιναν το 2014, δεν προβλεπόταν προοπτική ανάπτυξης στη ξυλεία. Ήταν ξεκάθαρο ότι με βάση αυτές τις πληροφορίες και εφόσον θα συνεχιζόταν η οικονομική κρίση, τα αποτελέσματα της εταιρίας θα παραμέναν χαμηλά χωρίς σημάδι ανάκαμψης.

Ο όμιλος στις τελευταίες χρήσεις παρουσίασε σημαντικές ζημιές και αρνητικά ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου συντρέχουν οι λόγοι εφαρμογής των διατάξεων του νόμου περί πτώχευσης. Συνεπώς οι μέτοχοι θα χρειαζόταν να πάρουν τα απαραίτητα μέτρα για την αντιμετώπιση των συνεπειών που αναμένονταν από την εφαρμογή των διατάξεων.

Στο πλαίσιο αυτό, αναζητήθηκε στρατηγικός επενδυτής, καθώς οι μέτοχοι δεν μπορούσαν να προσφέρουν κεφάλαιο στην επιχείρηση. Η εύρεση ενός επενδυτή ή επενδυτών θα ήταν η μοναδική λύση για την συνέχιση των συζητήσεων περί εξυγίανσης ή αναδιάρθρωσης και έπειτα την συνέχιση της δραστηριότητάς του.

Ο όμιλος, παρ' όλα αυτά, συνέχισε τη χρηματοδότηση της εταιρίας, στο βαθμό που ήταν ικανός, μέσω των ταμειακών ροών των δραστηριοτήτων του. Οι τραπεζικοί πιστωτές είχαν διακόψει τη χρηματοδότηση και την ενδεχόμενη χρηματοδότηση, όπως αναφέραμε και παραπάνω. Την 31^η Δεκεμβρίου το 2013, η εταιρία δεν κατάφερε να συμμορφώσει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που απορρέουν από τις συμβάσεις των ομολογιακών δανείων, ως απόρροια όλη της οικονομικής κατάστασης που αντιμετώπισε τα τελευταία χρόνια. Το συνολικό ύψος των ομολογιακών δανείων ανερχόταν σε 96 εκατομμύρια ευρώ. Για το λόγο αυτό τα συγκεκριμένα ομολογιακά δάνεια, από την ημερομηνία αυτήν και έπειτα, αναγνωρίστηκαν ως βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η απεικόνιση αυτών ως βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είχε ως συνέπεια το σύνολο των υποχρεώσεων του ομίλου και της εταιρίας να υπερβούν κατά πολύ τις απαιτήσεις.

Ο όμιλος ΣΕΛΜΑΝ για περισσότερο από δύο έτη, βρισκόταν σε διαπραγματεύσεις με πιθανούς πιστωτές, κυρίως τραπεζικούς επενδυτές, με σκοπό την αναδιάρθρωση χρέους του. Η διαπραγμάτευση, όμως, καθ' όλη τη διάρκεια, των συζητήσεων δεν μπορούσε να καταλήξει σε βιώσιμη λύση. Το ενδεχόμενο, μάλιστα, των διάφορων πιστωτών, εκτός τραπεζών, με σκοπό την αναδιάρθρωση του ομίλου, καθώς και η καθόλα καλή εικόνα που παρουσίαζε η εταιρία, δημιουργούσε μεγάλη αβεβαιότητα για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.

4.1.5 Εσωτερικές κινήσεις εξυγίανσης

Η ΣΕΛΜΑΝ στην προσπάθεια της να προλάβει την πτώχευση και να εξασφαλίσει τη συνέχιση της δραστηριότητάς της, αποφάσισε να προχωρήσει στην ανάπτυξη εσωτερικού ελέγχου. Έτσι, διόρισε έναν αρμόδιο εσωτερικό ελεγκτή, ο οποίος θα οργάνωνε και θα πραγματοποιούσε το σχέδιο δράσης προς την κατεύθυνση της εύρεσης, παρακολούθησης και αξιολόγησης των κινδύνων του οργανισμού. Στο πλαίσιο αυτών των καθηκόντων, ο ελεγκτής θα είχε άμεση συνεργασία με το διοικητικό συμβούλιο για την ενημέρωση και την άμεση αντιμετώπιση των ενδεχόμενων προβλημάτων. Το διοικητικό συμβούλιο υποστήριξε τον εσωτερικό έλεγχο προκειμένου:

- Να λειτουργεί ως σύμβουλος της διοίκησης, σύμφωνα με τις λογιστικές και ελεγκτικές αρχές.
- Να λειτουργεί αντικειμενικά και ανεξάρτητα.
- Να παρέχει υψηλού επιπέδου υπηρεσίες σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα της εταιρίας, μέσω αναλύσεων και αξιολογήσεων.
- Να έχει πρόσβαση σε όλα τα αρχεία, πόρους και στοιχεία της εταιρίας, που είναι απαραίτητα για τον έλεγχο.

Κατά τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η εταιρία επιχείρησε να παρακολουθήσει και να αξιολογήσει το έργο των υπευθύνων για τη συγκεκριμένη διεργασία, όπως επίσης και να δημιουργήσει δικλίδες ασφαλείας στα θέματα ελέγχου. Οι υπάλληλοι ελέγχονταν για τη συμμόρφωση με αυτούς τους κανόνες, τόσο από τους προϊστάμενους, όσο και από τον εσωτερικό ελεγκτή, ώστε να διασφαλιστεί η ορθότητα των αποτελεσμάτων.

4.1.5.1 Συγκρότηση γενικής συνέλευσης

Η εταιρία αποφάσισε την ενίσχυση της λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων, με στόχο την καλύτερη δυνατή λειτουργία της επιχείρησης κατά την διαδικασία εξυγίανσης. Η λήψη αποφάσεων θα γινόταν με απαρτία και πλειοψηφία, διασφαλίζοντας τη συμμετοχή όλων των μετόχων στα αποτελέσματα, είτε αυτοπροσώπως, είτε μέσω εξουσιοδοτημένου αντιπροσώπου, όπως ορίζει και το καταστατικό της εταιρίας. Η γενική συνέλευση κρίθηκε αρμόδια για να αποφασίζει:

- Τις τροποποιήσεις του καταστατικού.
- Την πιθανότητα αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.
- Την εκλογή μελών του διοικητικού συμβουλίου.
- Την εκλογή ορκωτών ελεγκτών.
- Την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων.
- Την τήρηση του καταστατικού και των λειτουργικών ελέγχων της εταιρίας.

Οι μέτοχοι θα ασκούσαν τα σχετικά με την εταιρία δικαιώματά τους, μόνο με τη συμμετοχή τους στη γενική συνέλευση, όπως ορίζει και ο νόμος.

4.1.5.2 Δημιουργία επιτροπής ελέγχου

Για την αποτελεσματικότερη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, η γενική συνέλευση όρισε, σύμφωνα και με το νόμο περί εξυγίανσης, μια επιτροπή ελέγχου με συγκεκριμένα καθήκοντα, η οποία θα αναφερόταν στο διοικητικό συμβούλιο. Η επιτροπή

ελέγχου καθόρισε μια συνεδρία τουλάχιστον κάθε τρεις μήνες και θα αποτελούνταν από τρία μη εκτελεστικά μέλη. Κατά τη συνεδρίαση της επιτροπής ελέγχου τηρούνταν πρακτικά, τα οποία αποστέλλονταν στο διοικητικό συμβούλιο προς ενημέρωσή τους. Τα καθήκοντα της επιτροπής ελέγχου περιλάμβαναν:

- Παρακολούθηση του έργου της διεύθυνσης εσωτερικού ελέγχου και αξιολόγηση των αποτελεσμάτων του.
- Εξασφάλιση της λειτουργίας της μονάδας εσωτερικού ελέγχου σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα και συχνή αξιολόγηση των εκθέσεων του.
- Διασφάλιση της ελεύθερης πρόσβασης του εσωτερικού ελέγχου σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες και οικονομικά στοιχεία.
- Αξιολόγηση της καταλληλότητας και της επάρκειας του τμήματος εσωτερικού ελέγχου.
- Διασφάλιση πως η εταιρία λειτουργεί με βάση τους νόμους, το καταστατικό και τους κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία τους.
- Εξασφάλιση πως όλες οι οικονομικές καταστάσεις διέπουν τα πρότυπα της κεφαλαιακής αγοράς και τα λογιστικά πρότυπα που είναι σε ισχύ.
- Επιμέλεια της εκτέλεσης των εξωτερικών και των εσωτερικών ελέγχων, με τρόπο αποτελεσματικό, ανεξάρτητο και απολύτως σύμφωνο με τις απαιτήσεις του νόμου.
- Συμμόρφωση της εταιρίας σε νομικές αρχές.
- Διαρκής εκπαίδευση των εσωτερικών ελεγκτών σε νέα συστήματα και τεχνικές εσωτερικού ελέγχου.

4.1.6 Οι κίνδυνοι

Ο όμιλος δεν είχε δανειακές υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα, άρα δεν μπορούσε να διατρέχει και συναλλαγματικό κίνδυνο. Οι απαιτήσεις του από την εξαγωγική του δραστηριότητα ήταν σε πολύ μικρό ποσοστό σε σύγκριση με αυτόν τον συνολικών απαιτήσεων. Οι εισπράξεις από τις εξαγωγές εισπράττονταν σε διάστημα μικρότερο των 30 ημερών.

Οι διακυμάνσεις των τιμών σε πρώτες ύλες για τις δραστηριότητες του οργανισμού παρουσίαζαν κίνδυνο. Η έντονη και συνεχής μεταβολή τόσο στην τιμή του ξύλου, όσο των χημικών είχαν άμεσο αντίκτυπο στις δραστηριότητες της εταιρίας. Η αντιμετώπιση αυτού του φαινομένου προσπάθησε να γίνει με το σωστό προγραμματισμό και την πρόβλεψη της ζήτησης, και τη βέλτιστη διαχείριση των αποθεμάτων.

Ο όμιλος παρουσίασε μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο, που ενδείκνυται στις περιπτώσεις που ο αντισυμβαλλόμενος δεν εκπληρώνει τις συμφωνημένες υποχρεώσεις του. Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στις απαιτήσεις μιας οικονομικής οντότητας προς τους τρίτους, δηλαδή, τις απαιτήσεις που έχει από πελάτες και άλλους. Όλα αυτά παρουσιάζονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο, μέσω ενός συστήματος διαχείρισης κινδύνων, προσπάθησε να εντοπίσει τις καταστάσεις οι οποίες αποτελούν «βάρος» για τον όμιλο, να οργανώσει ένα σχέδιο αντιμετώπισης και να το εφαρμόσει. Η πολιτική διαχείρισης κινδύνου αποτελεί μια απαραίτητη συνθήκη για τη λειτουργία των μεγάλων οργανισμών και εφαρμόζεται, συνήθως, από το οικονομικό τμήμα των επιχειρήσεων. Οι εργασίες που έπρεπε να γίνουν ήταν η αναγνώριση και ανάλυση πιθανών κινδύνων και η πραγματοποίηση των ανάλογων ελέγχων. Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου επέβλεψε όλη αυτήν τη διαδικασία όπως είναι λογικό. Οι άμεσοι και πιο επιζήμιοι κίνδυνοι που βρέθηκαν προς αντιμετώπιση ήταν οι εξής:

- *Η Εύλογη Αξία*, η αναγνώριση και αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της επιχείρησης και του ομίλου.
- *Ο Πιστωτικός Κίνδυνος*. Είναι διττός ο κίνδυνος στη συγκεκριμένη περίπτωση, καθώς αφορά και την αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του ομίλου, αλλά και την αθέτηση των πελατών στις δικές τους υποχρεώσεις, δηλαδή τις απαιτήσεις.
- *Λοιπές Απαιτήσεις*. Αναφέρεται στις κάθε είδους ταμιακές ροές οι οποίες δεν θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν στο ενεργητικό της εταιρίας, αλλά και στις απαιτήσεις τρίτων, που μετά και από διακανονισμό ή ανεπιτυχή διακανονισμό, δεν θα μπορούσαν να ικανοποιηθούν.
- *Ρευστότητα*. Η μειωμένη ή/ και ανύπαρκτη ρευστότητα, που ήταν εμφανής σαν κριτήριο κινδύνου, αποτέλεσε ένα από τους σημαντικότερους παράγοντες. Η απουσία ρευστότητας σημαίνει, ότι δεν υπήρχε διαθέσιμο τρεχούμενο κεφάλαιο για την εκπλήρωση των αναγκών της λειτουργίας της εταιρίας.
- *Κίνδυνος της Αγοράς*. Αναφέρεται στο συστημικό κίνδυνο, ο οποίος είναι αναπότρεπτος και μπορεί να επηρεάσει τις αξίες των χρεογράφων, επενδύσεων, επιτοκίων κτλ. Η ύφεση είναι ο κύριος παράγοντας επιρροής αυτού του φαινομένου και επηρεάζει συνήθως ολόκληρη την αγορά.
- *Κίνδυνος Επιτοκίων*. Δηλαδή, οι διακυμάνσεις των επιτοκίων σε σχέση με τις μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις.

Όλα τα παραπάνω αποτέλεσαν τις κινήσεις που πραγματοποίησε η ΣΕΛΜΑΝ για να αποφύγει την πτώχευση. Στο επίπεδο ενός τέτοιου οργανισμού οι πολιτικές περί αποφυγής χρεοκοπίας, εξυγίανσης και εταιρικού κινδύνου είναι αυτονόητες. Παρακάτω θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα αυτών και η τελική κατάληξη.

4.1.7 Αποτελέσματα πολιτικών – κήρυξη πτώχευσης

Στις προηγούμενες ενότητες παρουσιάστηκαν οι πολιτικές και τα σχέδια που επιλέχθηκαν και εφαρμόστηκαν από την εταιρία ΣΕΛΜΑΝ. Η κατάληξη των διαπραγματεύσεων σε μη συμφωνία με τους επενδυτές/ πιστωτές, καθώς και η αδυναμία τη εταιρίας να καλύψει τις υποχρεώσεις της, είχαν σαν αποτέλεσμα όλος ο όμιλος να κηρύξει πτώχευση.

Επισημώς η εταιρία κηρύχθηκε σε καθεστώς πτώχευσης, με την υπ' αριθμό 593 απόφαση στις 13/05/2014, του πολυμελούς πρωτοδικείου Αθηνών. Ειδικότερα, το πρωτοδικείο Αθηνών έκανε δεκτή την αίτηση πτώχευσης που είχε καταθέσει η εκπρόσωπος των 65 εργαζομένων της ΣΕΛΜΑΝ. Η απόφαση αυτή θα οδηγούσε σε πλειστηριασμό όλων των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας (κινητή και ακίνητη περιουσία) με στόχο την όσο δυνατόν μεγαλύτερη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της προς τους δανειστές.

Η υπαγωγή σε καθεστώς πτώχευσης κλείνει το κεφάλαιο της προσπάθειας του ομίλου για αναδιάρθρωση και εξυγίανση. Η οικονομική κρίση έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην πορεία της οντότητας, καθώς βρέθηκε σε μεγάλο οικονομικό αδιέξοδο. Η κατάρπωση του κατασκευαστικού κλάδου που προήλθε από την οικονομική κρίση, καθώς και η αυξανόμενη κυριαρχία του υποκατάστατου και συνάμα ανταγωνιστικού προϊόντος, του αλουμινίου, προκάλεσε την οικονομική ζημία και δημιούργησε τα υψηλά χρέη. Το αποτέλεσμα, όπως φανερώνουν και τα οικονομικά μεγέθη που παρουσιάστηκαν (4.1.2), ήταν τα διαδοχικά έτη με πολύ μεγάλες ζημίες.

Η εταιρία ακολούθησε τα βήματα για τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, για την κάλυψη των αναγκών των πιστωτών, και εφάρμοσε όλες τις ρυθμίσεις του πτωχευτικού κώδικα, ως την ολοκλήρωση της διαδικασίας πτώχευσης. Οι συνέπειες αυτές, βέβαια, δεν άφησαν ανεπηρέαστες και τις συνεργαζόμενες εταιρίες του ομίλου.

4.2 Πτώχευση Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική («ΜΒΔΤ»)

4.2.1 Εισαγωγή

Η Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική («ΜΒΔΤ») ήταν ηγέτιδα ελληνική εταιρεία ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, με έμφαση στην αγορά ακινήτων γραφείων. Από την ίδρυσή της το 1974, η ΜΒΔΤ έχει κατασκευάσει περισσότερα από 30 γραφειακά συγκροτήματα, με συνολική έκταση μεγαλύτερη των 500.000 τ.μ.. Στις 31 Δεκεμβρίου 2006 το ακαθάριστο χαρτοφυλάκιο της ΜΒΔΤ αποτιμήθηκε σε συνολική αγοραία αξία €1.210 εκ., σύμφωνα με την αποτίμηση ανεξάρτητου εκτιμητή (Colliers International).

Η «ΜΒΔΤ» ίσως να είναι η μεγαλύτερη ελληνική εταιρεία ακινήτων που έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, με βάση τον κύκλο εργασιών και την χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση αγοράς. Έχει αποκτήσει εξαιρετική φήμη για την ανάπτυξη εμπορικών ακινήτων που γίνονται ορόσημα κατά μήκος των κεντρικών αρτηριών της Αθήνας, και που προσφέρουν ιδιαίτερα πλεονεκτήματα λόγω μεγέθους, τοποθεσίας και προσφερόμενων εγκαταστάσεων. Η εταιρεία είχε αναπτύξει ένα πιστό και ευρύ κύκλωμα πελατών, με γνωστές εταιρείες, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι Vodafone, Coca Cola, Cosmote, Sun Microsystems, Microsoft, Media Markt, Village Roadshow, Siemens, Telecom Italia Mobile (TIM), το Υπουργείο Περιβάλλοντος Χωροταξίας και Δημοσίων Έργων, τη Γ.Γ. Αθλητισμού. Η εταιρεία είναι γνωστή για τις υπηρεσίες «με το κλειδί στο χέρι» (turn key) που παρέχει για τους πελάτες με τα γραφεία της, με τρέχοντες χρόνους αποπεράτωσης που αγγίζουν τους 18 μήνες. Η «ΜΒΔΤ» είχε ασχοληθεί με τρεις κυρίως αγορές, την αγορά γραφείων, την αγορά καταστημάτων και την αγορά εξοχικών κατοικιών.

Η οικονομική πορεία της εταιρείας υπήρξε κερδοφόρα εκ συστάσεως, γεγονός που της επέτρεπε να λειτουργεί επικερδώς επί σειρά ετών και να καλύπτει πλήρως τις λειτουργικές της ανάγκες. Η εικόνα των οικονομικών της αποτελεσμάτων υπήρξε σταθερή, όπως προκύπτει και από τα οικονομικά μεγέθη που αποτυπώνονται στις οικονομικές καταστάσεις των παρελθόντων ετών. Ενδεικτικά τα έσοδα των μισθώσεων το 2008 ήταν στα 12.532.918€, ενώ το 2011 είχαν μειωθεί στα 6.736.00€, όπου διαφαίνεται μια πολύ μεγάλη μείωσης της τάξης του 50%! Η διαγραμματική πορεία της τιμής της μετοχής (ΒΩΒΟΣ) στο Χρηματιστήριο Αθηνών, για την περίοδο από την 01/01/2008 έως 31/12/2011 παρουσιάζόταν ως εξής:



Εικόνα 2 – Διαγραμματική πορεία της μετοχής ΒΩΒΟΣ (01/01/2008-31/12/2011)
(<https://www.capital.gr/>, 2021)

Όπως φαίνεται και στην Εικόνα 2, η μετοχή της εταιρίας «ΜΒΔΤ» είχε αποτίμηση πάνω από τα 20€ το 2008, και βρέθηκε να συναλλάσσετε κοντά στα 0,50€ στα τέλη του 2011.

Καθώς η παγκόσμια χρηματοοικονομική κοινότητα, όπως και η Ελλάδα είχε τα πρώτα σημάδια της γενόμενης κρίσης, οι Ελληνικές επιχειρήσεις δεν μπορούσαν να διαφοροποιηθούν από την όλη κατάσταση. Η «ΜΒΔΤ» έχοντας αντιληφθεί την επικείμενη δυσκολία προσπάθησε να συγκεντρώσει απαραίτητα κεφάλαια για τη συνέχιση των δραστηριοτήτων και της λειτουργίας της. Έτσι, ιδιαίτερη αναφορά πρέπει να γίνει στον δείκτη Ξένα / Ίδια Κεφάλαια ή αλλιώς δείκτη μόχλευσης. Ο δείκτης μόχλευσης είναι το πιο βασικό μέτρο κινδύνου της επιχείρησης, μιας και μετρά την εξάρτησή της από ξένη χρηματοδότηση. Εναλλακτικά, δείχνει το πόσο μπορεί να στηριχτεί η επιχείρηση από τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της. Αν κριθεί σε σχέση με το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον, μπορεί να δείξει και τα περιθώρια περαιτέρω χρηματοδότησης της επιχείρησης: μια εταιρεία που χαρακτηρίζεται από υψηλή μόχλευση, δύσκολα θα μπορέσει να εξασφαλίσει περαιτέρω τραπεζικό δανεισμό ή γενικά χρηματοδότηση από ξένα κεφάλαια και αναγκαστικά θα πρέπει, εάν αυτό καταστεί αναγκαίο, να στραφεί στους μετόχους της. Παρακάτω (Εικόνα 3) συγκεντρώθηκαν οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της «ΜΒΔΤ» από το 2007 έως και το 2010.

Δείκτης	2007	2008	2009	2010
Γενική Ρευστότητα	0,77	0,78	0,73	0,64
Άμεση Ρευστότητα	0,56	0,45	0,57	0,35
ROE	1%	-58%	-22%	-1273%
ROA	0.3%	-14%	-5%	-30%
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	45%	10%	24%	14%
Περιθώριο Καθαρού Κέρδους	6%	-265%	-95%	-590%
Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	2,08	3,23	3,70	50,00
P/E	130,27	-3,01	-4,18	-0,28
Μερισματική Απόδοση	0,4%	1,8%	-	-

Εικόνα 3 – Βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της «ΜΒΔΤ» 2007- 2010

Γενικά, η χρήση ξένης χρηματοδότησης θεωρείται ότι υποβοηθά την αποτελεσματικότητα μίας εταιρείας. Πάνω σε αυτό, η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αποδείξει ότι για να συμβεί αυτό απαιτείται το μέσο κόστος δανεισμού να είναι μικρότερο από την αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων. Παρ' όλα αυτά πρέπει να αποφεύγεται ο υπερβολικός δανεισμός ώστε να μην αυξάνεται ανάλογα και η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων. Έτσι, το ζητούμενο για τη διοίκηση μιας επιχείρησης είναι η εύρεση της κατάλληλης μόχλευσης ώστε να επιτυγχάνονται οι στόχοι χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η βιωσιμότητα της εταιρείας (Bull, 2007). Στην Εικόνα 3, η επιδείνωση σε όλους τους δείκτες είναι ξεκάθαρη. Έτσι, η εταιρεία βρέθηκε στα πρόθυρα της ολοκληρωτικής κατάρρευσης.

4.2.2 Πτώχευση ομίλου «ΜΒΔΤ»

Η σταθερή οικονομική κατάσταση και πορεία της εταιρείας επί σειρά ετών, επέτρεπε την ομαλή και απρόσκοπτη λειτουργία της, σε επίπεδο επιχειρηματικής ανάπτυξης και οικονομικού σχεδιασμού, με αποτέλεσμα να ανταποκρίνεται στο έπακρο στις οικονομικές της υποχρεώσεις. Στην αιφνίδια ανατροπή του οικονομικού της προγραμματισμού συνέβαλε ένα πλήθος, εξωγενών κυρίως, παραγόντων σχετιζόμενων με την αναπτυξιακή της στρατηγική και τις εν γένει οικονομικές συνθήκες της ελληνικής και ξένης αγοράς, όπως περιγράφεται παρακάτω:

- Ματαίωση έργου Σουνίου και ανάπλασης Βοτανικού
- Υψηλό λειτουργικό κόστος

- Απώλειες εκ των επενδυτικών ακινήτων
- Χρηματοπιστωτική κρίση και εν γένει οικονομικές συνθήκες
- Υψηλός δανεισμός

Η μείωση που παρουσιάστηκε στο σύνολο του κύκλου των εργασιών της οντότητας είχε ως αποτέλεσμα την αδυναμία εμπρόθεσμης έως και συνολικής εξόφλησης των υποχρεώσεων της. Η αθέτηση των πληρωμών έναντι των διάφορων πιστωτών του ομίλου ήταν η αρχή. Εν όψει αυτών, η «ΜΒΔΤ» και ελλείψει ρευστότητας, παρουσίασε συνεχιζόμενη ταμειακή δυσχέρεια που κατέστησε εξαιρετικά δύσκολη την εξεύρεση των απαιτούμενων οικονομικών πόρων προκειμένου να συνεχίσει απρόσκοπτα την επιχειρηματική της δραστηριότητα, ανταποκρινόμενη πλήρως και με συνέπεια, στο σύνολο των αναληφθεισών οικονομικών υποχρεώσεων έναντι των διαφόρων πιστωτών. Μέσα λοιπόν σε συνθήκες περιορισμένης ρευστότητας και αντιμετωπίζοντας εξαιρετικές δυσκολίες στην εξεύρεση κεφαλαίων, η «ΜΒΔΤ» προσπάθησε να λειτουργήσει και να εξυπηρετήσει σωρευτικά τις τρέχουσες και υπερήμερες οικονομικές της υποχρεώσεις, διαπραγματευόμενη συγχρόνως με τις πιστώτριες τράπεζες την αναδιάρθρωση του υφιστάμενου δανεισμού.

4.2.3 Σχέδιο αναδιάρθρωσης χρέους

Η «ΜΒΔΤ» έχοντας ως σκοπό να ξεπεράσει τα οικονομικά της προβλήματα και να προσαρμοστεί σε νέες συνθήκες που θα την καθιστούν ως συνεχιζόμενη οικονομική δραστηριότητα και, φυσικά, να μπορέσει να επιστρέψει σε βιώσιμα μονοπάτια, καταστράτηγησε ένα επιχειρηματικό σχέδιο που υποβλήθηκε στους πιστωτές και στα δικαστήρια. Η κίνηση αυτή είχε ως σκοπό να επιτευχθεί η υπαγωγή στον πτωχευτικό κώδικα και η πορεία προς την αναδιάρθρωση.

Ως βάση για την εκπόνηση του επενδυτικού σχεδίου χρησιμοποιήθηκαν οι τελευταίες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της περιόδου που έληξε την 30/09/2013. Η παραδοχή στην οποία βασίστηκε η ανάπτυξη του επενδυτικού σχεδίου είναι η θετική εκδίκαση της αίτησης προστασίας από τους πιστωτές η οποία είχε προγραμματιστεί να συντελεστεί στο τέλος της χρήσης 2014. Κατόπιν, από τη χρήση του 2015 είχε προγραμματιστεί να εφαρμοστούν οι παραδοχές της Διοίκησης προκειμένου να ικανοποιηθούν οι πιστωτές και η εταιρεία να επανέλθει σε τροχιά ανάπτυξης. Το επενδυτικό σχέδιο αναπτύχθηκε για όλη την περίοδο ικανοποίησης των πιστωτών δηλαδή από τη χρήση 2014 μέχρι και τη χρήση 2026.

Η βασικότερη παραδοχή είναι ότι μετά τις πληρωμές προς το ελληνικό δημόσιο, των προνομιακών και των ενέγγυων πιστωτών θα αρθούν όλες οι προσημειώσεις ή κατασχέσεις επί των ακινήτων καθώς και οι τυχόν εκχωρήσεις ή κατασχέσεις επί των μισθωμάτων, τα οποία θα εισπράττονται κανονικά από την εταιρεία.

Οι γενικές παραδοχές του σχεδίου εξυγίανσης ήταν τα εξής:

- Έσοδα: για όλη την περίοδο του επενδυτικού σχεδίου, στα αποτελέσματα της εταιρείας δεν περιλαμβάνονται έσοδα ενοικίων γραφείων και 50 θέσεων στάθμευσης, τα οποία έχουν εκχωρηθεί σε εταιρείες χρηματοδοτικών μισθώσεων και οι αντίστοιχες δαπάνες των εταιρειών αυτών.
- Δαπάνες: σταδιακή μείωση των δαπανών μισθοδοσίας της εταιρείας από το 2014 έως και το 2016, λόγω αποχώρησης ατόμων. Από την χρήση 2014 έως και την χρήση 2026 αναμένονταν επιβάρυνση των αποτελεσμάτων, λόγω γενικών λειτουργικών εξόδων (ΕΝ.Φ.Ι.Α., ενοίκια κ.τ.λ.). Ακόμα, από την χρήση 2015 έως και την χρήση 2016 αναμένονταν επιβάρυνση των αποτελεσμάτων με αμοιβές Δ.Σ., οι οποίες όμως από το 2017 έως και το 2026 αναμένονταν να μειωθούν.
- Κέρδη: η εταιρεία πρόκειται να λαμβάνει τα κέρδη της ομόρρυθμου εταιρείας «Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. & Σία Ο.Ε.» για όλη την περίοδο του επενδυτικού σχεδίου.

Η εκπόνηση, η υλοποίηση και η αποτελεσματικότητα του επιχειρηματικού πλάνου είχε ως σκοπό, όχι μόνο την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του ομίλου προς τους πιστωτές, αλλά και την αναζωογόνηση του μηχανισμού μιας τέτοιας οικονομικής οντότητας. Είναι φανερό ότι ένας τέτοιος στόχος δεν ήταν καθόλου εύκολος. Για να γίνει η υλοποίηση του σχεδίου αυτού πραγματικότητα σε μεγάλο βαθμό ήταν απαραίτητο η απαλλαγή παγίων, στοιχεία του ενεργητικού, δηλαδή ήταν απαραίτητη η πώληση των επενδυτικών της ακινήτων, από τα οποία αναμενόταν να εισρεύσουν ικανά ταμειακά διαθέσιμα, τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την ικανοποίηση των πιστωτών και τη συνέχιση της δραστηριότητας της εταιρείας. Προβλέπεται ότι από την χρήση του 2016 μέχρι και την χρήση του 2026, η εταιρεία θα προχωρήσει σε περαιτέρω εκμετάλλευση λοιπών επενδυτικών ακινήτων τα οποία έχει στην κατοχή της, έτσι ώστε να συνεχιστεί η ομαλή αποπληρωμή των υποχρεώσεων της και επιπλέον να μπορέσει να αναπτύξει νέα έργα τα οποία θα της δώσουν την απαιτούμενη ώθηση για να εισέλθει εκ νέου σε τροχιά ανάπτυξης. (ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΣΧΕΔΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ).

4.2.4 Η απόφαση

Στα μέσα του 2015, το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών επικύρωσε το σχέδιο εξυγίανσης της ΜΒΔΤ, τόσο σε επίπεδο μητρικής όσο και σε επίπεδο Ομίλου. Η μητρική εταιρεία εκτιμήθηκε πως μπορεί να ανακτήσει τη βιωσιμότητά της και να επαναφέρει τις οικονομικές της συνθήκες σε θετικό πρόσημο. Σύμφωνα με την απόφαση, η εταιρεία θα πρέπει να έχει σαν προτεραιότητα:

- Την ολοκλήρωση του εμπορικού κέντρου στον Βοτανικό.
- Την αποδοτική διαχείριση της ξενοδοχειακής μονάδας στην Τροιζηνία.
- Την βελτιστοποίηση των μη χρησιμοποιημένων μεταφορών συντελεστών δόμησης.

Με βάση την απόφαση του Πρωτοδικείου Αθηνών, η συμφωνία θεωρείται ότι δεν παραβιάζει τη «συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών, καθώς σε περίπτωση βίαιης εκποίησης της περιουσίας της εταιρείας από το σύνολο των 604,4 εκατ. ευρώ θα ικανοποιηθούν υποχρεώσεις 53,8 εκατ. ευρώ ή μόλις το 8,9% των υποχρεώσεών της». Αντίθετα, με την «επικύρωση της συμφωνίας, πέραν των διαγραφών, οι οποίες αφορούν σε απαιτήσεις 288,8 εκατ. ευρώ, ικανοποιούνται απαιτήσεις 315,6 εκατ. ευρώ, ποσοστό άνω του 50% των απαιτήσεων που βαρύνουν τη Βωβός» (Naftemporiki.gr, 2015), (Capital.gr, 2015), (αποφάσεις υπ' αριθμόν 288/20.05.2015, 289/20.05.2015 του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών)

Επιπρόσθετα, το σχέδιο εξυγίανσης προβλέπει δύο ενέργειες: την απόσχιση του κλάδου δραστηριότητας των εμπορικών κέντρων της «ΜΒΔΤ» και τη δημιουργία θυγατρικής εταιρείας στην οποία θα παραχωρηθεί το ημιτελές ακίνητο στην περιοχή του Βοτανικού. Εκτιμήθηκε ότι με τις ενέργειες αυτές θα ρυθμιστούν οι απαιτήσεις της Alpha Bank (€153,1 εκ.) και της Τράπεζας Πειραιώς (€113,4 εκ.) και οι οποίες αθροιστικά αντιστοιχούν σε πάνω από το 40% των συνολικών υποχρεώσεων της εταιρείας. Οι δύο τράπεζες θα αποκτήσουν ισομερώς από 50% της νέας εταιρείας με συνολικό τίμημα €23,8 εκ. (Naftemporiki.gr, 2015), (Capital.gr, 2015), (αποφάσεις υπ' αριθμόν 288/20.05.2015, 289/20.05.2015 του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών)

Το δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό της συμφωνίας είναι ότι η «ΜΒΔΤ» θα αποκτήσει υποχρεωτικά φορολογική ενημερότητα, έτσι ώστε να γίνει δυνατή η μεταβίβαση των ακινήτων στη νέα εταιρία, τα ακίνητα στη Νέα Ερυθραία, όπως επίσης και το ακίνητο στο Βοτανικό. Ταυτόχρονα, η εφορία δεν θα παρακρατήσει παρά ένα μόνο μέρος του τιμήματος, παρά την ύπαρξη υψηλότερων οφειλών από την εταιρεία. Σύμφωνα με το δικαστήριο, αυτό πρέπει να γίνει μιας και οι παραπάνω μεταβιβάσεις είναι το

θεμέλιο του σχεδίου εξυγίανσης και έτσι αποτελούν προαπαιτούμενα για την ομαλή εφαρμογή του. (Naftemporiki.gr, 2015), (Capital.gr, 2015), (αποφάσεις υπ' αριθμόν 288/20.05.2015, 289/20.05.2015 του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών)

4.3 Περιπτώσεις αναδιοργάνωσης χρέους

4.3.1 Εισαγωγή

Αυτή η ενότητα εξετάζει την αναδιάρθρωση εταιρικού χρέους σε κάποιες χώρες στον κόσμο που υπέστησαν τα αποτελέσματα της τελευταίας οικονομικής κρίσης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι οικονομικές και μη συνθήκες σε αυτές τις περιπτώσεις μπορεί να εξακολουθούν να εξελίσσονται, που σημαίνει ότι οι υποθέσεις εξαρτώνται από τη συνολική εκτίμηση που είχε γίνει κατά την περίοδο εκείνη. Το τελικό αποτέλεσμα σήμερα μπορεί να είναι διαφορετικό. Οι περιπτώσεις που θα παρουσιαστούν θα διαρθρώνονται ως εξής, πρώτα θα αναφέρεται το ιστορικό πλαίσιο της κάθε χώρας, οι ενέργειες της πολιτείας προς την αντιμετώπιση της κατάστασης (policy response) και κατόπιν κάποια παραδείγματα εταιριών για τις συνθήκες της κάθε χώρας.

4.3.2 Ισπανία: κτηματομεσιτική βιομηχανία¹⁴

4.3.2.1 Ιστορικό και οικονομικό πλαίσιο

Μετά από μια δεκαετία συνεχόμενης αύξησης στην αξία ακινήτων και ιδιαίτερα έντονης ανάπτυξης στον τομέα αυτών, η έκρηξη των ακινήτων της Ισπανίας άρχισε να χαλαρώνει το 2008. Η κατασκευαστική ανάπτυξη χρηματοδοτήθηκε κυρίως μέσω χρέους, δηλαδή με τραπεζικό και επενδυτικό δανεισμό. Μέχρι τα μέσα του 2008, οι ισπανικές κατασκευαστικές εταιρείες οφείλουν περίπου 156 δισεκατομμύρια ευρώ σε τράπεζες (KPMG, 2009). Οι εταιρίες ανάπτυξης ακινήτων¹⁵ είχαν το διπλάσιο χρέος. Τα στεγαστικά δάνεια και τα δάνεια σε εταιρίες ανάπτυξης ακινήτων αντιπροσώπευαν πάνω από το μισό χαρτοφυλάκιο δανείων στις ισπανικές τράπεζες.

Η κατάρρευση προκλήθηκε από την υπερπροσφορά των ακινήτων, την ελάττωση της ζήτησης και την αυξημένη απαίτηση ρύθμισης ορισμένων αμφίβολων οικημάτων. Το τελευταίο σημαίνει ότι η τρομερή αυτή ανάπτυξη με ιλιγγιώδες ρυθμούς επέφερε κτίσιμο κατοικιών οι οποίες χρειάζονταν περεταίρω ρυθμίσεις νομιμοποίησης. Ταυτόχρονα, η

¹⁴ (Grigorian & Raei, 2010)

¹⁵ **Εταιρίες Ανάπτυξης Ακινήτων**: Επιχειρήσεις οι οποίες αγοράζουν το ακίνητο, το διακοσμούν, ανακαινίζουν κτλ., και το πωλούν σε μια τέτοια τιμή ώστε να έχουν κέρδος ή το νοικιάζουν σε ενοίκους.

παγκόσμια πιστωτική κρίση διέκοψε την προμήθεια κεφαλαίων σε ισπανικές τράπεζες, περιορίζοντας την ικανότητα δανεισμού τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια και αυστηρότερους όρους πίστωσης για τράπεζες και κατασκευαστές ακινήτων. Ένας μεγάλος αριθμός κτηματομεσιτικών εταιριών, αντιμέτωποι με την ελαχιστοποίηση των εσόδων τους και τις αυστηρότερες οικονομικές συνθήκες, δεν μπόρεσαν να εξοφλήσουν ή να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους και αναγκάστηκαν να χρεοκοπήσουν ή να αναδιρθώσουν.

Λόγω της νουνεχής ρύθμισης και της ορθής εποπτείας, ο τραπεζικός τομέας είχε ξεπεράσει τον αρχικό αντίκτυπο της παγκόσμιας κρίσης. Η δυναμική πρόβλεψη για απώλεια δανείων που εφαρμόστηκε το 2000 προσέφερε στις τράπεζες μαξιλάρι δύο ετών αξίας 24 δισ. Ευρώ. Ωστόσο, όσο τα «κόκκινα» δάνεια αυξάνονται, το απόθεμα εξαντλείται. Η αδυναμία προκύπτει επίσης από την πλευρά της χρηματοδότησης, ιδίως από τη χρηματοδότηση μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, με επικείμενες αποσβέσεις χρέους περίπου 170 δισεκατομμυρίων ευρώ το 2009–10. (IMF, 2009)

4.3.2.2 Policy response

Παρά τον μεγάλο αριθμό εμφάνισης αφερεγγυότητας των επιχειρήσεων, η προσέγγιση της Ισπανίας στην αναδιάρθρωση εταιρικού χρέους είχε, μέχρι τότε, βασιστεί στην αγορά κεφαλαίου. Κατά τη διάρκεια του 2008, πάνω από 1.000 ακίνητα και κατασκευαστικές εταιρείες οδηγήθηκαν σε κατάσταση πτώχευσης, τριπλάσιες σε αριθμό σε σύγκριση με το 2007. Το 2009, η Ισπανία είδε μερικές από τις μεγαλύτερες κατασκευαστικές εταιρείες να υποβάλλουν αίτηση πτώχευσης και να αναζητούν λύση μέσω της αναδιάρθρωσης του χρέους τους, είτε υπό την εποπτεία δικαστηρίου είτε με εξωγενής παράγοντες και προσπάθειες.

Λόγω του μεγάλου αριθμού προβληματικών επιχειρήσεων, η ισπανική κυβέρνηση εισήγαγε μια τροπολογία του νόμου περί πτώχευσης τον Μάρτιο του 2009, για τη δημιουργία κινήτρων απευθυνόμενοι στους πιστωτές, ώστε να είναι θετικά προδιατεθειμένοι να συμμετάσχουν σε εξωδικαστικές διαδικασίες αναδιάρθρωσης. Σύμφωνα με τον προηγούμενο νόμο, οι εξωδικαστικές αναδιρθώσεις δεν ήταν συχνές: το 90% των διαδικασιών πτωχεύσεων έληξε με την εκκαθάριση της εταιρείας, γεγονός που αντικατοπτρίζει την αποτυχία του νόμου να παράγει μια αξιόπιστη λύση ή προσέγγιση, για την αναδιάρθρωση υπερχρεωμένων αλλά βιώσιμων εταιρειών. Ένα από τα ζητήματα που είχαν δημιουργήσει νομική αβεβαιότητα ήταν η πιθανή διαγραφή χρεών

που μπορούσε να επηρεάσει οποιαδήποτε συμφωνία αναδιάρθρωσης που είχε ξεκινήσει ή οριστικοποιηθεί πριν από τη αίτηση πτώχευσης.

Οι κύριες τροποποιήσεις που εισήχθησαν ήταν:

- i. Η δυνατότητα επίτευξης εξωδικαστικών συμφωνιών αναχρηματοδότησης, χωρίς claw-back¹⁶ κίνδυνο (εκτός από περίπτωση απάτης), όταν τεκμηριώνεται από συμβολαιογράφο και με την υποστήριξη των πιστωτών, που αντιπροσωπεύουν το 50% των υποχρεώσεων της επιχείρησης και με καταρτισμένο σχέδιο βιωσιμότητας εγκεκριμένο από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα.
- ii. Η προστασία των οφειλετών σε προ πτωχευτικές διαπραγματεύσεις με πιστωτές.
- iii. Η διευκρίνιση σχετικά με την κατάσταση ορισμένων αξιώσεων.
- iv. Μια πρόωρη εκκαθάριση οποιασδήποτε περιουσίας του οφειλέτη.
- v. Τα μέτρα για τη μείωση του κόστους, την απλούστευση και επιτάχυνση των διαδικασιών πτώχευσης.

Οι διαδικασίες για την επίλυση και την αναδιάρθρωση των αδύναμων τραπεζών, ιδίως των ταμειωτηρίων εξελίσσονταν με αργούς ρυθμούς. Στα αρχικά στάδια της κρίσης, η τραπεζική βοήθεια που δόθηκε στην Ισπανία - σύμφωνα με το κοινό πλαίσιο που συμφωνήθηκε από τις χώρες της ζώνης του ευρώ - είχε ως επί το πλείστον τη μορφή εγγυήσεων δανείων και αγοράς ρευστών τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Αργότερα με την αύξηση των κόκκινων δανείων και την επιδείνωση των οικονομικών καταστάσεων σε ορισμένες τράπεζες, ιδρύθηκε ένα ταμείο για την ανακεφαλαιοποίηση, την αναδιάρθρωση και την ενοποίηση αυτών των τραπεζών τον Ιούνιο του 2009. Τα υπόλοιπα μέτρα που ελήφθησαν περιλαμβάνουν: (1) αύξηση του ορίου ασφάλισης καταθέσεων από 20.000 ευρώ σε 100.000 ευρώ, (2) δημιουργία ενός κεφαλαίου ύψους 30–50 δισεκατομμυρίων ευρώ για την αγορά τίτλων υψηλής ποιότητας που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα, (3) παροχή κρατικών εγγυήσεων για νέες εκδόσεις χρεών πιστωτικών ιδρυμάτων, και (4) δημιουργία του Ταμείου για Ομαλή Αναδιάρθρωση Τραπεζών (στις 26 Ιουνίου 2009) για την επίβλεψη της διαχείρισης προβληματικών τραπεζικών ιδρυμάτων.

¹⁶ **Claw-back:** Το claw-back αναφέρεται σε οποιαδήποτε χρηματική ή μη αμοιβή που έχει δοθεί, συνήθως σε εργαζομένους, αλλά είναι απαιτητό να επιστραφεί. Αυτό συμβαίνει σε ειδικές περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα τα χρήματα που έχουν ληφθεί ως αποτέλεσμα οικονομικού εγκλήματος ή όταν υπάρχει συμβόλαιο αποζημίωσης σε ανώτερα στελέχη.

4.3.2.3 Αναδιάρθρωση χρέους των μεγαλύτερων χρηματομεσιτικών επιχειρήσεων
Metrovacesa, μια εταιρεία ανάπτυξης ακινήτων που εδρεύει στο κοινό και εδρεύει στη Μαδρίτη, είναι η μεγαλύτερη εταιρεία ακινήτων της Ισπανίας. Τον Φεβρουάριο του 2009, μετά από απώλεια 738 εκατομμυρίων ευρώ το προηγούμενο έτος, οι ιδιοκτήτες της Metrovacesa αναγκάστηκαν να παραδώσουν τον έλεγχο στα τραπεζικά πιστωτικά ιδρύματα, ανταλλάσσοντας το 55% του μεριδίου, για μια διαγραφή δανείων ύψους 2,1 δισεκατομμυρίων ευρώ, που δεν μπορούσε ούτε να αποπληρώσει ούτε να αναχρηματοδοτήσει.

Inmobiliaria Colonial, μια εταιρεία η οποία είχε παρουσία στο χρηματιστήριο και η δεύτερη μεγαλύτερη εταιρεία ακινήτων στην Ισπανία, αναδιάρθρωσε χρέος 4,9 δισεκατομμυρίων ευρώ με εξωδικαστική προσπάθεια. Στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης, τον Δεκέμβριο του 2009, δύο ιδιωτικοί όμιλοι - Colony Capital Partners και Orion Capital Managers - συμφώνησαν να αγοράσουν το χρέος της Inmobiliaria Colonial από τη Goldman Sachs, που στην περίπτωση αυτή λήφθηκε η θέση της Goldman ως ο δανειστής. Η Colony και η Orion μετέτρεψαν το χρέος με ονομαστική αξία 1 δισ. Ευρώ σε μετοχές Colonial. Αναφέρεται ότι η Goldman είχε δανείσει έως 1,5 δισ. Ευρώ στην Colonial και πούλησε το χρέος στην Colony και την Orion για 950 εκατ. Ευρώ, που φανερώνει σημαντική έκπτωση ή ζημία για την Goldman. Αν και λίγα στοιχεία είναι γνωστά, οι αναλυτές πιστεύουν ότι η Colonial συμφώνησε να αποτιμήσει το χρέος στο 100 τοις εκατό σε συμβάσεις ανταλλαγής, έτσι ώστε η Colony και η Orion να λάβουν απότομα εκπτώσεις μετοχών σε αντάλλαγμα, και ως εκ τούτου να αποκομίσουν πολύ κέρδος αν οι μετοχές της Colonial ευδοκιμήσουν.

Martinsa-Fadesa, μια εταιρεία με δημόσια διαπραγμάτευση με χρέος 4,9 δισεκατομμυρίων ευρώ, υπέβαλε αίτηση πτώχευσης τον Ιούλιο του 2009, καθιστώντας την τη μεγαλύτερη χρεοκοπία της Ισπανίας. Η Martinsa προσπαθούσε να εφαρμόσει ένα σχέδιο αποπληρωμής χρέους. Από τον Αύγουστο του 2009, το σχέδιο αποπληρωμής του χρέους υποστηρίχθηκε από το 54% των πιστωτών του, συμπεριλαμβανομένων και ορισμένων ισπανικών τραπεζών. Η Martinsa-Fadesa επρόκειτο να αποπληρώσει το 2% ενός κοινοπρακτικού δανείου άνω των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ πριν από το Μάιο του 2010 και 3 τοις εκατό το 2011. Οι αποπληρωμές θα αυξηθούν σε 25 τοις εκατό το 2015 και το 2016.

Sacyr Vallehermoso, μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες ανάπτυξης ακινήτων, είχε πουλήσει περιουσιακά στοιχεία για να συγκεντρώσει μετρητά για την αποπληρωμή του

χρέους της. Είχε πουλήσει το βραχίονα με διόδια και βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις για να πουλήσει τη συμμετοχή της στη Repsol YPF, τη μεγάλη εταιρεία πετρελαίου της Ισπανίας.

4.3.3 Ουκρανία

4.3.3.1 Ιστορικό και οικονομικό πλαίσιο¹⁷

Η εξάρτηση της Ουκρανίας από τις εξαγωγές εμπορευμάτων, πρώτες ύλες, κυρίως ορυκτών, όπως χάλυβα, και την εξωτερική χρηματοδότηση, η ουκρανική οικονομία υπέστη μεγάλο πλήγμα τη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση (ΔΝΤ, 2009δ). Η ανάπτυξη που προβλεπόταν δεν εμφανίστηκε και το 2009 μειώθηκε κατά 15 τοις εκατό, όπου και χάθηκε η πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το ουκρανικό νόμισμα (UAH) ήταν ένα από τα νομίσματα που επηρεάστηκε περισσότερο από την κρίση. Το Φεβρουάριο του 2009, το νόμισμά τους έχασε περίπου το 45% της αξίας του έναντι του αμερικάνικου δολαρίου (ΗΠΑ), και αφού είχε προηγηθεί η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας. Η πτώση του νομίσματος έφερε τις εταιρίες που συνεργάζονταν με τρίτες χώρες σε ανυπόστατη πίεση. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα την αδυναμία πληρωμής των χρεών τους και ειδικά σε ξένο νόμισμα.

Ο τραπεζικός τομέας αντιμετώπιζε πολύ μεγάλη πίεση, λόγω της αδυναμίας για εξωτερική χρηματοδότηση και της ραγδαίας αύξησης των καθυστερήσεων των αποπληρωμών των δανείων. Με υψηλότερο δείκτη καθυστερήσεων, οι τράπεζες ανέφεραν απώλειες περίπου 27 δισεκατομμυρίων UAH (3% του ΑΕΠ) το 2009.

Ουκρανία: Δείκτης Καθυστερήσεων των Δανείων						
2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
28.3	30	19.6	17.8	13.2	17.4	40.2

Εικόνα 4 – Δείκτη καθυστερήσεων των δανείων (IMF, 2009)

Η οικονομική κατάσταση της κρατικής εταιρείας ενέργειας, Naftogaz, διαβρώθηκε μετά την κρίση, με αποτέλεσμα η αντιπαράθεση που προκλήθηκε σχετικά με τις πληρωμές στη Ρωσία, δημιουργώντας τεράστιο κόστος στην κυβέρνηση. Η Naftogaz είχε σημειώσει απώλειες για λίγο (συμπεριλαμβανομένου του 2,6% του ΑΕΠ το 2009), αντικατοπτρίζοντας το χάσμα μεταξύ των εγχώριων και των εισαγόμενων τιμών φυσικού

¹⁷ (IMF, 2009)

αερίου, τις χαμηλότερες από τις αναμενόμενες πωλήσεις και την αύξηση των απαιτήσεων από τις δημόσιες επιχειρήσεις. Η «διένεξη» με τη Ρωσία σχετικά με την εξόφληση της εισαγωγής φυσικού αερίου διογκώθηκε τον Ιανουάριο, προκαλώντας τη διακοπή στην προμήθεια ρωσικού φυσικού αερίου στην Ουκρανία, καθώς και στα Βαλκάνια και την Κεντρική Ευρώπη. Επιλύθηκε όταν η Naftogaz εξόφλησε το χρέος της στην Gazprom και στις 10 Φεβρουαρίου υπογράφηκε ένα νέο 10ετές συμβόλαιο φυσικού αερίου. Η σύμβαση αυτή τερμάτισε την προνομιακή θέση που κατείχε η Ουκρανία στο ρωσικό φυσικό αέριο και έθεσε τις τιμές του φυσικού αερίου σύμφωνα με τις τιμές της αγοράς.

4.3.3.2 Policy response ¹⁸

Αντιμετωπίζοντας τα σοβαρά αυτά προβλήματα πληρωμών, η Ουκρανία έλαβε μια 16,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων από το ΔΝΤ τον Νοέμβριο του 2008, υπογράφοντας μια διετή συμφωνία παρακολούθησης, το φερόμενο στη χώρα μας, γνωστό και ως «μνημόνιο». Το μεγάλο χρηματικό ποσό που δόθηκε στην Ουκρανία, επέφερε κάποια ανακούφιση. Πλέον, θα είχε το χρόνο να σχεδιάσει και να εφαρμόσει το πρόγραμμα της αναδιάρθρωσης και της επίλυσης των προβλημάτων στο τραπεζικό και επιχειρηματικό τομέα.

Η εφαρμογή του σχεδίου ξεκίνησε το δεύτερο εξάμηνο του 2008 από τον τραπεζικό τομέα μέσω της δημιουργίας μονάδας ανακεφαλαιοποίησης στην Εθνική Τράπεζα της Ουκρανίας. Αργότερα το 2009, τα προβλήματα χρέους της Naftogaz ήρθαν στο προσκήνιο, με αποτέλεσμα την εμπλοκή της κυβέρνησης και την ανάληψη ορισμένων από τις υποχρεώσεις της. Σε αυτό το στάδιο, ελήφθησαν επίσης μέτρα για την αναδιάρθρωση των εταιρικών χρεών.

Η έλλειψη κεφαλαίων στον τραπεζικό τομέα ήταν ένα εμπόδιο για την αναδιάρθρωση των εταιρικών χρεών και χρειαζόταν να ληφθούν άμεσα μέτρα. Η διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης που ξεκίνησε από την Εθνική Τράπεζα της Ουκρανίας περιλάμβανε μια διαγνωστική φάση για τον εντοπισμό κεφαλαιακών ελλείψεων, τα σχέδια ανακεφαλαιοποίησης και τους απαραίτητους μηχανισμούς εξυγίανσης για τις τράπεζες που δεν μπορούν να καλύψουν τις κεφαλαιακές τους απαιτήσεις. Η διαγνωστική μελέτη των τραπεζών (καλύπτοντας 38 τράπεζες που αντιστοιχούσαν στο 85% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων) αποκάλυψε μεγάλες ελλείψεις σε κεφάλαια. Στη συνέχεια, τον Δεκέμβριο του 2008, δύο κρατικές τράπεζες ανακεφαλαιοποιήθηκαν, μέσω εισφοράς

¹⁸ (Segura, Pogarska, Ustenko, Kozyarivska, & Kasyanenko, 2009)

14,4 δισεκατομμυρίων UAH (1,8 δισεκατομμύρια δολάρια) σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτά. Για τις ιδιωτικές τράπεζες, τα αποτελέσματα αποκάλυψαν κεφαλαιακή ανεπάρκεια ύψους 30,5 δισεκατομμυρίων UAH (4 δισεκατομμύρια δολάρια ή 3% του ΑΕΠ). Συνεπώς, οι μέτοχοι των ιδιωτικών τραπεζών ήταν υποχρεωμένοι να συγκεντρώσουν επιπλέον κεφάλαια. Ενώ οι περισσότερες ιδιωτικές τράπεζες μπόρεσαν να συγκεντρώσουν το απαιτούμενο κεφάλαιο, υπήρξαν και εκείνες οι οποίες δεν κατάφεραν. Έτσι, ανέλαβε το μερίδιο αυτό της κεφαλαιακής υποστήριξης η κυβέρνηση, επιβαρύνοντας τον οικονομικό προϋπολογισμό, προσθέτοντας το στη διαχείριση κρίσεων.

Για να αυξήσουν τα κίνητρα για αναδιάρθρωση εταιρικών χρεών, εκτός από την αναθεώρηση του τραπεζικού τομέα, οι αρχές ξεκίνησαν μεταρρυθμίσεις για να διευκολύνουν την εκούσια εξωδικαστική αποκατάσταση. Οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης υπό την εποπτεία του δικαστηρίου είναι γενικά χρονοβόρες, δαπανηρές και οδηγούν σε εκκαθαρίσεις, εταιρίες που μπορούν να διασωθούν και μπορούν να αποτελέσουν σημαντικό κομμάτι στην εκάστοτε οικονομία. (Foundation.for.Effective.Governance)

Ωστόσο, η δυσμενής οικονομική κατάσταση εκτοξεύτηκε με τη Naftogaz, ήταν το αποκορύφωμα των προβλημάτων εταιρικού χρέους στην Ουκρανία. Χρόνια επιδοτούμενων πωλήσεων φυσικού αερίου και οι τότε υψηλές τιμές εισαγωγής πετρελαίου επιδείνωσαν τα οικονομικά της εταιρείας και ανάγκασαν την εταιρεία να αναζητήσει αναδιάρθρωση του χρέους της. (IMF, 2009)

4.3.3.3 Naftogaz¹⁹

Τα οικονομικά της κρατικής εταιρείας φυσικού αερίου επιδεινώθηκαν τα τελευταία χρόνια λόγω των υψηλότερων τιμών στην εισαγωγή φυσικού αερίου από τη Ρωσία και των επιδοτούμενων εγχώριων πωλήσεων φυσικού αερίου. Η αδυναμία της να πληρώσει ομόλογα αξίας 500 εκατομμυρίων δολαρίων μέχρι τις 30 Σεπτεμβρίου 2009 που ήταν η προθεσμία, επέφερε την ανακοίνωση της Naftogaz για την επιθυμία αναδιάρθρωσης του χρέους μία εβδομάδα πριν από την ημερομηνία λήξης. Η ανακοίνωση είχε ως αποτέλεσμα την προσφορά ανταλλαγής του χρέους των 500 εκατομμυρίων δολαρίων, που έληγε σε μια εβδομάδα, για νέα κρατικά εγγυημένα ομόλογα με υψηλό επιτόκιο 9,5% και πενταετή διάρκεια. Στους επενδυτές δόθηκε προθεσμία ως τις 19 Οκτωβρίου για αποδοχή ή απόρριψη της προσφοράς. Ταυτόχρονα, η Naftogaz ξεκίνησε

¹⁹ (Grigorian & Raeli, 2010)

διαπραγματεύσεις με τους αμφίπλευρους πιστωτές της για τη μετατροπή των δανείων τους σε νέο ευρωομόλογο.

Στις 19 Οκτωβρίου, η εταιρεία ανακοίνωσε ότι το 93% των ομολογιούχων είχε συμφωνήσει για την ανταλλαγή και ότι οι υπόλοιποι κάτοχοι ομολόγων θα πραγματοποιούσαν μια ειδική συνεδρίαση ομολογιούχων, όπως προβλέπεται στις ρήτρες συλλογικής δράσης του παλαιού ομολόγου. Στις 5 Νοεμβρίου, η Naftogaz ανακοίνωσε ότι είχε ολοκληρώσει την αναδιάρθρωση όχι μόνο με τους ομολογιούχους αλλά και με όλους τους δανειστές της, καθώς το παλιό χρέος μετατράπηκε σε ένα νέο ευρωομόλογο ύψους 1,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων που είχε ημερομηνία λήξης το 2014 και με ετήσιο επιτόκιο 9,5 τοις εκατό. Η εταιρεία άλλαξε οργανωτική δομή, από κρατική οντότητα σε δημόσια ανώνυμη εταιρεία.

Υπό το φως των μεγάλων δημοσιονομικών κινδύνων για τον ισολογισμό της κυβέρνησης, έγιναν αρκετά βήματα για τον εξορθολογισμό, την επιχειρησιακή αναδιάρθρωση της Naftogaz και τη διαφύλαξη των δημόσιων πόρων. Ο κρατικός προϋπολογισμός αυξήθηκε σε έκταση για να συμπεριλάβει το έλλειμμα της Naftogaz στο δημόσιο έλλειμμα. Για να ενισχύσουν τα οικονομικά της Naftogaz, η πολιτεία αύξησε τις τιμές του φυσικού αερίου (μειώθηκε η επιδοτούμενη εγχώρια πώληση) και, εκτός από την εγγύηση χρέους, ανακεφαλαιοποίησαν την Naftogaz μέσω ομολόγων ανακεφαλαιοποίησης που ισοδυναμούσε με 2,7% του ΑΕΠ το 2009. Τέλος, προγραμματίζονται αλλαγές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και τα συστήματα λογιστικής/ αναφοράς. Η κυβέρνηση ανέθεσε σε μια διεθνή ελεγκτική εταιρεία να δημιουργήσει ένα πλαίσιο παρακολούθησης για τα οικονομικά της Naftogaz και να δημιουργήσει μια τακτική (μηνιαία) και έγκαιρη δημόσια αναφορά βασικών χρηματοοικονομικών δεδομένων.

4.3.4 Αμερικανική αυτοκινητοβιομηχανία

4.3.4.1 Ιστορικό και οικονομικό πλαίσιο²⁰

Η αυτοκινητοβιομηχανία στις Ηνωμένες Πολιτείες (και τον Καναδά) αντιπροσωπεύει ένα παράδειγμα διάσωσης μεγάλων και στρατηγικά σημαντικών εταιρειών στις προηγμένες οικονομίες, όπου υπό κανονικές συνθήκες η οικονομική υποστήριξη τέτοιων εταιρειών, από την κυβέρνηση είναι σπάνια. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ

²⁰ (Canis, 2011), (Cooney, 2011), (Brunel & Hufbauer, 2009)

δημιούργησε το Χρηματοοικονομικό Πρόγραμμα Αυτοκινητοβιομηχανίας τον Δεκέμβριο του 2008, προκειμένου να αποφευχθεί σημαντική αναστάτωση στην αυτοκινητοβιομηχανία των ΗΠΑ λόγω του κινδύνου που θα μπορούσε να προκαλέσει μια τέτοια αναστάτωση, στη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και στην ευρύτερη οικονομία των ΗΠΑ. Λόγω των δεσμών με την αυτοκινητοβιομηχανία στον Καναδά, οι κυβερνήσεις του Καναδά και η επαρχία του Οντάριο παρείχαν επίσης οικονομική υποστήριξη σε θυγατρικές των αμερικανικών αυτοκινητοβιομηχανιών στον Καναδά για να αποφύγουν τη μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης.

Η κατάσταση στις τρεις μεγάλες εταιρείες αυτοκινήτων - General Motors, Chrysler και Ford, γνωστές ως οι Big Three - είχε γίνει πιο ζοφερή για αρκετό καιρό. Για μια δεκαετία, οι εταιρείες έχασαν μερίδιο αγοράς από τους εισαγωγείς και αγωνίζονταν με υψηλό κόστος εργασίας και σύνταξης. Για μια δεκαετία, οι εταιρείες έχαναν μερίδιο αγοράς από τους ανταγωνιστές τρίτων χωρών, καθώς δυσκολεύονταν με το υψηλό κόστος εργασίας. Η κρίση έκανε τα πιστωτικά περιθώρια πολύ στενά και τελικά ανάγκασε δύο από αυτές να χρεοκοπήσουν. Συνολικά, οι πωλήσεις μειώθηκαν κατά 18% μεταξύ 2007 και 2008, με τις πωλήσεις SUV να πέφτουν περίπου 40%.

Τον Νοέμβριο του 2008, καθώς οι οικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν, οι Big Three ζήτησαν από την κυβέρνηση οικονομική υποστήριξη. Η κυβέρνηση αποκρίθηκε θετικά στην έκκληση για βοήθεια, καθώς ακολούθησε το σκεπτικό «too big to fail». Ομολογουμένως, οι τρεις αυτές μεγάλες εταιρίες κατείχαν το 50% των πωλήσεων στις ΗΠΑ το 2008 και ο αριθμός των εργαζομένων έφτανε τους 240.000. Η πιθανή πτώχευσή τους θα είχε καταστροφικό αντίκτυπο σε όλη την αυτοκινητοβιομηχανία, στους προμηθευτές και στην υπόλοιπη οικονομία. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, η βιομηχανία απασχολεί περίπου 500.000 εργαζόμενους σε όλη τη χώρα, όπου σε πολλές πολιτείες αντιπροσωπεύει μεγάλο αριθμό του εργασιακού πληθυσμού, όπως πχ στο Μίσιγκαν που αντιστοιχεί στο 1/3 της εργασιακής του απασχόλησης. Η αυτοκινητοβιομηχανία στον Καναδά συνδέεται επίσης πολύ με αυτήν των Ηνωμένων Πολιτειών. Το εμπόριο αυτοκινήτων Καναδά-Η.Π.Α. αντιπροσώπευε το 20% του συνολικού διμερούς εμπορίου το 2007. Η αυτοκινητοβιομηχανία στον Καναδά αντιπροσωπεύει το 14% της συνολικής παραγωγής της χώρας και απασχολεί 150.000 εργαζόμενους.

4.3.4.2 Policy response²¹

Τον Σεπτέμβριο του 2008, οι «Big Three» ζήτησαν 50 δισεκατομμύρια δολάρια για να πληρώσουν τα έξοδα υγειονομικής περίθαλψης και να αποφύγουν την πτώχευση και τις επακόλουθες απολύσεις. Το Νοέμβριο του 2008 ψηφίστηκε νομοσχέδιο για την παροχή άμεσων δανείων 25 δισεκατομμυρίων δολαρίων στις εταιρείες αυτοκινήτων.

Στις 19 Δεκεμβρίου, ο Πρόεδρος Μπους ενέκρινε 17,4 δισεκατομμύρια δολάρια σε κεφάλαια διάσωσης στο πρόγραμμα TARP (ένα ειδικό πρόγραμμα για τις προβληματικές επιχειρήσεις), για τη GM (13,4 δισεκατομμύρια δολάρια) και τη Chrysler (4 δισεκατομμύρια δολάρια), ακολουθώντας τους αυστηρούς εποπτικούς κανόνες. Οι δύο αυτοκινητοβιομηχανίες είχαν καταθέσει ενώπιον του Κογκρέσου ότι εάν δεν λάβουν οικονομική βοήθεια πριν από το τέλος του έτους, θα είχαν χρεοκοπήσει. Τα κεφάλαια δόθηκαν κατά την περίοδο, στα τέλη του 2008 και στις αρχές του 2009. Η Ford δεν χρειάστηκε τέτοια βοήθεια. Υπό την κυβέρνηση Μπους, η GMAC (θυγατρική της GM) δανείστηκε ακόμα 5 δισεκατομμύρια δολάρια και η Chrysler Financial (θυγατρική της Chrysler) δανείστηκε 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια.

Στις 31 Δεκεμβρίου 2008, η GM και η Chrysler (ατομικά) κατοχύρωσαν τη υποκείμενη συμφωνία για την αναδιάρθρωση των χρεών τους, και το Υπουργείο Οικονομικών καθόρισε την ημερομηνία υποβολής του σχεδίου. Με την κατάθεση του προγραμματισμού της αναδιάρθρωσης, σχηματίστηκε μια ομάδα από ειδικούς, το Φεβρουάριο του 2009, για την μελέτη και επιθεώρηση αυτών. Ο σκοπός της διαδικασίας ήταν η υποβολή συγκεκριμένων συστάσεων απευθείας προς τον Πρόεδρο της Αμερικής σχετικά με τις εξελίξεις των αναδιρθρώσεων και τη χρήση των κεφαλαίων. Στις 30 Μαρτίου 2010, η επιτροπή αξιολόγησης παρουσίασε τα αποτελέσματα, στα οποία δήλωσε ότι τα υποβληθέντα σχέδια δεν ήταν επαρκή για να καταφέρουν οι εταιρείες να φτάσουν σε βιώσιμο επίπεδο και ότι η κυβέρνηση θα χρειαστεί να δράσει για αυτήν την επίτευξη με περαιτέρω ενέργειες. Οι προοπτικές διάσωσης μειώθηκαν ακόμα περισσότερο όταν παρουσιάστηκαν και οι οικονομικές τους καταστάσεις για το 2008. Τελικά τόσο η Chrysler όσο και η General Motors υπέβαλαν αίτηση πτώχευσης.

Αυτά που συνέβησαν στον τομέα της αυτοκινητοβιομηχανίας είχαν μεγάλη επίδραση και στην κρατική οικονομία των ΗΠΑ. Από τον Δεκέμβριο του 2008, η κρατική επιχορήγηση έφτανε περίπου 81 δισεκατομμύρια δολάρια (67 δισεκατομμύρια δολάρια

²¹ (The.White.House.Blog, 2009), (TARP, 2008), (Treasury.Department, 2010)

δόθηκαν τον Οκτώβριο του 2010) σε δάνεια και επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια στους δύο αυτούς κατασκευαστές αυτοκινήτων, καθώς και την εταιρία GMAC, η οποία όμως δεν έχει υποβάλλει πτώχευση. Η κυβέρνηση του Καναδά παραχώρησε 2,4 δισεκατομμύρια δολάρια για την αναδιάρθρωση του Chrysler Canada. Ακόμα, είχαν προσφέρει, και το καθόλου ευκαταφρόνητο ποσό των 9,5 δισεκατομμύρια δολάρια για τη στήριξη της GM, η οποία έχει μια σημαντική θυγατρική στον Καναδά.

Η πιθανή απόσβεση των επενδύσεων που έγιναν από τα κράτη των ΗΠΑ και Καναδά, θα μπορούσε να συμβεί μόνο στην περίπτωση που πετύχαινε το σχέδιο αναδιάρθρωσης και οι επιχειρήσεις αυτές ξεκινούσαν να αποδίδουν. Η GM επέστρεψε στην κερδοφορία το πρώτο τρίμηνο του 2010 για πρώτη φορά σε τρία χρόνια, με καθαρά κέρδη 865 εκατομμύρια δολάρια. Μάλιστα, τον Απρίλιο του ίδιου έτους, η εταιρεία ανακοίνωσε ότι είχε αποπληρώσει ένα τμήμα του δανείου ύψους 8,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων, από τα συνολικά 60 δισεκατομμυρίων δολαρίων που έλαβε από τις κυβερνήσεις των ΗΠΑ και του Καναδά. Η αποπληρωμή είχε θεωρηθεί ότι θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της τιμής της μετοχής της στο χρηματιστήριο. Η δεύτερη όμως αυτοκινητοβιομηχανία, η Chrysler σημείωσε ζημίες το 2009, αλλά προβλεπόταν να ανακάμψει το 2010. Ένα τμήμα του δανείου της έληγε τον Δεκέμβριο του 2011, ενώ το υπόλοιπο τον Ιούνιο του 2017.

5 Σχολιασμός και συμπεράσματα

Το φαινόμενο της οικονομικής κρίσης και τα κατάλοιπά της παραμένουν στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική σκηνή παρ' όλα τα χρόνια που έχουμε διανύσει μέσα σε αυτήν, και μάλιστα με τελευταία επικυρωμένη ημερομηνία αρχής το 2008! Οι αλληπάλληλες υφέσεις που υπέστη ο πλανήτης στο χρηματοοικονομικό του σύστημα κατάφερε να παραλύσει ακόμα και τους μεγαλύτερους επιχειρηματικούς οργανισμούς.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία αρχικά έγινε μια εισαγωγή για το χρηματοοικονομικό σύστημα και την έννοια της κρίσης σε αυτό, ώστε να μπορέσουν να κατανοηθούν σε μεγαλύτερο βαθμό οι έννοιες που είναι σχετικές με τις δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις που ταλανίζουν τις επιχειρήσεις σε ολιστικό επίπεδο. Η διάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος παρ' όλα αυτά επηρεάζει διαφορετικά της μικρομεσαίες απ' ότι τις μεγάλες επιχειρήσεις. Έτσι, μια ενδεχόμενη οικονομική κρίση θα πρέπει να αντιμετωπιστεί διαφορετικά ανάλογα με το μέγεθος της οικονομικής

οντότητας, παρόλο που τα αίτια μπορεί να είναι ίδια. Αυτό μπορεί να γίνει αντιληπτό και στο μακροοικονομικό μέγεθος μια ύφεσης, όπου τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων διαφοροποιούνται ανάλογα πάντα με το μέγεθος τους.

Στη συνέχεια, παρατέθηκαν τα στοιχεία σε λεπτομερή επίπεδο για το πως οδηγείται μία επιχείρηση σε οικονομικό πρόβλημα. Δόθηκαν οι περισσότερες διαδομένες αιτίες, πέραν της οικονομικής κρίσης, που εντοπίζονται στις επιχειρήσεις αυτές που αντιμετωπίζουν οικονομική υποβάθμιση. Αυτά τα στοιχεία έχουν εντοπιστεί και στο εσωτερικό και στο εξωτερικό περιβάλλον μιας οντότητας. Τέλος, παρουσιάστηκαν κάποια εργαλεία μέτρησης του βαθμού του προβλήματος που εμφανίζει η επιχείρηση και μπορούν να βοηθήσουν στον έγκαιρο εντοπισμό του. Η «γνώση είναι δύναμη» έχει ειπωθεί από το φιλόσοφο Φράνσις Μπέικον, και στην περίπτωση μας που αφορά οικονομικά μεγέθη οντοτήτων και τρίτων είναι καταλυτική. Γνωρίζοντας το τι μπορεί να προκαλέσει την πτώση μιας επιχείρησης και έχοντας τον έλεγχο των μεγεθών που την καθορίζουν μπορούν να αποτραπούν δυσάρεστες εξελίξεις.

Κατόπιν και την ενδότερη ενασχόληση με τη δημιουργία χρηματοοικονομικού προβλήματος στις επιχειρήσεις, παρουσιάστηκε το κεντρικό θέμα της διπλωματικής εργασίας, που είναι η πτώχευση και η αναδιάρθρωση χρέους. Πρώτα, αναφερθήκαμε στην πτώχευση και παραθέσαμε τους διάφορους τρόπους με τους οποίους μπορεί να εντοπιστεί βιβλιογραφικά και μη, και να οριστεί η πτώχευση. Κατόπιν, παραβάλαμε το Ν.4738 και το Κεφάλαιο Β' αυτού, που αναφέρεται στην προπτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης, που έχει ως τινά δύο αποτελέσματα, την πώληση ή την αναδιάρθρωση μιας προβληματικής επιχείρησης. Η έννοια της πτώχευσης με αυτήν που ασχοληθήκαμε είναι συνυφασμένη με την αναδιάρθρωση χρέους και ουσιαστικά είναι η προσπάθεια να διασωθεί η οικονομική οντότητα. Η κύρια διαφορά των εννοιών της πτώχευσης, είναι ότι η μια, είναι μια προσπάθεια επίλυσης με δικαστικό τρόπο και η άλλη εξωδικαστικά. Έτσι, μετέπειτα και της κατανόησης της έννοιας της πτώχευσης που μας απασχόλησε στην προκείμενη εργασία, έγινε μια προσπάθεια να διευκρινιστεί και να κατανοηθεί η αναδιάρθρωση στο επίπεδο που η οικονομική οντότητα έχει φτάσει στο σημείο που το χρέος της αποτελεί κίνδυνο. Συγκεκριμένα παρατέθηκαν οι συνθήκες οι οποίες αποβλέπουν σε αναδιάρθρωση χρέους, και οι παράγοντες οι οποίοι οδηγούν σε μια επιτυχημένη προσπάθεια αναδιάρθρωσης. Είναι φανερό ότι και οι δυο περιπτώσεις, χρεοκοπίας και αναδιάρθρωσης, είναι μια προσπάθεια αποφυγής του αναπόφευκτου, δηλαδή τη μη συνέχιση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της οικονομικής οντότητας.

Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με μια σειρά από απαραίτητες ενέργειες, καταλυτικές για την αναζωπύρωση του πυρήνα των λειτουργικών δραστηριοτήτων κάθε οικονομικής οντότητας. Αυτό βέβαια δεν μπορεί να ξεκινήσει αν πρώτα δεν ικανοποιηθούν οι πιστωτές και δεν προγραμματιστεί η αποπληρωμή του χρέους. Οι πιστωτές είναι αυτοί οι οποίοι σε αυτή τη χρονική στιγμή της επιχείρησης είναι οι πρώτοι θα πρέπει να είναι σύμφωνοι με το σχέδιο της εκάστοτε αναδιάρθρωσης είτε αυτό είναι με δικαστικό τρόπο και μέσο, είτε εξωδικαστικά.

Τέλος, στο τελευταίο κεφάλαιο αυτής της εργασίας βρήκαμε και παρουσιάσαμε κάποιες περιπτώσεις εταιριών που υπέπεσαν σε καθεστώς πτώχευσης και κάποιες προσπάθειες αναδιάρθρωσης χρεών. Από αυτές, οι δύο εταιρίες που αναλύθηκαν περισσότερο είναι Ελληνικές, η ΣΕΛΜΑΝ και η Μπάμπης Βωβός Τεχνική Εταιρία, και οι υπόλοιπες επιλέχθηκαν από διάφορους κλάδος που πλήγηκαν από την παγκόσμια κρίση, από διάφορα κράτη σε Ευρώπη και την Αμερική. Σε αυτήν την ενότητα 4.3 αναπτύχθηκε η επιρροή που είχε η εκάστοτε κρίση πρώτα σε γενικό πλαίσιο στη χώρα και στον κλάδο, σε τι κινήσεις προέβησαν και μετά έγινε μια μικρή αναφορά στις επιχειρήσεις και τα αποτελέσματα της αναδιάρθρωσης σε αυτές.

6 Βιβλιογραφία

- (2020). Ανάκτηση από <https://www.taxheaven.gr/law/4738/2020>
- accountingtools.com. (2020). *accountingtools.com*. Ανάκτηση από <https://www.accountingtools.com/>
- Aghion, P., Hart, O., & Moore, J. (1992). The economics of bankruptcy reform. *National Bureau of Economic Research*(No. w4097).
- Altman, E. (1983). *Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy*. John Wiley and Sons.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), pp. 589-609.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (Vol. Vol. 289). John Wiley & Sons.
- Argenti, J. (1976). *Corporate collapse*. Wiley.
- Argenti, J. (1977). Corporate planning and corporate collapse. *Long Range Planning*, 9(6), pp. 12-17.
- Baird, D. G., & Bernstein, D. S. (2005). Absolute priority, valuation uncertainty, and the reorganization bargain. *Yale LJ*, 115(1930).
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, pp. 71-111.
- Bernanke, B. S. (2001). Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *INTERNATIONAL LIBRARY OF CRITICAL WRITINGS IN ECONOMICS*(133), pp. 70-89.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 4, pp. 27-48.
- Bibeault, D. B. (1998). *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners!* Beard Books.
- Bigus, J. (2002). Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts. *International Review of Law and Economics*, 22(2), pp. 109-132.

- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of political economy*, 1, pp. 1-25.
- Boot, A. W., & Thakor, A. V. (1997). Financial system architecture. *The Review of Financial Studies*, 10(3), pp. 693-733.
- Bowman, E. H., & Singh, H. (1993). Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*, 14(S1), pp. 5-14.
- Brunel, C., & Hufbauer, G. C. (2009). Money for the auto industry: consistent with WTO rules? *Peterson Institute for International Economics*, No. PB09-4.
- Bull, R. (2007). Financial Ratios: How to use financial ratios to maximise value and success for your business. *Elsevier*.
- Bulow, J. I., & Shoven, J. B. (1978). The bankruptcy decision. *The Bell Journal of Economics*, pp. 437-456.
- Canis, B. (2011). *US Motor Vehicle Industry: Confronting a New Dynamic in the Global Economy*. DIANE Publishing.
- Capital.gr. (2015). <https://www.capital.gr/>. Ανάκτηση από <https://www.capital.gr/:https://www.capital.gr/epixeiriseis/3016127/bobos-epikurosi-sumfonion-exugiansis>
- Charan, R., Useem, J., & Harrington, A. (2002). Why companies fail CEOs offer every excuse but the right one: their own errors. Here are ten mistakes to avoid. *FORTUNE-EUROPEAN EDITION*, 145(11), pp. 36-46.
- Chen, J. (2020). *Investopedia.com*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/d/default2.asp>
- Cooney, S. (2011). *US motor vehicle industry: Federal financial assistance and restructuring*. DIANE Publishing.
- Dun, R. G., & Bradstreet, J. (1981). *The Business Failure Record*.
- Euretirio.com. (2020). *Euretirio.com*. Ανάκτηση από <https://www.euretirio.com/>
- Fisher, I. (1933). "The debt-deflation theory of great depressions.". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 337-357.
- Foster, J. B., & Magdoff, F. (2009). *The great financial crisis: Causes and consequences*. NYU Press.

- Foundation.for.Effective.Governance. (χ.χ.). Bankruptcy System in Ukraine: Through the Past to the Future. Ανάκτηση από http://www.feg.org.ua/en/news/foundation_press/164.html
- Friedman, B. M. (2000). Debt restructuring. *National Bureau of Economic Research*(No. w7722).
- Garrido, J. M. (2012). *Out-of-court debt restructuring*. World Bank.
- Giesecke, K., Longstaff, F. A., Schaefer, S., & Strebulaev, I. A. (2014). Macroeconomic effects of corporate default crisis: A long-term perspective. *Journal of Financial Economics*, *111*(2), pp. 297-310.
- Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of financial economics*, *27*(2), pp. 315-353.
- Greenglass, E., Antonides, G., Christandl, F., Foster, G., Katter, J. K., Kaufman, B. E., & Lea, S. E. (2014). The financial crisis and its effects: Perspectives from economics and psychology. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*. (50), pp. 10-12.
- Grigorian, D., & Raei, F. (2010). Government Involvement in Corporate Debt Restructuring: Case Studies from the Great Recession. *IMF Working Papers*, pp. 1-34.
- Grigorian, D., & Raei, F. (2010). Government Involvement in Corporate Debt Restructuring: Case Studies from the Great Recession.
- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., & Leland, H. E. (2007). Can the trade-off theory explain debt structure? *The Review of Financial Studies*, *20*(5), σσ. 1389-1428.
- Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. Clarendon press.
- HBP.ΟΡΚΩΤΟΙ.ΕΛΕΓΧΟΙ.ΛΟΓΙΣΤΕΣ.ΕΠΕ. (2013). <https://www.yumpu.com/xx/document/view/19561782/-12-2012-euro2daygr>. Ανάκτηση από <https://www.yumpu.com/xx/document/view/19561782/-12-2012-euro2daygr>: <https://www.yumpu.com/xx/document/read/19561782/-12-2012-euro2daygr>
- <http://www.et.gr/>. (2020, 10 28). ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘΜ. 4738 // Ρύθμιση οφειλών και παροχή δεύτερης ευκαιρίας και άλλες διατάξεις.

<https://www.businessenergy.gr/>. (2014, 05 20). <https://www.businessenergy.gr/>. Retrieved from

<https://www.businessenergy.gr/articlenews/284/%CF%83%CE%B5-%CE%BA%CE%B1%CF%84%CE%AC%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%83%CE%B7-%CF%80%CF%84%CF%8E%CF%87%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7%CF%82-%CE%B7-%CF%83%CE%AD%CE%BB%CE%BC%CE%B1%CE%BD-%CF%80%CE%B1%CF%8D%CF%83%CE%B7-%CF%80%CE%B>

<https://www.capital.gr/>. (2021). <https://www.capital.gr/>. Ανάκτηση από

<https://www.capital.gr/>:
<https://www.capital.gr/finance/chart/history/%ce%92%ce%a9%ce%92%ce%9f%ce%a3?symbols=%CE%92%CE%A9%CE%92%CE%9F%CE%A3&type=history&interval=all>

<https://www.naftemporiki.gr/>. (2013, 10 10). <https://www.naftemporiki.gr/>. Ανάκτηση από <https://www.naftemporiki.gr/>:

<https://www.naftemporiki.gr/finance/story/713981/selman-mataiothike-i-ekdikasi-tis-aitisis-upagogis-sto-arthro-99>

IMF. (2009). Spain: 2008 Article IV Consultation. Washington, DC. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09128.pdf>

IMF. (2009). Ukraine: Second Review under the Stand-By Arrangement. Washington, DC. Retrieved from

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Ukraine-Second-Review-Under-the-Stand-By-Arrangement-and-Request-for-Modification-of-23258>

Investopedia.com. (2020). <https://www.investopedia.com/>. Retrieved from <https://www.investopedia.com/>

Jackson, T. H. (2001). *The logic and limits of bankruptcy law*. Beard Books.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.

Joslin, G. S. (1962). Insolvency in Bankruptcy: A Synthesis. *Ind. LJ*, 38(23).

- Jostarndt, P. (2007). *Financial Distress, Corporate Restructuring and Firm Survival*. Munich. Deutscher Universitäts-Verlag| GWV Fachverlage GmbH.
- Kangari, R. (1988). Business failure in construction industry. *Journal of construction Engineering and Management*, 114(2), pp. 172-190.
- Kaufman, B. E. (2012). Wage Theory, New Deal Labor Policy, and the Great Depression: Were Government and Unions to Blame? . *ILR Review*, 65(3), pp. 501–532.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of political economy*, 2, pp. 211-248.
- KPMG. (2009). Lessons from Spanish Lending Crisis.
- Laryea, T. (2010). Approaches to corporate debt restructuring in the wake of financial crises. *Washington, DC: International Monetary Fund*(No. 2010/002).
- Lastra, R. M. (2011). Cross-border bank insolvency. *Oxford University Press*.
- Lea, M., & Chiquier, L. (2009). *Housing finance policy in emerging markets*.
- Lea, S. E., Webley, P., & Levine, R. M. (1993). The economic psychology of consumer debt. *Journal of economic psychology*, 14(1), pp. 85-119.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, pp. 865-934.
- Merton, R. C., & Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial system. *The global financial system: A functional perspective*, pp. 3-31.
- Mishkin, F. S. (1992). Anatomy of a financial crisis. *Journal of evolutionary Economics*, 2(2), pp. 115-130.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 2, pp. 147-175.
- Naftemporiki.gr. (2015). <https://m.naftemporiki.gr/>. Ανάκτηση από <https://m.naftemporiki.gr/>: <https://m.naftemporiki.gr/story/955798/egkrithike-to-sxedio-eksugiansis-tis-mbdt>
- Ofek, E. (1993). Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 1, pp. 3-30.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, pp. 109-131.

- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: an overview . *European economic review*, 37(2-3), pp. 613-622.
- Robbins, D. K., & Pearce, J. A. (1992). Turnaround: Retrenchment and recovery. *Strategic management journal*, 13 (4), pp. 287-309.
- Schendel, D., & Patton, G. R. (1975, August). AN EMPIRICAL STUDY OF CORPORATE STAGNATION AND TURNAROUND. (B. Mano, Ed.) *Academy of Management*(1), pp. 49-51.
- Segura, E., Pogarska, O., Ustenko, O., Kozyarivska, L., & Kasyanenko, S. (2009). Ukraine's Financial Crisis: Past, Present and Future. Retrieved from <http://www.usubc.org/site/sigmableyzer-macroeconomicreports/ukraine-s-financial-crisis-past-present-and-future> Дата використання, 25.
- Smith Jr, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*, 7(2), pp. 117-161.
- Starr, M. A. (2012). Consumption, sentiment, and economic news. *Economic Inquiry*, 50(4), pp. 1097-1111.
- Stulz, R. M. (2000). Financial structure, corporate finance and economic growth. *International Review of Finance*, 1(1), pp. 11-38.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), pp. 183-199.
- TARP. (2008). Retrieved from <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/briefing-room/reports/Pages/Home.aspx>
- Taylor, B. (1982). Turnaround., Recovery and Growth: The Way through the Crisis. *Journal of General Management*, 8(2), pp. 5-13.
- The.White.House.Blog. (2009, March 30). GM & Chrysler. Retrieved from <https://obamawhitehouse.archives.gov/blog/2009/03/30/gm-chrysler>
- Treasury.Department. (2010, October 28). General Motors to Repurchase Treasury Preferred Stock: Cumulative Return to Taxpayers Reaches \$9.5 Billion. Retrieved from <https://www.treasury.gov/press/releases/tg930.htm>
- unigiro.org. (2020). <https://www.unigiro.org/en/>. Retrieved from <https://www.unigiro.org/en/indicators/financial-ratios.html>
- von Kuhlwein, N. (2006). Changes in Due Diligence Requirements. *In Corporate Restructuring*, Springer, pp. 65-73.

- Von Thadden, E. L., Berglöf, E., & Roland, G. (2010). The design of corporate debt structure and bankruptcy. *The Review of Financial Studies*, 23(7), pp. 2648-2679.
- Walter, J. (1957). Determination of Technical Insolvency. *The Journal of Business*.
- Wikiaccounting.com. (2020). *Wikiaccounting.com*. Retrieved from <https://www.wikiaccounting.com/>
- Wood, B. D., Owens, C. T., & Durham, B. M. (2005). Presidential rhetoric and the economy. *The Journal of Politics*, 67(3), pp. 627-645.
- ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2012, 05 14). <https://www.newsbeast.gr/>. Ανάκτηση από <https://www.newsbeast.gr/financial/arthro/350708/auxithike-o-deiktis-timon-eisagogon-sti-viomihania>
- ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΣΧΕΔΙΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ . (χ.χ.). Ανάκτηση από <https://docplayer.gr/2779192-Epiheirimatiko-shedio-tis-etaireias-mpampis-vovos-diethnis-tehniki-kata-ta-ORIZOMENA-STO-arthro-99-symfona-me-tin-tropopoiisi-toy-kefalaiou-6-toy.html>
- Ευρωπαϊκή.Κεντρική.Τράπεζα. (2020). *European Central Bank*. Ανάκτηση από [European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.el.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.el.html)
- Κάτσος, Γ. Χ. (2017). *Προβληματικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα: Αίτια, πρόβλεψη, πρόληψη και εξυγίανση*.
- Πρωτοδικείο-Αθηνών. (2020). *Πρωτοδικείο Αθηνών*. Ανάκτηση από Πρωτοδικείο Αθηνών: http://www.protodikeio-ath.gr/opencms_prot/opencms/ProtSite/
- Ροϊδοπούλου, Α. (2019). Η πρόβλεψη της πτώχευσης Ελληνικών επιχειρήσεων με βάση το Z-Score.
- Σακελλαρόπουλος, Θ. (1992). *Προβληματικές Επιχειρήσεις. Κράτος και κοινωνικά συμφέροντα τη δεκαετία του '80*. Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική.
- Χαραλάμπος, Γ. (2020). <https://www.accountancygreece.gr/%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CE%B1/%CF%86%CE%BF%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%B5%CE%BB%CE%B5%CE%B3%CE%BA%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%B106/%CE%B4%CE%B5%CE%BF%CF%85%CF%83%CE%B1-%CE%B5%CE%B5>. Ανάκτηση από <https://www.accountancygreece.gr/>.

Χρυσικόπουλος, Ν. (2015, 10 04). <https://www.capital.gr/>. Ανάκτηση από <https://www.capital.gr/>: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3069430/i-anodos-i-ptosi-kai-oi-elpides-anabiosis-tis-shelman>