

**Ο ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ -  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ, ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ  
ΜΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ**

1. Εισαγωγή
2. Ο Κλάδος στην Ελλάδα
  - 2.1 Συνεργασία με Τράπεζες
  - 2.2 Θέματα Ανταγωνισμού
  - 2.3 Οικογενειοκρατία
3. Αποτίμηση των Κατασκευαστικών Εταιριών
4. Ο Ρόλος των Κοινοπραξιών
  - 4.1 Ζητήματα που Εγείρονται στη Διαδικασία Συγχωνεύσεων & Εξαγορών
5. Εξελίξεις στη Συνεργασία Κατασκευαστικών Εταιριών και Τραπεζών στην Ελλάδα
6. Το Γερμανικό Μοντέλο
  - 6.1 Αναλογίες με το Ιαπωνικό Μοντέλο Keiretsu
  - 6.2 Οι Ιστορικές Συγκυρίες και το Γερμανικό Μοντέλο
  - 6.3 Ο Ρόλος της Σύγχρονης Κεφαλαιαγοράς
  - 6.4 Η Περιπτώσιολογική Μελέτη της Deutsche Bank
  - 6.5 Συμπεράσματα από το Γερμανικό Μοντέλο
7. Ο Ρόλος των Τραπεζών ως Επενδυτές σε Κατασκευαστικές Εταιρίες
8. Πιθανές Εξελίξεις στη Συνεργασία Ελληνικών Τραπεζών και Κατασκευαστικών Εταιριών
  - 8.1 Συμπεράσματα

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

© Κατά το τελευταίο 12μηνο υπήρξε ένας πυρετός συζητήσεων και τελικών διαπραγματεύσεων μεταξύ των εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου, ιδιαίτερα μετά την ψήφιση του νομοσχεδίου για τα κίνητρα περί εξαγορών και συγχωνεύσεων τον Αύγουστο του 2001, αλλά και τις ανακοινώσεις μέχρι τα τέλη Ιανουαρίου 2002. Είναι ενδεικτικό ότι υπήρξαν εταιρίες εισηγμένες που είχαν κλείσει εκ των προτέρων συγκεκριμένες συμφωνίες για εξαγορά μικρότερων επιχειρήσεων (ακόμη και με τη μορφή δικαιώματος προαίρεσης), ώστε ανάλογα με τις οριστικές διατάξεις να διαθέτουν τη σχετική ευελιξία, κυρίως σε επίπεδο κεφαλαίων. **Ο παράγοντας της κεφαλαιακής επάρκειας είναι ιδιαίτερα κρίσιμος** και προσδιορίζει τόσο τη μελλοντική θέση μιας Εταιρίας στον κλάδο (ποια ή πόσα έργα θα αναλάβει είναι συνάρτηση αυτής της παραμέτρου) όσο και το βαθμό στον οποίο θα προχωρήσει σε επιχειρηματικές συμπράξεις.

## 2. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

© Στα πλαίσια της ενοποίησης του κλάδου, οι μεγάλες εισηγμένες εταιρίες επιδιώκουν αλλά και θα επιδιώξουν συνεργασίες με μικρότερες εταιρίες, εισηγμένες ή μη.

© Συνεπώς, μία ομάδα μικρών εισηγμένων εταιριών θα αποτελέσει την εμφανώς δεύτερη ταχύτητα στην πορεία της μελλοντικής ανάπτυξης του κλάδου. Ο χρόνος που περνάει θα είναι ολοένα και περισσότερο σε βάρος τους και θα τις θέτει όλο και πιο πολύ σε ένα αμυντικό ή παθητικό ρόλο. **Οι εταιρίες αυτές μπροστά στην πίεση του χρόνου κινδυνεύουν να μην εκτιμήσουν σωστά τα δεδομένα και να μην επιλέξουν τις πιο συμφέρουσες αποφάσεις.** Παράλληλα, οι επιλογές γι' αυτές μειώνονται ημέρα με την ημέρα. Εάν οι τελευταίες διαλέξουν να συμπλεύσουν έστω και καθυστερημένα με τα μεγάλα σχήματα του κλάδου, η διαπραγματευτική τους ικανότητα στην αποτίμηση των εταιριών τους – που θα αποτελούν τους στόχους των μεγάλων παικτών του κλάδου – ενδεχομένως να μειωθεί. Εδώ ίσως αποτελέσουν εξαίρεση εταιρίες με άκρως εξειδικευμένο ρόλο, για παράδειγμα, μία εταιρία που εξειδικεύεται σε ηλεκτρολογικά ή τηλεπικοινωνιακά έργα.

© Ταυτόχρονα, οι αποκλίσεις των μεγεθών του κλάδου θα γίνουν εντονότερες και αυτό θα φανεί και χρηματιστηριακά. Όταν η συγκυρία της αγοράς καταστεί ομαλή, θα παρατηρηθεί νέα τόνωση στις αποκλίσεις μεταξύ μεγάλων και μικρών σε κεφαλαιοποίηση κατασκευαστικών εταιριών.

### 2.1 ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

© Η στρατηγική συνεργασία με ελληνικές τράπεζες – για παράδειγμα μετοχική σχέση κλπ. – είναι πιο αναγκαία για τις μεγάλες μεγέθους κατασκευαστικές εταιρίες που κινούνται στην ανάλυση των ιδιαίτερα απαιτητικών έργων με το σύστημα BOT [Build-Operate-Transfer] (κτίσιμο – εκμετάλλευση – μεταφορά). Αντίθετα, οι μικρότερες εταιρίες εκ των πραγμάτων έχουν πιο περιορισμένες ανάγκες. Στην πράξη σήμερα, **τέτοιου είδους στρατηγικές σχέσεις περιορίζονται στις μεγάλες επιχειρήσεις του εγχώριου κατασκευαστικού κλάδου.**

### 2.2 ΘΕΜΑΤΑ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

© Τα μεγέθη μεταξύ των ελληνικών και των ευρωπαϊκών κατασκευαστικών εταιριών παρουσιάζουν σημαντική διαφορά εις βάρος των πρώτων. Αυτό ίσως να

αποτελεί μία ένδειξη του τι μέλλει γενέσθαι στον κλάδο σε μία μεταγενέστερη χρονική στιγμή, αφού πρώτα οι Έλληνες κατασκευαστές “τα βρουν” μεταξύ τους και οριστικοποιηθούν τα μεγάλα εγχώρια σχήματα ή όμιλοι.

© Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να εξετασθεί με προσοχή και η αξία μιας συνεργασίας ανάμεσα σε τεχνικές εταιρίες, καθώς **κάποιες ενώσεις είναι πιθανότερα πιο «φυσικές» από κάποιες άλλες**. Φυσικές ενώσεις θα μπορούσαν να ορισθούν αυτές με ένα αξιοσημείωτο βαθμό συμπληρωματικότητας σε τεχνολογία ή σε άλλες ωφέλειες.

© Θα πρέπει επίσης να εξετασθούν τα θέματα ανταγωνισμού (ξένος, εσωτερικός) που επιβάλλουν πολλές φορές διάφορες αναγκαιότητες, και επίσης τα θεσμικά δεδομένα που υπάρχουν ή που θα δημιουργηθούν με το καινούριο νομοσχέδιο.

### 2.3 ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΟΚΡΑΤΙΑ

© Από την άλλη μεριά θα πρέπει να αναρωτηθούμε αν υπάρχουν σήμερα οικογενειοκρατικές δομές διοίκησης στις ελληνικές εταιρίες και εφόσον ναι, σε ποιο βαθμό επιδρούν στο άνοιγμα των συνεργασιών και στην υλοποίηση των επιχειρηματικών συμπράξεων.

© Οι περισσότερες επιχειρήσεις στην Ελλάδα ελέγχονται από ένα, δύο ή σπανιότερα τρεις επιχειρηματίες που βεβαίως έχουν οικογένειες. Συχνά μέλη των οικογενειών τους θέλουν να σταδιοδρομήσουν στην εταιρία. Άλλες φορές οι ίδιοι οι επιχειρηματίες ωθούν τα μέλη των οικογενειών τους να συμμετάσχουν στη διοίκηση για λόγους ελέγχου. Όμως αυτά τα φαινόμενα δεν συνεπάγονται αυτόματα νεποτισμό.

© **Είναι γεγονός ότι ένα μέρος των επιχειρηματιών –ίσως το μεγαλύτερο– δεν έχει ξεπεράσει ακόμη παλαιές νοοτροπίες διοίκησης, ανάπτυξης και ελέγχου της εταιρίας**. Όμως είναι επίσης γεγονός ότι ένα μέρος των επιχειρηματιών αφυπνίζεται, ανησυχεί και αναζητά νέα πρότυπα.

© Ο οικογενειακός χαρακτήρας των εταιριών σε γενικές γραμμές λειτουργεί αρνητικά στις περισσότερες περιπτώσεις σε επιχειρηματικές συμπράξεις και συνεργασίες. Από την άλλη πλευρά υπάρχει μία τάση για πραγματιστική αντιμετώπιση ιδιαίτερα όταν οι ευκαιρίες ή οι απειλές είναι πολύ έντονες.

### 3. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

© Στη λογική των εξαγορών και των συγχωνεύσεων θα πρέπει να εξεταστεί επιπρόσθετα η μεθοδολογία αποτίμησης των διαφόρων εταιριών ως βάση για τον καθορισμό μιας λογικής τιμής. Τα συμβατικά κριτήρια αποτίμησης βοηθούν πιο πολύ όταν μία εταιρία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο. Επίσης **είναι δύσκολο να προσδιορίσουμε μελλοντικές εισροές σε μία τέτοια εταιρία**. Πάντως, οι περισσότερες κατασκευαστικές εταιρίες δεν έχουν υψηλά πάγια, αλλά αντιθέτως τα μισθώνουν σε ένα μεγάλο μέρος τους. Μεθοδολογίες λοιπόν μπορεί να είναι ένα πολλαπλάσιο κερδών ή ένα πολλαπλάσιο ανεκτέλεστου υπόλοιπου έργων.

© Ένα στοιχείο που θα μπορούσε να βοηθήσει είναι η δημοσίευση του ανεκτέλεστου υπόλοιπου έργου για τις μη εισηγμένες εταιρίες. Προς το παρόν δεν δημοσιεύεται σε τακτά χρονικά διαστήματα, και ίσως μόνο από κάποιο θεσμικό φορέα του κλάδου μπορούν να αντληθούν ορισμένα ενδεικτικά στοιχεία. Για τις εισηγμένες εταιρίες γνωστοποιείται κατά καιρούς στον τύπο (όχι όμως σε

τυποποιημένη μορφή ή σε τακτική βάση), στις Γενικές Συνελεύσεις, σε συνεντεύξεις και σε άλλες πηγές.

© Το τελευταίο είναι μεταξύ των άλλων μία συνισταμένη της **έλλειψης ποιοτικής πληροφορίας (quality reporting) στον κλάδο**, η οποία θεωρείται από τις χαμηλότερες μεταξύ των εισηγμένων κλάδων. Αυτό πολλές φορές μπορεί να επηρεάσει τα κριτήρια επιλογής, καθώς μία εταιρία με αμφίβολα στοιχεία ως προς τη φαινομενική αλλά και ουσιαστική εγκυρότητά τους, μπορεί να "αποτρέψει" την εμφάνιση ενδιαφέροντος από άλλους επιχειρηματικούς ομίλους προς το πρόσωπό της. Για παράδειγμα, δεν ελέγχονται οι πωλήσεις κοινοπραξιών, τα έσοδα κοινοπραξιών, αρκετά κόστη, και άλλες παραμέτρους. Ποιες είναι οι κυριότερες συνέπειες; Μεταξύ των άλλων αυτή η αδυναμία του κλάδου επηρεάζει τις αποτιμήσεις των κατασκευαστικών εταιριών. Είναι δε χαρακτηριστικό ότι ο εν λόγω κλάδος δεν είναι ο αγαπημένος μεταξύ των χρηματιστηριακών αναλυτών.

#### 4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΩΝ

© **Στοιχεία δυναμικής που επηρεάζουν τις διαπραγματεύσεις μεταξύ τεχνικών εταιριών πρέπει να θεωρηθούν μεταξύ των άλλων, το μέγεθος του παραθύρου της ευκαιρίας και γενικότερα ο ρόλος του χρόνου, μια δυναμική που μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις επιλογής εταιριών και τον τρόπο αποτίμησης.** Πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι κατά τα τελευταία 7 χρόνια, οι κοινοπραξίες έχουν ήδη συμβάλει στο κτίσιμο κάποιων σχέσεων, που συνεπάγεται κέρδος χρόνου. Έτσι, βοήθησαν τα τελευταία χρόνια όχι μόνο στην επίτευξη μιας πρώτης μορφής συνεργασιών αλλά και στο σφίξιμο των σχέσεων. Επιχειρηματικοί όμιλοι (με μετοχική σχέση) σήμερα προέρχονται από παλαιότερα κοινοπρακτικά σχήματα, όπως για παράδειγμα ο Όμιλος της Ελληνικής Τεχνοδομικής (με τις εταιρίες Ακτωρ και ΤΕΒ).

© Όσο για τις υπόλοιπες εταιρίες που λίγο πολύ ξέρουν ποιοι είναι οι «διπλανοί» τους στον κλάδο, και δεν χρειάζονται να τους αναζητήσουν ιδιαίτερα, δεν μένει παρά να έρθει η ώρα να συζητήσουν τις σχέσεις μιας μετοχικής συνεργασίας βάσει οικονομικών κριτηρίων, αποτιμήσεων και άλλων παραμέτρων, ενώ θα προσπαθούν να ικανοποιήσουν τους όρους του νέου νομοσχεδίου. Είναι βέβαια αυτονόητο ότι οι κινήσεις θα είναι ταχύτατες. Οι αποκλίσεις των μεγεθών θα αυξηθούν και ίσως μάλιστα κάποιοι μείνουν εντελώς απέξω.

#### 4.1 ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΓΓΕΙΡΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

© Υπάρχουν όμως και άλλες διαστάσεις. Οι στρατηγικές, τακτικές, μέθοδοι και διαδικασίες που θα υιοθετηθούν από τους πρωταγωνιστές –εξαγοράζοντες, εξαγοραζόμενους, σύμβουλους– στα πλαίσια της υλοποίησης συμφωνιών είναι καθοριστικές και επηρεάζουν τα αποτελέσματα (στρατηγική ωφελιμότητα και αποτιμήσεις). **Το ερώτημα είναι με ποιο τρόπο θα κινηθούν οι παίκτες στα πλαίσια της διαπραγμάτευσης συμφωνιών;** Πώς θα επιλέξουν τους συνομιλητές τους; Πως θα τους προσεγγίσουν; Με τι κριτήρια θα τους αξιολογήσουν; Παράλληλα, με δεδομένο ότι οι σχέσεις μεταξύ εταιριών είναι κλειστές εγείρεται η πιθανότητα του κυριαρχικού ρόλου ενός ενδιάμεσου και ταυτόχρονα ερωτήματα για τα κριτήρια βάσει των οποίων θα επιλεγόταν. Μεταξύ των θεμάτων που θα έπρεπε στην περίπτωση αυτή να διατυπωθούν με ακρίβεια είναι ο συγκεκριμένος ρόλος του, η προστιθέμενη αξία του, καθώς και τα παραδοτέα του.

## 5. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

© Ένα από τα ερωτήματα τα οποία προκύπτουν από τις πρόσφατες εξελίξεις στην ελληνική οικονομία αναφέρεται στην πιθανή ωφελιμότητα των συνεργασιών μεταξύ κατασκευαστικών εταιριών και τραπεζών (όπως για παράδειγμα εκείνης μεταξύ του Ομίλου της Ελ. Τεχνοδομικής και του Ομίλου Εθνικής Τράπεζας).

© Στην ελληνική πραγματικότητα η χρονική συγκέντρωση τόσο μεγάλων (δημοσίων κυρίως) έργων σε μία μικρή σχετικά χρονική περίοδο (1996-2004), έχει **διωγκώσει την ανάγκη ικανοποίησης του παράγοντα της κεφαλαιακής επάρκειας, ιδίως εφόσον πολλά από τα έργα είναι τύπου BOT** (η κατασκευαστική εταιρία χρηματοδοτεί το κτίσιμό τους και αντλεί έσοδα από τη μελλοντική εκμετάλλευσή τους για ένα συγκεκριμένο διάστημα). Έτσι η συνεργασία με τις τράπεζες είναι σε αρκετές περιπτώσεις μονόδρομος.

© Από τους μεγάλους σημερινούς ομίλους, φαίνεται ότι ο όμιλος “Ελληνική Τεχνοδομική – ΤΕΒ – Άκτωρ” έχει συμπράξει με Εθνική Τράπεζα και Alpha Bank, ενώ οι “ΑΕΓΕΚ - ΓΕΚ - ΤΕΡΝΑ” έχουν συν-ιδρύσει εταιρία με τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς. Ένα ενδεικτικό, αλλά όχι μοναδικό, προϊόν σε μεγάλη ζήτηση για τις κατασκευαστικές εταιρείες είναι οι εγγυητικές επιστολές αρκετών έως δεκάδων εκατ. Ευρώ που χρειάζονται για την ανάληψη των αντιστοίχων έργων. Και αυτό βεβαίως είναι ένα επιπρόσθετο πλεονέκτημα για τις ελληνικές τεχνικές εταιρίες εφόσον πηγάζει από μία πιθανή στρατηγική τους συνεργασία με ένα εγχώριο ή ξένο πιστωτικό ίδρυμα που έχει ταυτόχρονα και μετοχική σχέση.

## 6. ΤΟ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

© Εδώ ίσως είναι χρήσιμο να εξετάσουμε το παράδειγμα της Γερμανίας. Στη Γερμανία οι τράπεζες συμμετείχαν και, λίγο ως πολύ, εξακολουθούν να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο μεγάλων εταιριών και στα διοικητικά τους συμβούλια. **Η τραπεζική συμμετοχή μείωνε τον επιχειρηματικό κίνδυνο των τραπεζών που αποκτούσαν εσωτερική γνώση.** Η μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου συνοδευόταν συνήθως με προθυμία των τραπεζών να δανείσουν περισσότερα κεφάλαια και με χαμηλότερα επιτόκια στις εταιρίες που τους πρόσφεραν αυτό το προνόμιο. Παράλληλα, οι τράπεζες αντάλλαζαν ένα χαμηλότερο --προνομιακό για τον πελάτη-- επιτόκιο με τα οφέλη της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο του πελάτη τους που συνήθως γινόταν επίσης με προνομιακούς όρους.

### 6.1 ΑΝΑΛΟΓΙΕΣ ΜΕ ΤΟ ΙΑΠΩΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ KEIRETSU

© Το Γερμανικό μοντέλο δεν είναι βεβαίως μοναδικό. Ανάλογες πρακτικές εμφανίστηκαν για παράδειγμα στην Ιαπωνία, όπου Όμιλοι επιχειρήσεων συνασπίζονταν γύρω από μία τράπεζα. Αυτά είναι τα ιαπωνικά μοντέλα Keiretsu, όπου βλέπουμε ολόκληρους συνασπισμούς εταιριών συναφούς ή διαφορετικής δραστηριότητας, όπως για παράδειγμα **ένας όμιλος να ηγείται από μία μεγάλη βιομηχανική επιχείρηση και παράλληλα να διαθέτει μέλη ή θυγατρικές** όπως μία τράπεζα, μία εταιρία πληροφορικής, μία κατασκευαστική επιχείρηση, καθώς και άλλες. Αντίθετα στη Δύση, ίσως αυτός ο συνασπισμός διαφορετικών εταιριών να μην είναι μέχρι στιγμής η συνήθης πρακτική ενδυνάμωσης των ομίλων ή να μην αρέσει ιδιαίτερα στις χρηματιστηριακές αγορές.

## 6.2 ΟΙ ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΣΥΓΚΥΡΙΕΣ ΚΑΙ ΤΟ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

© Πάντως, ορισμένοι αναλυτές θεωρούν ότι το Γερμανικό μοντέλο πηγάζει από την απουσία ανεπτυγμένων και ανταγωνιστικών κεφαλαιαγορών και γίνεται περιττό και δυσλειτουργικό όταν αυτός ο περιορισμός εκλείπει.

© **Η Γερμανία ανέπτυξε έναν μεταπολεμικό τύπο καπιταλισμού ο οποίος βασιζόταν στους στενούς δεσμούς μεταξύ τραπεζών και βιομηχανίας.** Οι τράπεζες όχι μόνο δάνειζαν τις εταιρείες, αλλά επίσης επένδυναν (αγόραζαν μερίδια σε αυτές), μερικές φορές από επιλογή, ενώ άλλες φορές επειδή ο πελάτης κινδύνευε να χρεοκοπήσει. Αυτοί οι δεσμοί εγγυούνταν υπομονετική και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, αλλά επίσης οδήγησαν και σε εφρησυχασμό και συγκρούσεις συμφερόντων. Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα αυτό δεν είχε και τόσο μεγάλη σημασία. Αλλά οι Γερμανικές τράπεζες τώρα ανησυχούν εξίσου για το πώς θα ικανοποιήσουν τους μετόχους τους και τους πελάτες τους, τη στιγμή που οι μέτοχοί τους δεν ενδιαφέρονται τόσο πολύ για επενδύσεις στη βιομηχανία. Δεν είναι δύσκολο να δει κανείς ότι το παλιό σύστημα σταδιακά διαλύεται.

## 6.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

© Εδώ τίθεται ένα θέμα προσαρμογής αυτού του συστήματος στις απαιτήσεις της σύγχρονης κεφαλαιαγοράς, δηλαδή στο πώς η αγορά επιθυμεί να βλέπει τον κάθε επιχειρηματικό οργανισμό. Όλα είναι θέμα αποτελεσματικότητας. Έτσι, εάν ένας οργανισμός θέλει, αλλά και ξέρει, να μεγαλώνει με συναφείς ή μη δραστηριότητες τότε η αγορά θα το εκτιμήσει μακροπρόθεσμα. Στο βωμό των βραχυχρόνιων αποδόσεων, το σύστημα αυτό (το οποίο ανάλογα ισχύει και στην Ιαπωνία) δεν δείχνει να έχει πολύ τύχη, ιδιαίτερα στο Δυτικό Κόσμο, στον οποίο κλίνει πλέον η Γερμανία, παράλληλα με την εντονότερη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της κατά τα τελευταία χρόνια. **Οι γερμανικές τράπεζες, συνεπώς, συνειδητοποίησαν ότι, με το να πουλήσουν τα μερίδιά τους στις βιομηχανίες, ή να τις διαχειρίζονται πιο δυναμικά, μπορούν να αποκομίσουν την εύνοια του χρηματιστηρίου**, ειδικά στην Αμερική, όπου οι τράπεζες Deutsche και η Dresner διαθέτουν τις μετοχές τους. Είναι ενδεικτικό ότι η σημαντική αύξηση της κερδοφορίας της Deutsche Bank στο πρώτο τρίμηνο του 2002, προήλθε από πωλήσεις μεριδίων σε παλιότερες συμμετοχές της.

## 6.4 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΙΟΛΟΓΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ DEUTSCHE BANK

© Σύμφωνα με μια ενδιαφέρουσα παλαιότερη αναφορά του γνωστού βρετανικού περιοδικού Economist, η Deutsche οδηγεί τις εξελίξεις σε αυτό τον τομέα: «Με αρκετά μεγάλη συμμετοχή σε ορισμένους από τους επιχειρηματικούς γίγαντες της Ευρώπης, όπως η DaimlerChrysler και η Fiat, δύο αυτοκινητοβιομηχανίες, η DB Investor είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες συμμετοχών σε βιομηχανίες παγκοσμίως. Η διοίκησή της έχει μια φήμη που βασίζεται στο “πισωγύρισμα” εταιριών που δεν πήγαιναν καλά, συμπεριλαμβανομένων και των Lufthansa και Veba (μια κοινοπραξία που ασχολείται με την ενέργεια).»

© Σύμφωνα με τη διοίκηση, η στρατηγική της DB έχει τρία σκέλη: Το πρώτο αφορά μια πιο κοντινή συνεργασία με τις υπάρχουσες θέσεις για να ενισχυθεί η αξία τους. Το δεύτερο σκέλος είναι οι λεγόμενες «καιροσκοπικές επενδύσεις»: η αγορά μεριδίων σε νεαρές εταιρίες που ετοιμάζονται να εισέλθουν στο χρηματιστήριο. Το τρίτο σκέλος είναι η συμμετοχή στην προσπάθεια να αναδιαρθρωθούν ολόκληρες βιομηχανίες. Μπορεί να φαίνεται παράξενο ότι η

στιγμή που η Deutsche θέλει να κλείσει τις βιομηχανικές της θέσεις, αγοράζει εταιρίες με τέτοια άνεση, αλλά η διοίκηση υποστηρίζει ότι η κριτική σε αυτά τα πλαίσια χάνει την ουσία του πράγματος. Εν αντιθέσει με τη Deutsche του παρελθόντος, η DB θα επενδύσει κρατώντας κάποια απόσταση και θα “ταλαιπωρήσει” τους άτυχους μανάτζερ. Οι επενδύσεις θα είναι προσεκτικά επιλεγμένες για να προσθέσουν αξία στις ήδη υπάρχουσες θέσεις. Σε σύγκριση με τις παλιές επενδύσεις της Deutsche, οι θέσεις της DB θα είναι παροδικά παιχνίδια. Οι περισσότερες θα γίνουν για διάστημα όχι περισσότερο από 4 χρόνια.

## 6.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΟ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

© Όντως, η Γερμανία προσφέρει το πλέον αντιπροσωπευτικό παράδειγμα εταιρικών συμμετοχών τραπεζών σε πελάτες τους (χωρίς βέβαια να παραμερίζεται και το μοντέλο της Ιαπωνίας).

© Η απουσία αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών –με την Αγγλοσαξονική έννοια του όρου– επέτρεψε στις τράπεζες να είναι “ήπιες” με τους πελάτες τους, δηλαδή να μην απαιτούν ελκυστικές σχέσεις απόδοσης / κινδύνου. Αρκούσαν στις προνομιακές σχέσεις που διασφάλιζαν εύκολη διάθεση των διαθέσιμων τους.

© Η ανάπτυξη της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών δημιούργησε πίεσεις στις Γερμανικές τράπεζες να επανεξετάσουν τόσο τα χαρτοφυλάκια των συμμετοχών τους, όσο και το τρόπο που αντιμετωπίζουν αυτές τις συμμετοχές.

© Το αποτέλεσμα ήταν μία πιο ενεργητική διοίκηση αυτών των χαρτοφυλακίων.

© Μη αποδοτικές επενδύσεις ρευστοποιήθηκαν.

© Σε άλλες περιπτώσεις οι επενδύσεις υποστηρίχθηκαν από στρατηγικά σχέδια παρέμβασης που δημιουργούν αξία.

© **Το σύστημα πάντως δεν πέθανε απλώς προσαρμόστηκε. Οι τράπεζες έγιναν πιο απαιτητικές, πιο επιλεκτικές και πιο ενεργητικές.**

## 7. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΣΕ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

© Αξίζει να αναρωτηθούμε, βεβαίως, αν οι τράπεζες έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στην ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίων συμμετοχών. Το θέμα αυτό συνδέεται με το ευρύτερο ζήτημα του κατά πόσο είναι ικανές οι τράπεζες να αναλάβουν ρόλους investment banker / venture capitalist με συγκριτικό πλεονέκτημα. Αναφορικά με τις Ελληνικές τράπεζες που επενδύουν σε κατασκευαστικές το μεγάλο ερώτημα είναι αν η σχέση συμμετοχής δεν θα τις παρασύρει σε ανεπίτρεπτα μεγάλους πιστωτικούς κινδύνους. **Ας μη ξεχνάμε το γνωστό αξίωμα ότι τα χρήματα των καταθετών δεν είναι επενδυτικά κεφάλαια (venture funds)!**

© Πάντως σε γενικές γραμμές, στην Ελλάδα η συμμετοχή των τραπεζών σε κατασκευαστικές εταιρίες μπορεί να υποκινείται, ανάμεσα σε άλλους, από τους εξής λόγους:

© Να θεωρείται μία καλή επένδυση από πλευράς τραπεζής λόγω των υψηλών υπεραξιών που εκάστοτε αποδίδει το Χ.Α.Α. στις κατασκευαστικές εταιρίες.

© Από πλευράς κατασκευαστικής εταιρίας να θεωρείται ότι η συνεργασία με μία μεγάλη τράπεζα επίσης ανεβάζει το "προφίλ" της στο Χ.Α.Α. και βελτιώνει την αποτίμησή της.

© Να προσεγγίζεται στα πλαίσια μίας στρατηγικής επέκτασης της κατασκευαστικής εταιρίας και της τράπεζας στην αγορά των ακινήτων (real estate). Στα πλαίσια αυτά, η συμμαχία θα μπορούσε να διευκολύνει σχεδιασμό "ολοκληρωμένων λύσεων" για τους αγοραστές ακινήτων.

© Να αποτελεί μία "ασφάλεια" και για τις δύο πλευρές: Οι τράπεζες εξασφαλίζουν χρήση των διαθεσίμων τους σε μία εποχή εντεινόμενου τραπεζικού ανταγωνισμού και πολλαπλών υποκατάστατων. Οι κατασκευαστικές εταιρίες εξασφαλίζουν μία προνομακή σχέση με μία σημαντική πηγή κεφαλαίων γνωρίζοντας ότι "παίζουν σε ένα παιχνίδι" όπου η πρόσβαση σε κεφάλαια είναι κομβικός παράγων.

## 8. ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

© Όπως φαίνεται από τις παραπάνω διαπιστώσεις στην Ελλάδα, η συνεργασία μεταξύ των τραπεζών και των κατασκευαστικών εταιριών θα είναι ωφέλιμη εφόσον υπάρξει εξειδίκευση στους ρόλους της καθεμιάς πλευράς, αλλά και σωστός έλεγχος εκ του αποτελέσματος της εν γένει συνεργασίας εκ του αποτελέσματος, ώστε να τίθενται ανά τακτά χρονικά διαστήματα ερωτήματα σε σχέση με την υλοποίηση των στόχων, την επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων κλπ. Είναι άλλωστε δεδομένο ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά «θέλει» να βλέπει χειροπιαστά αποτελέσματα από τέτοιες συνεργασίες, ιδίως όταν αυτές αυτονομούνται σε συγκεκριμένες θυγατρικές εταιρίες και δεν αποτελούν ένα και μόνο μέρος ενός αχανούς κύκλου εργασιών. Για παράδειγμα έχει ενδιαφέρον να δούμε στα επόμενα χρόνια πώς θα διαμορφωθεί ο κύκλος εργασιών της Εθνικής Ακινήτων (στην οποία συμμετέχουν η Εθνική Τράπεζα και η Ελληνική Τεχνοδομική) καθώς και της θυγατρικής εταιρίας της EFG Eurobank Ergasias (πρώην Lamda Development) από τη χρήση του 2001 και μετά.

© Ας μην ξεχνάμε άλλωστε ότι ένας ακόμη λόγος που οι τράπεζες σήμερα εισέρχονται στο «παιχνίδι» του κλάδου είναι η επί ετών συγκέντρωση πολλών ακινήτων και άλλης ακίνητης περιουσίας. Αυτό ήταν το αποτέλεσμα δεκάδων δανείων που δεν αποπληρώθηκαν στο παρελθόν, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να έχουν σήμερα ένα πολύ μεγάλο χαρτοφυλάκιο οικοπέδων, κτιρίων, διαμερισμάτων, εργοστασιακών μονάδων, αποθηκών και άλλων ακινήτων για τα οποία πλέον απαιτείται επαγγελματική διαχείριση. Προς αυτήν την κατεύθυνση για παράδειγμα, η Alpha Bank είχε ιδρύσει εδώ και χρόνια την εισηγμένη Alpha Αστικά Ακίνητα.

© Σε μια πενταετία, οι δυνάμεις της σύγκλισης λογικά θα γεφυρώσουν τις διαφορές ανάμεσα στις Ελληνικές και σε άλλες κατασκευαστικές εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παράλληλα οι Ελληνικές εταιρίες θα είναι πιθανόν πολύ καλύτερα τοποθετημένες στις τοπικές αγορές της Ελληνικής περιφέρειας. Στα πλαίσια της γενικότερης συμπίκνωσης του κατασκευαστικού κλάδου στην Ευρώπη θα υπάρξει επίσης ενδιαφέρον από ξένους φορείς να συμπράξουν ή και να εξαγοράσουν Ελληνικές εταιρίες. Όμως πέραν αυτού, στον κατασκευαστικό κλάδο είναι σημαντικές οι σχέσεις --δημόσια έργα-- και η τοπική γνώση -- real estate. Επομένως **εταιρίες τοποθετημένες καλά σε τοπικές αγορές θα εμφανίζουν αξία για μεγαλύτερες εταιρίες** που θα θέλουν να επεκταθούν σε αυτές τις αγορές. Επιπροσθέτως, στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιριών υπάρχουν οικονομίες κλίμακας όπως δείχνουν οι γιγαντώσεις εταιριών σε Ε.Ε. και Η.Π.Α..

© Παράλληλα, υπάρχει και το ζήτημα της πρόσβασης των Ελληνικών κατασκευαστικών εταιριών σε ανταγωνιστικές κεφαλαιαγορές. Θεωρητικά υπάρχει δυνατότητα οι ελληνικές εταιρίες να προβούν σε εισαγωγή των μετοχών τους σε ευρωπαϊκά ή διεθνή χρηματιστήρια. Μέχρι σήμερα δεν έχει πραγματοποιηθεί ανάλογο βήμα ίσως και γιατί οι συνθήκες άντλησης κεφαλαίων στην εγχώρια αγορά - ιδιαίτερα κατά το 1999 - ήταν πολύ καλές. Για να συμβεί κάτι τέτοιο στο μέλλον, ίσως να πρέπει να υπάρχουν συγκεκριμένα κίνητρα που να προσφέρονται στις ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου. Από την άλλη πλευρά, η ενοποίηση αρκετών ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων (σε ένα από τα κυφορούντα σχήματα συμμετέχει και το Χ.Α.Α.) ίσως βοηθήσει προς αυτήν την κατεύθυνση.

## 8.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συμπερασματικά αν προσπαθούσαμε να φωτίσουμε μια μελλοντική κατάσταση θα βλέπαμε τα ακόλουθα:

© Οι κατασκευαστικές εταιρίες θα αναπτύξουν στενότερες σχέσεις με τις τράπεζες στην Ελλάδα.

© Οι σημαντικότερες κατασκευαστικές εταιρίες θα επιδιώξουν και θα αποκτήσουν, στο βαθμό που θα χειριστούν σωστά τη σχέση τους με την κεφαλαιαγορά και τις τράπεζες, αυξημένη κεφαλαιακή επάρκεια.

© Θα υπάρξει διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους σε τομείς με μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους, όπως τα BOT έργα.

© Θα παρατηρηθούν περαιτέρω συνεργασίες των μεγάλων κατασκευαστικών ομίλων με μικρότερες εταιρίες, πιθανότατα εξειδικευμένες σε ορισμένους τομείς, για απόκτηση ευελιξίας.

© Τέλος, θα προετοιμαστούν συμφωνίες με τους Ευρωπαϊκούς κατασκευαστικούς κολοσσούς, ζωτικής σημασίας για την πορεία του εγχώριου κλάδου στο απώτερο μέλλον.