



***ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ***

***ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ:***

***ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ  
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΥΠΟ ΤΟ  
ΠΡΙΣΜΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ  
(PRIVATE EQUITY FUNDS)***

***ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ***

***ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2008***

***Δάφλος Νικόλαος***

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Private Equity Funds – Γενικά Χαρακτηριστικά

1.1	Εισαγωγικά.....	4
1.2	Ορισμός των Private Equity Funds.....	7
1.3	Η συμμετοχή των Private Equity Funds στις παγκόσμιες εξαγορές.....	8
1.4	Κυριότερα χαρακτηριστικά των Private Equity Markets.....	9
1.5	Μέθοδοι εξαγορών και επενδύσεων για τα Private Equity Funds.....	12
1.6	Private Equity Fundraising.....	16

### Κεφάλαιο 2: Private Equity Funds και ανασκόπηση της δραστηριότητας τους

2.1	Οι μεγαλύτερες εταιρείες Private Equity.....	22
2.2	Χρονικές περίοδοι δραστηριότητας για τα Private Equity Funds.....	29
2.3	Στοιχεία της οικονομικής βάσης Thomson Financial.....	36

## **Κεφάλαιο 3: Αποτίμηση και καθορισμός τιμήματος μίας εξαγοράς και Απόδοση των Private Equity Funds**

<b>3.1 Εισαγωγή.....</b>	<b>47</b>
<b>3.2 Μέθοδοι καθορισμού τιμής εξαγορών που πραγματοποιούνται από τα Private Equity Funds.....</b>	<b>49</b>
<b>3.3 Απόδοση των Private Equity Funds.....</b>	<b>51</b>

## **Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα και προοπτικές**

<b>4.1 Προοπτικές.....</b>	<b>59</b>
<b>4.2 Συμπεράσματα.....</b>	<b>62</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>63</b>

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

### Private Equity Funds – Γενικά Χαρακτηριστικά

#### 1.1 Εισαγωγικά

Η αγορά των Private Equity Funds (Private Equity Market) δεν είναι κάτι καινούργιο. Η ιστορία τους ξεκινάει από την εποχή του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου. Τότε ήταν που η Αμερικάνικη Ένωση Έρευνας και Ανάπτυξης (American Research and Development Corporation) προσέγγισε οργανισμούς του ιδιωτικού τομέα προκειμένου να μαζέψει κεφάλαια για να μπορέσει να τα επενδύσει και να αποκομίσει κέρδη για τους στρατιώτες που γυρνούσαν από τον πόλεμο. Παρά τις αντίξοες συνθήκες της εποχής η Αμερικάνικη Ένωση Έρευνας και Ανάπτυξης κατόρθωσε να συγκεντρώσει το ποσό των \$ 7.4 εκατομμυρίων. Φυσικά από τότε έχουν περάσει πολλά χρόνια και η αγορά των Private Equity Funds έχει περάσει από διάφορα στάδια.<sup>1</sup>

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η παγκόσμια αγορά ιδιωτικών κεφαλαίων (Private Equity Market) έχει γνωρίσει ραγδαία ανάπτυξη. Έχει εξελιχθεί από μια αγορά που κυριαρχούνταν από ιδιώτες επιχειρηματίες σε μια αγορά που έχει δώσει τρομακτικές ευκαιρίες και κέρδη και πλέον απαρτίζεται από τους πλέον σύγχρονους παγκόσμιους επενδυτικούς οργανισμούς.

Καθώς η αγορά ωρίμασε δύο είναι οι επενδυτικές μορφές που ξεχώρισαν. Η μορφή του **Venture Capital** της οποίας το πιο χαρακτηριστικό γνώρισμα είναι η χρηματοδότηση επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης τους. Η δεύτερη μορφή επενδύσεων πραγματοποιείται από τα **Private Equity Funds**, τα οποία γίνονται μεγαλομέτοχοι σε επιχειρήσεις που είναι συνήθως εδραιωμένες.

Ενώ τα funds τα οποία εξειδικεύονται σε επενδύσεις τύπου “Venture Capital” δραστηριοποιούνται κυρίως στις τοπικές αγορές στις οποίες εδρεύουν, τα Private Equity Funds έχουν εξελιχθεί σε παγκόσμιους παίκτες.

Τα Private Equity Funds έχουν αποκτήσει τεράστιο κύρος και θεωρούνται ότι πιο σύγχρονο στο κομμάτι των επενδύσεων. Αυτό βεβαίως προκύπτει από το γεγονός ότι προσφέρουν μεγάλες αποδόσεις στους επενδυτές που αποφασίζουν να τους εμπιστευτούν τα κεφάλαιά τους. Επιπλέον απαρτίζονται από διοικητικές ομάδες που

---

<sup>1</sup> Πηγή: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

έχουν βαθιά γνώση των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται, εμπειρία και πρόσβαση σε κλάδους παγκόσμιας εμβέλειας.

Όσο η αγορά ιδιωτικών κεφαλαίων αναπτύσσεται και γίνεται πιο “εμπορική”, τόσο περισσότερο προσελκύει κεφάλαια από επενδυτές παγκόσμιας εμβέλειας όπως είναι τα Ταμεία Συντάξεων (Pension Funds), μεγάλες Ασφαλιστικές Εταιρείες (Insurance Companies), Τράπεζες και άλλους.

Εκτός από τις υψηλές αποδόσεις που προσφέρουν οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται από Private Equity Funds, αξίζει να σημειωθεί ότι συμβάλουν σε μεγάλο βαθμό στην οικονομική ανάπτυξη και ευρωστία καθώς και στη δημιουργία καινούριων θέσεων εργασίας. Μια πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το Πολυτεχνείο του Μονάχου για λογαριασμό του EVCA (European Venture Capital Association) έδειξε ότι για το διάστημα από το 2000-2004 οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις που εξαγοράστηκαν σημείωσαν μια καθαρή αύξηση των θέσεων εργασίας που φτάνει τις 420.000.<sup>2</sup>

Στην παρούσα εργασία θα προσπαθήσουμε να κάνουμε μια ανασκόπηση της δραστηριότητας των Private Equity Funds. Θα επικεντρωθούμε στα βασικά χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων επενδυτικών σχημάτων, τους τρόπους με τους οποίους πραγματοποιούν τις εξαγορές, τις χρονικές περιόδους που δραστηριοποιήθηκαν, τις αποδόσεις που είχαν καθώς και τις προοπτικές που υπάρχουν σήμερα λαμβάνοντας υπόψη τη μεγάλη πιστωτική κρίση που ξέσπασε από το καλοκαίρι του 2007 στις Η.Π.Α.

Πιο συγκεκριμένα σε αυτό το κεφάλαιο εξετάζουμε τα γενικά χαρακτηριστικά των Private Equity Funds, ορίζουμε τι είναι, πως δημιουργούνται, τι χαρακτηριστικά έχουν οι αγορές που δραστηριοποιούνται, ποιος είναι ο ρόλος τους γενικότερα μέσα στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, τι μορφές έχουν οι επενδύσεις που πραγματοποιούν και πώς τις χρηματοδοτούν.

Στη συνέχεια, στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα σημαντικότερα Private Equity Funds, και οι σημαντικότερες επενδύσεις που έχουν γίνει, γίνεται ανασκόπηση της δραστηριότητας τους τα τελευταία είκοσι χρόνια και παρουσιάζονται παράλληλα και στοιχεία από την οικονομική βάση της Thomson.

Στο τρίτο κεφάλαιο δίνεται έμφαση στις μεθόδους που καθορίζουν το τίμημα των εξαγορών που πραγματοποιούνται από τα Private Equity Funds, στον τρόπο που

---

<sup>2</sup> Πηγή: [www.evca.com](http://www.evca.com)

ορίζεται η απόδοση των επενδύσεων τους και επιπλέον παρουσιάζονται και ορισμένες σημαντικές μελέτες σχετικές με αυτήν.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο παρατίθενται κάποια στοιχεία σχετικά με το μέλλον και τις προοπτικές των Private Equity Funds καθώς και τα συμπεράσματα της εργασίας.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## 1.2 Ορισμός των Private Equity Funds

Τα Private Equity Funds είναι εταιρείες οι οποίες δρουν για λογαριασμό διαφόρων τύπων επενδυτών και τα οποία έχουν συνήθως μεσομακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Αναζητούν εταιρείες που έχουν κρυμμένες υπεραξίες και πολλές φορές μπορεί να αντιμετωπίζουν και οικονομικά προβλήματα και παίρνουν θέση σε αυτές είτε εξαγοράζοντας το σύνολο των μετοχών τους είτε το πλειοψηφικό πακέτο τους. Κύριος σκοπός των Private Equity Funds είναι η αποκόμιση κερδών και υπεραξιών από τις συγκεκριμένες εταιρείες, διότι αναγνωρίζουν ότι έχουν προοπτικές και με την κατάλληλη χρήση κεφαλαίων σε αυτές μπορούν να δώσουν προστιθέμενη αξία. Κύριες εργασίες τους όταν προχωρούν στην εξαγορά μιας εταιρείας είναι η κεφαλαιακή, η διοικητική και η οργανωτική αναδιάρθρωση.

Όταν ολοκληρωθεί η εξαγορά της επιχείρησης, τότε συνήθως το fund προχωράει στην εξαγωγή της εταιρείας από το Χρηματιστήριο (Going Private Transactions), εφόσον είναι εισηγμένη, τη διαχειρίζεται για ένα διάστημα συνήθως από 4-7 χρόνια και εφόσον την εξυγιάνει και θέσει τις βάσεις για μια πορεία αναπτυξιακή την εισάγει εκ νέου στο Χρηματιστήριο μέσω της διαδικασίας της Δημόσιας Εγγραφής (Secondary IPOS).

Βεβαίως υπάρχουν και εταιρείες που εξαρχής δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Ένα άλλο ενδεχόμενο το οποίο είναι πολύ σύνηθες, είναι το Private Equity Fund να γίνεται κύριος μέτοχος σε εισηγμένες εταιρείες χωρίς όμως να έχει ως στόχο να βγάλει την εταιρεία από το Χρηματιστήριο.

Τα Private Equity Funds έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν ρευστότητα σε εταιρείες που ενδεχομένως δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια με άλλο τρόπο (Financial Distress).

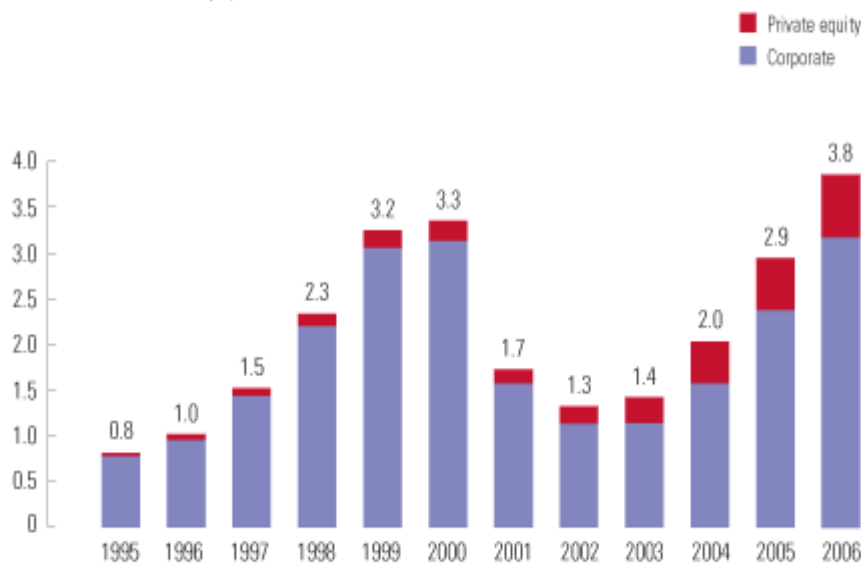
Η ραγδαία ανάπτυξη της χρήσης αυτών των ιδιωτικών κεφαλαίων έχει μεγάλο αντίκτυπο στην πορεία και στην εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών παγκοσμίως.

### 1.3 Η συμμετοχή των Private Equity Funds στις παγκόσμιες εξαγορές

Το 2006 πραγματοποιήθηκε μια έρευνα από το τμήμα ανάλυσης συγχωνεύσεων και εξαγορών της McKinsey, η οποία υποδείκνυε την παγκόσμια έξαρση στο συγκεκριμένο τομέα.

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε για την χρονική περίοδο από το 1995 έως το 2006. Οι εξαγορές που λήφθηκαν υπόψιν ήταν εκείνες που ολοκληρώθηκαν και όχι που είχαν απλώς ανακοινωθεί. Μέσα στο 2006 η παγκόσμια αξία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών έφτασε περίπου τα \$ 4 τρισεκατομμύρια. Στη διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάστηκε (1995 – 2006), φαίνεται και η αυξανόμενη συμμετοχή των Private Equity Funds στη συγκεκριμένη αγορά.

Volume of announced M&A deals,<sup>1</sup> \$ trillion



<sup>1</sup> Includes announced deals (not withdrawn) >\$25 million in value; 2006 data as of December 11.

Source: Dealogic; McKinsey analysis

Στο διάγραμμα της έρευνας διαπιστώνεται καταρχάς ότι η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκοσμίως από το 2003 και έπειτα έχει αυξητική τάση και επιπλέον η συμμετοχή των Private Equity Funds σε αυτή την παγκόσμια αγορά καταλαμβάνει μεγάλο ποσοστό. Το διάγραμμα αυτό παρατίθεται προκειμένου να γίνει σαφές ότι πλέον τα Private Equity Funds έχουν πολύ ενεργό ρόλο στην αγορά αυτή (M&A).



## 1.4 Κυριότερα Χαρακτηριστικά των Private Equity Markets

Στην εργασία των George W. Fenn, Nellie Liang και Stephen Prowse (The Economics of the Private Equity Market, December 1995), φαίνεται ξεκάθαρα ποιοι είναι αυτοί που απαρτίζουν την αγορά των Ιδιωτικών Κεφαλαίων.

Οι οργανωμένες αγορές ιδιωτικών κεφαλαίων έχουν τρεις κυρίως πρωταγωνιστές:

### A) Επενδυτές

Οι επενδυτές είναι αυτοί που αποτελούν το βασικό άξονα των Private Equity Funds. Οι εταιρείες Private Equity διαθέτουν μεγάλη οικονομική δύναμη. Από κάποιο σημείο και μετά, όταν αποκομίζουν υπεραξίες και κέρδη από τις εξαγορές που πραγματοποιούν αποκτούν μεγάλη οικονομική ευρωστία. Βασικό όμως συστατικό της οικονομικής τους δύναμης είναι οι επενδυτές που τις στηρίζουν. Οι επενδυτές προσφέρουν τα κεφάλαια τους και γίνονται συμμετοχοί στις δραστηριότητες των εταιρειών Private Equity. Οι πλέον σημαντικοί τύποι επενδυτών που προσφέρουν στα ίδια κεφάλαια των εταιρειών που εξετάζουμε είναι:

- 1) Εταιρικά ταμεία ασφαλίσεων (Corporate Pension Funds)
- 2) Δημόσια ταμεία ασφαλίσεων (Public Pension Funds)
- 3) Ιδρύματα (Foundations)
- 4) Ιδιώτες με μεγάλη οικονομική επιφάνεια (Wealthy Individuals)
- 5) Ασφαλιστικές Εταιρείες
- 6) Επενδυτικές Τράπεζες

Όλοι αυτοί οι επενδυτές προσφέρουν κεφάλαια στις εταιρείες Private Equity προκειμένου εκείνες να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις τους, προσδοκώντας ότι θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις από το αν επένδυαν τα κεφάλαια τους αυτόνομα. Ανάμεσα σε αυτούς τους επενδυτές και σε μια εταιρεία Private Equity δημιουργείται μια συνεργασία. Στη συνεργασία αυτή οι επενδυτές αποτελούν τους Limited Partners ενώ η εταιρεία Private Equity, η διοίκηση της, είναι ο General Partner.

Ουσιαστικά οι επενδυτές (Limited Partners) μέσω των εταιρειών Private Equity έχουν πρόσβαση σε μια τεράστια γκάμα από επενδύσεις και έχουν το πλεονέκτημα ότι τα χρήματά τους διαχειρίζονται άνθρωποι με εξειδίκευση και εμπειρία στις αγορές που δραστηριοποιούνται.

Δύο σημαντικά χαρακτηριστικά αυτής της συνεργασίας που πρέπει να αναφερθούν είναι πρώτον ότι προκειμένου οι εταιρείες Private Equity, να αποτελούν ελκυστική επιλογή για τους επενδυτές, έτσι ώστε να τους εμπιστευθούν τα κεφάλαια τους, είναι οι αποδόσεις που μεσομακροπρόθεσμα τους προσφέρουν να είναι υψηλές και σίγουρα μεγαλύτερες συγκρινόμενες με αυτές που θα πετύχαιναν από μόνοι τους. Η συνεργασία τους έχει συνήθως δεκαετή χρονικό ορίζοντα.

Δεύτερον, όσον αφορά το μοίρασμα στα κέρδη ανάμεσα στους Limited Partners (επενδυτές) και τον General Partner (Private Equity Firm), συνήθως τη μερίδα του λέοντος αποκομίζει ο General Partner. Αυτό αποτελεί σημείο τριβής για τα δύο εμπλεκόμενα μέρη και μπορεί να οδηγήσει στη μη δημιουργία συνεργασίας.

Ένα λοιπόν Private Equity Fund δημιουργείται από τη συνεργασία ανάμεσα σε μια εταιρεία Private Equity και στους επενδυτές.

## **B) Δανειστές**

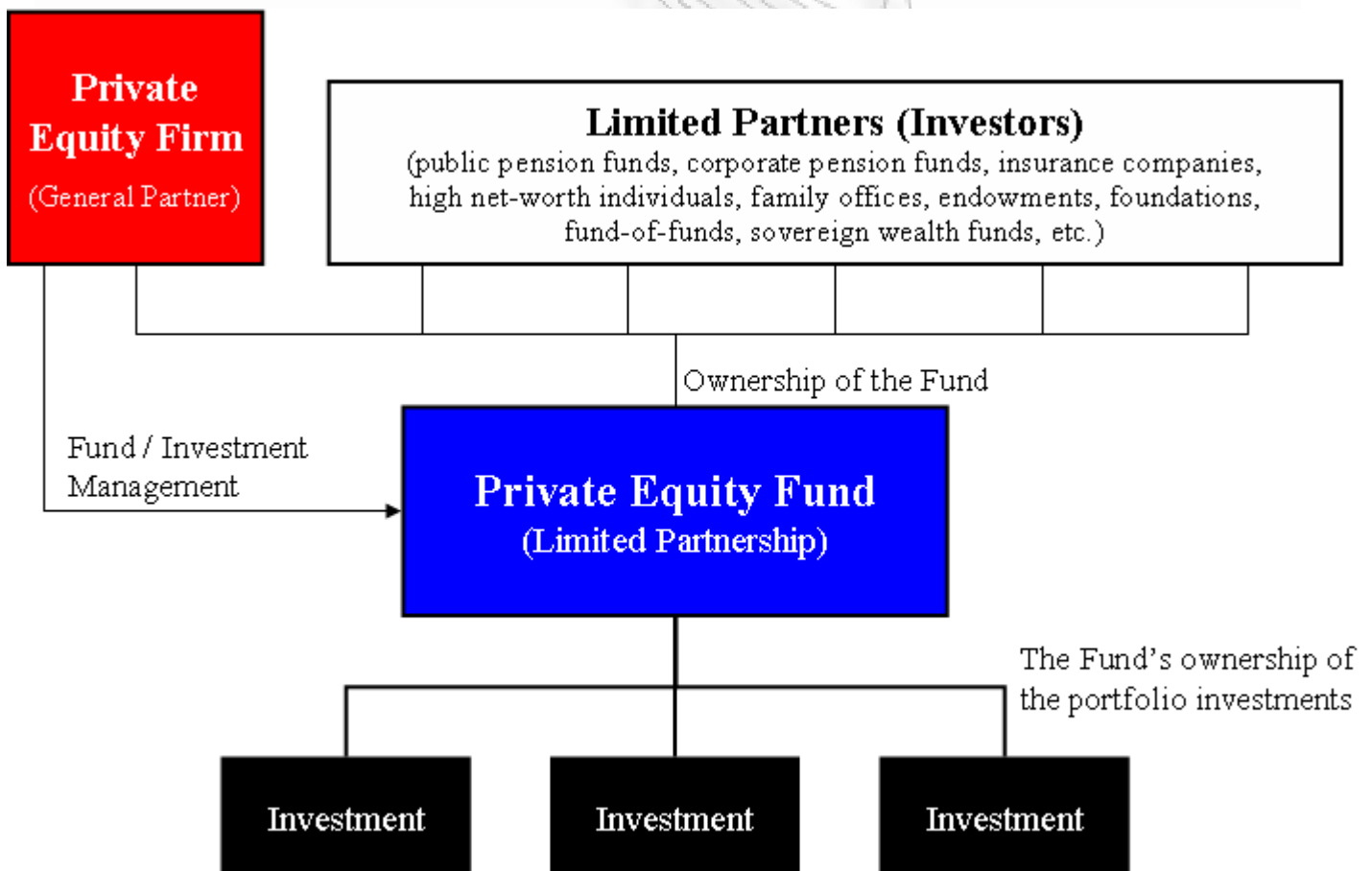
Προκειμένου ένα Private Equity Fund να πραγματοποιήσει μια εξαγορά αντλεί μεγάλο μέρος των κεφαλαίων που χρειάζεται μέσω δανεισμού. Σε επόμενο κεφάλαιο θα αναφερθούν αναλυτικά οι τρόποι δανεισμού. Εδώ απλά διευκρινίζεται ότι πολλές φορές το 60% ή και το 70% των χρημάτων που απαιτούνται για μια εξαγορά δεν προέρχεται από τα ίδια κεφάλαια των Private Equity Funds, αλλά από δανεισμό. Αυτό συμβαίνει συνήθως σε εξαγορές που ονομάζονται Leveraged Buyouts. Τα δάνεια αντλούνται κυρίως από τράπεζες.

## **Γ) Στόχοι εξαγορών και επενδύσεων**

- 1) Εταιρείες που βρίσκονται στο ξεκίνημα τους και χρειάζονται κεφάλαια προκειμένου να αναπτυχθούν (New Ventures)
- 2) Εταιρείες που μπορεί να αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες ή χρειάζονται διοικητική αναδιάρθρωση. (Financial Distress or Special Situations)
- 3) Εταιρείες που είναι ήδη καθιερωμένες στον κλάδο τους και χρειάζονται περαιτέρω κεφάλαια για ανάπτυξη. (Capital Expenditure)
- 4) Εταιρείες που είναι εισηγμένες και διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο καθώς αυτές παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον διότι έχουν κρυμμένες υπεραξίες. Εξαγοράζονται και βγαίνουν από τη λίστα των εισηγμένων και μπορούν να εισαχθούν στο μέλλον εφόσον έχουν αναδιαρθρωθεί. (Going Private Transactions and Secondary IPO's).

Δύο σημαντικές παρατηρήσεις αναφορικά με τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται από τα Private Equity Funds είναι ότι έχουν πολύ υψηλό αρχικό κόστος επένδυσης. Οι επενδυτές (Limited Partners) προσφέρουν κεφάλαια της τάξης τουλάχιστον του \$ 1 εκατομμυρίου σε μια εταιρεία Private Equity. Επιπλέον η εταιρεία Private Equity θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτική όσον αφορά την επιλογή των επενδύσεων. Καταρχάς για να μπορέσει να έχει τις αποδόσεις που έχει υποσχεθεί στους επενδυτές της και δεύτερον διότι υπάρχουν κατηγορίες επενδύσεων που εμπεριέχουν σημαντικό κίνδυνο, όπως είναι της μορφής Venture Capital διότι επενδύονται χρήματα σε εταιρείες που βρίσκονται στα πρώιμα στάδια ανάπτυξης τους ή επενδύσεις που γίνονται σε εταιρείες που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα αλλά κρύβουν κρυμμένες υπεραξίες.

Παρακάτω παρατίθεται ένα διάγραμμα το οποίο περιγράφει την λειτουργία της αγοράς των ιδιωτικών κεφαλαίων.



Πηγή: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

## 1.5 Μέθοδοι εξαγορών και επενδύσεων για τα Private Equity Funds

Οι κυριότερες μέθοδοι<sup>3</sup> μέσω των οποίων τα Private Equity Funds προχωρούν στις επενδύσεις είναι οι ακόλουθες;

- **Leveraged Buyouts (LBO's)**
- **Management Buyout/ Buyins**
- **Venture Capital**
- **Growth Capital**
- **Angel Investing**

### Leveraged Buyouts

Η μέθοδος των Leveraged Buyouts (LBO's) είναι η πιο συχνή μορφή μέσω των οποίων τα Private Equity Funds προχωρούν σε επενδύσεις και εξαγοράζουν επιχειρήσεις.

Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει ότι η εξαγορά πραγματοποιείται με τη βοήθεια υψηλού δανεισμού. Ουσιαστικά στην περίπτωση αυτή, το μεγαλύτερο μέρος του ποσού που χρειάζεται για την εξαγορά καλύπτεται από δάνεια. Συνήθως η αναλογία είναι 70% δάνεια και 30% ίδια κεφάλαια. Σε ορισμένες εξαγορές η αναλογία αυτή μπορεί να φτάσει και 90% με 10% αντίστοιχα.

Για τα δάνεια αυτά χρησιμοποιούνται ως εξασφάλιση (collateral) τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Συνήθως το αρχικό ποσό, που μπορεί να καλύπτει το 10% του τιμήματος της εξαγοράς, εξασφαλίζεται από το επενδυτικό σχήμα (private equity fund) που πραγματοποιεί την εξαγορά. Το 50%-60% εξασφαλίζεται από δάνεια που χορηγεί μια τράπεζα. Η τράπεζα αναλαμβάνει να εξασφαλίσει ένα συγκεκριμένο ποσό δανείου. Το κεφάλαιο αυτό το αναζητάει από άλλες τράπεζες ή άλλους φορείς όπως είναι μεγάλα ασφαλιστικά ταμεία ή ακόμη και ιδιώτες επενδυτές που έχουν μεγάλη οικονομική ευρωστία. Έτσι λοιπόν δημιουργείται μια ομάδα δανειστών (syndicate). Σε περίπτωση όμως που η τράπεζα δεν καταφέρει να συγκεντρώσει τα απαιτούμενα κεφάλαια, θα αναγκασθεί να καλύψει το υπόλοιπο μέρος του δανείου.

---

<sup>3</sup> Deutsche Bank, "LBO Analysis", Presentation at University of Piraeus, April 2008  
Mike Wrihr, Ken Robbie, "Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis" June 1998, Journal of Business Finance and Accounting, vol.25, p. 534-541

Τέλος, το ποσό που απομένει για να ολοκληρωθεί η εξαγορά, το Private Equity Fund μπορεί να το καλύψει μέσω της έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου το οποίο προσφέρει σχετικά υψηλή απόδοση (high yield notes) και εμπεριέχει όμως υψηλό ρίσκο. Τα ομόλογα αυτά ονομάζονται junk bonds. Όταν ολοκληρωθεί η εξαγορά, αρκετά από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης μπορούν να πουληθούν για να μπορέσει μέρος του δανείου να αποπληρωθεί.

Αφού ολοκληρωθεί η εξαγορά τότε η εξαγοραζόμενη εταιρεία εφόσον είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο θα βγει εκτός αυτού και θα γίνει ιδιωτική (Going Private Transaction). Θα ακολουθήσει μια περίοδος 4-7 ετών κατά την οποία η διοίκηση της επιχείρησης θα προβεί σε αναδιάρθρωση. Η αναδιάρθρωση αφορά όλες τις πτυχές της εταιρείας. Μείωση κόστους η οποία μπορεί να σημαίνει μείωση θέσεων εργασίας, καλύτερη διαχείριση πόρων, ευνοϊκότερους όρους με τους προμηθευτές. Οι εταιρείες που εξαγοράζονται συνήθως είτε κρύβουν κάποια “υπεραξία”, είτε κάποια ευρεσιτεχνία, όπως συμβαίνει με τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, είτε οτιδήποτε άλλο το οποίο με τη σωστή οργάνωση και στρατηγική της εταιρείας θα αποφέρει κέρδη.

Όταν οι στόχοι της εξαγοράς επιτευχθούν τότε συνήθως η εταιρεία εισάγεται ξανά στο χρηματιστήριο (Secondary IPO). Αυτό συνήθως συμβαίνει για να αποκτήσει ξανά η εξαγοραζόμενη εταιρεία ρευστότητα και να αποπληρώσει τα δάνεια της και για να μπορέσει να επεκταθεί και αναπτυχθεί ακόμα περισσότερο. Βεβαίως με την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο και το Private Equity Fund, και κατά συνέπεια οι επενδυτές που εκπροσωπεί, θα αποκομίσει ένα πολύ ικανοποιητικό κέρδος.

### **Venture Capital**

Μια επίσης πολύ διαδεδομένη μορφή επενδύσεων είναι μέσω των Venture Capitals. Είναι ιδιωτικά κεφάλαια τα οποία επενδύονται συνήθως σε νεοσύστατες εταιρείες οι οποίες έχουν ως χαρακτηριστικό τους την ανάπτυξη (growth). Προσφέρονται κεφάλαια από τα επενδυτικά σχήματα σε εταιρείες με αντάλλαγμα μετοχές τους. Οι εταιρείες αυτές επειδή δεν έχουν μακρόχρονη ιστορία δυσκολεύονται στην ανεύρεση χρηματοδότη. Το Venture Capital Fund αναλαμβάνει να τοποθετήσει κεφάλαια για λογαριασμό τρίτων (ιδιώτες επενδυτές) επειδή διαβλέπει κρυμμένες υπεραξίες. Εκτός από τις μετοχές που παίρνει ως αντάλλαγμα, έχει και σε αυτήν την περίπτωση λόγο στις στρατηγικές αποφάσεις και στη διοίκηση της εταιρείας.

### **Management Buyouts/Buyins**

Είναι επίσης μια συνηθισμένη μορφή εξαγοράς η οποία πραγματοποιείται από τα Private Equity Funds. Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι αγοραστές της επιχείρησης είναι η ίδια η διοίκηση της εταιρείας. Ο ρόλος των Private Equity Funds έγκειται στο ότι αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης προκειμένου αυτοί που διοικούν την εταιρεία να αποκτήσουν και την ιδιοκτησία της. Επειδή η διοίκηση της εταιρείας δεν έχει συνήθως την δυνατότητα να πληρώσει το τίμημα της εξαγοράς και η χρηματοδότηση της σπάνια αναλαμβάνεται από κάποιο τραπεζικό ίδρυμα λόγω του υψηλού ρίσκου που ενέχει, για αυτό και στρέφονται στα Private Equity Funds.

Τα Private Equity Funds απαιτούν πάντως από την διοικητική ομάδα να δεσμευθεί όσον αφορά την πορεία και την αναδιάρθρωση της εταιρείας μετά την εξαγορά υποχρεώνοντας την να πληρώσει κάποιο μέρος της επένδυσης.

Ο επενδυτικός ορίζοντας για τη συγκεκριμένη μορφή εξαγοράς είναι 3-7 χρόνια όσον αφορά τα Private Equity Funds. Από την άλλη η επένδυση για τη διοίκηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας έχει σαφώς πιο μακροπρόθεσμο χαρακτήρα.

Η μέθοδος των Management Buyouts εφαρμόζεται σε εταιρείες που βρίσκονται εκτός Χρηματιστηρίου, αλλά και σε εισηγμένες. Όταν μια εταιρεία είναι εισηγμένη τότε όταν ολοκληρώνεται η εξαγορά βγαίνει εκτός Χρηματιστηρίου.

Μια παραλλαγή της συγκεκριμένης μεθόδου εξαγοράς είναι τα Management Buy Ins. Εδώ πρόκειται για μια ομάδα μάνατζερς που βρίσκονται εκτός επιχείρησης. Αναγνωρίζουν ευκαιρίες σε εταιρείες τις οποίες εξαγοράζουν και έτσι γίνονται η καινούρια διοίκηση της.

### **Angel Investors**

Η ουσιαστική διαφορά με τα Venture Capital Funds είναι ότι τα funds που χαρακτηρίζονται ως Angel Investors προσφέρουν δικά τους κεφάλαια και όχι κεφάλαια τρίτων τα οποία διαχειρίζονται. Το πρόβλημα σε αυτήν την περίπτωση είναι ότι το μέγεθος των κεφαλαίων που μπορούν να συγκεντρωθούν είναι περιορισμένο. Angel Investment γίνεται πάλι σε περιπτώσεις νεοσύστατων εταιρειών. Επειδή ο συγκεκριμένος τύπος επενδύσεων ενέχει πολύ υψηλό κίνδυνο, αντίστοιχα υψηλές είναι και οι προσδοκώμενες αποδόσεις.

## **Growth Capital**

Ακόμη μια μορφή επένδυσης για τα Private Equity Funds είναι η λεγόμενη Growth Capital. Σε αυτή τη μορφή επένδυσης τα Private Equity Funds επενδύουν κεφάλαια σε εταιρείες που θεωρούνται ώριμες στον κλάδο τους. Είναι εταιρείες που έχουν μια σταθερή παραγωγή κερδών, αλλά τα κέρδη τους αυτά δεν τους επιτρέπουν ούτε να επεκταθούν, ούτε να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση των λειτουργιών τους, ούτε να εισχωρήσουν σε καινούριες αγορές, ούτε και ακόμα να προχωρήσουν σε εξαγορές αντίστοιχων εταιρειών προκειμένου να δημιουργήσουν οικονομίες κλίμακος.

Η μέθοδος αυτή είναι η αντίθετη σε σχέση με τη μέθοδο Venture Capital που όπως αναφέρθηκε χρησιμοποιείται σε εταιρείες που βρίσκονται σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης.

Μια εταιρεία θα προχωρήσει στην ανεύρεση κεφαλαίων μέσω της συγκεκριμένης μεθόδου, όταν θέλει να μειώσει τη δανειακή της επιβάρυνση. Τα Private Equity Funds προσφέρουν κεφάλαια και σε αντάλλαγμα παίρνουν κοινές ή προνομιούχες μετοχές. Αυτό γίνεται με έκδοση νέων μετοχών. Έτσι τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται.

Τα Private Equity Funds προτιμούν το συγκεκριμένο τύπο επένδυσης σε περιπτώσεις που η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία – στόχος, δεν προσφέρει τη δυνατότητα εύκολης ανεύρεσης δανειακών κεφαλαίων.

## 1.6 Private Equity Fundraising

### Γενικά

Η ανεύρεση κεφαλαίων για τα Private Equity Funds είναι μια πολύπλοκη διαδικασία. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τα Private Equity Funds όταν αποφασίσουν να προχωρήσουν είτε σε μια εξαγορά μιας εταιρείας είτε σε μια επένδυση χρησιμοποιούν μέρος από τα ίδια τους κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά προέρχονται από επενδυτές με μεγάλη οικονομική ευρωστία. Το μέρος της επένδυσης που δεν δύναται να καλυφθεί από τα ίδια κεφάλαια καλύπτεται μέσω δανεισμού.

Η παράμετρος του δανεισμού για τα Private Equity Funds είναι κάτι σύνθετο. Σε μορφές εξαγορών όπως είναι τα Leveraged Buyouts (LBO's), που το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησης της εξαγοράς (70% - 80%) πραγματοποιείται με δανειακά κεφάλαια, γίνεται σαφής η σημασία του δανεισμού.

Και σε άλλες μορφές εξαγορών πέρα από τα LBO's χρησιμοποιείται δανεισμός.

Το Private Equity Fund απευθύνεται σε μια τράπεζα η οποία αναλαμβάνει να βρει δανειστές. Η τράπεζα αναλαμβάνει το ρόλο του αναδόχου (underwriter). Οι δανειστές οι οποίοι θα βρει είναι άλλες τράπεζες, μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές, διάφορα ιδρύματα και άλλοι (syndicate). Το μέρος του δανείου το οποίο δεν θα καλυφτεί από αυτούς θα αναλάβει να το καλύψει ο ανάδοχος.

Τα δάνεια αναλόγως με την προτεραιότητα που έχουν όσον αφορά την αποπληρωμή τους χωρίζονται σε διάφορες κατηγορίες. Κάθε είδος δανείου έχει τα δικά του χαρακτηριστικά έτσι ώστε να εξυπηρετεί κάθε φορά συγκεκριμένες ανάγκες του δανειζόμενου. Όσο πιο υψηλά βρίσκεται ένα δάνειο στην ιεραρχία της προτεραιότητας, εξυπακούεται ότι σε περίπτωση χρεωκοπίας του δανειζόμενου θα εξυπηρετηθεί πιο άμεσα.

Υπάρχει επίσης αναλογία ρίσκου και απόδοσης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο αποπληρωμής ενός δανείου, τόσο υψηλότερη είναι η απόδοση του δανειστή και αντίστροφα.

Προκειμένου να χορηγηθούν δάνεια στα Private Equity Funds θα πρέπει να τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις (Covenants)<sup>4</sup>. Αυτές οι προϋποθέσεις έχουν κάποια θετικά και κάποια αρνητικά στοιχεία.

Στα θετικά περιλαμβάνονται τα εξής:

---

<sup>4</sup> Deutsche Bank, "LBO Analysis", Presentation at University of Piraeus, April 2008



α) Οι εταιρείες στις οποίες θα χρησιμοποιηθούν τα δάνεια (εξαγοραζόμενες εταιρείες από τα Private Equity Funds) θα πρέπει να τηρούν τις οικονομικές τους καταστάσεις με συγκεκριμένο τρόπο έτσι ώστε να φαίνονται τα οικονομικά στοιχεία που ενδιαφέρουν το δανειστή με σαφήνεια.

β) Οι ίδιες εταιρείες πρέπει να διατηρούν υψηλά πρότυπα κανονιστικής συμμόρφωσης με την εκάστοτε νομοθεσία

γ) Είναι υποχρεωτικό να διατηρήσουν τα πάγια στοιχεία τους και γενικά οτιδήποτε συμβάλλει στην κερδοφορία της εταιρείας για ορισμένο χρονικό διάστημα.

δ) Ασφαλίζονται περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας

Στα αρνητικά περιλαμβάνονται τα εξής:

α) Οι εταιρείες στις οποίες χρησιμοποιούνται τα δάνεια, δεν επιτρέπεται για ορισμένο χρονικό διάστημα να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους τους προκειμένου να διατηρήσουν ενά συγκεκριμένο επίπεδο ρευστότητας.

β) Υπάρχουν περιορισμοί όσον αφορά την πώληση περιουσιακών στοιχείων

γ) Υπάρχουν επίσης περιορισμοί όσον αφορά τη δυνατότητα συγχώνευσης της εταιρείας που χρησιμοποιεί το δάνειο με κάποια άλλη.

Εκτός από τις γενικές αυτές προϋποθέσεις υπάρχουν και κάποιοι οικονομικοί όροι που πρέπει να τηρούνται.

α) Ο δανειζόμενος θα πρέπει να υποβληθεί σε συγκεκριμένα οικονομικά τεστ πριν από τη χορήγηση του δανείου προκειμένου να εξακριβωθεί εάν τηρεί κάποιες προϋποθέσεις.

β) Και μετά τη χορήγηση του δανείου, κατά τακτά χρονικά διαστήματα, συνήθως κάθε τρίμηνο διενεργούνται οικονομικοί έλεγχοι.

Οι κύριοι οικονομικοί δείκτες που εξετάζονται είναι:

- Συνολική δανειακή επιβάρυνση προς κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (Total Debt/EBITDA)
- Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων προς τόκους (EBITDA/Interest)
- Ταμειακές ροές προς άμεση δανειακή εξυπηρέτηση (Cash Flow/Debt Service)

## Μορφές Δανεισμού<sup>5</sup>

Τα ακόλουθα αποτελούν τις κατηγορίες των δανείων:

- **Senior Debt**
- **Second Lien**
- **Mezzanine**
- **High Yield Bonds**

### Senior Debt

Το συγκεκριμένο έχει προτεραιότητα σε σχέση με άλλα δάνεια. Σε περίπτωση χρεωκοπίας αυτό το δάνειο πρέπει να εξυπηρετηθεί πριν από όλα τα υπόλοιπα. Αυτό το είδος δανείου έχει κυμαινόμενο επιτόκιο και επιπλέον μπορεί να αποπληρωθεί πριν τη λήξη χωρίς καμιά υποχρέωση (penalty). Έχει το χαμηλότερο κόστος, αλλά και τις αυστηρότερες προϋποθέσεις προκειμένου να χορηγηθεί.

Τα πλεονεκτήματα για το συγκεκριμένο δάνειο είναι τα εξής:

- Χαμηλό κόστος
- Μεγάλη ρευστότητα η οποία είναι απαραίτητη.
- Δυνατότητα αποπληρωμής πριν τη λήξη

Μειονεκτήματα:

- Δεσμεύεται μέρος των χρηματοροών της εταιρείας προκειμένου να αποπληρωθεί το δάνειο.
- Το 25% των εσοδών προ φόρων και τόκων (EBITDA) υπόκειται σε πολύ αυστηρό έλεγχο, προκειμένου να ισχύουν κάποιες συνθήκες, γεγονός που περιορίζει την ευελιξία της εταιρείας.
- Οι δανειστές παρακολουθούν στενά την εξέλιξη της εταιρείας και θέτουν περιορισμούς όσον αφορά την περαιτέρω μόχλευση της εταιρείας προκειμένου να αποπληρωθούν τα δάνεια που έχουν χορηγήσει.

---

<sup>5</sup> Andrew Metrick, Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds", September 2007, Swedish Institute for Financial Research Conference on the Economics of the Private Equity Market, p. 14-27

Travis Bradford, Roy C. Smith, "Private Equity: Sources and Uses", Spring 1997, Journal of Applied Corporate Finance, vol.10, p. 89-97

## **Second Lien**

Το δάνειο αυτό χρησιμοποιείται ευρέως. Έχει ομοιότητες με τον προηγούμενο τύπο και είναι σαφώς φθηνότερο από τα δάνεια τα οποία έχουν χαμηλή εξασφάλιση και είναι δευτερεύοντα.

Η βασική διαφορά σε σχέση με τα senior debts είναι στην εξασφάλιση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε περίπτωση χρεωκοπίας, όπως είναι τα πάγια της εταιρείας ή η ακίνητη περιουσία της. Προηγούνται τα senior debt δάνεια όσον αφορά την αποπληρωμή.

Η διάρκεια αποπληρωμής του δανείου είναι συνήθως 9.5 χρόνια. Η χορήγηση του συγκεκριμένου δανείου γίνεται από hedge funds και τράπεζες.

Συνήθως το ποσοστό αυτών των δανείων ορίζεται με τον εξής τύπο:

$0.5 * (0.75\% \text{EBITDA})$  και συνήθως είναι από €100-€500 εκατομμύρια.

Υπάρχει ποινή σε περίπτωση πρόωρης αποπληρωμής του δανείου η οποία καθορίζεται από τη χρονική διάρκεια συνήθως. Για παράδειγμα εάν κάποιος θελήσει να το επιστρέψει τον πρώτο χρόνο θα πρέπει εκτός από τους τόκους που θα πληρώσει να δώσει πίσω το κεφάλαιο με ένα premium. Για παράδειγμα επιστρέφεται το 102% του κεφαλαίου.

Να συμπληρωθεί ότι για τη χορήγηση τέτοιων δανείων, η εταιρεία που το εκμεταλλεύεται θα πρέπει να τηρεί ορισμένες προδιαγραφές είτε οικονομικές είτε όσον αφορά τα ποσά τα οποία δανείζεται.

## **Mezzanine Debt**

Αυτός ο τύπος χρηματοδότησης είναι κάτι ενδιάμεσο ανάμεσα σε δάνειο και μετοχικό κεφάλαιο. Η χρηματοδότηση γίνεται είτε με τη μορφή δανείου είτε με τη χορήγηση προνομιούχων μετοχών. Είναι πιο ακριβή από τους προηγούμενους τύπους, διότι έχει μικρότερη εξασφάλιση. Σε περίπτωση χρεωκοπίας είναι πολύ πιθανόν οι χρηματοδότες να μην μπορούν να πάρουν πίσω τα χρήματά τους στο ολόκληρο, αφού πρέπει πρώτα να αποπληρωθούν δάνεια που έχουν μεγαλύτερη προτεραιότητα. Τέτοιου τύπου δάνεια συνήθως χρησιμοποιούνται από μικρότερες εταιρείες.

Η αποπληρωμή των συγκεκριμένων δανείων γίνεται συνήθως με τρεις τρόπους:

1) Σε μορφή μετρητών μέσω περιοδικών πληρωμών οι οποίες στηρίζονται σε ένα σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο (το οποίο συνήθως στηρίζεται ή στο Euribor ή στο Libor)

2) PIK Interest (Payable in kind Interest). Σε αυτήν την περίπτωση ο τόκος προστίθεται στο υπάρχον δάνειο και δεν καταβάλλεται με τη μορφή μετρητών. Για παράδειγμα, εάν έχω ένα δάνειο 100€ και το επιτόκιο είναι 8% στο τέλος του χρόνου το δάνειο θα έχει διαμορφωθεί στο 108, επειδή δεν θα έχει καταβληθεί ο τόκος.

3) Μετοχικό κεφάλαιο. Καταβάλλονται μετοχές στο δανειστή.

Το δάνειο αυτού του τύπου είναι ανακλητέο οποιαδήποτε στιγμή.

### **High Yield Bonds**

Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό των ομολόγων υψηλής απόδοσης, είναι ότι προσφέρουν υψηλά τοκομερίδια στον αγοραστή, διότι αυτός που τα αγοράζει αναλαμβάνει υψηλότερο κίνδυνο από κάποιο ομόλογο που έχει υψηλή πιστοληπτική ικανότητα.

Όσον αφορά την αξιολόγησή τους, η βαθμολογία που έχουν από οίκους αξιολόγησης όπως είναι η Moody's ή η S&P είναι BA1/BB+ και κάτω. Οι αποδόσεις συνήθως ορίζονται από ένα υψηλό σταθερό επιτόκιο, μπορεί όμως και να είναι κυμαινόμενο. Είναι μακροπρόθεσμοι ορίζοντα και η διαπραγμάτευση τους γίνεται στις δευτερογενείς αγορές. Σε σχέση με τα υπόλοιπα δάνεια, έχουν πολύ λιγότερες συνθήκες που πρέπει να ικανοποιούν εκτός αν εξαιρέσουμε τις προϋποθέσεις που ισχύουν για τα ομόλογα που διαπραγματεύονται στις αγορές.

Συνήθως δεν είναι προπληρωτά για τα πρώτα 3-5 χρόνια, έπειτα ο εκδότης όμως μπορεί να τα αποσύρει καταβάλλοντας κάποιο premium.

Εάν θα θέλαμε να συγκρίνουμε τους δύο τελευταίους τύπους δανείων, **mezzanine debt** και **high yield bonds** θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα εξής:

Τα **πλεονεκτήματα** όσον αφορά τα δάνεια της πρώτης κατηγορίας (**mezzanine debt**) είναι τα εξής:

- α) Δυνατότητα έκδοσης των τίτλων χωρίς αξιολόγηση από εταιρείες όπως S&P ή Moody's
- β) Ευελιξία όσον αφορά τους τρόπους αποπληρωμής
- γ) Χαμηλό Premium σε περίπτωση ανάκλησης του δανείου
- δ) Δεν είναι απαραίτητο η εταιρεία που χρησιμοποιεί τέτοια δάνεια να δίνει πολλές πληροφορίες που αφορούν εσωτερικά της θέματα.

Ενώ για τη δεύτερη κατηγορία (**High Yield Bonds**) τα **πλεονεκτήματα** είναι τα εξής:

- α) Επειδή υπάρχει μεγάλη γκάμα από επενδυτές που τα εκδίδουν, έχουν τελικά καλύτερη τιμή.

β) Μεγάλη ρευστότητα

γ) Δεν είναι αναγκαίο να ισχύουν αυστηρές συνθήκες για τις εταιρείες που εκδίδουν τα συγκεκριμένα ομόλογα, εκτός για παράδειγμα από το γεγονός ότι πρέπει να μην προχωρούν σε περαιτέρω εξαγορές για όσο καιρό ισχύουν τα ομόλογα.

Όσον αφορά τα **μειονεκτήματα** για τα δάνεια τύπου **mezzanine** ισχύουν τα εξής:

α) Είναι συνήθως πιο ακριβά, αφού τα συγκεκριμένα δεν προσφέρονται από πολλούς επενδυτές.

β) Προκειμένου να πάρει κάποια εταιρεία ένα τέτοιο δάνειο πρέπει να τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Συνήθως πριν χορηγηθεί κάποιο δάνειο πραγματοποιούνται κάποια προκαθορισμένα οικονομικά τεστ, τα οποία επαναλαμβάνονται στο δανειζόμενο περίπου κάθε τρίμηνο.

γ) Μεγαλύτερο κόστος όσον αφορά το επιτόκιο δανεισμού.

Ενώ όσον αφορά τα **High Yield Bonds** τα **μειονεκτήματα** τους είναι τα εξής:

α) Υπόκεινται σε αξιολογήσεις από οίκους όπως η S&P και Moody's

β) Υπάρχει περίοδος που δεν μπορούν να ανακληθούν και όταν ανακαλούνται πρόωρα υπάρχει υψηλό κόστος.

γ) Οι εταιρείες που τα εκδίδουν υποχρεώνονται να κοινοποιούν και να μοιράζουν πληροφορίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό που ενδεχομένως θα ήθελαν να κρατήσουν εσωτερικά.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### Private Equity Funds και ανασκόπηση της δραστηριότητας τους

#### 2.1 Οι μεγαλύτερες εταιρείες Private Equity<sup>6</sup>

##### Carlyle Group

Το Carlyle Group είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες Private Equity. Διαχειρίζεται περισσότερα από \$82.7 δισεκατομμύρια. Το Carlyle Group αποτελείται από 60 επενδυτικά σχήματα τα οποία δραστηριοποιούνται σε τέσσερις κύριες μορφές επενδύσεων. Α) Buyouts, Β) Venture and Growth Capital, Γ) Real Estate, Δ) Leveraged Finance. Έχει γραφεία σε 21 χώρες του κόσμου και αναζητά ευκαιρίες επενδύσεων στις περιοχές της Βόρειας Αμερικής, Ευρώπης, Ασίας, Αυστραλίας, Μέση Ανατολή, Βόρεια Αφρική και Λατινική Αμερική.

Το Carlyle Group δημιουργήθηκε το 1987 και από τότε έχει πραγματοποιήσει μια σειρά από πολύ μεγάλες επενδύσεις. Έχει επενδύσει περισσότερο από το 30% των κεφαλαίων του στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών και των μέσων ενημέρωσης και επικοινωνίας. Ορισμένες από τις σημαντικότερες επενδύσεις του ομίλου είναι οι εξής:

α) Η εξαγορά των Ηνωμένων Αμυντικών Βιομηχανιών (United Defense Industries) το 1994, η οποία είχε συμβάλει κατά το 60% στο τζίρο που αφορούσε τη βιομηχανία των αμυντικών συστημάτων.

β) Στις 28 Ιουνίου του 2007 το Carlyle ανακοίνωσε ότι θα συνεργαζόταν με την εταιρεία Onex προκειμένου να εξαγοράσει την εταιρεία Allison Transmission η οποία ανήκε στον όμιλο General Motors για \$5.6 δισεκατομμύρια.

γ) Στις 2 Ιουλίου του 2007 βγήκε στη δημοσιότητα ότι το Carlyle Group ήταν σε διαπραγματεύσεις προκειμένου να αγοράσει την εταιρεία Virgin Media UK ασύρματες επικοινωνίες. Ο Ρίτσαρντ Μπράνσον παρέμεινε ο κύριος μέτοχος. Το όνομα της Virgin θα εξακολουθήσει να χρησιμοποιείται για τα επόμενα 10 χρόνια.

##### Blackstone Group

Η εταιρεία Blackstone ιδρύθηκε το 1985. Το κομμάτι του private equity ξεκίνησε να λειτουργεί το 1987. Υπάρχουν γραφεία στη Νέα Υόρκη, στο Λονδίνο, στη Βομβάη και στο Χονγκ Κονγκ. Από την αρχή της λειτουργίας της η εταιρεία έχει καταφέρει

---

<sup>6</sup> Πηγή, από όλα τα sites των εταιρειών στο Internet

να συγκεντρώσει κεφάλαια ύψους \$36 δισεκατομμυρίων. Μέχρι τις 31 Μαρτίου του 2008 η εταιρεία διαχειριζόταν κεφάλαια ύψους \$30.6 δισεκατομμυρίων. Από το 1987 έως το 2008 έχει κάνει επενδύσεις περίπου σε 126 εταιρείες. Το Μάρτιο του 2008, η εταιρεία Blackstone είχε ενεργή ανάμειξη σε 47 διαφορετικές επιχειρήσεις. Μερικές από τις πιο σημαντικές επενδύσεις της είναι στις εταιρείες: Universal Studios Florida, Hilton Hotels Corporations. Επίσης όσον αφορά τον κτηματομεσιτικό κλάδο η Blackstone έχει υπό την κατοχή της ακίνητα που καλύπτουν εκτάσεις 1.200.000 τετραγωνικών μέτρων στις πόλεις της Βοστώνης, της Νέας Υόρκης, του Σαν Φρανσίσκο και της Ουάσινγκτον.

Μερικές από τις σημαντικότερες εξαγορές στις οποίες έχει προβεί το Blackstone Group είναι οι εξής:

α) 2007 Equity Office Properties Trust. Το Φεβρουάριο του 2007 εξαγόρασε τη μεγαλύτερη εταιρεία ακινήτων στις ΗΠΑ. Το τίμημα της συγκεκριμένης εξαγοράς έφτασε στα \$39 δισεκατομμύρια, συμπεριλαμβανομένων και των δανείων που χρησιμοποιήθηκαν. Ήταν η μεγαλύτερη εξαγορά από την εποχή που είχε εξαγοραστεί η RJR Nabisco από την KKR..

β) Ο όμιλος Blackstone εισέρχεται στον κλάδο των ξενοδοχείων το 2004 εξαγοράζοντας τις εταιρείες Prime Hospitality και Extended Stay America. Το 2005 συνεχίζει με την εξαγορά της εταιρείας Quinta Inns & Suites, ενώ το 2007 φτάνει στο αποκορύφωμα με την αγορά της Hilton Hotels Corporations

### **KKR (Kohlberg Kravis Roberts)**

Η KKR είναι μια εταιρεία Private Equity που εδρεύει στη Νέα Υόρκη. Ειδικεύεται στις μοχλευμένες εξαγορές (LBO's) που βρίσκονται όμως σε προχωρημένο στάδιο. Ιδρύθηκε το 1976 από τον Jerome Kohlberg, Henry Kravis και George Roberts, οι οποίοι εργαζόντουσαν πριν στην επενδυτική τράπεζα Bear Stearns.

Η εταιρεία προσανατολίζεται κυρίως στην εξαγορά εταιρειών που παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα απόδοσης. Συνήθως χρηματοδοτεί το 25% των επενδύσεων της από τα ίδια της κεφάλαια και το υπόλοιπο μέρος μέσω τραπεζικών δανείων και μέσα από την έκδοση υψηλής απόδοσης ομολόγων (high yield bonds). Επίσης συνήθως ένα μέρος των μετοχών δίνεται στην ήδη υπάρχουσα διοίκηση προκειμένου να νοιώθουν το αίσθημα της “ιδιοκτησίας”, έτσι ώστε να βοηθούν στη διαδικασία της εξαγοράς και στον τελικό σκοπό της επένδυσης.

Κατά της διάρκεια της δεκαετίας του 1980, κατά την πρώτη φάση δηλαδή της δράσης των Private Equity Funds, η KKR είχε πάρα πολύ έντονη δράση. Μερικές χαρακτηριστικές επενδύσεις ήταν οι εξής:

α) Το 1984 ολοκληρώθηκε η πρώτη εξαγορά εταιρείας που ήταν εισηγμένη στο Χρηματιστήριο (Going Private Transaction). Επρόκειτο για την εταιρεία Malone & Hyde, ενός από τους μεγαλύτερους διανομείς τροφίμων και αλυσίδας σούπερ μάρκετ.

β) Επίσης το 1984 πραγματοποιήθηκε η πρώτη συναλλαγή ύψους \$1 δισεκατομμυρίου. Αποκτήθηκε η εταιρεία Wometco Enterprises. Το ποσό που καταβλήθηκε για τις μετοχές της ήταν \$842 εκατομμύρια, ενώ η KKR ανέλαβε και το χρέος της ύψους \$170 εκατομμυρίων.

γ) Το 1985 η KKR πήρε μέρος στην εξαγορά της εταιρείας Beatrice ύψους \$6.1 δισεκατομμυρίων. Ο όμιλος Beatrice είχε στην κατοχή του τα εμπορικά σήματα Samsonite και Tropicana. Μέχρι το τέλος του 1985 η εξαγορά της Beatrice ήταν η μεγαλύτερη που είχε πραγματοποιηθεί ποτέ.

δ) Μια δύσκολη στιγμή στην ιστορία της KKR ήταν η εξαγορά της εταιρείας Jim Walter Corporation. Πραγματοποιήθηκε στις αρχές του 1988 και στοίχισε \$3.3 δισεκατομμύρια. Μια θυγατρική της εταιρείας Jim Walter Corporation αντιμετώπισε τρομερά οικονομικά προβλήματα και έτσι το παράρτημα της KKR που είχε αναλάβει την εξαγορά υποχρεώθηκε να υπαχθεί στις συνθήκες του άρθρου 11 για τις περιπτώσεις χρεωκοπίας.

ε) Φυσικά, δε μπορούμε να παραλείψουμε την ιστορική εξαγορά της εταιρείας RJR Nabisco. Ένα πραγματικό ορόσημο στην ιστορία όχι μόνο της KKR αλλά και ολόκληρης της δραστηριότητας που αφορά τα Private Equity Funds. Πραγματοποιήθηκε το 1989 και έφτασε το ιλιγγιώδες ύψος για την εποχή των \$31.1 δισεκατομμυρίων. Το συγκεκριμένο ποσό περιελάμβανε και τα χρέη που είχε αναλάβει η RJR Nabisco. Υπήρξε ένας πραγματικός πόλεμος όσον αφορά τις προσφορές για τη συγκεκριμένη εταιρεία, αφού η KKR δεν ήταν ο μοναδικός υποψήφιος αγοραστής. Τελικά η μάχη έληξε με νικητή την KKR η οποία προσέφερε \$109 για κάθε μετοχή.

Το μέγεθος της συγκεκριμένης εξαγοράς ήταν τέτοιο που σε ονομαστική αξία κατάφερε να ξεπεραστεί το 2006-2007, περίπου είκοσι χρόνια αργότερα. Η εξαγορά που ξεπέρασε σε αξία την περίπτωση της RJR Nabisco ήταν της εταιρείας Hospital Corporation of America που κόστισε \$33 δισεκατομμύρια και στην οποία συμμετείχε



πάλι η KKR. Αν βεβαίως ληφθεί υπόψιν ο πληθωρισμός το τίμημα της εξαγοράς δεν έχει ακόμη ξεπεραστεί.

Τελικά η KKR από τη συγκεκριμένη εξαγορά βγήκε χαμένη όταν πούλησε τη μετοχή της στο Apollo Group, μια άλλη μεγάλη εταιρεία Private Equity.

στ) Αναφέρουμε ενδεικτικά και ορισμένες επενδύσεις της KKR τα τελευταία χρόνια:

✓ TDC A/S 2006.

Η αξία της εξαγοράς της Δανέζικης εταιρείας τηλεπικοινωνιών έφτασε τα \$15.3 δισεκατομμύρια και συμμετείχαν οι εταιρείες KKR, Apax Partners, Providence Equity Partners και Permira. Είναι η δεύτερη μεγαλύτερη ευρωπαϊκή εξαγορά.

✓ Alliance Boots 2007

Η προσφορά της KKR ήταν \$24.8 δισεκατομμύρια και έγινε μόλις ένα χρόνο μετά από τη συγχώνευση των εταιρειών Boots Group και Alliance Unichem.

✓ TXU 2007

Συνεργασία των ομίλων KKR και TPG Capital. Προς το παρόν θεωρείται η μεγαλύτερη εξαγορά στην ιστορία αφού το κόστος της έφτασε τα \$44.37 δισεκατομμύρια .

### **Apax Partners**

Η εταιρεία Apax Partners είναι μια εταιρεία Private Equity παγκόσμιας εμβέλειας η οποία δραστηριοποιείται σε 5 κυρίως κλάδους. Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες, Μέσα Ενημέρωσης, Λιανικός κλάδος, Κλάδος Υγείας και Οικονομικές υπηρεσίες. Αυτήν την περίοδο ο όμιλος Apax έχει υπό τη διαχείριση του \$35 δισεκατομμύρια. Γραφεία της εταιρείας υπάρχουν στις μεγαλύτερες πόλεις του κόσμου όπως Λονδίνο, Νέα Υόρκη, Χονγκ Κονγκ. Η εταιρεία ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1969. Θεωρείται η 7<sup>η</sup> μεγαλύτερη εταιρεία Private Equity στον κόσμο. Μέχρι το τέλος του 2007 η Apax Partners είχε επενδύσει σε περισσότερες από 340 εταιρείες παγκοσμίως. Το μεγαλύτερο μέρος κεφαλαίων της Apax Partners προέρχεται από θεσμικούς επενδυτές, όπως είναι συνταξιοδοτικά ταμεία, πανεπιστημιακά ιδρύματα.

Να σημειωθεί ότι ο όμιλος Apax ξεκίνησε αρχικά να επενδύει σε εταιρείες που βρίσκονταν στο ξεκίνημα τους. Δηλαδή αρχικά δραστηριοποιήθηκε σε επενδύσεις μορφής Venture Capital. Αργότερα προς τα τέλη της δεκαετίας του 80' μπήκε πιο ενεργά στο κομμάτι των μοχλευμένων εξαγορών.

Ορισμένες από τις σημαντικότερες επενδυτικές στιγμές της εταιρείας είναι οι εξής:

α) 1998 Neurodynamics. Η εταιρεία Neurodynamics ήταν μητρική της εταιρείας Autonomy Corporation. Η συγκεκριμένη επένδυση αναφέρεται διότι είχε από τις μεγαλύτερες αποδόσεις στην Ιστορία των Private Equity Funds. Το κόστος της επένδυσης ήταν της τάξης των \$3 εκατομμυρίων και απέφερε τελικώς \$900 εκατομμύρια.

β) 2005 Tommy Hilfiger. Η Apax εξαγόρασε την εταιρεία για \$1.6 δισεκατομμύρια, όλα σε μετρητά. Η συμφωνία εγκρίθηκε το Μάιο του 2006 από τους μετόχους της Hilfiger.

γ) 2006 Royal Philips Electronics. Στις 21/08/2006 η Apax Partners σε συνεργασία με την Bain Capital και την KKR προχώρησαν στην εξαγορά του 80.1% του τμήματος παραγωγής ημιαγωγών της εταιρείας Royal Philips Electronics.

### **TPG**

Η εταιρεία Texas Pacific Group είναι επίσης μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες Private Equity. Αυτή τη στιγμή διαχειρίζεται περίπου \$50 δισεκατομμύρια. Ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1992 και σήμερα δραστηριοποιείται σε εταιρείες που είναι ήδη καθιερωμένες στο χώρο τους και το μετοχικό τους κεφάλαιο κυμαίνεται από \$100 μέχρι \$750 εκατομμύρια.

Η TPG θεωρείται ένας κολοσσός στον τομέα του Private Equity, αφού στο χαρτοφυλάκιο της ενδεικτικά υπηρχάν εταιρείες όπως: Continental Airlines, Ducati, Neiman Markus, Burger King, MGM, Freescale Semiconductor.

### **BC Partners**

Η BC Partners διαχειρίζεται περίπου \$11 δισεκατομμύρια. Ιδρύθηκε το 1986 και παίζει καθοριστικό ρόλο στο χώρο, ενώ τα γραφεία της βρίσκονται στη Βόρεια Αμερική και την Ευρώπη. Ιστορικά έχει επενδύσει σε 67 εταιρείες οι οποίες είχαν συνολική αξία \$63 δισεκατομμυρίων.

Αξίζει, βεβαίως, να αναφερθεί ότι η BC Partners ήταν ένα από τα Private Equity Fund που επένδυσαν σε ελληνική εταιρεία, την Hyatt Regency. Τον Ιανουάριο του 2006, οι βασικοί μέτοχοι της εταιρείας Hyatt συμφώνησαν να πουλήσουν 51.87% στην BC Partners. Τα επόμενα δύο χρόνια η BC Partners κατάφερε να αποκτήσει το 100% των μετοχών της Hyatt που πλέον δεν είναι εισηγμένη στο ελληνικό χρηματιστήριο. Με αυτή την εξαγορά η BC ελέγχει το 100% των μετοχών του καζίνο Θεσσαλονίκης

καθώς και το 34.3% του καζίνο της Πάρνηθας. Συνολικά λοιπόν ελέγχει το 50% της ελληνικής αγοράς τυχερών παιχνιδιών.

Άλλες σημαντικές επενδύσεις της εταιρείας είναι οι εξής:

- α) 2008 Intelsat. Μια εξαγορά που στοίχισε \$16.6 δισεκατομμύρια για την απόκτηση του κορυφαίου παροχέα δορυφορικών υπηρεσιών στον κόσμο.
- β) 2006 Brenntag. Η δεύτερη σε μέγεθος μοχλευμένη εξαγορά στη Γερμανία που έχει πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα.
- γ) 2003 Seat. Η μεγαλύτερη ευρωπαϊκή εξαγορά που είχε γίνει μέχρι τότε.
- δ) 2002 Hirslanden. Η μεγαλύτερη μοχλευμένη εξαγορά στην Ελβετία, εκείνο το διάστημα.
- ε) 1996 Interpump Η μεγαλύτερη Ιταλική εξαγορά που είχε γίνει μέχρι τότε.

### **Permira**

Ο όμιλος Permira είναι μια ευρωπαϊκή εταιρεία Private Equity της οποίας η ιστορία ξεκινά από το 1985. Έχει υπό την εποπτεία της 19 επενδυτικά σχήματα τα οποία συνολικά διαχειρίζονται €22 δισεκατομμύρια. Έχει παρουσία σε 15 χώρες και επενδύει σε όλους τους μεγάλους τομείς της οικονομίας.

Η εταιρεία Permira έχει λάβει μέρος σε ορισμένες από τις σημαντικότερες εξαγορές που έχουν γίνει και περιλαμβάνουν εταιρείες όπως: Boots Group, HMV, Intelsat, SBS Broadcasting Group, Valentino Fashion Group, ProSiebenSat. 1 Media.

### **Bain Capital**

Η εταιρεία Bain Capital λειτουργεί από το 1984 και έχει υπό τη διαχείριση της περίπου \$78 δισεκατομμύρια. Η εταιρεία δραστηριοποιείται κυρίως στο κομμάτι του Private Equity και του Venture Capital. Όσον αφορά το κομμάτι του Private Equity η εταιρεία δραστηριοποιείται σε 250 εταιρείες. Οι κύριοι κλάδοι στους οποίους έχει παρουσία είναι οι εξής: Επικοινωνία και Μέσα Ενημέρωσης, Υγεία, Βιομηχανία και Κατασκευές, Οικονομικές Υπηρεσίες και Λιανική.

### **Cerberus Capital Management**

Ο όμιλος Cerberus είναι ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους που ειδικεύονται στον τομέα των ιδιωτικών επενδύσεων. Ιδρύθηκε το 1992. Ειδικεύεται στην αναζήτηση εταιρειών που δεν παρουσιάζουν τις καλύτερες αποδόσεις και επιδιώκει να τις

μετατρέψει σε ηγέτες του κλάδου τους. Η εταιρεία εδρεύει στη Νέα Υόρκη και έχει επίσης γραφεία στο Λονδίνο, στη Φρανκφούρτη, στο Τόκυο.

Η Cerberus έχει συμμετοχή σε εταιρείες που συνολικά παράγουν περισσότερα από \$100 δισεκατομμύρια ετησίως.

Για την Cerberus έχει πολύ μεγάλη σημασία η αναδιάρθρωση των εταιρειών στις οποίες έχει συμμετοχή και επιδιώκει σε συνεργασία με τη διοίκηση τους να φέρει τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα.

Ορισμένες από τις σημαντικότερες εξαγορές ή συμμετοχές της είναι οι εξής:

α) 2004 Bayer's plasma products: Εξαγοράστηκε το Δεκέμβριο του 2004 και μετονομάστηκε σε Talecris Biotherapeutics

β) 2005 Meadwestvaco's: Εξαγοράστηκε το 2005 με τίμημα \$2.3 δισεκατομμύρια και μετονομάστηκε σε New Page Corporation. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στον κλάδο της χαρτοποιίας.

γ) 2007 Chrysler: Στις 14 Μαΐου του 2007 ανακοινώθηκε η πώληση του 80.1 % της εταιρείας Daimler Chrysler AG στο Cerberus. Παρά το γεγονός ότι η Chrysler κράτησε το 19.9% των μετοχών της, η εταιρεία άλλαξε την επωνυμία της σε Chrysler LLC. Η συμφωνία επικυρώθηκε στις 3 Αυγούστου του 2007.

Private Equity Funds			
Όνομα	Χώρα	Κεφάλαια Υπό Διαχείριση (\$ Δις.)	Έτος Ίδρυσης
Carlyle Group	Η.Π.Α.	\$82.7	1987
Bain Capital	Η.Π.Α.	\$78	1984
TPG	Η.Π.Α.	\$50	1992
Apax Partners	Μεγάλη Βρετανία	\$35	1969
Blackstone Group	Η.Π.Α.	\$30.6	1985
Permira	Ευρώπη	\$22	1985
BC Partners	Η.Π.Α.	\$11	1986
KKR	Η.Π.Α.	Μη διαθέσιμο	1976
Cerberus	Η.Π.Α.	Μη διαθέσιμο	1992

## 2.2 Χρονικές Περιόδους Δραστηριότητας για τα Private Equity Funds

Εάν θέλει κάποιος να χωρίσει σε περιόδους τη δραστηριότητα των Private Equity Funds, θα πρέπει να γυρίσει αρκετά πίσω στο χρόνο. Ήταν στις αρχές της δεκαετίας του 1980 όταν άρχισε να γίνεται εμφανής μια νέα τάση στον τομέα των εξαγορών των επιχειρήσεων πέρα από τις παραδοσιακές μορφές που υπήρχαν μέχρι τότε.

Βεβαίως οι πρώτες εξαγορές με τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν ευρέως αργότερα από τα Private Equity Funds είχαν εμφανισθεί στην Αμερική, αρκετά νωρίς. Η πρώτη για παράδειγμα εξαγορά μοχλευμένης μορφής πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 1955<sup>7</sup>. Ήταν η εταιρεία Mc Lean Industries η οποία εξαγόρασε την εταιρεία Waterman Steamship Corporation. Η Mc Lean δανείστηκε \$42 εκατομμύρια και άντλησε και άλλα \$7 εκατομμύρια μέσω της έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Όταν η συμφωνία ολοκληρώθηκε, η εταιρεία Waterman χρησιμοποίησε \$20 εκατομμύρια από τα ρευστά της διαθέσιμα και τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να αποπληρωθεί το δάνειο. Παρόμοιες μεθόδους με την εξαγορά που περιγράφηκε πριν χρησιμοποιήσαν και αρκετές εταιρείες αργότερα, όπως ήταν η Berkshire Hathaway του Warren Buffet ή η DWG Corporation του Victor Posner και οι οποίες έλαβαν χώρα τη δεκαετία του 1960. Μάλιστα ο όρος Leveraged Buyouts (LBO's) χρεώνεται στον Victor Posner.

Αυτές οι εξαγορές προετοίμασαν το έδαφος για τη μεγάλη δραστηριότητα των Private Equity Funds τις επόμενες δεκαετίες.

Η πρώτη μεγάλη έκρηξη για τέτοιου τύπου εξαγορές ξεκίνησε από ανθρώπους που εργάζονταν σε μεγάλες επενδυτικές τράπεζες όπως ήταν ο Jerome Kohlberg και ο Henry Kravis. Αρχικά εργαζόντουσαν στην επενδυτική τράπεζα Bear Sterns. Ξεκίνησαν αυτό που τότε ονομάστηκε “αυτοδύναμη” επένδυση. Υπήρχαν λοιπόν μικρού μεγέθους εταιρείες που οι ιδρυτές τους δεν είχαν τη δυνατότητα να τις εισάγουν στο Χρηματιστήριο και δεν ήθελαν και από την άλλη μεριά να τις πουλήσουν στους ανταγωνιστές τους, έτσι έβρισκαν ως λύση να τις πουλήσουν σε επενδυτές που είχαν οικονομική δυνατότητα να τις αγοράσουν.

Έτσι ξεκίνησε να διαμορφώνεται το πρώτο κύμα των μοχλευμένων εξαγορών (LBO's). Μάλιστα ο Jerome Kohlberg και ο Henry Kravis δημιούργησαν αργότερα την εταιρεία KKR, μια από τις πιο γνωστές εταιρείες Private Equity.

---

<sup>7</sup> Πηγή: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

Εξετάζοντας διάφορες μελέτες και εργασίες που έχουν γίνει από ακαδημαϊκούς και στελέχη της αγοράς που έχουν ασχοληθεί σε μεγάλο βαθμό με το θέμα, όπως είναι ο Kaplan, ο Wright, Acharya και Servaes<sup>8</sup>, διαπιστώνουμε ότι μπορούμε να χωρίσουμε τη δραστηριότητα των Private Equity Funds σε τέσσερις περιόδους. Μιλάμε φυσικά για τις πιο ενεργές περιόδους.

Η πρώτη περίοδος ξεκινά από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 μέχρι και τα τέλη της. Έπειτα παρουσιάστηκε μια μικρή πτώση μέχρι και τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1990. Η δεύτερη περίοδος προσδιορίζεται από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 έως και το 2000. Από το 2001 έως το 2003 υπήρξε μια γενικότερη ύφεση όσον αφορά τη δραστηριότητα των εξαγορών. Από το 2003 όμως και έπειτα και μέχρι το τέλος του 2007 υπήρξε πραγματικά μια μεγάλη έξαρση, η οποία όμως διακόπηκε από την κρίση που ξέσπασε προς το τέλος του 2007 και αφορούσε την πιστωτική κρίση (credit crunch) στο στεγαστικό τομέα στις Η.Π.Α.

Παρακάτω θα εξετάσουμε αναλυτικότερα τις περιόδους και θα προσπαθήσουμε να βρούμε κάποιες ομοιότητες και διαφορές.

### **Δεκαετία του 1980**

Σε πραγματικά νούμερα, η αύξηση της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων εκείνης της περιόδου υποδηλώνει ότι υπήρχαν μεγάλες οικονομικές δυνατότητες τότε. Οι δυνάμεις αυτές ήταν που παρακίνησαν τις εξαγορές μοχλευμένου τύπου (LBO's) και τα Management Buyouts (MBO's).

Ένας πολύ σημαντικός λόγος για την δραστηριότητα της τότε περιόδου ήταν η οικονομική ανάπτυξη που έλαβε μέρος από το 1982 έως και το 1990. Το απόγειο των LBO's ήταν το έτος 1988.

Ένας άλλος πολύ σημαντικός παράγοντας που έπαιξε ρόλο σε εκείνη την περίοδο, αναφορικά με τις εξαγορές ήταν και ο πληθωρισμός. Ο πληθωρισμός είχε ανοδική πορεία από το 1960 έως το 1982. Η αύξηση του πληθωρισμού είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του δείκτη  $q$  (Tobin's Q Ratio, από το γνωστό νομπελίστα οικονομολόγο Tobin). Ο δείκτης  $q$  αναφέρεται στην αγοραία αξία της εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασης των παγίων στοιχείων της. Όταν αυτός ο δείκτης είναι χαμηλότερος

---

<sup>8</sup> Steve Kaplan, "Private Equity: Past, Present and Future", Fall 2007, Journal of Applied Corporate Finance, vol.19, p. 8-16

Mike Wright, Douglas Cumming, Donald S. Siegel, "Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance", September 2007, Journal of Corporate Finance, vol. 13, p. 439-460

Viral V. Acharya, Julian Franks, Henri Sevayes, "Private Equity: Boom and Bust", Fall 2007, Journal of Applied Corporate Finance, vol.19, p. 44-53

από το 1, τότε είναι καλύτερο για μια εταιρεία, εάν θέλει να αυξήσει τη δυναμικότητα της να αναζητήσει διαφορετικούς τρόπους από την αντικατάσταση των παγίων της. Επειδή ο μέσος όρος αυτού του δείκτη ήταν χαμηλότερος από 1 στις αρχές του 1980, είχε διαμορφωθεί στο 0.52, αποτελούσε ένα κίνητρο για τις εξαγορές των επιχειρήσεων προκειμένου να αυξήσουν τη δυναμικότητα τους από το προχωρήσουν για παράδειγμα στην αντικατάσταση των παγίων τους.

Επίσης ενώ ο πληθωρισμός αυξανόταν, οι δόσεις των δανείων που έπρεπε να αποπληρωθούν δεν προσαρμόζονταν ανάλογα με αποτέλεσμα ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης προς ίδια κεφάλαια (Total Debt/Equity) να μειώνεται. Αυτό έδωσε το έναυσμα για περαιτέρω κεφαλαιακή αναδιάρθρωση και επιπλέον μόχλευση.

Ακόμη και το θεσμικό πλαίσιο της περιόδου ενθάρρυνε τη δραστηριότητα των εξαγορών. Υπήρξαν φοροαπαλλαγές που αφορούσαν δάνεια από τράπεζες προκειμένου να αγοράσουν υπάλληλοι εταιρειών μετοχές. Αυτό ενθάρρυνε τις εξαγορές τύπου Management Buyout (MBO's).

Τον Ιανουάριο του 1982 ο πρώην γενικός γραμματέας του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ, William Simon και μια ομάδα από επενδυτές εξαγόρασαν την εταιρεία Gibson Greetings για \$80 εκατομμύρια. Μετά από μόλις 16 μήνες η εξαγορασθείσα εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή που κόστισε \$290 εκατομμύρια. Αυτή η επένδυση απέφερε στον William Simon \$66 εκατομμύρια. Η μεγάλη αυτή επιτυχία της επένδυσης έστρεψε το ενδιαφέρον σε τέτοιου τύπου εξαγορές με αποτέλεσμα μέχρι το 1989 στις ΗΠΑ να έχουν λάβει μέρος περισσότερες από 2000 μοχλευμένες εξαγορές (LBO's) των οποίων η αξία ξεπερνούσε τα \$250 εκατομμύρια.

### **Περίοδος Διόρθωσης 1991-1992**

Προτού ακολουθήσει το δεύτερο μεγάλο κύμα των LBO's και MBO's μεσολάβησε μια περίοδος διόρθωσης και κάμψης. Κατά την προηγούμενη δεκαετία, οι εταιρείες που εξαγοράζονταν με την μέθοδο των LBO's και των MBO's και έβγαιναν από το Χρηματιστήριο, είχε παρατηρηθεί ότι οι αποδόσεις τους ξεπερνούσαν σε μεγάλο βαθμό την απόδοση των εταιρειών που ήταν εισηγμένες. Αυτό οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στις λειτουργικές και οργανωτικές αλλαγές που εφαρμόζονταν μετά από κάθε εξαγορά.

Παρόλα αυτά προς τα τέλη της δεκαετίας του 1980, πολλές εξαγορές που είχαν προηγηθεί, τελικά δεν είχαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα και αντιμετώπισαν πολλές οικονομικές δυσκολίες.

Για αυτήν την εξέλιξη υπήρχαν συγκεκριμένοι λόγοι. Λόγω της εξαιρετικής απόδοσης που παρουσίασαν οι εξαγορές, πολλά κεφάλαια στράφηκαν προς εκεί. Στην αρχή υπήρχαν ευκαιρίες, διότι η αξία των εταιρειών που εξαγοραζόντουσαν ήταν δύο και τρεις φορές χαμηλότερη από τις χρηματοροές και τα έσοδα που δημιουργούνταν μετά την εξαγορά. Όταν όμως δημιουργήθηκε έξαρση στον τομέα των εξαγορών, τα πλεονάζοντα κεφάλαια στράφηκαν και σε εταιρείες οι οποίες δεν παρουσίαζαν ευκαιρίες και είχαν αρκετά προβλήματα.

Επιπλέον οι εμπορικές τράπεζες δεν συμμετείχαν με την ίδια προθυμία στα δάνεια που χρειάζονταν τα Private Equity Funds προκειμένου να προβούν σε μια εξαγορά. Και όταν χορηγούσαν μέρος του δανείου, οι όροι αποπληρωμής ήταν ιδιαίτερα πιεστικοί. Ορισμένες φορές προκειμένου να αποπληρωθούν οι πρώτες δόσεις του δανείου, οι εταιρείες έπρεπε να πουλήσουν σημαντικό μέρος από τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία και να μειώσουν τα λειτουργικά τους κόστη. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους αναδιάρθρωσης και κατά συνέπεια μείωνε την συνολική απόδοση.

Για αυτούς κυρίους τους λόγους, υπήρξε μια “διόρθωση” προκειμένου να μπορέσει να ανακάμψει ο τομέας των εξαγορών. Συγκεκριμένα μείωθηκε το τίμημα των εξαγορών, καθώς επίσης και ο λόγος των δανειακών κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια. Μεγάλο κομμάτι μιας εξαγοράς στηριζόταν πλέον σε ίδια κεφάλαια και λιγότερο σε δάνεια.

Ενδεικτικό είναι ότι η δραστηριότητα των μοχλευμένων εξαγορών το 1991 έφτασε τα \$7 δισεκατομμύρια, έναντι των \$65.7 δισεκατομμυρίων του 1989.

### **Περίοδος 1992-2000**

Μετά το 1992, υπήρξε μια γενικότερη βελτίωση στην παγκόσμια οικονομία, γεγονός που ευνόησε και το κομμάτι των εξαγορών και των συνεργασιών μεταξύ των επιχειρήσεων. Οι τιμές των μετοχών ήταν υψηλές και η αγορά των δανείων παρουσίαζε ανάκαμψη. Το συνολικό τίμημα για τις συναλλαγές που αφορούσαν τις εξαγορές, έφτασε το 1999, τα \$62 δισεκατομμύρια. Αυτό το νούμερο ήταν 900% μεγαλύτερο από το 1991. Ο σημαντικότερος παράγοντας για αυτήν την αλλαγή ήταν το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον.



Άλλοι παράγοντες που ευνόησαν αυτή την έξαρση ήταν η δομή μέσω της οποίας γίνονταν οι εξαγορές. Εξαιτίας των αλλαγών αυτών οι εξαγορές κατευθύνονταν, πλέον, όχι μόνο σε εταιρείες που ήταν ώριμες και είχαν κάποια σταθερή απόδοση, αλλά και σε εταιρείες που ήταν αναπτυσσόμενες όπως ήταν οι εταιρείες νέας τεχνολογίας (High Tech).

Κάποιες σημαντικές αλλαγές που είχαν να κάνουν με τις εξαγορές ήταν οι εξής: Πλέον χρησιμοποιούνταν μεγαλύτερο ποσοστό σε ίδια κεφάλαια προκειμένου να ολοκληρωθεί μια εξαγορά. Ενώ τη δεκαετία του 1980, για τις μοχλευμένες εξαγορές η αναλογία ήταν 5-10% ίδια κεφάλαια και το υπόλοιπο δανεισμός, στη δεκαετία του 1990 το ποσοστό ιδίων κεφαλαίων έφτασε στο 30%. Επιπλέον, ένας ακόμη σημαντικός δείκτης, η τιμή προς κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (price/EBITDA) μειώθηκε κάτι που ευνοούσε τις εξαγορές, αφού πλέον κόστιζαν φθηνότερα. Επίσης, τη δεκαετία του 1980, απαιτούνταν μεγάλο μέρος των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας που είχε εξαγοραστεί να πωληθούν και ακόμη να υπάρξει άμεση βελτίωση στην κερδοφορία της προκειμένου να καλυφθούν οι τόκοι και τα δάνεια. Κάτι τέτοιο σταμάτησε να ισχύει τη δεκαετία του 90.

Ακόμη και η συμπεριφορά των εμπλεκομένων σε μια εξαγορά είχε αλλάξει. Τα μεγαλύτερα Private Equity Funds επεδίωκαν να χρηματοδοτούν τις εξαγορές του με μεγαλύτερο μέρος σε ίδια κεφάλαια, προκειμένου να μην εγκλωβίζονται σε μεγάλα δάνεια. Επίσης, είχαν μεγαλύτερη συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας που εξαγόραζαν, προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι η αναδιάρθρωση και οι στόχοι της εταιρείας θα τηρούνταν.

Προκειμένου να υλοποιηθεί μια εξαγορά συμμετείχαν περισσότερες εμπορικές τράπεζες. Δημιουργούνταν συνεργασία από τράπεζες προκειμένου να μαζευτούν όσο περισσότερα χρήματα μπορούσαν.

Τέλος τα Private Equity Funds με τη βοήθεια ειδικών προσανατολίστηκαν σε κλάδους που αποτελούνταν από μικρές εταιρείες και δεν είχαν ακόμη συμμετοχή στη δραστηριότητα των εξαγορών.

### **Περίοδος 2003-2007**

Έπειτα από μια περίοδο γενικότερης πτώσης των αγορών για την περίοδο 2001-2003, ακολούθησε το μεγαλύτερο κύμα εξαγορών που αφορούσε ποτέ τα Private Equity Funds.

Ο συνδυασμός χαμηλών επιτοκίων, η μεγαλύτερη ευκολία με την οποία οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια αλλά και η αλλαγή των κανόνων από τις ρυθμιστικές αρχές που αφορούσαν τις εισηγμένες εταιρείες στα Χρηματιστήρια, έδωσε το μεγάλο έναυσμα για την έναρξη της μεγάλης δραστηριότητας.

Η αρχή έγινε με την εξαγορά της εταιρείας Dex Media, μια εταιρεία που δραστηριοποιείται στον τομέα της επικοινωνίας. Η εξαγορά έγινε με συνεργασία των εταιρειών Carlyle Group, Welsh, Carson, Anderson and Stowe και κόστισε \$7.5 δισεκατομμύρια. Αυτή η εξαγορά ήταν η τρίτη μεγαλύτερη που είχε γίνει ποτέ από το 1989. Μέχρι το 2004 και 2005 οι μεγάλες εξαγορές γίνονταν πάλι κοινή πρακτική. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις εξαγορές των εταιρειών Toy R Us, Hertz Corporation, Metro-Goldwyn-Mayer και SunGard το 2005. Η πρώτη κόστισε \$6.6 δισεκατομμύρια και πραγματοποιήθηκε από μια συνεργασία των KKR και Bain Capital Partners. Η δεύτερη κόστισε \$5.6 δισεκατομμύρια και έγινε σε συνεργασία με τις εταιρείες Clayton Dubilier & Rice, The Carlyle Group και Merrill Lynch Global Private Equity. Στα τέλη του 2005 και τις αρχές του 2006 γίνονταν ολοένα και συνεχώς μεγαλύτερες εξαγορές. Το 2006 μόνο στις Ηνωμένες Πολιτείες είχαν γίνει 654 εξαγορές, αξίας \$375 δισεκατομμυρίων. Δεκαοκτώ φορές μεγαλύτερη αξία από τις εξαγορές του 2003. Επιπλέον για τα Private Equity Funds που είχαν έδρα στις ΗΠΑ, κατά το 2006 δεσμεύτηκαν από ιδιώτες επενδυτές \$215.4 δισεκατομμύρια σε συνολικά 322 funds. Ενώ το 2007 το ρεκόρ αυτό ξεπεράστηκε, αφού τα Private Equity Funds κατόρθωσαν να συγκεντρώσουν \$302 δισεκατομμύρια από ιδιώτες επενδυτές.

Επίσης μέσα στο 2007 πραγματοποιήθηκαν μερικές από τις μεγαλύτερες εξαγορές όπως αυτές των εταιρειών Alliance Boots, Equity Office Properties, HCA και TXU.

Τον Ιούλιο του 2007, η παγκόσμια οικονομία άρχισε να δέχεται τις επιπτώσεις από τη φούσκα στα ενυπόθηκα δάνεια των ΗΠΑ. Αυτή η κατάσταση είχε φυσικά επιπτώσεις στο δανεισμό που χρειαζόταν προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια εξαγορά με μόχλευση (LBO's), αλλά και γενικότερα σε όλα τα δάνεια. Πιο συγκεκριμένα, τους πρώτους έξι μήνες του 2007 οι εξαγορές είχαν τροφοδοτηθεί σε μεγάλο βαθμό από δάνεια για τα οποία οι συνθήκες χορήγησης του ήταν λιγότερο αυστηρές από πριν. Επίσης εκδόθηκαν αρκετά δάνεια τύπου mezzanine τα οποία είχαν ιδιαιτερότητες στην αποπληρωμή τους. Συγκεκριμένα το PIK (Payable in kind) interest, διαμορφωνόταν με τέτοιο τρόπο που να βοηθά τις εταιρείες να προχωρήσουν σε εξαγορές. Οι εταιρείες που έπαιρναν τέτοια δάνεια είχαν ευελιξία στην αποπληρωμή.

Το καλοκαίρι του 2007, παρατηρήθηκε μείωση στην έκδοση των ομολόγων υψηλής απόδοσης (High Yield Bonds), διότι με τις συνθήκες που επικρατούσαν ήταν δύσκολο να προχωρήσει κάποιος στην έκδοσή τους.

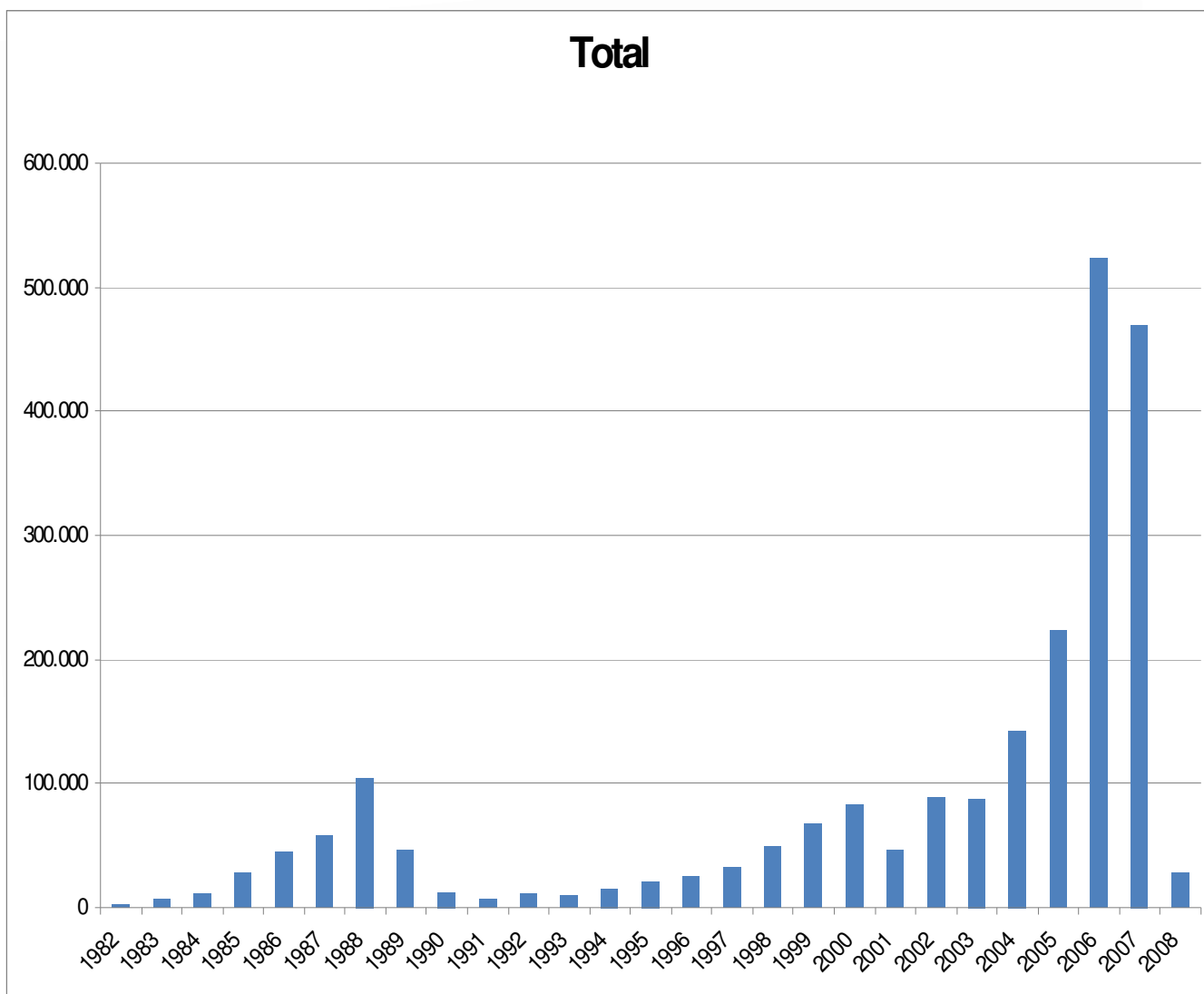
Το Σεπτέμβριο του 2007 έγινε αντιληπτή η δύσκολη κατάσταση στην οποία είχαν περιέλθει μεγάλες τράπεζες που χορηγούσαν δάνεια, όπως ήταν η Citigroup και η UBS. Αυτές και μια σειρά από άλλες μεγάλες τράπεζες προχώρησαν σε διαγραφές ύψους πολλών δισεκατομμυρίων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, γεγονός που δημιούργησε σοβαρό πρόβλημα.

### 2.3 Στοιχεία της οικονομικής βάσης Thomson Financial

Στα πλαίσια της εργασίας, παρουσιάζονται ορισμένα στοιχεία της βάσης Thomson, προκειμένου να φανεί ξεκάθαρα αυτό που περιγράφηκε στην προηγούμενη ενότητα. Να διευκρινισθεί ότι η χρονική περίοδος που εξετάστηκε συνολικά ήταν από το 1982 έως τον Ιούλιο του 2008. Οι εξαγορές που λήφθηκαν υπόψη ήταν αυτές που τελικά ολοκληρώθηκαν και όχι αυτές που είχαν απλώς ανακοινωθεί. Η αξία κάθε εξαγοράς που βρίσκεται μέσα στο δείγμα είναι από \$100 εκατομμύρια και πάνω. Τα στοιχεία αφορούν τις εξής χώρες: Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Γερμανία, Ιαπωνία καθώς και τις αναδυόμενες οικονομίες του πλανήτη (Κίνα, Ινδία, Ρωσία, Βραζιλία). Οι εξαγορές που συμπεριλήφθησαν μέσα στο δείγμα είναι αυτές που εξετάστηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο σε θεωρητικό επίπεδο, δηλαδή Leveraged Buyouts, Management Buyouts/ Buyins, Venture Capital, Going Private Transaction, Mezzanine Finance

Το δείγμα που τελικώς προέκυψε είναι 2631 εξαγορές. Τα στοιχεία του δείγματος είναι βεβαίως προσεγγιστικά.

Το πρώτο διάγραμμα δείχνει συνολικά τα αποτελέσματα του δείγματος.



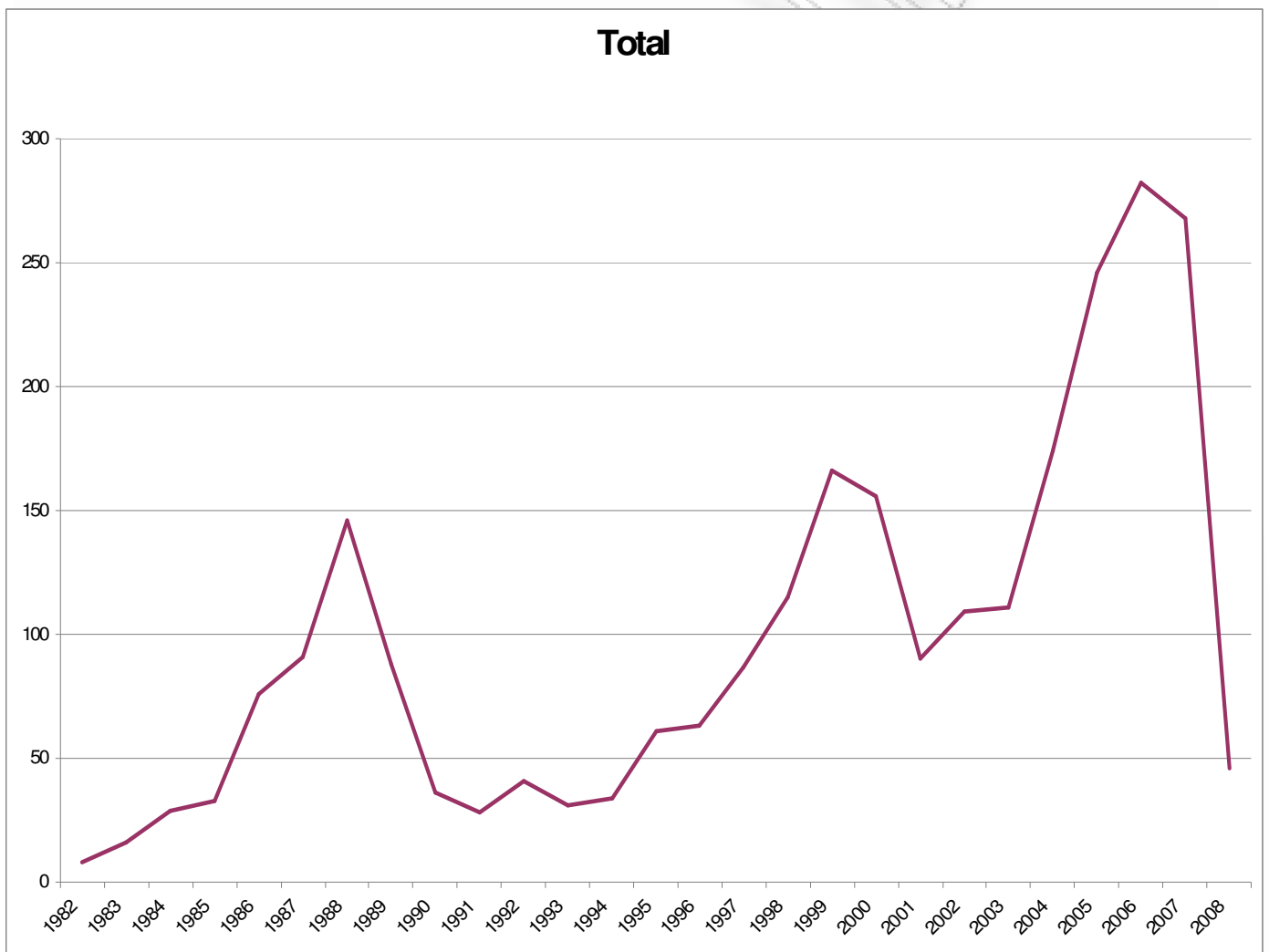
**Thomson Financial – Sum of Amount (Data 2008)**

Το παραπάνω διάγραμμα δείχνει την πορεία συνολικά της δραστηριότητας των Private Equity Funds όσον αφορά τις εξαγορές στην πορεία του χρόνου. Τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Thomson Financial. Το διάγραμμα επικεντρώνεται στο σύνολο της αξίας των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν από το 1982 έως τον Ιούλιο του 2008.

Όπως φαίνεται από το διάγραμμα επιβεβαιώνεται αυτό που αναπτύχθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Δηλαδή από το 1982 έως το 1988 πραγματοποιήθηκε το πρώτο κύμα των εξαγορών με αποκορύφωμα το 1986 έως το 1988. Ακολουθεί μια διόρθωση για την περίοδο 1990 έως το 1992 και ξεκινά το δεύτερο κύμα από το 1992 έως το 2000. Από το 2003 έως το 2007 παρατηρούμε μια εξαιρετική έξαρση με

αποκορύφωμα το 2006 και το 2007. Τα στοιχεία για το 2008 είναι μέχρι τον Ιούλιο, αλλά δείχνουν ξεκάθαρα ότι υπάρχει κατακόρυφη πτώση εξαιτίας της πιστωτικής κρίσης που επικράτησε στις παγκόσμιες χρηματαγορές.

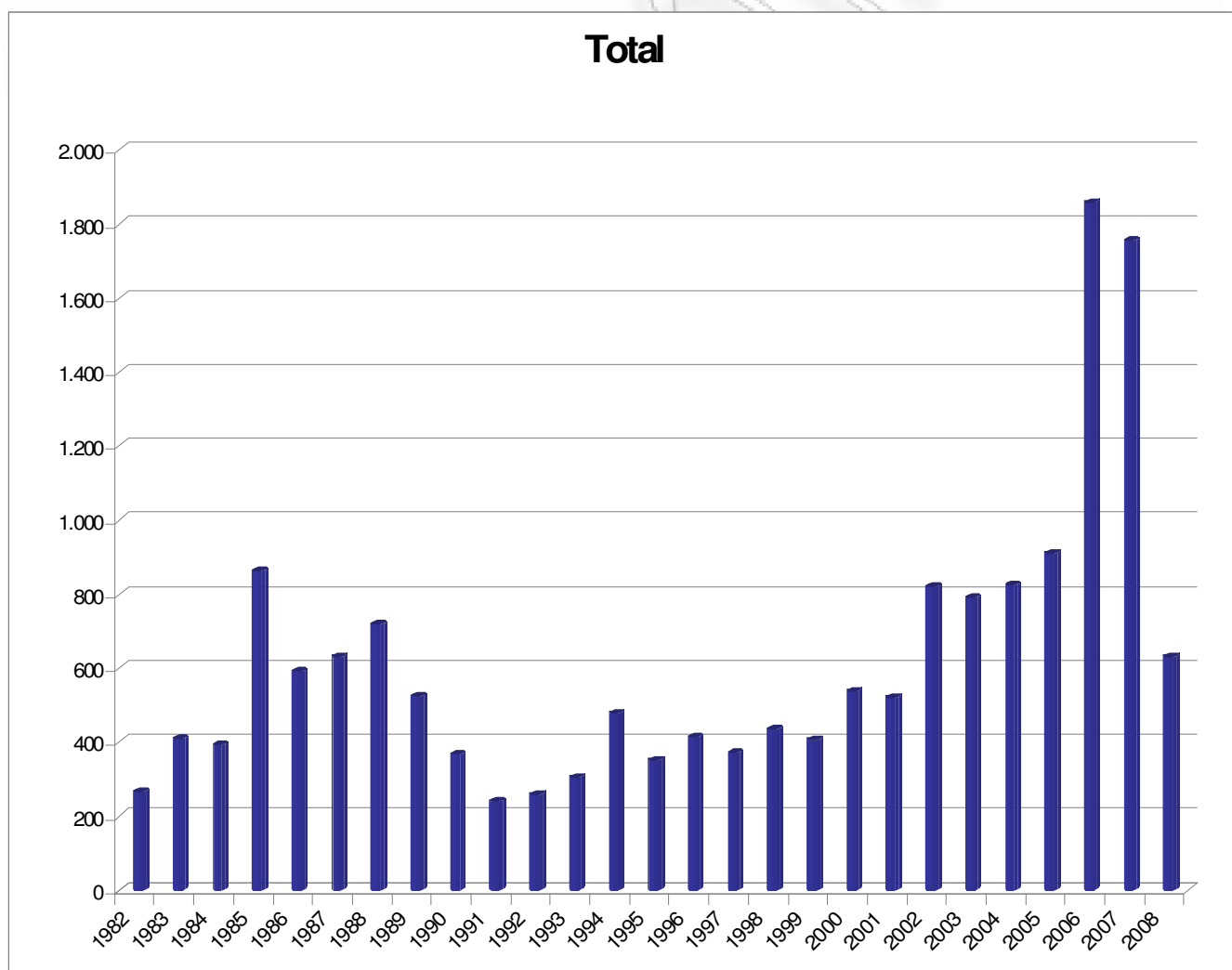
Το δείγμα αποτελείται από 2631 στοιχεία. Στον οριζόντιο άξονα παρατίθενται οι χρονολογίες και στον κάθετο άξονα η συνολική αξία των εξαγορών. Τα νούμερα είναι σε εκατομμύρια δολλάρια. Υπολογίστηκε ότι η συνολική αξία των συναλλαγών στο δείγμα για όλη την χρονική περίοδο έφτασε στα δύο τρισεκατομμύρια διακόσια πενήντα εκατομμύρια δολλάρια (\$ 2.252.000.000.000).



**Thomson Financial – Total Deals (Data 2008)**

Το δεύτερο διάγραμμα δείχνει τον αριθμό των συμφωνιών που ολοκληρώθηκαν. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται έχουν ακριβώς τα ίδια χαρακτηριστικά με πριν. Ίδιες χώρες, συμφωνίες από \$ 100.000.000 και άνω. Και σε αυτό το διάγραμμα φαίνονται ξεκάθαρα οι τρεις διαφορετικές περιόδους για τις εξαγορές των Private Equity Funds. Το μεγάλο ξέσπασμα πραγματοποιήθηκε το 2006 και το 2007, ενώ πάλι βλέπουμε την κατακόρυφη πτώση μέσα στο 2008.

Στον οριζόντιο άξονα ορίζονται τα έτη ενώ στον κάθετο ο αριθμός των εξαγορών. Ο συνολικός αριθμός για εξαγορές πάνω από \$100.000.000 που προκύπτει από το δείγμα είναι 2.631.



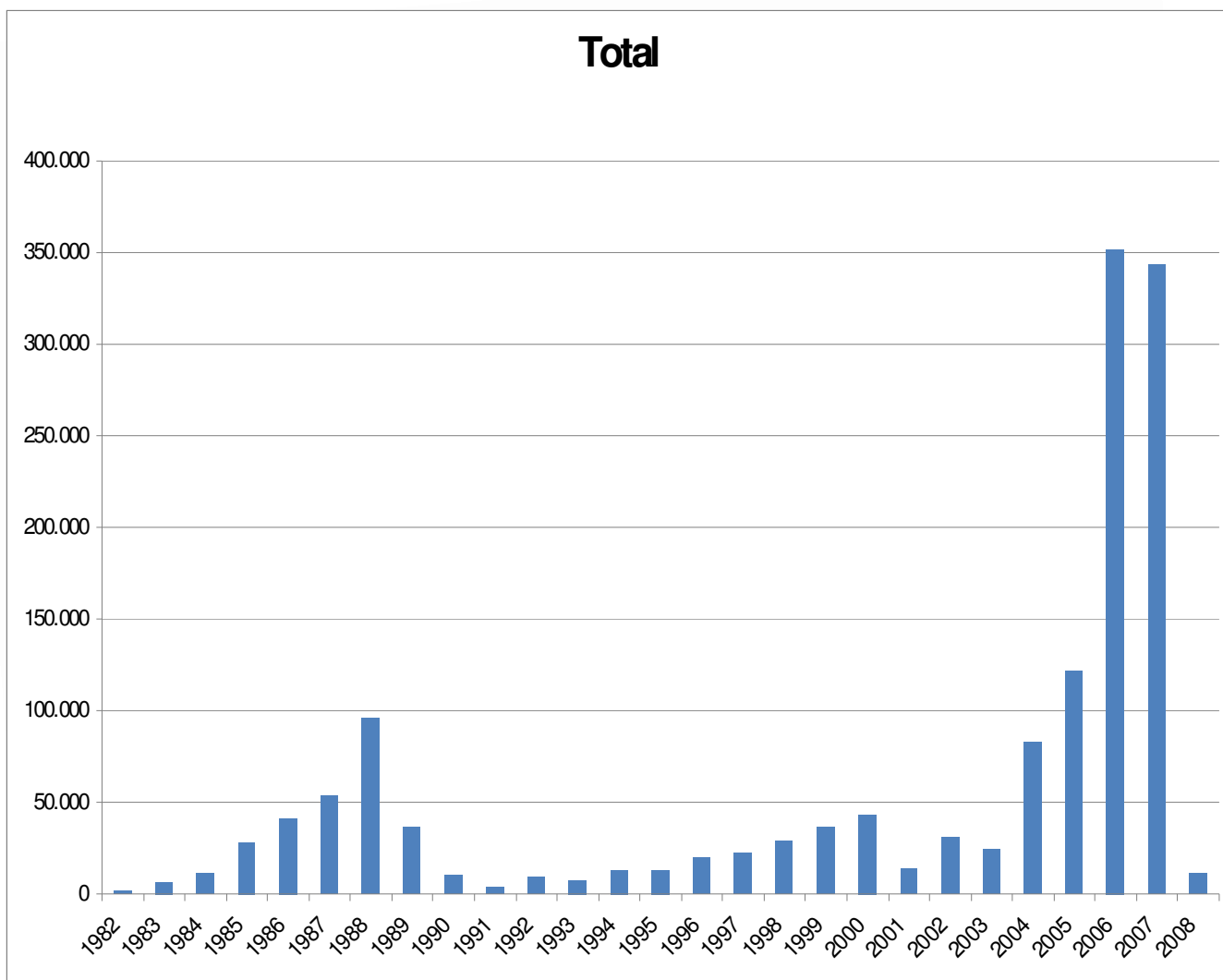
Thomson Financial – Average Deal Amount (Data 2008)

Στο τρίτο διάγραμμα παραθέτουμε το Μ.Ο. της αξίας των εξαγορών για κάθε έτος. Παρατηρείται ξεκάθαρα ότι ο Μ.Ο της αξίας των εξαγορών από το 1982 έως το 2007 παρουσιάζει διακυμάνσεις. Το 1982 ο Μ.Ο αξίας μιας εξαγοράς ήταν περίπου \$ 266.000.000 και φτάνουμε στο 2006 και το 2007 όπου ο Μ.Ο. ήταν αντίστοιχα \$ 1.859.000.000 και \$ 1.755.000.000.

Και τα τρία παραπάνω διαγράμματα δείχνουν με προσεγγιστικό τρόπο τις τρεις περιόδους που παρουσίασαν ανάπτυξη οι εξαγορές των Private Equity Funds και υποδεικνύουν ότι το 2008 ξεκίνησε μια πολύ σοβαρή κρίση που έχει άμεση σχέση με την παγκόσμια πιστωτική κρίση.

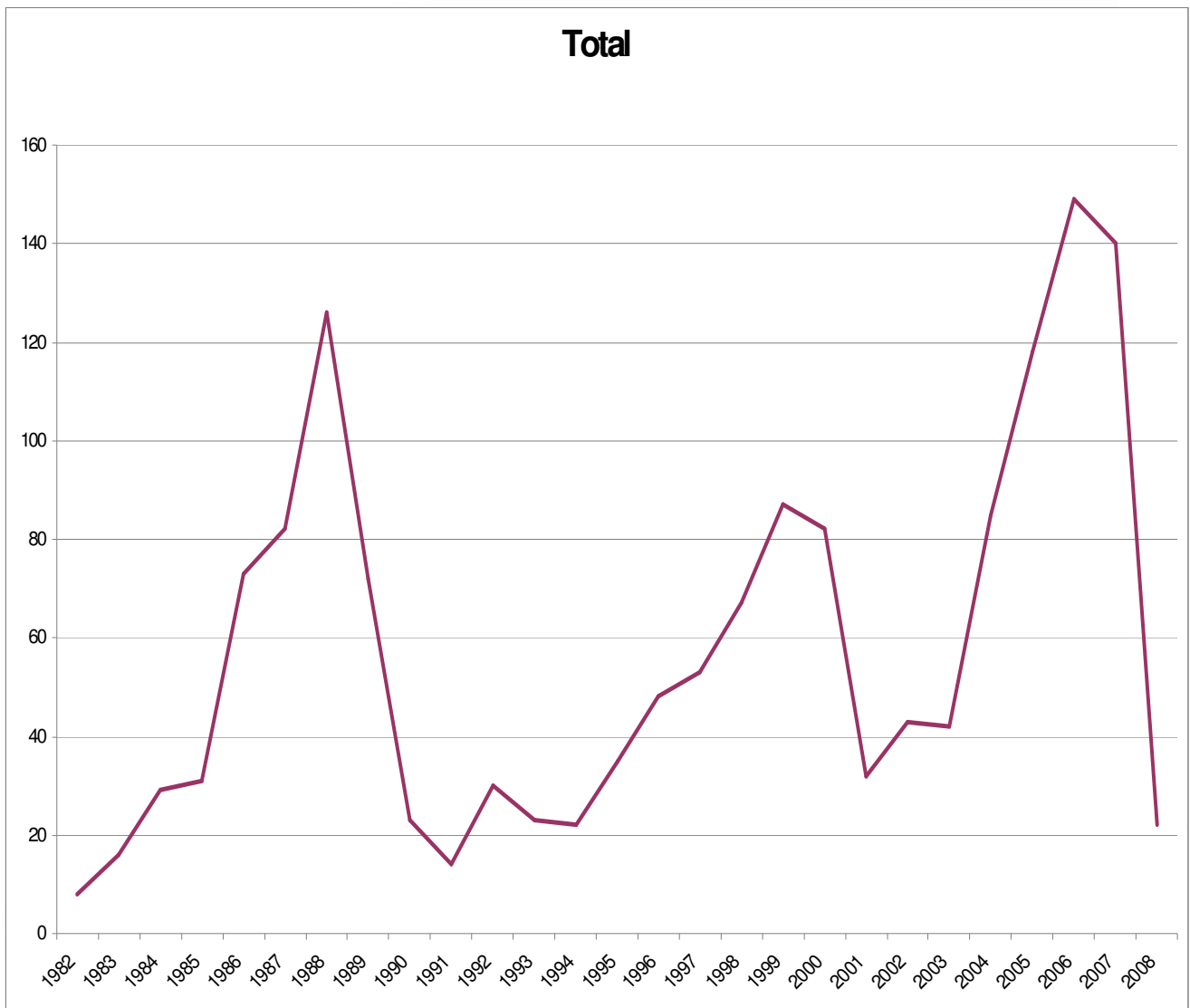
Επειδή οι δύο σημαντικότερες περιοχές που διεξάγονται τέτοιου τύπου εξαγορές είναι οι Η.Π.Α και η Μεγάλη Βρετανία, θα παραθέσουμε ξεχωριστά διαγράμματα για κάθε μια από αυτές τις δύο.





#### Thomson Financial – Sum of Amount (Data 2008 – USA)

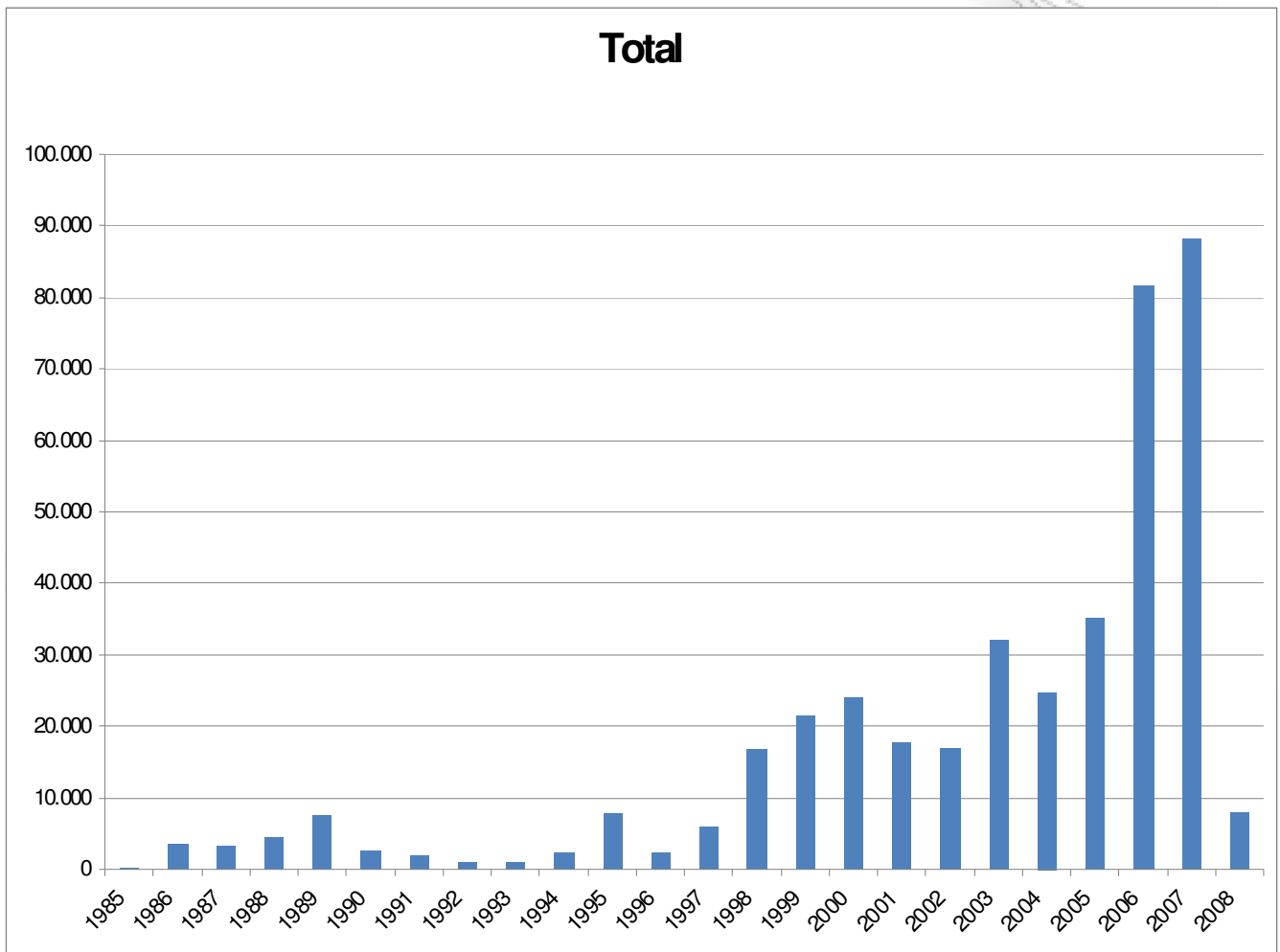
Η αγορά των Η.Π.Α. είναι ουσιαστικά πρωτοπόρος στις εξαγορές που πραγματοποίησαν τα Private Equity Funds. Συνολικά για το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε η συνολική αξία των εξαγορών από το 1982 έως το 2008 είναι \$ 1.466.000.000.000. Η δραστηριότητα στις Η.Π.Α. αποτελεί το 65% του δείγματος. Η μεγαλύτερη λοιπόν δραστηριότητα λαμβάνει χώρα στις Η.Π.Α.



**Thomson Financial – Total Deals (U.S.A Data 2008)**

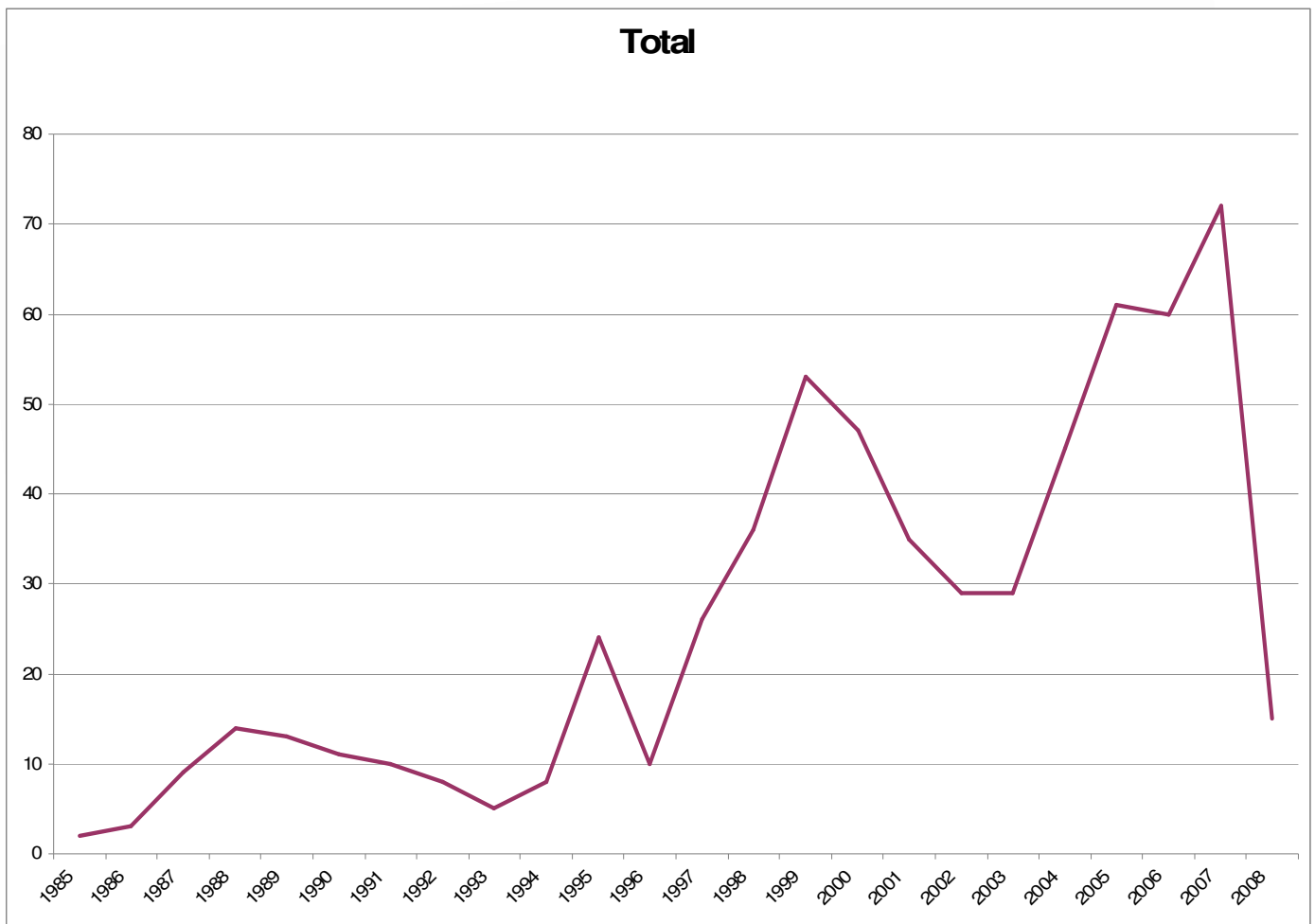
Και πάλι όσον αφορά τον αριθμό των εξαγορών, ο συνολικός αριθμός που προκύπτει είναι 1552 από τις 2631 συνολικά, ήτοι ποσοστό 59%.

Όσον αφορά τις εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στη Μεγάλη Βρετανία προκύπτουν τα εξής στοιχεία:



**Thomson Financial – Sum of Amount (United Kingdom – Data 2008)**

Η αξία των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στη Μεγάλη Βρετανία είναι \$ 410.411.000.000, ποσοστό συνολικά στο δείγμα 18%.



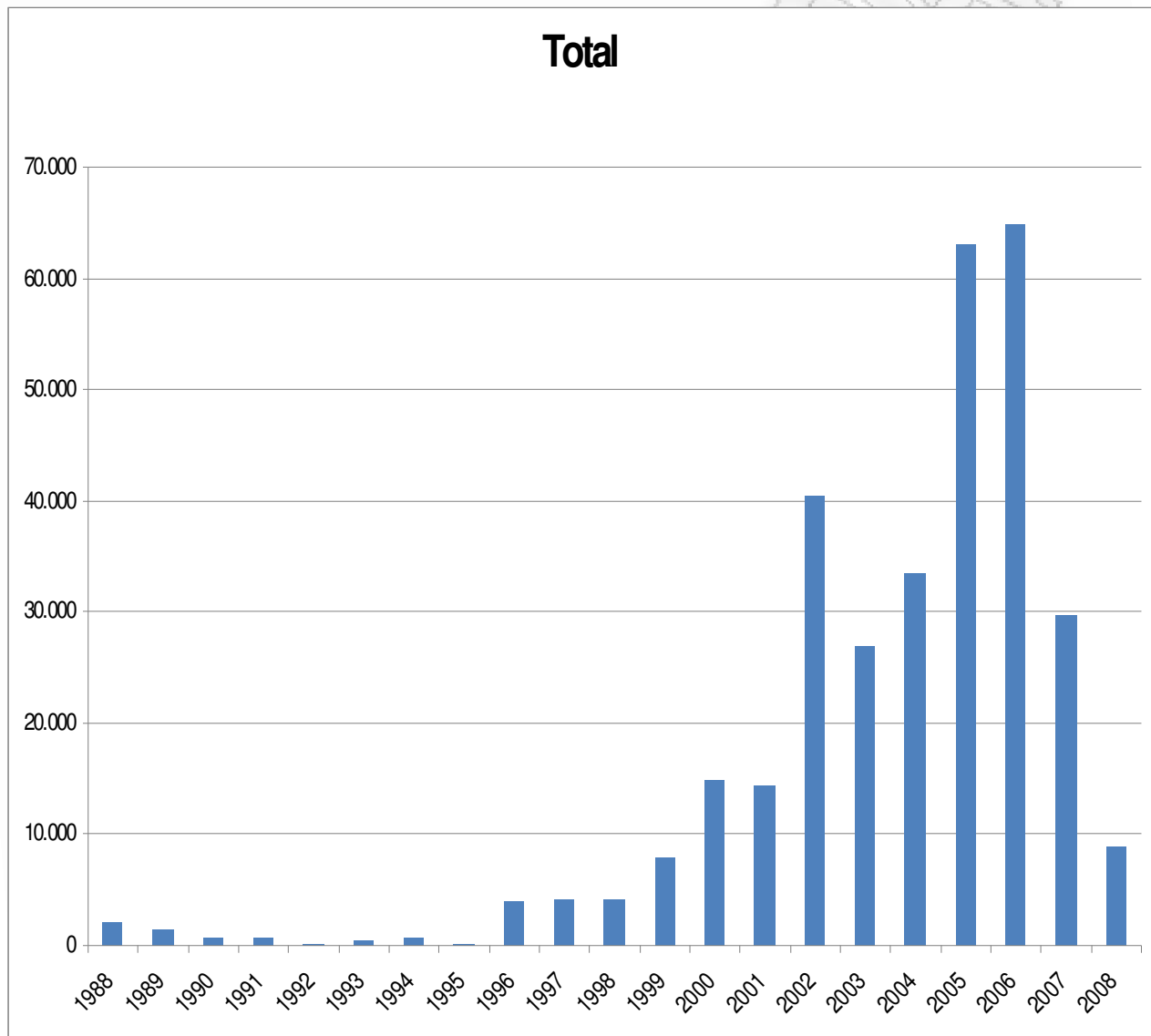
**Thomson Financial -Total Deals (United Kingdom Data 2008)**

Όσον αφορά το συνολικό αριθμό των πραγματοποιηθεισών εξαγορών για τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε, στη Μεγάλη Βρετανία ο αριθμός ήταν 625, δηλαδή το 24% του δείγματος.

Αξίζει να αναφέρουμε καταρχάς ότι η δραστηριότητα για τη Μεγάλη Βρετανία σε εξαγορές άνω των \$100.000.000, στο δείγμα ξεκινά από το 1985.

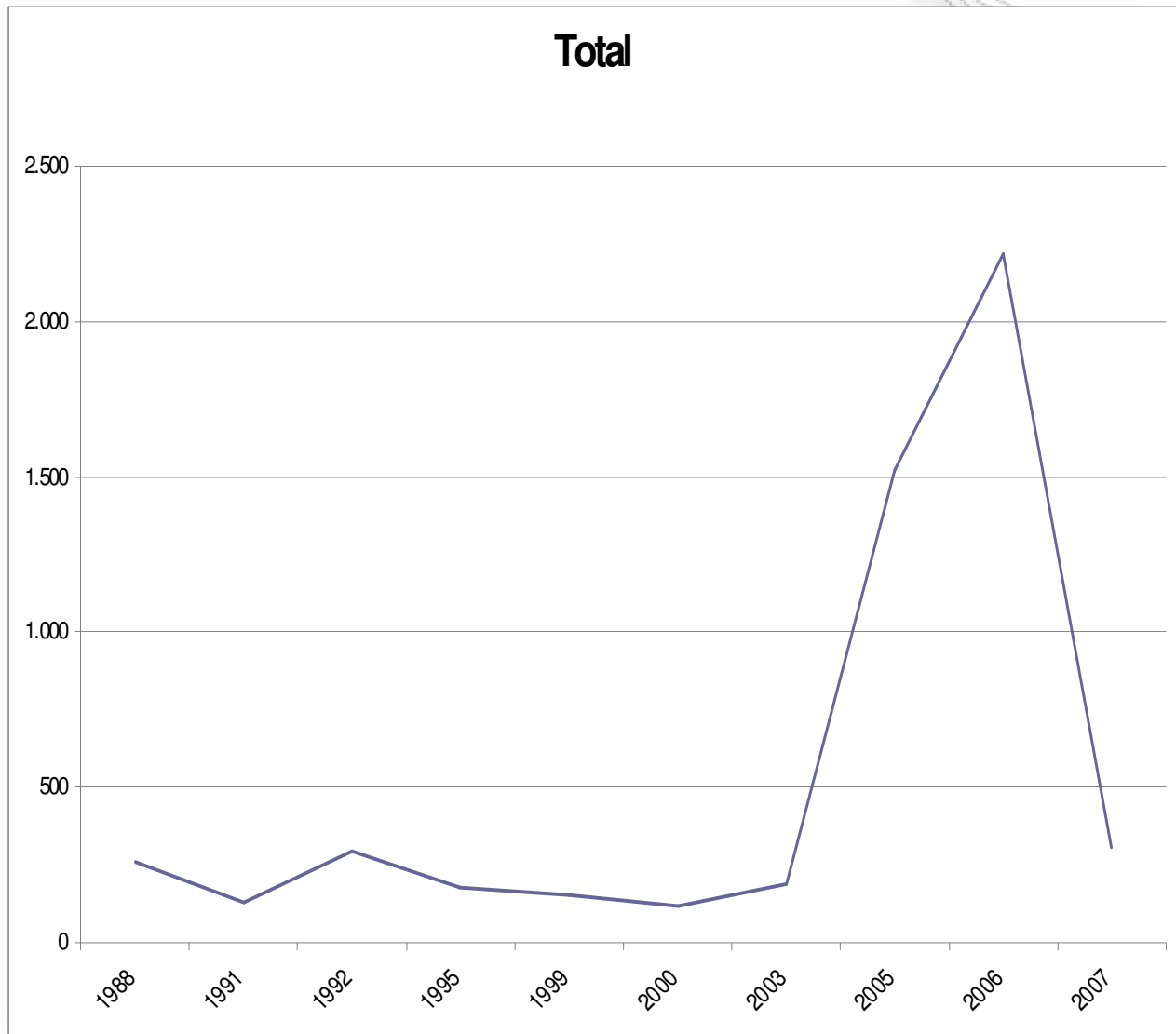
Επίσης όσον αφορά τις ευρωπαϊκές χώρες ο συνολικός αριθμός εξαγορών έφτασε στο δείγμα τις 399, ποσοστό 15%, ενώ αντίστοιχα η συνολική αξία των εξαγορών έφτασε τα \$323.000.000.000.

Ενδεικτικά παραθέτουμε και ένα διάγραμμα για τις χώρες της Ευρώπης στο δείγμα που δείχνει τη συνολική αξία των εξαγορών.



**Thomson Financial – Sum of Amount (Europe- Data 2008)**

Όσον αφορά τις αναδυόμενες αγορές (BRIC), οι εξαγορές στο δείγμα έφτασαν μόλις τις 16 και η αξία τους ήταν \$5.600.000.000.



**Thomson Financial – Sum of Amount (Japan-Emerging Markets-Data 2008)**

## Κεφάλαιο 3

### Αποτίμηση και καθορισμός τιμήματος μιας εξαγοράς και Απόδοση των Private Equity Funds

#### 3.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο θα εξετάσουμε δύο πολύ σημαντικές παραμέτρους που αφορούν τα Private Equity Funds. Καταρχάς τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται διεθνώς προκειμένου να καθοριστεί το τίμημα μιας εξαγοράς. Έπειτα θα γίνει μια ανασκόπηση όσον αφορά τις σημαντικότερες έρευνες που αφορούν τις αποδόσεις των Private Equity Funds μέσα στο χρόνο. Η απόδοση μιας εξαγοράς αποτελεί και ένα παράγοντα για να καθοριστεί εάν το τίμημα της εξαγοράς ήταν λογικό.

Θα παραθέσουμε τις πλέον αποδεκτές μεθόδους, αυτές που έχουν καθοριστεί από τις παγκόσμιες ενώσεις που ασχολούνται με τα Private Equity Funds, όπως είναι η British Venture Capital Association και η European Private Equity and Venture Capital Association<sup>9</sup>.

Η μέγιστη τιμή που κανονικά είναι διατεθειμένο να πληρώσει ένα fund για μια εξαγορά είναι το μέγιστο ποσό που μπορεί να εξασφαλίσει μέσω δανεισμού και επιπλέον το ποσό των ίδιων κεφαλαίων που μπορεί να δεσμεύσει, λαμβάνοντας υπόψιν και την απόδοση που θέλει να εξασφαλίσει.

Η τιμή τελικά που ορίζεται σε μια εξαγορά καθορίζεται από διάφορους παράγοντες. Η δίκαιη τιμή (Fair Value) είναι η τιμή που συμφωνούν ο αγοραστής και ο πωλητής. Η τιμή όμως μιας εξαγοράς καθορίζεται και από τις προσφορές που υπάρχουν. Δεν είναι λίγες οι φορές που το τίμημα μιας εξαγοράς μπορεί να φτάσει σε πολύ μεγαλύτερο ύψος, εάν οι ενδιαφερόμενοι είναι αρκετοί και διαβλέπουν ότι η εταιρεία που θέλουν να εξαγοράσουν έχει μεγάλες προοπτικές.

Ορισμένες από τις πλέον αποδεκτές μεθόδους καθορισμού τιμήματος μιας εξαγοράς είναι οι εξής:

- 1) Price of Recent Investment
- 2) Earnings Multiple
- 3) Net Assets
- 4) Discounted cash flows or earnings (of Underlying Business)

---

<sup>9</sup> International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, October 2006

5) Discounted cash flows (from the Investment)

6) Industry Valuation Benchmarks

Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούνται για να καθορίσουν στο μέγεθος του δυνατού μια σωστή και δίκαιη τιμή για την εξαγορά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ



### **3.2 Μέθοδοι καθορισμού τιμής εξαγορών που πραγματοποιούνται από τα Private Equity Funds**

Συνοπτικά για κάθε μέθοδο, αναφέρουμε τα εξής:

#### **Price of Recent Investment**

Εάν ένα fund ενδιαφέρεται να εξαγοράσει μια εταιρεία, τότε πολύ πιθανόν να κοιτάξει στοιχεία για παρόμοιες επενδύσεις που έχουν όμως γίνει στο πρόσφατο παρελθόν. Αυτό, βέβαια, εμπεριέχει τον κίνδυνο λάθους, αφού μια επένδυση όσο παρόμοια και αν είναι με κάποια άλλη, είτε πρόκειται για τον ίδιο κλάδο είτε για σχεδόν ίδιες εταιρείες, έχει πάντα διαφορές. Οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά είναι δυναμικές και αλλάζουν συνεχώς. Επιπλέον, μια εξαγορά μπορεί στο παρελθόν να είχε πραγματοποιηθεί σε συνθήκες πίεσης και έτσι η τιμή πραγματοποίησης της εξαγοράς να μην ήταν δίκαιη.

#### **Earnings Multiple**

Με αυτήν την μεθοδολογία αναζητάται ένας πολλαπλασιαστής σε σχέση με τα κέρδη της εταιρείας που θα μας δώσει την τιμή που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ένας αγοραστής. Μια σειρά από δείκτες που χρησιμοποιούνται προκειμένου να καθοριστεί αυτός ο πολλαπλασιαστής είναι ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη (p/e), η χρηματιστηριακή (εάν είναι εισηγμένη) ή η εταιρική αξία προς κέρδη προ φόρων και τόκων (EV/EBIT) ή προς κέρδη προ φόρων και τόκων και αποσβέσεων (EV/EBITDA).

Όταν χρησιμοποιείται αυτή η μέθοδος πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν οι εξής παράγοντες:

- 1) Θα πρέπει να επιλέγεται ένας δείκτης που να είναι κατάλληλος και λογικός και να ανταποκρίνεται στα κέρδη της εταιρείας.
- 2) Προσαρμογή αυτού του δείκτη σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της εταιρείας, έτσι ώστε να προκύψει η αξία της επιχείρησης.

#### **Net Assets**

Προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης από τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία. Η μέθοδος αυτή ταιριάζει περισσότερο σε εταιρείες που η αξία τους προσδιορίζεται κυρίως από τα πάγια τους και όχι από τα κέρδη που παράγουν.

Οι εταιρείες αυτές είναι πιο πιθανόν να δημιουργήσουν μεγαλύτερη αξία εάν ρευστοποιήσουν ορισμένα πάγια στοιχεία τους, παρά από τα κέρδη που θα παράγουν εάν τα χρησιμοποιήσουν. Αυτή η μέθοδος είναι πάρα πολύ χρήσιμη, εάν για τα Private Equity Funds προσανατολίζονται σε εταιρείες που παρουσιάζουν ζημιές ή έχουν ελάχιστα περιθώρια κέρδους.

Πολύ σημαντικό είναι η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων να γίνεται με κατάλληλες μεθόδους, έτσι ώστε να προκύπτει η πραγματική αξία της επιχείρησης.

### **Discounted Cash Flows or Earnings (of Underlying Business)**

Με τη μεθοδολογία αυτή κάποιος προσπαθεί να υπολογίσει την αξία μιας επιχείρησης προεξοφλώντας τα μελλοντικά της κέρδη ή τις εισροές. Στη συγκεκριμένη μέθοδο μιλάμε για τις εισροές και τα κέρδη μιας επιχείρησης χωρίς να λαμβάνουμε υπόψιν ότι αυτή η εταιρεία θα εξαγοραστεί. Δηλαδή πρόβλεψη για τα κέρδη υποθέτοντας ότι δε θα πραγματοποιούνταν η εξαγορά.

Ενώ αυτή η μέθοδος εξυπηρετεί από την άποψη ότι μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις επιχειρήσεις είτε αυτές βρίσκονται σε φάση αναδιάρθρωσης ή έχουν οικονομικές δυσκολίες ή επανεξετάζουν τη στρατηγική τους, υπάρχει ρίσκο στη χρησιμοποίησή της.

Ένα από τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι προκειμένου να προεξοφληθούν τα μελλοντικά κέρδη είναι απαραίτητο να γίνει πρόβλεψη στις μελλοντικές χρηματοροές, να οριστεί για πόσες περιόδους θα γίνει η πρόβλεψη και ποιο θα είναι το επιτόκιο προεξόφλησης.

Εξαιτίας λοιπόν της δυσκολίας αυτής της μεθόδου, συνήθως συνδυάζεται μαζί με κάποια άλλη προκειμένου να υπάρξει ένα πιο ρεαλιστικό αποτέλεσμα.

### **Discounted Cash Flows or Earnings (from the Investment)**

Ουσιαστικά είναι η ίδια μέθοδος με την προηγούμενη, μόνο που υπολογίζονται και οι χρηματοροές που θα προκύψουν αφού γίνει η επένδυση.

### **Industry Valuation Benchmarks**

Ορισμένοι κλάδοι έχουν λόγω προηγούμενων εξαγορών που έχουν πραγματοποιηθεί, κάποιους δείκτες ως σημεία αναφοράς. Αυτοί οι δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε συνδυασμό με κάποια από τις προηγούμενες μεθόδους που αναφέραμε και να βοηθήσουν στον καθορισμό μιας δίκαιης τιμής για την εξαγορά.

### 3.3 Απόδοση των Private Equity Funds

Αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να δούμε τι βήματα ακολουθούνται από τη στιγμή που αποφασίζει ένα fund να προβεί σε μια επένδυση με τη μέθοδο ανεύρεσης κεφαλαίων και μέσω του δανεισμού, όπως περιγράφηκε στα προηγούμενα κεφάλαια μέχρι τη στιγμή που θα αποφασίσει να βγει από την επένδυση, σχετικά με τον υπολογισμό της απόδοσης.

Τα γενικά βήματα που ακολουθούνται προκειμένου να αξιολογηθεί εάν μια επένδυση αξίζει να πραγματοποιηθεί είναι τα εξής<sup>10</sup>:

Βήμα 1<sup>ο</sup>: Καθορισμός ενός οικονομικού μοντέλου προκειμένου να καθοριστούν οι ταμειακές ροές που θα έχει η εταιρεία μετά την εξαγορά. Αυτό έχει πολύ μεγάλη σημασία, αφού οι ταμειακές ροές είναι αυτές που θα καθορίσουν εάν θα υπάρξει δυνατότητα να αποπληρωθούν τα δάνεια που έχουν χρησιμοποιηθεί προκειμένου να γίνει η εξαγορά και επιπλέον τι απόδοση προσδοκείται από την επένδυση.

Βήμα 2<sup>ο</sup> : Κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εξαγοράς. Καθορισμός ποσών που θα χρησιμοποιηθούν από δάνεια και από ίδια κεφάλαια. Ουσιαστικά καθορίζεται ο πολλαπλασιαστής δανείων προς κέρδη προ φόρων και τόκων (Debt/EBITDA) του κλάδου, για να υπάρξει ένα σημείο αναφοράς παρόμοιων εξαγορών. Συνήθως το ποσό που χρησιμοποιείται για δανεισμό είναι πέντε ή έξι φορές μεγαλύτερο από το EBITDA.

Βήμα 3<sup>ο</sup> : Καθορισμός της αναμενόμενης απόδοσης από την επένδυση που πραγματοποιείται. Συνήθως επιδιώκεται 20-30% απόδοση, η οποία υπολογίζεται με τη μέθοδο του IRR (Internal Rate of Return). Το IRR είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που εξισώνει την παρούσα αξία των αναμενόμενων εισροών με το κόστος της επένδυσης. Το επιτόκιο αυτό καθορίζει την απόδοση μιας επένδυσης και αποτελεί κριτήριο, εάν θα έπρεπε να προχωρήσει ή όχι. Μηδενίζει την παρούσα αξία μιας

επένδυσης. Ο τύπος για το IRR είναι:

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{C_t}{(1+r)^t} = 0$$

<sup>10</sup> Deutsche Bank, "LBO Analysis", Presentation at University of Piraeus, April 2008  
Alexander Ljungqvist, Mathew Richardson, "The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity", January 2003, NYU, Finance Working Paper No 03-001, p. 14-25

Μέχρι πρόσφατα υπήρχε η άποψη ότι οι επενδύσεις των Private Equity Funds ήταν κάτι παραπάνω από αποδοτικές. Μάλιστα, μελέτες που έγιναν από το NVCA (National Venture Capital Association) έδειχναν ότι οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις των Private Equity Funds, διάρκειας από δέκα έως είκοσι χρόνια είχαν μεγαλύτερη απόδοση από τις εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Σε έρευνα που έγινε από τον ίδιο οργανισμό (NVCA) σε ορίζοντα εικοσαετίας μέχρι και τον Σεπτέμβριο του 2005, φάνηκε ότι οι επενδυτές που είχαν δώσει κεφάλαια στα Private Equity Funds είχαν ετήσια απόδοση 14.3% (μετά από την αφαίρεση των εξόδων διαχείρισης) σε σχέση με 11.2% για τους μετόχους των εταιρειών του δείκτη S&P 500 και 12.6% για το δείκτη Nasdaq.

Για αυτήν την υπεραπόδοση των επενδύσεων των Private Equity Funds υπάρχει η άποψη ότι συμβαίνει επειδή τα Funds επιλέγουν να επενδύσουν σε εταιρείες που είναι κορυφαίες στον κλάδο τους ή σε εταιρείες που μετά από ενδελεχή έρευνα διαπιστώνουν ότι έχουν κρυμμένες υπεραποδόσεις και μεγάλη προοπτική.

Επίσης, διαφορετικές είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν για τα Private Equity Funds (General Partners) και διαφορετικές είναι οι αποδόσεις που λαμβάνουν οι επενδυτές που εμπιστεύονται τα χρήματά τους στα Funds (Limited Partnerships), όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία ή μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές. Το κόστος που συνήθως καταβάλλουν οι επενδυτές στα Private Equity Funds είναι 2% ως έξοδα διοίκησης και συνήθως ένα τόκος επί των κερδών (Carried Interest ) που είναι περίπου 20%.

### **Προβλήματα και προκλήσεις που αφορούν την απόδοση των Private Equity Funds**

Η προσπάθεια να μετρήσει κάποιος την απόδοση των Private Equity Funds δεν είναι εύκολη υπόθεση. Ένα μέρος της απόδοσης προκύπτει από τα κέρδη που παράγουν οι εταιρείες στις οποίες έχουν επενδύσει τα Private Equity Funds. Το υπόλοιπο μέρος της απόδοσης προκύπτει από τα κεφάλαια που θα λάβει ένα Fund όταν εισάγει την εταιρεία στην οποία έχει επενδύσει στο Χρηματιστήριο. Επειδή οι εταιρείες που έχουν επενδύσει τα Private Equity Funds δεν γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο, είναι δύσκολο να υπολογίσει κανείς την τρέχουσα τιμή τους. Κατά συνέπεια, μέχρι να γίνει η δημόσια εγγραφή τους (Secondary IPO), δεν μπορεί να υπολογιστεί με ακρίβεια η συνολική απόδοση της επένδυσης.

Επιπλέον, επειδή η έλλειψη ρευστότητας μιας επένδυσης αποτελεί αντικίνητρο για κάποιον, οι επενδυτές που αποφασίζουν να δεσμεύσουν τα χρήματά τους απαιτούν μια απόδοση αρκετά καλύτερη από μια επένδυση που θα ήταν άμεσα ρευστοποιήσιμη.

Ο μεγαλύτερος όγκος πληροφοριών των αποδόσεων για τα Private Equity Funds προκύπτει από τους επενδυτές που δεσμεύουν κεφάλαια στα Funds (Limited Partnerships). Είναι πάγια πρακτική των Private Equity Funds να παρουσιάζουν στους επενδυτές που τους έχουν εμπιστευτεί χρήματα σε τακτά χρονικά διαστήματα τις αποδόσεις των επενδύσεών τους.

Αυτή η απόδοση υπολογίζεται με τη μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (Internal Rate Of Return, IRR). Οι ταμειακές ροές που χρησιμοποιούνται στον τύπο του IRR είναι απαλλαγμένες από τα έξοδα διοίκησης και τον τόκο επί των κερδών, έτσι ώστε να υπολογίζεται η καθαρή απόδοση.

Για τον υπολογισμό της τελικής απόδοσης της επένδυσης προστίθεται στον υπολογισμό του IRR και η λεγόμενη εναπομείνουσα αξία της επένδυσης (remaining value to paid in). Η αξία αυτή υπολογίζεται από τον General Partner. Υπάρχει όμως και η περίπτωση λάθους διότι χρησιμοποιούνται και στοιχεία που ενδεχομένως δεν είναι ανανεωμένα. Στο τέλος του 2004 το EVCA (European Venture Capital Association) είχε υπολογίσει ότι κατά μέσο όρο η εναπομείνουσα αξία της επένδυσης συνεισφέρει κατά 40% στην τελική απόδοση.

Πολλές φορές παρατηρείται επίσης το φαινόμενο σε επιχειρήσεις που παρουσιάζουν καλές αποδόσεις να γίνεται υπερεκτίμηση αυτού του γεγονότος και να παρουσιάζονται στοιχεία υπερτιμημένα. Στην αντίθετη περίπτωση που μια εταιρεία αποδίδει χαμηλότερα από τα αναμενόμενα, μπορεί να δοθεί μεγαλύτερη έκταση από αυτή που θα έπρεπε και αυτό να επηρεάσει και την τελική απόδοση της επένδυσης.

### **Περιορισμένη Ιστορία**

Η ιστορία των Ταμείων Ιδιωτικού Κεφαλαίου αριθμεί ουσιαστικά μόλις τρεις δεκαετίες. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 έκαναν αισθητή την παρουσία τους, κυρίως στις ΗΠΑ. Έτσι λοιπόν τα στοιχεία που έχουμε για την απόδοση των εταιρειών, ειδικά για αυτές που δραστηριοποιούνται εκτός ΗΠΑ είναι περιορισμένα.

## **Έρευνες για την απόδοση των Private Equity Funds**

Στην παρούσα ενότητα θα εξετάσουμε τις έρευνες που έχουν γίνει από ακαδημαϊκούς για την απόδοση των Private Equity Funds καθώς και τους τρόπους με τους οποίους υπολόγισαν την απόδοσή τους.

Μια έρευνα που είχε δημοσιευτεί το 2002 στο περιοδικό American Economic Review<sup>11</sup> εξέταζε τα στοιχεία των αμερικάνικων Private Equity Funds και την απόδοσή τους για την περίοδο 1990-1998, δηλαδή για το δεύτερο κύμα των εξαγορών. Το αποτέλεσμα της συγκεκριμένης έρευνας για αυτήν την περίοδο ήταν ότι η απόδοσή τους ήταν περίπου 13.5% ετησίως. Υπολειπόταν δηλαδή της απόδοσης που είχαν οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο (16.8%), ενώ οι μικρές σε μέγεθος εισηγμένες είχαν ακόμη υψηλότερη απόδοση (24.3%). Η έρευνα κατέληγε στο συμπέρασμα ότι επενδύσεις των Private Equity Funds σε μη εισηγμένες εταιρείες ήταν λιγότερο ασφαλείς σε σχέση με τις επενδύσεις σε εταιρείες που η διαπραγμάτευση τους γινόταν στο Χρηματιστήριο.

Οι τρεις δημοφιλέστερες μέθοδοι προκειμένου να προσδιοριστεί η απόδοση των Private Equity Funds είναι:

- 1) Εσωτερικός βαθμός απόδοσης για τους επενδυτές που εμπιστεύονται τα κεφάλαια τους στα Private Equity Funds (Limited Partnerships)
- 2) Εκτίμηση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων των Private Equity Funds
- 3) Τιμές διαπραγματεύσιμων τίτλων στα Χρηματιστήρια που έχουν κοινά χαρακτηριστικά με επενδύσεις που πραγματοποιούν τα Private Equity Funds.

## **Έρευνα Kaplan και Schoar(2005)**

Το 2005 οι ακαδημαϊκοί Kaplan και η Schoar πραγματοποίησαν έρευνα σχετικά με τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης που είχαν οι επενδυτές των Private Equity Funds. Το δείγμα των στοιχείων ήταν για την περίοδο 1980-2001. Επίσης επρόκειτο για επενδύσεις που ήταν δυνατόν να ρευστοποιηθούν. Αυτό έγινε για να αποφευχθεί να αναμειχθεί στην απόδοση η έννοια της εναπομείνουσας απόδοσης, που έχουμε αναφέρει προηγουμένως και συνέβαλλε σε μεγάλο ποσοστό στην απόδοση.

---

<sup>11</sup> Moskowitz, T.J, Vissing-Jorgensen, "The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?", 2002

Ουσιαστικά ήθελαν οι αποδόσεις που θα έβγαζαν να ήταν όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικές.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν έδειχναν ότι η μέση απόδοση για τις επενδύσεις αυτές (εξαγορές και venture capital) ήταν 12%. Οι εξαγορές με μόχλευση (LBO's) είχαν ελάχιστα καλύτερη απόδοση από τις επενδύσεις Venture Capital (επενδύσεις που γίνονται σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης τους). 13% για LBO's και 11% για Venture Capital. Επίσης, είναι αξιοσημείωτο ότι στο δείγμα οι μισές επενδύσεις είχαν απόδοση από 17% και πάνω. Αυτό δείχνει ότι τα κορυφαία Funds είχαν αξιοσημείωτες αποδόσεις.

Προκειμένου να υπάρξει σημείο σύγκρισης ανάμεσα στις αποδόσεις των Private Equity Funds και των εταιρειών που διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια ο Kaplan και η Schoar επινόησαν ένα δείκτη απόδοσης που ονομάστηκε PME (Public Market Equivalent). Ο δείκτης αυτός υποθέτει ότι οι εταιρείες του S&P 500 και οι εταιρείες που είχαν συμμετοχή τα Private Equity Funds και ήταν εκτός αυτού, είχαν παρόμοιο ρίσκο.

Η έρευνα του Kaplan και της Schoar κατέληξε στο συμπέρασμα ότι σε ίδιου μεγέθους εξαγορές οι αποδόσεις ήταν παρόμοιες και για τις εισηγμένες, αλλά και για τις εταιρείες στις οποίες είχαν συμμετοχή τα Funds. Οι επενδύσεις τύπου Venture Capital είχαν λίγο καλύτερη απόδοση.

### **Έρευνα Phalippou και Gottschalg (2007)**

Σε μια άλλη έρευνα από δύο διακεκριμένους ακαδημαϊκούς τους Phalippou και Gottschalg τα ευρήματα της προηγούμενης έρευνας αμφισβητήθηκαν. Η αιτία της αμφισβήτησης ήταν η έλλειψη ρευστότητας των επενδύσεων των Private Equity Funds. Πιο συγκεκριμένα οι δύο ακαδημαϊκοί υποστήριξαν ότι το δείγμα του Kaplan είχε σφάλμα, διότι οι επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν τα Ταμεία Ιδιωτικών Κεφαλαίων δεν είναι ρευστοποιήσιμες. Για αυτό λοιπόν το λόγο υποστήριξαν ότι οι επενδύσεις που δεν έχουν ρευστοποιηθεί είναι πιθανόν να μην έχουν την ίδια καλή απόδοση όπως στην περίπτωση μιας κερδοφόρου δημόσιας εγγραφής (profitable IPO) ή μιας επένδυσης που περιλαμβάνει πώληση περιουσιακών στοιχείων (asset sales).

Ένα επίσης πολύ δυνατό επιχείρημα ήταν ότι οι διοικήσεις των Private Equity Funds πολλές φορές, σκόπιμα, δεν προέβαιναν στην ρευστοποίηση επενδύσεων που δεν είχαν καλή απόδοση, ακριβώς για να μην λογιστικοποιήσουν τη ζημιά. Έτσι διατηρούσαν τιμές και αξίες σε επενδύσεις που δεν ήταν αντιπροσωπευτικές.

Με αυτόν τον τρόπο στο δείγμα του Kaplan δεν ήταν εμφανείς επενδύσεις που είχαν γίνει και δεν ήταν πετυχημένες ή βρίσκονταν στα όρια χρεωκοπίας, ακριβώς επειδή δεν είχαν ρευστοποιηθεί για να φανεί η πραγματική τους αξία.

Στο δείγμα αυτής της έρευνας συμπεριλήφθηκαν και επενδύσεις που δεν είχαν ακόμη ρευστοποιηθεί. Αποτέλεσμα ήταν η γενική απόδοση των επενδύσεων των Private Equity Funds για την περίοδο 1980-1996 να μειωθεί. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπολειπόταν κατά 3.3% από τις εταιρείες του S&P 500.

### **Έρευνα Lerner, Schoar and Wong (2005)**

Άλλη πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2005, έδειξε ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων ποικίλλαν ανάλογα με το είδος των επενδυτών. Για παράδειγμα διαφορετικά είναι τα αποτελέσματα για τα συνταξιοδοτικά ταμεία που συνεργάστηκαν με Private Equity Funds σε σχέση με μεγάλους ασφαλιστικούς φορείς που συνεργάστηκαν επίσης.

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε σε δείγμα 7.587 επενδύσεων που είχαν γίνει από 417 θεσμικούς επενδυτές (limited partners) σε 1.398 Private Equity Funds. Το αποτέλεσμα της έρευνας ήταν ότι ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης (IRR) ήταν πολύ διαφορετικός ανάλογα με το είδος του limited partner.

Έτσι λοιπόν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης για μερικές κατηγορίες επενδυτών ήταν ο εξής: κρατικά συνταξιοδοτικά ταμεία (2.6%), εταιρικά συνταξιοδοτικά ταμεία (3.1%), τράπεζες και χρηματοοικονομικοί οργανισμοί (-4.1%), σύμβουλοι επενδύσεων (-3.0%), φιλανθρωπικά ιδρύματα (16.9%), άλλοι θεσμικοί επενδυτές (5.1%).

Η έρευνα υποδεικνύει ότι στην απόδοση των επενδυτών καθοριστικό ρόλο παίζει ο χρονικός ορίζοντας, αλλά και ο τύπος των επενδύσεων.

### **Στοιχεία από το NVCA (National Venture Capital Association)**

Τα στοιχεία πάντως που προκύπτουν από το NVCA για τα Private Equity Funds είναι ενθαρρυντικά, παρά την κρίση στην οποία έχει εισέλθει η παγκόσμια οικονομία. Τα στοιχεία του πρώτου τριμήνου του 2008, έδειξαν πτώση στην ετήσια απόδοση τους κατά 7.6 μονάδες σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2007, μειώνοντας το ποσοστό απόδοσης στο 13,3%. Πάντως, συνολικά, η ετήσια απόδοση των Private



Equity Funds έχει ξεπεράσει σε απόδοση τον δείκτη Nasdaq και S&P 500 με στοιχεία μέχρι τις 31/03/2008, των οποίων οι αποδόσεις ήταν αντίστοιχα -5.5% και -6.4%.

### Thomson Reuters' US Private Equity Performance Index (PEPI)

Investment Horizon Performance through 3/31/2008

Fund Type	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	20 Yr
Early/Seed VC	10.6	4.9	4.8	34.0	21.2
Balanced VC	8.8	13.1	12.7	14.8	14.6
Later Stage VC	30.4	13.1	11.1	8.6	14.4
<b>All Venture</b>	<b>13.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.1</b>	<b>17.2</b>	<b>16.8</b>
NASDAQ	-5.5	4.3	11.0	2.2	9.4
S&P 500	-6.4	3.8	9.1	1.8	8.5
All Venture (through 12/31/2007)	20.9	9.7	8.7	18.3	16.7
All Venture (through 3/31/2007)	15.8	9.8	2.7	20.9	16.4

Source: Thomson Reuters/National Venture Capital Association

Ειδικότερα στον πίνακα φαίνεται ότι η απόδοση των Private Equity Funds ξεπερνά σε απόδοση τους δείκτες Nasdaq και S&P 500, οποιοδήποτε χρονικό επενδυτικό ορίζοντα και αν λάβουμε υπόψη μας, εκτός από μια περίπτωση, στην απόδοση πενταετίας, όπου ο δείκτης Nasdaq έχει υψηλότερη απόδοση.

### Fundraising by Venture Funds, 2002-2Q 2008\*

Year/Quarter	Number of Funds	Venture Capital (\$M)
2003	150	10,622.8
2004	210	19,144.8
2005	232	28,687.1
2006	239	31,827.3
2007	249	36,783.8
<b>YTD 2008</b>	<b>130</b>	<b>16,167.2</b>
1Q'06	77	6,803.5
2Q'06	81	14,522.2
3Q'06	71	5,160.8
4Q'06	70	5,340.8
1Q'07	84	6,525.6
2Q'07	83	8,808.6
3Q'07	80	8,905.8
4Q'07	85	12,543.8
1Q'08	70	7,066.2
<b>2Q'08</b>	<b>71</b>	<b>9,101.0</b>

Source: Thomson Reuters & National Venture Capital Association

Τώρα, όσον αφορά την ανεύρεση κεφαλαίων παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, ότι υπήρξε πτώση σε σχέση με τον αριθμό των νέων Funds που σχηματίστηκαν στο δεύτερο εξάμηνο του 2008, σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2007. Από 83 Funds ο αριθμός έχει μειωθεί σε 71. Μείωση κατά 14%

Παρουσιάζουμε τα συγκεκριμένα στοιχεία για να δείξουμε ότι προς το παρόν, παρά τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η οικονομία, τα Private Equity Funds συνεχίζουν να έχουν ελκυστικές αποδόσεις, τουλάχιστον σε σχέση με τους σημαντικότερους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν είναι στοχευμένες, πολύ καλά μελετημένες και σε κλάδους και επιχειρήσεις που έχουν κρυμμένες υπεραξίες. Παρόλα αυτά το μέλλον κρύβει σίγουρα δυσκολίες εξαιτίας του προβλήματος της ρευστότητας που επικρατεί. Η διαχείριση από τους μάνατζερς των Private Equity Funds για λογαριασμό των επενδυτών τους δεν έχει αλλάξει και δεν είναι σε καμία περίπτωση χειρότερη από πριν. Καλούνται όμως να αντιμετωπίσουν μια μεγάλη πρόκληση σχετικά με τα δανειακά κεφάλαια που θα έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν. Το έργο τους θα είναι σαφώς πιο δύσκολο και θα εξαρτηθεί από το βαθμό που θα είναι σε θέση ο ευρύτερος χρηματοπιστωτικός τομέας να τους στηρίξει.

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

### Συμπεράσματα και προοπτικές

#### 4.1 Προοπτικές

Τον τελευταίο χρόνο, η παγκόσμια οικονομία διέρχεται μέσα από μια μεγάλη κρίση. Όπως έχει ήδη αναφερθεί μέσα στην εργασία, από το καλοκαίρι του 2007 και αφότου έσκασε η φούσκα με τα δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις Η.Π.Α. (subprimes), συνέβησαν πολλά άσχημα γεγονότα τα οποία είχαν αντίκτυπο σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Το σημαντικότερο ίσως πρόβλημα στην όλη ιστορία είναι ότι δημιουργήθηκε πρόβλημα ρευστότητας. Κάτι το οποίο επίσης ενισχύεται από την έλλειψη εμπιστοσύνης που υπάρχει ανάμεσα στους οικονομικούς φορείς. Δεν είναι μόνο ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες του κόσμου παρουσίασαν ζημιές από τις διαγραφές που πραγματοποίησαν σε δάνεια που δεν πρόκειται ποτέ πλέον να εισπράξουν. Ζημιές που υπολογίζεται ότι θα φτάσουν μέχρι το τέλος του 2008 τα \$500 δισεκατομμύρια. Είναι επίσης ότι πλέον πρέπει να αποκατασταθεί και η εμπιστοσύνη ανάμεσα στους εμπλεκόμενους φορείς της παγκόσμιας οικονομίας.

Μεταξύ των τραπεζών επικρατεί μεγάλη ανασφάλεια και αβεβαιότητα, πράγμα το οποίο καθιστά το δανεισμό μεταξύ τους πολύ δύσκολο. Ενώ το 2006 και το 2007 ήταν μια περίοδος που η ανεύρεση κεφαλαίων γινόταν με πολύ μεγάλη ευκολία και ο δανεισμός για επενδύσεις και εξαγορές βρισκόταν σε έξαρση, το 2008 παρουσιάζεται πτώση.

Η πιστωτική κρίση όπως ήταν επόμενο έκανε αισθητή την παρουσία της και στον τομέα του Private Equity. Μεγάλο κομμάτι της δραστηριότητας των Private Equity Funds στηρίζεται στον δανεισμό. Όπως ήταν λοιπόν επόμενο, συμφωνίες που είχαν κλειστεί και είχαν οριστικοποιηθεί, έχουν πλέον παγώσει, αφού η χορήγηση των δανείων δεν είναι πια εφικτή, τουλάχιστον όχι με την ίδια ευκολία και τους ίδιους όρους.

Σε μια έρευνα που έγινε από την εταιρεία BDO Stoy Hayward (2007)<sup>12</sup>, μια από τις πιο γνωστές εταιρείες συμβούλων και ορκωτών ελεγκτών, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το τίμημα για τις εξαγορές που πραγματοποιούνται από τα Private Equity Funds είναι σαφώς χαμηλότερο αν λάβουμε υπόψη τα σημερινά δεδομένα. Για τα αποτελέσματα της έρευνας τους χρησιμοποίησαν το δείκτη PEPI (Private Equity

---

<sup>12</sup> Πηγή: [www.bdo.co.uk](http://www.bdo.co.uk)

Perfomance Index) , ο οποίος μετράει το ύψος του τιμήματος των εξαγορών των εταιρειών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο από τα Private Equity Funds καθώς και την απόδοση τους. Μόνο στο τελευταίο τρίμηνο του 2007, ο δείκτης αυτός σημείωσε πτώση 14%. Η συγκεκριμένη πτώση προήλθε από το γεγονός ότι πλέον τα Private Equity Funds δεν είχαν τη δυνατότητα να συγκεντρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια μέσω δανεισμού, έτσι η τιμή για κάποια εξαγορά ήταν σαφώς μικρότερη.

Για εξαγορές μέχρι €100 εκατομμύρια η έρευνα έδειξε ότι οι τράπεζες έχουν ακόμη τη δυνατότητα να τις χρηματοδοτήσουν εξ ολοκλήρου. Για εξαγορές όμως που έχουν μεγαλύτερο κόστος τα πράγματα δυσκολεύουν.

Χαρακτηριστικό είναι τα τρία προηγούμενα χρόνια, από το 2005 έως το 2007, που υπήρξε η μεγάλη έξαρση στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές, τα δάνεια ήταν δυνατόν να εξασφαλιστούν προτού η εξαγορά ολοκληρωθεί. Δηλαδή δύο ή τρεις τράπεζες μαζί αναλάμβαναν ως εγγυητές για το δάνειο και μόλις ανακοινώνονταν η αξία της εξαγοράς το χορηγούσαν ή το πουλούσαν σε άλλες τράπεζες οι οποίες ήταν διαθέσιμες να το αγοράσουν. Στις σημερινές συνθήκες, οι τράπεζες είναι πολύ πιο συντηρητικές. Περιμένουν μέχρι και την τελευταία στιγμή να οριστικοποιηθεί η εξαγορά, χωρίς να μπορούν να εγγυηθούν για τη χορήγηση του δανείου, αφού η εύρεση ενδιαφερομένων για την προσφορά κεφαλαίων είναι πολύ περιορισμένη.

Η γενική αίσθηση που επικρατεί είναι ότι η έλλειψη ρευστότητας, θα περιορίσει σε μεγάλο βαθμό τον αριθμό των εξαγορών καθώς και την τελική τους αξία, αφού πλέον τα διαθέσιμα προς δανεισμό κεφάλαια έχουν συρρικνωθεί.

Σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε για λογαριασμό του NVCA και της οποίας τα αποτελέσματα δημοσιοποιήθηκαν στην Ουάσιγκτον στις 17 Δεκεμβρίου του 2007, προέκυψαν τα εξής αποτελέσματα, όσον αφορά τις τάσεις και τις προβλέψεις για τα Private Equity Funds μέσα στο 2008. Μέχρι τη χρονική περίοδο που είχε δημοσιοποιηθεί η έρευνα, δεν είχε γίνει σαφές το συνολικό μέγεθος του προβλήματος της πιστωτικής κρίσης.

Προβλέπεται καταρχάς ότι θα δημιουργηθούν λιγότερα επενδυτικά σχήματα μέσα στο 2008. Γίνεται αναφορά σε επενδύσεις που πρέπει να πραγματοποιηθούν σε αναδυόμενες αγορές, όπως είναι αυτή της Κίνας.

Όσον αφορά το μέγεθος των επενδύσεων που θα πραγματοποιηθούν οι προβλέψεις είναι μετριοπαθείς. Το 71% που συμμετείχαν στην έρευνα προβλέπουν ότι το ύψος των επενδύσεων δεν πρόκειται να ξεπεράσει τα επίπεδα του 2007, λαμβάνοντας υπόψη και την οικονομική περίοδο την οποία διανύουμε.

Οι κλάδοι για τους οποίους προβλέπεται η μεγαλύτερη ανάπτυξη είναι της Επικοινωνίας και της Ψυχαγωγίας, του Internet, των Εναλλακτικών Πηγών Ενέργειας και του Ιατρικού Εξοπλισμού.

Απαισιόδοξοι είναι οι συμμετέχοντες στην έρευνα αναφορικά με το κομμάτι των εισαγωγής των εταιρειών που έχουν επενδύσει τα Private Equity Funds στο Χρηματιστήριο. Η πρόβλεψη είναι ότι θα υπάρξει μείωση στις δημόσιες εγγραφές των εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Αυτό επηρεάζει άμεσα την κερδοφορία των Private Equity Funds, αφού μεγάλο μέρος των κερδών τους σε μια επένδυση δημιουργείται όταν εισάγουν την εταιρεία που διαχειρίζονται ξανά στο Χρηματιστήριο.

Τέλος, στην έρευνα γίνεται λόγος για την οικονομία των Η.Π.Α., η οποία αποτελεί ουσιαστικά την ατμομηχανή της παγκόσμιας οικονομίας. Οι προβλέψεις μιλούν για μείωση της ζήτησης και του Α.Ε.Π. κάτι το οποίο σε συνδυασμό με τις υψηλές τιμές στα εμπορεύματα και το πετρέλαιο, θα επηρεάσουν άμεσα την ανάπτυξη και την οικονομική δραστηριότητα

## 4.2 Συμπεράσματα – Επίλογος

Κλείνοντας την εργασία σχετικά με τη δραστηριότητα των Private Equity Funds και το ρόλο τους στο παγκόσμιο χάρτη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μπορούμε να καταλήξουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα.

Καταρχάς, αναμφισβήτητα, με το πέρασμα του χρόνου γίνεται σαφής η ολοένα αυξανόμενη δραστηριότητα των ιδιωτικών κεφαλαίων στην παγκόσμια “πίτα” των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ξεκίνησε πριν από περίπου 25 χρόνια να γίνεται εμφανής η δραστηριότητα τους, με αποκορύφωμα το 2007 όπου το συνολικό μέγεθος των εξαγορών έφτασε σε πολύ μεγάλα επίπεδα. Σε αυτή την έξαρση των συναλλαγών, τα Private Equity Funds διεκδίκησαν και κατόρθωσαν να έχουν μια αυξημένη συμμετοχή.

Τα πλεονεκτήματα πάνω στα οποία στήριξαν αυτή την επιτυχία τους οφείλονται σε πολλούς παράγοντες. Διαθέτουν μεγάλη τεχνογνωσία και εμπειρία όσον αφορά τις εξαγορές. Διαθέτουν ανθρώπους με εμπειρία και βαθιά γνώση των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται. Επιπλέον, έχουν περισσότερες από μια επιλογές όσον αφορά τη μέθοδο εξαγοράς, στοιχείο το οποίο τους δίνει σημαντικό πλεονέκτημα.

Οι αποδόσεις που υπόσχονται στους επενδυτές που τους εμπιστεύονται τα χρήματα τους είναι ελκυστικές και σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, ξεπερνούν τις αποδόσεις που θα είχε κάποιος εάν επένδυε τα χρήματα του σε ένα από τους μεγαλύτερους χρηματιστηριακούς δείκτες. (Nasdaq, S&P 500).

Παρά τη μέχρι τώρα επιτυχημένη τους πορεία, καλούνται να αντιμετωπίσουν μια εξαιρετικά δύσκολη συγκυρία. Το πρόβλημα της ρευστότητας, που πλέον είναι υπαρκτό και δεν αγγίζει μοναχά το κομμάτι των εξαγορών, μπορεί να αποτελέσει τροχοπέδη στην περαιτέρω ανάπτυξη τους. Ουσιαστικά, η ρευστότητα και η δυνατότητα δανεισμού λειτουργεί ως “καύσιμο” για οποιαδήποτε συναλλαγή. Μέχρι να ξεκαθαρίσει το τοπίο στον χρηματοπιστωτικό τομέα και με δεδομένο ότι οι τράπεζες δεν έχουν δυνατότητα να χορηγούν με την ίδια ευκολία δάνεια, θα υπάρξει μια περίοδος μειωμένης δραστηριότητας. Ενδιαφέρον πάντως παρουσιάζει να δούμε ποια από τα Private Equity Funds θα μπορέσουν να επιβιώσουν μέσα σε αυτό το κλίμα αβεβαιότητας και ποια από αυτά έχουν δυνατότητα δημιουργίας κερδών, δεδομένου ότι πολλές από τις εξαγορές που είχαν ανακοινωθεί είτε έχουν παγώσει είτε έχουν ακυρωθεί.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Alexander Ljungqvist, Matthew Richardson, “The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity”, January 2003, NYU, Finance Working Paper No 03-001, p. 14-25
2. Andrew Metrick, Ayako Yasuda, “The Economics of Private Equity Funds”, September 2007, Swedish Institute for Financial Research Conference on the Economics of the Private Equity Market, p. 14-27
3. Deutsche Bank, “LBO Analysis”, April 2008, Presentation at University of Piraeus
4. Douglas Cumming, Donald S. Siegel, Mike Wright, “Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance”, September 2007, Journal of Corporate Finance, vol. 13, p. 439-460
5. George W. Fenn, Nellie Liang, Stephen Prowse, “The Economics of the Private Equity Market”, December 1995, Board of Governors of the Federal Reserve System, p.1-5
6. International Private Equity And Venture Capital Valuation Guidelines, 2006, [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com), p. 18-25
7. Josh Lerner, Antoinette Schoar, “The illiquidity puzzle: Theory and Evidence from Private Equity”, 2004, Journal of Financial Economics, vol. 72, p. 3-40
8. Ludovic Phalippou and Oliver Gottschalg, “The Performance of Private Equity Funds”, EFA 2007 Moscow Meetings, p. 1-24
9. Mike Wright, Ken Robbie, “Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis”, July 1998, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 25, p. 534-541

10. Moskowitz T.J, Vissing-Jorgensen, “The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?”, 2002, American Economic Review, vol. 92, p. 745-778
11. Robert M. Conroy and Robert S. Harris, “How Good are Private Equity Returns”, Summer 2007, Journal of Applied Corporate Finance, vol.19, p. 96-108
12. Steven Kaplan, “Private Equity: Past, Present and Future”, Fall 2007, Journal of Applied Corporate Finance, vol.19, p. 8-16
13. Steven N. Kaplan, Antoinette Schoar, “Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows”, August 2005, The Journal of Finance, vol. LX, p. 1791-1822
14. Travis Bradford, Roy C. Smith, “Private Equity: Sources and Uses”, Spring 1997, Journal of Applied Corporate Finance, vol.10, p. 89-97
15. Viral V. Acharya, Julian Franks, and Henri Servaes, “Private Equity: Boom and Bust?”, Fall 2007, Journal of Applied Corporate Finance, vol.19, p. 44-53

#### **INTERNET SITES**

1. [www.apax.com](http://www.apax.com)
2. [www.baincapital.com](http://www.baincapital.com)
3. [www.banker.thomson.ib.com](http://www.banker.thomson.ib.com)
4. [www.bcpartners.com](http://www.bcpartners.com)
5. [www.bdo.co.uk](http://www.bdo.co.uk)
6. [www.blackstone.com](http://www.blackstone.com)
7. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
8. [www.carlyle.com](http://www.carlyle.com)
9. [www.cerberuscapital.com](http://www.cerberuscapital.com)
10. [www.evca.com](http://www.evca.com)



11. [www.ft.com](http://www.ft.com)
12. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
13. [www.kkr.com](http://www.kkr.com)
14. [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)
15. [www.nvca.com](http://www.nvca.com)
16. [www.permira.com](http://www.permira.com)
17. [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com)
18. [www.reuters.com](http://www.reuters.com)
19. [www.texaspacificgroup.com](http://www.texaspacificgroup.com)
20. [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)