

# ΧΡΗΜΑ

www.hrima.gr

3648

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ

ΤΕΥΧΟΣ 345

09/2008

€6.00



**Οι ταύροι έφυγαν  
σε ταξίδι μακρινό**

**Αλέξανδρος Μωραϊτάκης**, Πρόεδρος ΣΜΕΧΑ:  
Ζητείται διέξοδος για την ελληνική οικονομία

**Keith Wade**, Chief Economist Schroders:  
Στασιμοπληθωρισμός: παγίδα  
για τις κεντρικές τράπεζες

**Χρηματιστηριακή συγκυρία**  
Όταν μαλώνουν οι ελέφαντες  
την πληρώνουν τα μυρμηγκία

**73η Διεθνής Έκθεση Θεσσαλονίκης**  
Ώθηση για έργα υποδομής  
και πολιτική ανάπτυξης

**Αγορά ακινήτων**  
Σε κάμψη, όχι σε κρίση

**Corporate Banking**  
Στις «χονδρικές» εργασίες  
οι προσδοκίες των τραπεζών



09

ΠΛΗΡΩΜΕΝΟ  
ΤΕΛΟΣ  
Ταχ. Γραφείο  
ΚΕΜΠΑ  
Αριθμός Άδειας  
3509



ΕΝΤΥΠΟ ΚΛΕΙΣΤΟ ΑΡ. ΑΔΕΙΑΣ 1713 ΚΕΜΠΑ

**ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ: EUROMONEY**

- Τουρκία, η ανερχόμενη δύναμη
- Η ατέλειωτη άνοιξη του forex
- Private equity στη "νέα" Ευρώπη

## ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ: EUROMONEY

# Ραγδαία εξάπλωση του Private Equity\* στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη

Οι πραγματικές δυνατότητες ανάπτυξης στην αγορά ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου στην Κεντρική & Ανατολική (Κ.Α.) Ευρώπη αρχίζουν να μεταδίδονται στους επενδυτικούς κύκλους με τη μορφή σειρήνας. Αυτό συμβαίνει διότι αρκετοί παρατηρητές «επαινούν τις αρετές» αυτής της αγοράς καθώς και τις αποδόσεις των επενδύσεων που λαμβάνουν χώρα. Αλήθεια όμως, ποιοι πρέπει να είναι οι κρυμμένοι κίνδυνοι όπως συμβαίνει σε κάθε επένδυση;

Του Jethro Wookey

Αν και έχει πραγματοποιηθεί σημαντική πρόοδος λόγω της εμφάνισης μεγάλων επενδυτικών ευκαιριών στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, οι τελευταίες εξελίξεις υποδηλώνουν ότι ίσως να υπάρχουν περισσότερα εμπόδια σε σύγκριση με εκείνα που θα ανέμεναν οι επενδυτικοί κύκλοι της αγοράς.

Προς το παρόν, οι αριθμοί υποστηρίζουν την αισιόδοξη εικόνα των πραγμάτων. Σύμφωνα με την ISI Emerging Markets, η οποία συλλέγει χρηματοοικονομικά και εταιρικά στοιχεία από περισσότερες από 70 χώρες, υπήρξαν περίπου 170 συμφωνίες ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου στην Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη το 2007, των οποίων η συνολική αξία διαμορφώθηκε σε 10,1 δισ. δολάρια (χωρίς να περιλαμβάνονται συμφωνίες από τη Ρωσία και τις άλλες χώρες της CIS, όπως Ουκρανία και Μολδαβία).

Σε ετήσια βάση, δηλαδή σε σύγκριση με το έτος 2006, η αύξηση των συμφωνιών ανήλθε σε περίπου 33% κατά το 2007, ενώ από πλευράς αξίας συμφωνιών, η άνοδος διαμορφώθηκε σε 50%. Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τους παρατηρητές, υπάρχει ακόμη πολύς χώρος για ανάπτυξη στην ευρύτερη περιοχή. Η αγορά των συμμετοχών ιδιωτικού κεφαλαίου στην Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη ανέρχεται σε μόλις 0,22% του Α.Ε.Π. (Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος) της περιοχής ή αποτελεί τα 2/5 του ευρωπαϊκού μέσου όρου, σύμφωνα με το φορέα European Venture Capital Association. Όλα αυτά τα δεδομένα φαίνεται να λαμβάνουν χώρα σε μια περιοχή όπου το Α.Ε.Π. αυξάνεται με ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό της τάξεως του 6%, δηλαδή σε μια δυναμικά αναπτυσσόμενη γεωγραφική αγορά.

Σήμερα η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης & Ανά-

πτυξης (European Bank for Reconstruction & Development – EBRD) αποτελεί το μεγαλύτερο επενδυτή στην περιοχή όσον αφορά στις συμμετοχές ιδιωτικού κεφαλαίου, και μάλιστα με διαφορά από το δεύτερο. Η εν λόγω τράπεζα άρχισε να επενδύει στην περιοχή αυτή από το έτος 1992 και μέχρι σήμερα έχει επενδύσει στο 30-40% όλων των λεγόμενων private equity funds της περιοχής. Οι αποδόσεις που έχουν επιτευχθεί από τις επενδύσεις της κυμαίνονται στην περιοχή των λίγων δεκάδων ποσοστιαίων μονάδων.

Αν βέβαια εξαιρεθούν χρονικές περίοδοι όπως, η ρωσική κρίση του 1998 και τα έτη 2001 και 2002 με την κρίση των εταιριών διαδικτύου, μια μέση τριετής απόδοση κυμαίνεται γύρω από το 40%. Το στοιχείο αυτό καθιστά την εν λόγω περιοχή ως την πιο «γενναιοδωρη» σε αποδόσεις αγορά σε όλο τον κόσμο.

### Οι κίνδυνοι ελλοχεύουν

Όμως δεν είναι όλοι οι επενδυτές πεισμένοι ότι πρόκειται για την πιο ασφαλή σε αποδόσεις αγορά ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου, καθώς ελλοχεύουν σε αυτή κίνδυνοι τόσο σε επίπεδο μακροοικονομίας όσο και από πλευράς πολιτικών εξελίξεων. Η διεθνής στεγαστική κρίση με τις επιπτώσεις της στο μέτωπο της ρευστότητας που δύναται να προσφερθεί σε αγορές όπως αυτή, προκαλούν κλυδωνισμούς στην πεποίθηση των επενδυτών για τις πραγματικές δυνατότητες των αποδόσεων που μπορούν να επιτευχθούν.

Στην παρούσα φάση, οι εγχώριες τράπεζες δεν δείχνουν διατεθειμένες να χρηματοδοτήσουν μεγαλύτερες επιχειρηματικές συμφωνίες. Ως αποτέλεσμα αυτού, οι παίκτες της αγοράς ιδιωτικών συμμετοχών της Κεντρικής & Ανατολικής Ευρώπης αρχίζουν να στρέφουν την προσοχή τους προς τα τραπεζικά ιδρύματα της Δυτικής Ευρώπης, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν νέες και φιλόδοξες κινήσεις. Σύμφωνα με τις ενεργές εταιρίες καινοτομικού κεφαλαίου, η αγορά αρχίζει να γίνεται απαιτητικότερη και πολυπλοκότερη και να ζητά μεγαλύτερο "financial engineering".

Παρά το γεγονός της πιστωτικής κρίσης που διαχέει τις επιπτώσεις της σε ολόκληρο τον πλανήτη και την περιορισμένη πρόσβαση σε δανειακή μόχλευση, οι επενδυτές εξακολουθούν να είναι σε θέση να αντλούν και να αξιοποιούν κεφάλαια. Καθώς οι εν λόγω οικονομίες συνεχίζουν να αναπτύσσονται -σε χαμηλότερους ρυθμούς σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια- αυτό το γεγονός ενισχύει ακόμη περισσότερο τις αποτιμήσεις των δραστηριοποιούμενων εταιριών. Υπάρχουν κλάδοι όπως τα Μ.Μ.Ε., οι τηλεπικοινωνίες, οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και τα καταναλωτικά προϊόντα, που αναπτύσσονται με ταχύτερους ρυθμούς από τους αντίστοιχους κλάδους της Δυτικής Ευρώπης, με αποτέλεσμα αυτή η απόκλιση να ανατακτάται και στις αποτιμήσεις των αντίστοιχων

εταιριών. Όπως ομολογούν αναλυτές της αγοράς, πριν από λίγα χρόνια η ερώτηση ήταν σε τί είδους έκπτωση σε σύγκριση με τη Δ. Ευρώπη πρέπει να αγοράζει κανείς μετοχικές αξίες στην Κ.Α. Ευρώπη. Σήμερα το ερώτημα έχει μετατραπεί σε πόση υπεραξία πρέπει κάποιος να δίνει για να αγοράσει αυτές τις μετοχικές αξίες.

Όσον αφορά στους κινδύνους που περιτριγυρίζουν την αγορά υπάρχει και το παράδειγμα της Τουρκίας που αποτελεί μια αναδυόμενη αγορά με τα γνωστά προβλήματα σε επίπεδο πολιτικών εξελίξεων. Ενώ σημαντικό μέρος της οικονομικής προόδου και των μεταρρυθμίσεων έχει αποδοθεί στο κυβερνών κόμμα ΑΚΡ με τις θετικές παρενέργειες και στην αγορά των συμμετοχών ιδιωτικού κεφαλαίου να έχουν γίνει αισθητές, οι πρόσφατες ενέργειες του τουρκικού καθεστώτος να αποδυναμώσουν έως και να ακυρώσουν την ύπαρξη του κόμματος αυτού, δημιουργούν έναν πολύ υψηλό παράγοντα κινδύνου στην εν λόγω χώρα.

### Καταλύτης εξελίξεων

Ο τομέας στον οποίο παρατηρείται μεγάλη ανάπτυξη είναι εκείνος των μικρότερων εταιριών που αποτελούν τον κινητήριο μοχλό για την ανάπτυξη των συμμετοχών ιδιωτικού κεφαλαίου στην αγορά της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Στη λεγόμενη «μεσαία» αγορά (mid-market), όπου οι συμφωνίες ανέρχονται έως τα 25 εκατ. ευρώ, δεν υπάρχει η εξάρτηση ή η επίδραση από την πιστωτική κρίση και οι συμφωνίες μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τις εγχώριες τράπεζες.

Στη λεγόμενη «μεσαία» αγορά, παρά τα περιθώρια επίτευξης υψηλών αποδόσεων, υπάρχει μικρότερος ανταγωνισμός στην εξαγορά εταιριών. Παράλληλα, τα κεφάλαια τα οποία οι εξαγορασθείσες εταιρίες «ζητούν» πρέπει να είναι ανά πάσα στιγμή διαθέσιμα. Εδώ υπάρχουν πάρα πολλές οικογενειακές επιχειρήσεις, οι οποίες δεν δείχνουν διατεθειμένες να αναπτύξουν τις δραστηριότητές τους όταν απολέσουν τον έλεγχο διοίκησης. Με τον τρόπο αυτό, λαμβάνουν πλέον χώρα πλήρεις εξαγορές. Για παράδειγμα, το 2007 υπήρξαν 123 εξαγορές στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη συγκρινόμενες με μόνο 36 εξαγορές μειοψηφίας προηγούμενως. Πάντως ολόένα και αυξάνονται οι προσφορές επιχειρήσεων, των οποίων η πώληση απαιτεί πολύ ισχυρές σχέσεις με την αγορά των συμμετοχών ιδιωτικού κεφαλαίου.

Ένα από τα κριτήρια βάσει των οποίων οι διαχειριστές επιλέγουν να εξαγοράσουν επιχειρήσεις είναι η ικανότητα και το ταλέντο διοίκησης αυτών. Αλλά ακόμη και στην περίπτωση κατά την οποία εξαγοράζεται μια επιχείρηση που διαθέτει μια ικανότατη ομάδα διοίκησης με ηγευτά μέχρι εκείνη τη στιγμή αποτελέσματα, αυτό δεν σημαίνει ότι η ίδια ομάδα είναι και η κατάλληλη για να περάσει την επιχείρηση σε ένα στάδιο μεγαλύτερης διαφάνειας λειτουργιών και δραστηριότητα στα πρότυπα του δυτι-

κού μοντέλου επιχειρηματικότητας. Σύμφωνα με τους διαχειριστές ιδιωτικών συμμετοχών που ερωτήθηκαν σε σχετική έρευνα αγοράς, ο βασικός παράγοντας για την επιβράδυνση των εξελίξεων εξαγορών ήταν ο εντοπισμός κατάλληλων ομάδων διαχείρισης και μάντζμεντ. Αυτό το ρόλο όμως, ίσως μπορεί να τον «παίξουν» καλύτερα τα ίδια τα στελέχη των εταιριών ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου.

Η έλλειψη ικανών διαχειριστών και ανθρώπων μάντζμεντ έχει αρχίσει να δείχνει σημάδια ανακούφισης κατά τα τελευταία έτη, καθώς εισέρχεται στην αγορά των επιχειρήσεων της ΚΑ Ευρώπης, η νέα και πιο μοντέρνα γενιά μάντζμεντ με την κατάλληλη μόρφωση και εκπαίδευση που μπορούν να πείσουν για τις προοπτικές τους απαιτητικούς διαχειριστές ιδιωτικών συμμετοχικών κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, οι ίδιες οι εταιρίες ιδιωτικών συμμετοχικών κεφαλαίων αρχίζουν σταδιακά να απασχολούν ικανότερα στελέχη νέας γενιάς που γνωρίζουν καλύτερα τη δυτική κουλτούρα επιχειρηματικότητας και είναι σε θέση να ηγηθούν επιχειρήσεων που μόλις εξαγοράστηκαν και πρέπει να μετατραπούν σε αποτελεσματικότερους οικονομικούς οργανισμούς.

### Εντόπιο μάντζμεντ

Οι ομάδες μάντζμεντ πολλών εταιριών του κλάδου ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου αποτελούνται πλέον από νέας γενιάς στελέχη και πολίτες των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, καθώς καθίσταται αναγκαίο για τις εταιρίες αυτές να συνδυάζουν τα τοπικά χαρακτηριστικά των στελεχών τους με την εμπειρία και την τεχνογνωσία του δυτικού τρόπου σκέψης.

Τα στελέχη αυτά αντιλαμβάνονται αποτελεσματικότερα τα πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης γεωγραφικής αγοράς και προσπαθούν να αξιοποιήσουν τις όποιες επενδυτικές ευκαιρίες προς το όφελος των εταιριών τους:

- > Πρώτο πλεονέκτημα είναι ο ρυθμός ανάπτυξης αυτών των αγορών αν και παρόμοιοι ρυθμοί παρατηρούνται και σε άλλες αναδυόμενες αγορές όπως της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας.
- > Δεύτερο πλεονέκτημα είναι η διαφάνεια και η προβλεψιμότητα της αγοράς, χαρακτηριστικά τα οποία ενισχύθηκαν και λόγω της εισδοχής αυτών των χωρών ως μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της σταδιακής εξασθένησης του νομισματικού κινδύνου.
- > Τρίτο πλεονέκτημα είναι η ύπαρξη πολιτικής σταθερότητας λόγω και του γεγονότος ότι αυτές οι κυβερνήσεις δεν πρόκειται να κρατικοποιήσουν οργανισμούς ή άλλες μεγάλης στρατηγικής σημασίας εταιρίες.

Με όλα αυτά τα στελέχη να είναι σε αναμονή για την

ανάληψη καθηκόντων σε εξαγορασθείσες υποσχόμενες εταιρίες, η αγορά εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από έλλειψη δευτερογενών συμφωνιών τουλάχιστον στο επίπεδο της «μεσαίας» αγοράς. Η πράξη έχει δείξει ότι όταν μια εταιρία περνά από πολλά και διαφορετικά χέρια ιδιοκτητών, τότε κάποια χρονική στιγμή, η εν λόγω εταιρία καταλήγει υπερδανεισμένη, καθώς όλοι αυτοί οι ιδιοκτήτες προσπαθούν να χρησιμοποιήσουν ολοένα και μεγαλύτερη μόχλευση για να επιτύχουν τους αναπτυξιακούς τους στόχους.

Η μεγαλύτερη μόχλευση ίσως να είναι πολυτέλεια σήμερα για τις αγορές της Δυτικής Ευρώπης που επηρεάζονται από την πιστωτική κρίση σε μεγαλύτερο βαθμό και λιγότερο για τις αγορές της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Στις τελευταίες, οι περισσότερες συμφωνίες προορίζονται για να προσθέσουν αξία στις επιχειρήσεις που εξαγοράζονται και όχι για να προσθέσουν μεγαλύτερη μόχλευση μέσω δανεισμού.

Ολοένα και περισσότερο σήμερα, οι εταιρίες ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου στρέφουν το βλέμμα τους στη «μεσαία» αγορά, όπου οι συμφωνίες είναι περισσότερο υλοποιήσιμες χωρίς την ανάγκη μεγάλης πιστωτικής «ένεσης». Στο επίπεδο των μεγάλων συμφωνιών, όπου οι ευκαιρίες είναι αριθμητικά λιγότερες, παρατηρείται το φαινόμενο της όξυνσης του ανταγωνισμού, καθώς πολλοί ενδιαφερόμενοι προσφέρουν τιμήματα για λίγες επιχειρήσεις.

Συμπερασματικά, η αγορά των ιδιωτικών συμμετοχών κεφαλαίου στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη είναι ακόμη στη φάση της γέννησής της, αλλά ήδη προσφέρει σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες και αποδόσεις, με τους ανάλογους όμως κινδύνους που θα χαρακτήριζαν τόσο μια αναδυόμενη όσο και μια ανεπτυγμένη αγορά. Με τις αποτιμήσεις και τον ανταγωνισμό να αυξάνονται, η αγορά αυτή θα εξακολουθεί να «ζητά» από τους συμμετέχοντες αρκετή προετοιμασία σε επίπεδο έρευνας – εντοπισμού στόχων, αλλά και στελεχειακού δυναμικού, προκειμένου να αξιοποιηθούν αποτελεσματικά οι εκάστοτε επενδυτικές ευκαιρίες.

**\* Private Equity:** Η ιδιωτική συμμετοχή κεφαλαίου αφορά στην επένδυση σε μια επιχείρηση, η οποία δεν είναι εισηγμένη σε οργανωμένη αγορά χρεογράφων. Μία τέτοιου τύπου επένδυση περιλαμβάνει μεταβατική στρατηγική ανάπτυξης της επιχείρησης όπου προστίθεται αξία μέσω ενεργητικού μάντζμεντ.

*Τη μετάφραση επιμελήθηκε το γραφείο εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών μεταφράσεων της "Valuation & Research Specialists" ("VRS").  
Επικοινωνία: info@iraj.gr*