

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ στη ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

**ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & VENTURE  
CAPITAL ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ  
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ**

**Παναγιώτης Δεληγιάννης**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των  
απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού  
Διπλώματος Ειδίκευσης στη Ναυτιλία

Πειραιάς

Οκτώβριος 2010

«Το άτομο το οποίο εκπονεί τη Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός και εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού, που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος, που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή στη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.»

Ο δηλών

Παναγιώτης Δεληγιάννης

«Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Ναυτιλία.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Θεόδωρος Πελαγίδης (Επιβλέπων)
- Κωνσταντίνος Γκιζιάκης
- Σωτήριος Θεοδωρόπουλος

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν δηλώνει αποδοχή των γνωμών του συγγραφέα..»

## Πρόλογος

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε ύστερα από έρευνα την χρονική περίοδο Απρίλιος 2010 – Οκτώβριος 2010, κι αποτελεί το επιστέγασμα ης συμμετοχής και παρακολούθησής μου του διετούς Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη «Ναυτιλία» του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Η φοίτηση στο Πρόγραμμα αυτό αποτελεί για μένα φυσική συνέχεια των σπουδών μου στην Οικονομική Επιστήμη και έναν ακόμα στόχο ζωής.

Στα πλαίσια αυτής της μελέτης, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον Καθηγητή κ. Θεόδωρο Πελαγίδη, για την τιμή που μου έκανε να δεχτεί να επιβλέψει και να καθοδηγήσει την προσπάθειά μου αυτή για την εκπόνησή της. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω και τα άλλα δύο μέλη της Επιτροπής, κ. Κωνσταντίνο Γκιζιάκη και κ. Σωτήριο Θεοδωρόπουλο, για την βοήθειά τους και την υπομονή τους να εξετάσουν την εργασία.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον κ. Πέτρο Λαμπρόπουλο, Επενδυτικό Αναλυτή της εταιρείας Piraeus Capital Management A.E., για την βοήθεια, την εξυπηρέτηση, τις πολύτιμες πληροφορίες και τις συμβουλές που μου μετέδωσε όσες φορές του τις ζήτησα, ώστε να συγγράψω την μελέτη περίπτωσης που αποτελεί και το επιστέγασμα της παρούσας εργασίας.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους τους Καθηγητές του Προγράμματος για τις γνώσεις και την εμπειρία που μου μεταλαμπάδευσαν αυτά τα δύο χρόνια, τεράστιο εφόδιο για την μετέπειτα επαγγελματική μου ζωή και όχι μόνο.

Τέλος, οφείλω ένα τεράστιο ευχαριστώ στην οικογένειά μου και όλους όσους, λιγότερο ή περισσότερο, βοήθησαν ψυχικά και υλικά να κάνω το όνειρό μου πραγματικότητα.

**Αφιερώνεται στον πατέρα μου Γιάννη, στην μητέρα μου Ευφροσύνη και στον  
αδελφό μου Στέργιο**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

<b>Περιεχόμενα</b>	<b>Σελ. 6</b>
<b>Κατάλογος διαγραμμάτων</b>	<b>8</b>
<b>Κατάλογος πινάκων</b>	<b>8</b>
<b>Περίληψη</b>	<b>9</b>
<b>Εισαγωγή</b>	<b>11</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	
<b>Το Οικονομικό Περιβάλλον της Ναυτιλιακής Επιχειρηματικότητας</b>	<b>14</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	
<b>Επισκόπηση Πηγών Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης</b>	<b>21</b>
2.1 Εισαγωγή	21
2.2 Τραπεζική Χρηματοδότηση	24
2.3 Ιδιωτικές τοποθετήσεις	32
2.4 Ομολογιακός Δανεισμός	32
2.5 Ναυπηγικές Πιστώσεις	34
2.6 Χρηματιστήριο	34
2.7 Ίδια Κεφάλαια	41
2.8 Ιδιωτική χρηματοδότηση & Όμιλοι Κεφαλαίων	41
2.9 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση	41
2.10 Χρηματοδοτική Μίσθωση	42
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	
<b>Venture Capital στην Παγκόσμια Ναυτιλία</b>	<b>45</b>
3.1 Εισαγωγή στα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών	45
3.2 Venture Capital, Private Equity & Joint Venture	55
3.3 Εφαρμογή Venture Capital στην παγκόσμια ναυτιλία	57
3.4 Η Αγορά και τα Θεσμικά Πλαίσια στις χώρες που έχει εφαρμοστεί	64
3.4.1 Ευρώπη	64
3.4.2 ΗΠΑ	69
3.4.3 Ισλαμική Αγορά Κεφαλαίων	72

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

<b>Venture Capital στην Ελληνική Ναυτιλία</b>	<b>76</b>
4.1 Ο θεσμός του Venture Capital στην Ελλάδα	76
4.1.1 Νομικό καθεστώς στην Ελλάδα	77
4.2 Εφαρμογή Venture Capital στην Ελληνική Ναυτιλία	88
4.3 Μελέτη περίπτωσης	96
4.3.1 Περιγραφή του Piraeus – TANEΟ Α.Κ.Ε.Σ.	96
4.3.1.1 Advent Technologies S.A.	97
4.3.1.2 Διαδικασία αξιολόγησης και επένδυσης	98
4.3.1.3 Έξοδος από τις επενδύσεις	100
4.3.2 Η επένδυση στην Electronic Shipping Solutions	100
4.3.2.1 Περιγραφή της εταιρείας	100
4.3.2.2 Η διαδικασία επένδυσης στην ESS	103
<b>Συμπεράσματα</b>	<b>107</b>
<b>Βιβλιογραφία</b>	<b>113</b>

<b>Κατάλογος Διαγραμμάτων</b>	<b>Σελ.</b>
Διάγραμμα 1.1 Πορεία Δείκτη Ξηρού Φορτίου BDI 1985-2009	15
Διάγραμμα 1.2 Μεταβλητότητα ναύλων σε spot και time charter αγορές	16
Διάγραμμα 3.1 Αντληθέντα κεφάλαια της Ευρωπαϊκής αγοράς private equity το 2009	66
Διάγραμμα 3.2 Πηγές κεφαλαίων της PE Market το 2009	67
Διάγραμμα 3.3 Επενδύσεις ανά κλάδο στην Ευρωπαϊκή Αγορά Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών	67,68
Διάγραμμα 3.4 Αποεπενδύσεις επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή Αγορά venture capital	68,69
Διάγραμμα 3.5 Αντληθέντα κεφάλαια της αμερικανικής αγοράς venture capital 1981-2009	70

### **Κατάλογος Πινάκων**

Πίνακας 2.1 Συνολικό χαρτοφυλάκιο - 32 μεγαλύτερες ναυτιλιακές τράπεζες - τέλος του 2008	25,26
Πίνακας 2.2 Σύνολο ελληνικού ναυτιλιακού χαρτοφυλακίου \$67,020 δισ. έως 31/12/09 (\$ δισ.)	28
Πίνακας 2.3 Στοιχεία εισηγμένων ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών στην Αμερικανική Κεφαλαιαγορά	36,37
Πίνακας 3.1 Επενδύσεις venture capital στους σημαντικότερους κλάδους για το 1 <sup>ο</sup> εξάμηνο 2010	71,72



## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία προσπαθεί να αναδείξει τη σημασία του private equity και πιο συγκεκριμένα ενός μέρους του, των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ή αλλιώς venture capital, ως μία εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη ναυτιλιακή βιομηχανία. Αρχικά αφού γίνει μία αναφορά στα σημαντικότερα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν τη ναυτιλιακή επιχειρηματικότητα από τους άλλους τύπους της, πραγματοποιείται μία επισκόπηση όλων των πηγών ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Στη συνέχεια περιγράφεται αναλυτικά όλη η δομή του venture capital financing και παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες επενδύσεις αυτού του είδους στον τομέα της παγκόσμιας ναυτιλιακής βιομηχανίας, καθώς και της ελληνόκτητης ναυτιλίας. Ενδιάμεσα παρεμβάλλονται τα θεσμικά πλαίσια των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών σε επιλεγμένες διεθνείς αγορές και την Ελλάδα. Τέλος γίνεται μια προσπάθεια να παρουσιαστεί μια πραγματική επένδυση venture capital στην ευρύτερη ελληνική ναυτιλιακή αγορά, μέσω του case study της επένδυσης του Piraeus-TANEO Capital Fund στην εταιρεία Electronic Shipping Solutions.

**Λέξεις – κλειδιά:** κεφαλαία επιχειρηματικών συμμετοχών, ναυτιλιακή χρηματοδότηση, θεσμικά πλαίσια, επενδύσεις, μελέτη περίπτωσης

This diploma thesis attempts to demonstrate the importance of private equity and more specifically a part of it, venture capital, as an alternative form of corporate financing in the maritime industry. Primarily, after having made a reference to the important characteristics that differentiate the maritime entrepreneurship from the other types of it, we make an overview of all sources of ship financing. Afterwards, it follows a detailed description of the whole structure of venture capital financing and the presentation of the largest types of such investments in global maritime industry and the Greek-owned shipping. In the meanwhile, we include the institutional frameworks of venture capital in selected international markets and Greece. Finally we make an attempt to present a true venture capital investment in the wider Greek shipping market, through a case study of the investment of the Piraeus-TANEO Capital Fund to the Electronic Shipping Solutions company.

**Keywords:** venture capital, ship financing, institutional frameworks, investments, case study

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

Το αντικείμενο που πραγματεύεται η παρούσα διπλωματική εργασία είναι μία από τις σημαντικότερες πτυχές της ναυτιλιακής, στην προκειμένη περίπτωση, επιχειρηματικότητας, η ανεύρεση εναλλακτικής μορφής χρηματοδότηση για την ανάπτυξη μιας εταιρείας που δραστηριοποιείται στον ευρύτερο κλάδο της θαλάσσιας οικονομίας. Και πιο συγκεκριμένα δίνεται ιδιαίτερο βάρος στην επιλογή των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (venture capital) ως ένα επενδυτικό εργαλείο σχετικά καινούριο στον τομέα της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Βασικό ερέθισμα για την επιλογή εκπόνησης αυτού του θέματος ήταν και είναι η παρουσία και σύσταση ολοένα και περισσότερων επενδυτικών ταμείων τα τελευταία χρόνια, τα οποία διαχειρίζονται τεραστίων διαστάσεων ιδιωτικά κεφάλαια και τα οποία είτε επιθυμούν να επενδύσουν στην ναυτιλιακή βιομηχανία, είτε προέρχονται από αυτή.

Δύο χρόνια σχεδόν μετά το ξέσπασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης και την κατάρρευση των ναυτιλιακών δεικτών, οι τράπεζες συνεχίζουν να είναι συντηρητικές στην χορήγηση δανείων προς την ναυτιλιακή βιομηχανία. Από την άλλη μεριά οι χρηματοδοτικές απαιτήσεις του ευρύτερου αυτού κλάδου παραμένουν στα ύψη, περιμένοντας τις παραλαβές νέων πλοίων τα οποία είχαν παραγγελθεί προ της κρίσης. Αναπόφευκτα οι εταιρείες έχουν αρχίσει να στρέφονται όλο και περισσότερο στις κεφαλαιαγορές, τους θεσμικούς επενδυτές και τα ιδιωτικά κεφάλαια. Η σκοπιμότητα της εργασίας είναι ακριβώς να καταγράψει τις μέχρι σήμερα τάσεις και τις προοπτικές σε έναν από αυτούς τους εναλλακτικούς δρόμους, τον τομέα του venture capital financing, τόσο στην παγκόσμια, όσο και στην ελληνική ναυτιλία. Αλλά και να γίνει παρουσίαση της μεθοδολογίας που ακολουθεί μία εταιρεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών σε μία επένδυση σε εταιρεία που δραστηριοποιείται στον κλάδο αυτό, ώστε να διαπιστωθεί πως εφαρμόζονται οι αρχές του venture capital στην επιχειρηματική πρακτική. Μέσα από αυτά τα θέματα θα μπορέσουμε να συμπεράνουμε κατά πόσον ο σχετικά νέος αυτός θεσμός δύναται να αποτελέσει την βασική εναλλακτική χρηματοδοτική επιλογή μιας ναυτιλιακής επιχείρησης.

Στην μελέτη αυτή έγινε μια προσπάθεια επίσης να καταγραφούν συνοπτικά και με οικονομικά στοιχεία οι σημερινές τάσεις τόσο στη τραπεζική χρηματοδότηση όσο και στις υπόλοιπες μορφές εναλλακτικών χρηματοδοτήσεων που χρησιμοποιούνται

στον κλάδο αυτό, να δοθούν στον αναγνώστη σημαντικές πληροφορίες για την γενική λειτουργία των venture capital και να συμπεριληφθούν ό,τι πληροφορίες είναι διαθέσιμες για το θεσμικό πλαίσιο αυτού του χρηματοδοτικού εργαλείου σε όσες χώρες προχώρησαν σε παρόμοιες επενδύσεις. Όλες οι πληροφορίες και τα στοιχεία αντλήθηκαν από αξιόπιστες βιβλιογραφικές και αρθρογραφικές πηγές, κυρίως ακαδημαϊκά συγγράμματα, εθνικούς οργανισμούς, επιστημονικά και ναυτιλιακά περιοδικά, συμβουλευτικές εταιρείες, οικονομικά δίκτυα ενημέρωσης και διπλωματικές διατριβές.

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε πέντε κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφονται τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας τα οποία καθορίζουν την κρίση των ναυτιλιακών επιχειρηματιών, τη διαφοροποιούν από τις άλλες βιομηχανίες και εν τέλει καθιστούν ιδιαίτερη και την χρηματοδότησή της.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά όλες οι μορφές ναυτιλιακής χρηματοδότησης με επίσημα στοιχεία για τα τελευταία 3 χρόνια, όπου υπάρχουν, με πρώτη την τραπεζική χρηματοδότηση, η οποία υπερέχει κι έναντι όλων των εναλλακτικών.

Το τρίτο κεφάλαιο ασχολείται με τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στην παγκόσμια ναυτιλία. Αρχικά γίνεται μια προσπάθεια να οριστεί η έννοια του venture capital, να μελετηθεί η εξέλιξη της σύγχρονης μορφής του, να τονιστούν οι διαφορές του με τα παραδοσιακά χρηματοδοτικά εργαλεία και να καταμετρηθούν οι πηγές εξεύρεσης κεφαλαίου. Επίσης περιγράφονται όλα τα στάδια χρηματοδότησης με venture capital σε μία επιχείρηση, ενώ γίνεται και μία σύγκριση ανάμεσα σε αυτά, τα private equity funds και τα joint ventures, προκειμένου να γίνουν εμφανείς οι διαφορές και να διαλευκάνει ο αναγνώστης οποιαδήποτε σύγχυση στις έννοιες τους. Στη συνέχεια περιγράφονται αναλυτικά όλες οι γνωστές επενδύσεις που πραγματοποίησαν μεγάλα ιδιωτικά κεφάλαια και κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών σε επιχειρήσεις της ναυτιλιακής βιομηχανίας και τέλος παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά των αγορών venture capital σε όσες χώρες έγιναν οι παραπάνω επενδύσεις, καθώς και όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες για τα θεσμικά πλαίσια που τις διέπουν.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται διεξοδικά η αγορά του venture capital στην Ελλάδα σήμερα, το θεσμικό πλαίσιο που την διέπει, η εξέλιξή του τις τελευταίες τρεις

δεκαετίες και το επενδυτικό προφίλ όλων των ελληνικών εταιρειών venture capital. Ακολουθεί η περιγραφή όλων των funds που δημιουργήθηκαν από ελληνικής προέλευσης ιδιωτικά κεφάλαια και το κράτος τα οποία επένδυσαν στην ελληνόκτητη ναυτιλία και λιμενική βιομηχανία. Το κεφάλαιο κλείνει με μία μελέτη περίπτωσης για μία αντιπροσωπευτική χρηματοδότηση venture capital στην ελληνική αγορά, την επένδυση του venture capital fund, Piraeus TANEΟ ΑΚΕΣ, στην εταιρεία Electronic Shipping Solutions, η οποία δραστηριοποιείται στο χώρο του e-documentation των πλοίων.

Τελευταίο κεφάλαιο αποτελούν τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας, στα οποία γίνεται μία σύνοψη σε όλα όσα αναφέρθηκαν στην εργασία και γίνεται προσπάθεια να απαντηθεί κατά πόσον η χρηματοδότηση μέσω venture capital μπορεί να δώσει εναλλακτική διέξοδο ρευστότητας στην αναζήτηση κεφαλαίων για την ναυτιλιακή βιομηχανία.

### Το Οικονομικό Περιβάλλον της Ναυτιλιακής Επιχειρηματικότητας

Τα βασικά χαρακτηριστικά που συντελούν στην ανάπτυξη μιας ναυτιλιακής επιχείρησης είναι: ο τρόπος χρηματοδότησης, η τεχνογνωσία που χρησιμοποιεί και το ανθρώπινο κεφάλαιο. Με τον όρο τεχνογνωσία εννοούμε τόσο την διαχειριστική πρακτική του manager-εφοπλιστή – ως διαχειριστή των πλοίων που εκμεταλλεύεται -, όσο και την διαδικασία επιτυχημένου chartering, καθώς και την εμπειρία και επίδοση του στις καθημερινές υποχρεώσεις της εταιρείας. Εξίσου σημαντικά χαρακτηριστικά όμως είναι τόσο το ανθρώπινο κεφάλαιο, δηλαδή το σύνολο της γνώσης του στελεχιακού δυναμικού, όσο και η διάθεσή του να αναλάβει το ρίσκο για την αξιοποίηση αυτής της γνώσης, όπερ εστί επιχειρηματικότητα (Θεοτοκάς, 2006).

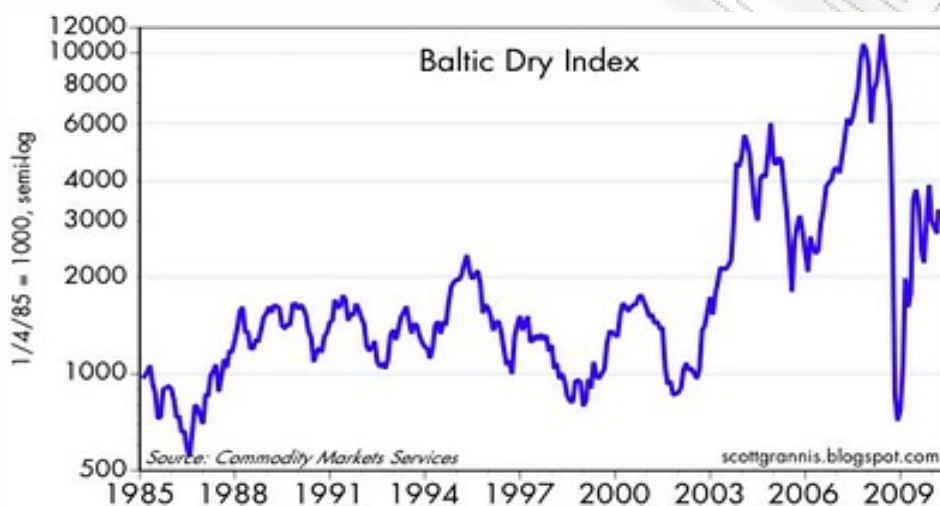
Οι δύο τελευταίες μεγάλες κρίσεις που αντιμετώπισε η ναυτιλία, της δεκαετίας του 1980 και αυτή από το 2008 και μετά, άλλαξαν άρδην το επιχειρηματικό τοπίο της παγκόσμιας ναυτιλίας. Παραδοσιακές ναυτιλιακές χώρες έχασαν την δύναμή τους, νέες χώρες άρχισαν να παίρνουν σημαντικό μερίδιο της παγκόσμιας θαλάσσιας μεταφοράς, νέοι διεθνείς κανονισμοί και όρια περιβαλλοντικής προστασίας υιοθετήθηκαν και νέοι παράγοντες άρχισαν να επηρεάζουν καταλυτικά το περιβάλλον της ναυτιλιακής επιχειρηματικότητας (Θεοτοκάς, 2006). Όλα αυτά δεν θα άφηναν ανεπηρέαστο και τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτούνταν οι δραστηριότητες της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Η ναυτιλιακή τραπεζική χρηματοδότηση μετά το 1988 δεν είχε καμία σχέση με αυτή πριν το '80 και σίγουρα οι συνθήκες και οι πρακτικές της μετά το πέρας της σημερινής κρίσης δε θα μοιάζουν με αυτές ολόκληρης της δεκαετίας του 2000. Ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι η ναυτιλιακή χρηματοδότηση από το '97 έως το 2002 υπερέβη τα €330 δισ..

Ένας καλός manager-εφοπλιστής, εκτός από τον χρηματοδοτικό τρόπο που θα επιλέξει, οφείλει να λάβει σοβαρά υπόψη του τόσο τις μεθόδους επιλογής των ναυτιλιακών επενδύσεων, το γενικό και ειδικό οικονομικό περιβάλλον, μέσα στο οποίο δρα η επιχείρησή του, όσο και την φάση του ναυτιλιακού κύκλου που βρίσκεται την εκάστοτε χρονική στιγμή η αγορά και η αντίστοιχη σωστότερη επιλογή για επενδύσεις (Γουλιέλμος, 2007).

Η αγορά της ναυτιλίας περιγράφεται από χαρακτηριστικά τα οποία την διαφοροποιούν πολύ από τους άλλους κλάδους της οικονομίας και γι' αυτό το λόγο διαφοροποιούν και τη χρηματοδότησή της:

1. Ένα από τα χαρακτηριστικά είναι η έντονη μεταβλητότητα των εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης. Αυτή αντανακλάται πάνω στον ναύλο, ο οποίος επηρεάζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης των πλοίων και επηρεάζει έτσι τις αποφάσεις της διοίκησης της ναυτιλιακής. Η ναυλαγορά εδώ παρουσιάζει πολύ μεγάλες διακυμάνσεις πάνω στη ρευστότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Διάγραμμα 1.1 Πορεία Δείκτη Ξηρού Φορτίου BDI 1985-2009

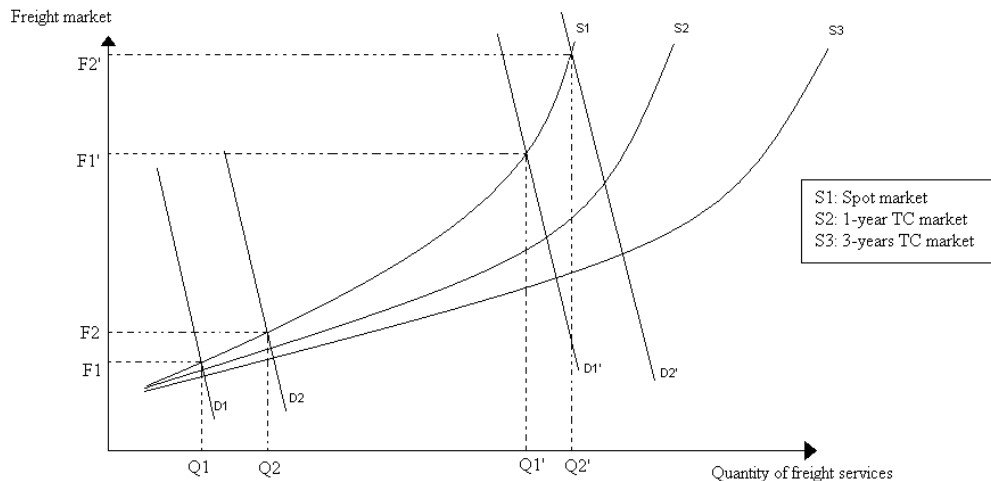


Πηγή: [scottgiannis.blogspot.com](http://scottgiannis.blogspot.com)

Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 1.1, διαχρονικά οι χρονικές περίοδοι ανόδου της ναυλαγοράς ακολουθούνταν από μεγαλύτερες περιόδους υφέσεων και μετρίων κερδών. Το περιοδικό αυτό φαινόμενο αναγκάζει τον manager-εφοπλιστή να προσαρμόζει σε τακτά χρονικά διαστήματα το κόστος λειτουργίας των πλοίων του και της εταιρείας του. Ένας τρόπος να τα καταφέρει είναι το flagging out (αλλαγή σημαίας), ο οποίος εφαρμόστηκε κατά κόρον στην παγκόσμια ναυτιλία κατά την περίοδο της μεγάλης κρίσης του 1983-86. Λιγότερο διαδεδομένη κίνηση είναι η χρήση freight derivatives με τα οποία η εταιρεία μπορεί και αντισταθμίζει τον κίνδυνο που προέρχεται από τις μεταβολές των ναύλων (Γεωργακόπουλος, 2005). Εδώ πρέπει να τονιστεί η διαφορά μεταβλητότητας ανάμεσα σε time charter rate και spot freight rate. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1.2 η μεταβλητότητα των ναύλων στις

χρονοναυλώσεις είναι πιο μικρή από αυτή στην spot αγορά και μάλιστα όσο μεγαλύτερης διάρκειας είναι η χρονοναύλωση, τόσο πιο ελαστική θα είναι και η προσφορά χωρητικότητας.

Διάγραμμα 1.2 Μεταβλητότητα ναύλων σε spot και time charter αγορές



Πηγή: Kavussanos, M. G. & Alizanteh-M, A. H. (2000) 'Seasonality comparisons by type of contracts and sectors in dry bulk shipping freight markets', Venice, 19-22 September 2000

Γι' αυτό το λόγο κάθε ναυτιλιακή επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί ένα εξισορροπημένο portfolio ανάμεσα σε ναυλώσεις spot και time charter επειδή οι ναύλοι στη χρονοναύλωση είναι σχετικά σταθερός για μεγάλα χρονικά διαστήματα (Γεωργακόπουλος, 2005).

2. Δεύτερο χαρακτηριστικό αποτελεί η αδυναμία προσέγγισης της μεταβλητότητας της ναυλαγοράς και των αξιών των πλοίων, η οποία οδηγεί και σε μεγάλες κεφαλαιουχικές ζημιές (capital losses) (Γουλιέλμος, 2007).

Επειδή ακριβώς η ναυτιλιακή αγορά καθορίζεται από την ζήτηση θαλάσσιων μεταφορικών υπηρεσιών, που είναι παράγωγος ζήτηση και άρα επηρεάζεται από ποικίλους παράγοντες, οικονομικούς και μη, ο βαθμός προβλεψιμότητας σε μία τέτοια



αγορά είναι μικρός και σπανίως επιτυχημένος. Αναπάντεχα γεγονότα, όπως η πετρελαϊκή κρίση και οι πτωχεύσεις εταιρειών, έχουν καταστρέψει παρελθούσες προβλέψεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα, ακόμα και επτά ετών.

Ωστόσο πολλοί θεωρούν καλύτερη μία λανθασμένη πρόβλεψη από καμία πρόβλεψη. Και οι προβλέψεις για τους ναυτιλιακούς manager είναι σημαντικό εργαλείο για την απάντηση σε θέματα όπως είναι η σωστή στιγμή αγοράς ή πώλησης, ή εξόδου της ναυτιλιακής από ένα κλάδο της ναυτιλιακής βιομηχανίας, ή ακόμη και η επιλογή τύπου πλοίου που θα αγοραστεί. Μπορεί οι προβλέψεις σπάνια να επαληθεύονται, όμως στη ναυτιλία είναι το παν, ειδικά εάν αφορούν αποφάσεις για μεγάλες επενδύσεις, γιατί διαφορετικές χρονικές αποφάσεις ενδέχεται να διαφέρουν σε αξία δεκάδες εκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Έτσι είναι πολύ σημαντικό να επιλεγεί η κατάλληλη χρονική στιγμή για την τοποθέτηση των επενδύσεων, αφού αυτό από μόνο του καθορίζει τη θετική ή την αρνητική απόδοσή τους. Αυτό οφείλεται κυρίως στην έντονη διακύμανση των ναυτιλιακών κύκλων η οποία δεν επηρεάζει μόνο την κερδοφορία της ναυτιλιακής εταιρείας αλλά και την αξία του πλοίου, οπότε οι προβλέψεις οφείλουν να είναι σωστές όχι μόνο για τους ναύλους αλλά και για την πολιτική των ναυλώσεων που θα ακολουθήσει η επιχείρηση.

Τα μεγάλα κεφαλαιουχικά κέρδη που επιφυλάσσει η ναυτιλιακή αγορά, κάνει για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις πιο επωφελή τη δραστηριοποίησή τους στον κλάδο της αγοραπωλησίας πλοίων, από αυτό των ναυλώσεων. Αυτό παρατηρείται και στο διάγραμμα, όπου τα μέγιστα του ναύλου είτε προηγούνται, είτε έπονται των αντίστοιχων μέγιστων των αξιών, ενώ τα χαμηλά επίπεδα ναύλων και αξιών των πλοίων συνήθως συμπίπτουν χρονικά. Παρατηρούμε επίσης πως μεταβάλλεται πολύ γρήγορα η αξία ενός πλοίου ακόμα και μέσα σε μήνες (Γουλιέλμος, 2007).

3. Σημαντικός παράγοντας ο οποίος επηρεάζει τη στρατηγική του εφοπλιστή είναι και το στάδιο του εμπορικού και κατ' επέκταση του ναυτιλιακού κύκλου που βρίσκεται η αγορά. Ως εμπορικό κύκλο θεωρούμε την διακύμανση ή την εναλλαγή της Οικονομικής Δράσης μιας Οικονομίας, που εκφράζεται συνήθως με τον ύψος του Εθνικού Εισοδήματος, κατά τρόπο συνεχή και αποτελείται από τέσσερις φάσεις – ύφεση, κρίση, ανάκαμψη και άνθηση. Οι ναυτιλιακοί κύκλοι που ακολουθούν την πορεία των εμπορικών κύκλων, επηρεάζουν επομένως και τις αποφάσεις των

εφοπλιστών για τη χρηματοδότηση, καθώς μεταθέτουν το ενδιαφέρον μια στο cash flow management και μια στην αξία των πλοίων (Γουλιέλμος, 2007).

Αυτοί που επηρεάζουν περισσότερο τους ναυτιλιακούς κύκλους είναι τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά χωρητικότητας πλοίων. Από τη μία πλευρά η ζήτηση χωρητικότητας επηρεάζεται από παράγοντες, όπως οι ενέργειες προαγωγής ή μείωσης του θαλάσσιου εμπορίου, η βιομηχανική παραγωγή, η τιμή του πετρελαίου, οι ρυθμοί ανάπτυξης των μεγάλων ναυτιλιακών οικονομιών (Αγγλία, ΗΠΑ, Γαλλία, Γερμανία Ιαπωνία, κ.α.), τα επιτόκια, η πολιτική του OPEC, ο πληθωρισμός κ.α. Από την άλλη μεριά, η ψυχολογία των εφοπλιστών, οι επενδυτικές τους αποφάσεις, ο τρέχων και ο αναμενόμενος ναύλος, τα αποθεματικά κέρδη και η ρευστότητα, οι διαλύσεις και οι παροπλισμοί πλοίων, οι ομαδικές και ομοιόμορφες αποφάσεις των εφοπλιστών, η ναυτιλιακή χρηματοδότηση, η ανάπτυξη των ναυπηγείων, οι εθνικές στρατηγικές για τα ναυπηγεία και τη ναυτιλία, είναι μερικοί από τους παράγοντες οι οποίοι καθορίζουν την προσφορά χωρητικότητας των πλοίων.

Επίσης υπάρχουν και εξωγενή από την οικονομία βασικά αίτια που μπορούν να συντομεύσουν ή να επεκτείνουν ένα ναυτιλιακό κύκλο, όπως οι πόλεμοι, οι κακές σοδιές, οι καταστροφές από καιρικές συνθήκες και σεισμούς, η διακοπή λειτουργίας πετρελαιοαγωγών, καναλιών και διωρύγων, οι απεργίες εργατών φορτοεκφόρτωσης, οι συμφορήσεις λιμένων κτλ.

4. Μία ομάδα ακόμα αρνητικών χαρακτηριστικών πηγάζουν από το γεγονός ότι η απόσταση γραφείων-management και πλοίων-κύρια παραγωγική δραστηριότητα είναι αρκετά μεγάλη, αφού το πεδίο δράσης της ναυτιλίας είναι παγκόσμιο. Αυτό από μόνο του δημιουργεί προβλήματα συντονισμού, επικοινωνίας και ελέγχου. Η μεγάλη γεωγραφική αποκέντρωση πλοίων-γραφείων οδηγεί την ναυτιλιακή επιχείρηση σε διαφοροποίηση στο χώρο και αυξάνει τη περιπλοκότητα (complexity), που με τη σειρά της αυξάνει το χρόνο που πρέπει να αφιερώσει η διοίκηση για συντονισμό, επικοινωνία και έλεγχο. Όλα αυτά λύνονται σε μεγάλο ποσοστό στην πράξη, εκχωρώντας στον πλοίαρχο αρμοδιότητες manager. Γίνεται εμφανές λοιπόν πόσο απαραίτητη είναι η ποιότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου τόσο του προσωπικού στα γραφεία, όσο και των αξιωματικών και του πληρώματος στα πλοία. (Γουλιέλμος, 2007).

5. Χαρακτηριστικά τα οποία μπορούν να γίνουν αστάθμητοι παράγοντες για την ναυτιλιακή εταιρεία είναι και η πληθώρα διεθνών οργανισμών που

δραστηριοποιούνται στο χώρο της ναυτιλίας, όπως Νηογνώμονες, Αλληλασφαλιστικοί Οργανισμοί, Επιθεωρητές, Ναυλωτές καθώς και οι διεθνείς και εθνικοί κανονισμοί και νόμοι με τους οποίους οφείλουν να συμμορφώνονται, όπως οι ISM Code, Solas, ISPS, OPA '90 κτλ. (Γουλιέλμος, 2007).

6. Εκτός όμως από τα παραπάνω αρνητικά χαρακτηριστικά, υπάρχουν και παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν θετικά την διοίκηση μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, όπως (Γουλιέλμος, 2007):

- ✓ Η δυνατότητα ασφάλισης των περισσότερων από τους παραπάνω κινδύνους.
- ✓ Τα πολύ μεγάλα κεφαλαιουχικά κέρδη και αποδόσεις.
- ✓ Η δυνατότητα τραπεζικής χρηματοδότησης έως και 80%.
- ✓ Το γεγονός ότι τα εισοδήματα είναι σε μορφή συναλλάγματος και η φορολογία υπολογίζεται με βάση το tonnage του πλοίου.
- ✓ Η ελεύθερη είσοδος και έξοδος από τα νηολόγια.
- ✓ Η δυνατότητα παροπλισμού των πλοίων.
- ✓ Η εύκολη και γρήγορη αγορά και πώληση ενός πλοίου.
- ✓ Η παγκοσμιότητα της ναυτιλιακής βιομηχανίας η οποία σου δίνει τεράστια οικονομικά οφέλη, αλλά και σε αφήνει εκτεθειμένο σε γεγονότα που δεν μπορείς να καθορίσεις. Παράδειγμα η μεταβλητότητα των νομισματικών ισοτιμιών, που επηρεάζουν τις τιμές των πλοίων, τις δαπάνες αποπληρωμής των δανείων, τις ασφαλιστικές δαπάνες, τους μισθούς, τις επισκευές, τους εφοδιασμούς. Επίσης οι μεταβολές των τιμών των καυσίμων, οι οποίες επηρεάζονται από παράγοντες, όπως οι αποφάσεις του OPEC, πόλεμοι, εξωγενείς επιδράσεις κ.α.

Ιδιοκτήτης και επιχειρηματίας (entrepreneur) τις περισσότερες φορές είναι ξένες έννοιες. Ταυτίζονται μόνο στην περίπτωση που ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης την οργανώνει και αναλαμβάνει και το ρίσκο για να αποκτήσει κέρδη. Με αυτή την έννοια κι οι Έλληνες εφοπλιστές θεωρούνταν “entrepreneurs”, μόνο βέβαια όταν η επιχειρηματική τους δράση συνδεόταν με καινοτομικές εφαρμογές, όπως τα supertankers του Ωνάση τη δεκαετία του 1950, τα mini bulk carriers του Γ. Π. Λιβανού τη δεκαετία του 1960 και την είσοδο της εταιρείας Costamare στις τουριστικές αγορές. Ωστόσο η πλειοψηφία των Ελλήνων εφοπλιστών ενώ αναλαμβάνουν κινδύνους,

συνήθως αποφεύγουν να δραστηριοποιούνται καινοτομικά, χρησιμοποιώντας δοκιμασμένες πρακτικές για να ελαχιστοποιήσουν αυτό το ρίσκο (Θεοτοκάς. 2006).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΙΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Επισκόπηση Πηγών Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης

#### 2.1 Εισαγωγή

Η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης και κατ' επέκταση και των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, αποτελεί καίριας σημασίας στρατηγική πολιτική για την ύπαρξη και τη κερδοφορία της. Οι αποφάσεις που την απαρτίζουν και αφορούν το ύψος των κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν τα πάγια και το κυκλοφορούν ενεργητικό μιας επιχείρησης, τις πηγές εύρεσης των κεφαλαίων επηρεάζουν την κατάσταση των περιουσιακών στοιχείων της ναυτιλιακής επιχείρησης και κατά συνέπεια την ίδια την οντότητά της.

Η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι το αρχικό επενδυτικό κεφάλαιο για την αγορά ή και ναυπήγηση πλοίου ανέρχεται σε ποσά μεριών δεκάδων εκατομμυρίων ευρώ, αλλά και το κεφάλαιο κίνησης δεν υστερεί αφού οι δαπάνες λειτουργίας ενός μόνο πλοίου είναι ιδιαίτερα υψηλές. Γι' αυτό τον λόγο οι πλοιοκτήτριες εταιρείες πάντα προσπαθούν να περιορίσουν τη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων τους σε ένα χρηματοδοτικό σχήμα, ενώ οι ξένοι χρηματοδότες προσπαθούν από τη μεριά τους να διευρύνουν τη διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου που παίρνουν εξαιτίας των μεγάλων δανειακών κεφαλαίων που χορηγούν.

Γενικά ο τρόπος χρηματοδότησης εξαρτάται από παράγοντες, όπως (Γεωργακόπουλος, 2005):

- Η μορφή της επιχείρησης
- Η υπάρχουσα κεφαλαιουχική της δομή
- Η διαθεσιμότητα των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης
- Η τωρινή και μελλοντική κερδοφορία της
- Το μέγεθος των πλοίων
- Η τεχνολογία τους
- Το κόστος ναυπήγησης κ.α.

Σύμφωνα με την εταιρεία χρηματοδοτικής συμβουλευτικής Finamar, οι πηγές ναυτιλιακής χρηματοδότησης το 2009 αποτελούνταν από:

- Syndicated loans → 40%

- Mainly bilateral lending → 35%
- Non ship mortgage loans → 10%
- KG/KS public → 5%
- Bond & Public Equity → 5%
- Tax Lease Inventor → 2,5%
- Equity Funds → 2,5%

Η ναυτιλία σήμερα πλήττεται από την μείωση των χρηματοδοτικών κεφαλαίων, εξαιτίας της μεγάλης εξάρτησής της (της τάξης του 75%) από τον τραπεζικό δανεισμό. Γι' αυτό και χρειάζεται να διαφοροποιηθεί ως προς τις πηγές χρηματοδότησής της. Εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου μπορεί να αντλήσει από την ισλαμική αγορά, ειδικά στον τομέα του real estate, καθώς και από τα equity funds, με τα οποία ο πλοιοκτήτης απαλλάσσεται από την επένδυση μεγάλου αρχικού κεφαλαίου και αντίστοιχου ρίσκου. Ωστόσο τα επίπεδα μηδενικού κέρδους στο κεφάλαιο βρίσκονται σήμερα σε πολύ μεγάλο ύψος στην αγορά αυτή.

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση ταξινομείται με βάση τα παρακάτω χαρακτηριστικά (Γεωργακόπουλος, 2005):

- i. Χρονική διάρκεια
  - Βραχυπρόθεσμη (έως 2 χρόνια)
  - Μεσοπρόθεσμη (2-7 χρόνια)
  - Μακροπρόθεσμη (7-10 χρόνια)
- ii. Σκοπός
  - Για πληρωμή λειτουργικών εξόδων (μισθών, πρακτορείων, εφοδιασμός)
  - Για επισκευές, συντηρήσεις
  - Για ναυπηγήσεις
  - Για αγορά μεταχειρισμένων πλοίων
- iii. Νόμισμα πληρωμής
  - Εγχώριο
  - Συναλλάγμα
- iv. Τομέας ναυτιλίας
  - Ποντοπόρος
  - Μικρών Αποστάσεων
  - Επιβατηγός

- Ακτοπλοϊκά φορτηγά
  - Αλιευτικά
  - Άλλοι κλάδοι
- v. Ωφέλειες
- Εισαγωγή ξένου συναλλάγματος
  - Αύξηση απασχόλησης, κ.α.
- vi. Προέλευση κεφαλαίων
- Εγχώριες τράπεζες
  - Ξένες τράπεζες
- vii. Νομοθεσία
- Σχέση πλοίου με Ν.Δ. 2687/53
  - Μέτοχοι οι τράπεζες
  - Μέτοχοι άλλοι εφοπλιστές
  - Μετοχές που κινούνται ή εκδίδονται διεθνώς
  - Ομολογιακά δάνεια
  - Ειδικό νομοθετικό καθεστώς χρηματοδοτικών εταιρειών
- viii. Μορφή κεφαλαίου
- Ξένα κεφάλαια
  - Ίδια κεφάλαια

Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση επηρεάζεται και από τον ναυτιλιακό κύκλο στον οποίο βρίσκεται η αγορά κάθε περίοδο.

Οι παγκόσμιες παραγγελίες για νεοναυπηγούμενα πλοία στο τέλος του 2009, για παραλαβή έως το 2013, ανέρχονταν μειούμενα σε \$450 δισ.. Οι ακυρώσεις και οι όποιες καθυστερήσεις σε ναυπηγήσεις, οι οποίες προβλέπεται να φτάσουν στο 25% για την περίοδο 2010-2013, θα τις μειώσουν στα \$337,5 δισ. (Petropoulos, 2009). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του τέλους του 2009, η επιπρόσθετη χρηματοδότηση για νέες παραγγελίες για αυτή την περίοδο θα έχουν ως εξής:

➤ Χρηματοδότηση, με 60% μόχλευση, για παραγγελίες που δεν έχουν χρηματοδοτηθεί έως τώρα:	\$101,25 δισ.
➤ Μείον μείωση των υφισταμένων δανειακών υποχρεώσεων:	\$35,40 δισ.
➤ Πλέον χρηματοδότηση για νέες παραγγελίες, με 70% ξένα κεφάλαια:	\$35,00 δισ.
Σύνολο:	\$101,65 δισ.,

το οποίο αποτελεί το 25% του συνολικού χαρτοφυλακίου δανειακών αναγκών για τα 4 αυτά χρόνια.

Η παγκόσμια αγορά μεταχειρισμένων πλοίων και αγοραπωλησιών υπολογίζεται να έχει χρηματοδοτικές ανάγκες ύψους \$25 δισ. για την επόμενη τετραετία, ενώ συγχωνεύσεις, εξαγορές, επιπλέον καθαρή χρηματοδότηση λόγω επαναχρηματοδοτήσεων και πρόσθετες χρηματοδοτήσεις της ναυτιλίας για περιουσιακά στοιχεία εκτός ναυτιλίας θα έχουν απαιτήσεις ύψους \$50 δισ.. Εκτιμάται λοιπόν ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες θα ανέλθουν σε \$177 δισ., όπερ σημαίνει αύξηση των τρεχόντων δανείων επιπλέον 42,5%.

Η μείωση όμως των ταμειακών ροών σε όλους τους κλάδους της παγκόσμιας οικονομίας και παρά τις νέες εισροές κεφαλαίου από τους πλοιοκτήτες, οδήγησε το φυσικό run off του παγκόσμιου χαρτοφυλακίου παραγγελιών στο 8-10% ετησίως, ή \$33-41,5 δισ.. Κατά συνέπεια, αν συνεχιστούν τα run offs με αυτό τον τρόπο, τα υπάρχοντα δανειακά χαρτοφυλάκια μπορούν να καλύψουν τις παραπάνω επιπρόσθετες ανάγκες χρηματοδότησης με \$132-166 δισ.. Υποθέτοντας, τέλος, ότι τα μη-ενεργά χρέη διοχετεύονται σε νέο δανεισμό, οι επιπρόσθετες χρηματοδοτικές απαιτήσεις δεν είναι μεγάλες από τη μεριά της ζήτησης δανειακών αναγκών.

## 2.2 Τραπεζική Χρηματοδότηση

Σχεδόν από πάντα η ναυτιλιακή βιομηχανία αντλούσε κεφάλαια ως επί το πλείστον από το τραπεζικό σύστημα, για να καλύψει όλες τις ανάγκες της, βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Η συνεργασία λοιπόν ναυτιλιακών επιχειρήσεων και εμπορικών τραπεζών ήταν και είναι διαχρονικά πολύ στενή, αφού εκτός των άλλων, μέσω των τραπεζών εισπράττονται οι ναύλοι, πληρώνονται τα έξοδα κίνησης των πλοίων, διεκπεραιώνονται οι συναλλαγές σε ξένα νομίσματα και δίνονται απαραίτητες οικονομικές συμβουλές (Γουλιέλμος, 2007, σελ. 265).

Οι περισσότερες χρηματοδοτήσεις στη ναυτιλία παγκόσμια γίνονται από εμπορικές τράπεζες οι οποίες δραστηριοποιούνται στις χρηματοδοτήσεις πλοίων μέσω εξειδικευμένων τμημάτων ναυτιλιακής πίστης και βρίσκονται στις μεγαλύτερες

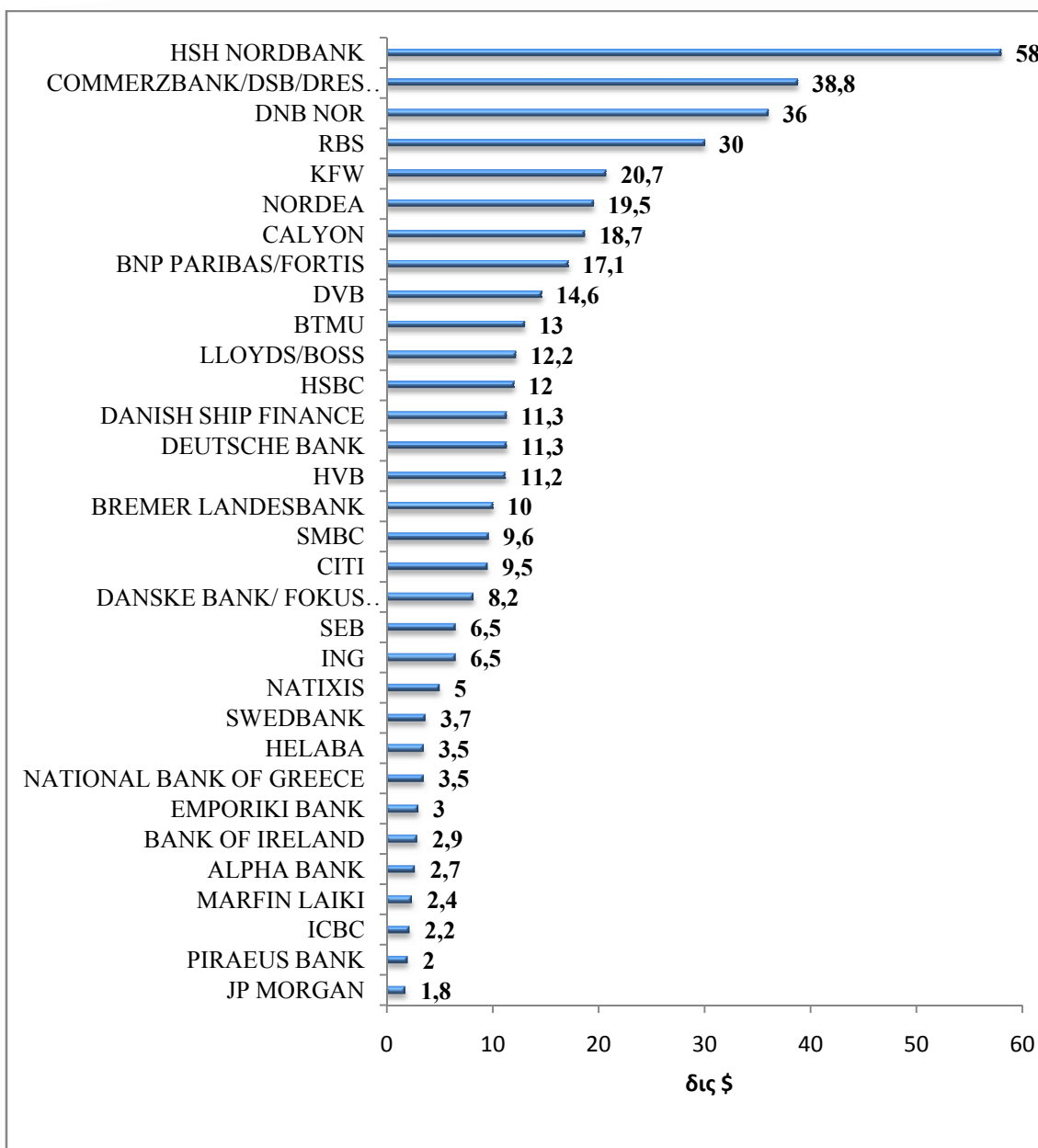


χρηματοοικονομικές αγορές των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Άπω Ανατολής του Πειραιά κ.α.

Επειδή η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι υψηλού κινδύνου, οι χρηματοδότες προτιμούν τα χρεόγραφα, με πιο γνωστό το πρώτο δάνειο, Κατά την δεκαετία του '60, οι τράπεζες μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν έως και το 60% της αξίας του πλοίου, αλλά η κρίση της δεκαετίας του '70 οδήγησε τόσο στη μείωση των ναυτιλιακών χρηματοδοτικών οργανισμών, όσο και στην συσσώρευση όλων των υποθηκευμένων πλοίων μαζί με τις υποχρεώσεις τους στις τράπεζες (Ορφανίδης, 2004).

Στο τέλος του 2008 το παγκόσμιο χαρτοφυλάκιο, εκταμιευμένο και μη, ανερχόταν σε \$450 δισ. (εξαιρουμένου του υπεράκτιου κλάδου). Από αυτό το χαρτοφυλάκιο το 90,5% το κατείχαν οι 32 μεγαλύτερες ναυτιλιακές τράπεζες (\$407,4 δισ.) (Petropoulos, 2009). Ο πίνακας 2.1 περιλαμβάνει αυτές τις τράπεζες αλλά όχι αυτές της Άπω Ανατολής.

Πίνακας 2.1 Συνολικό χαρτοφυλάκιο - 32 μεγαλύτερες ναυτιλιακές τράπεζες - τέλος του 2008



Πηγή: Petropoulos, T. MD Petrofin (2009) 'Latest trends and developments in international ship finance – Addressing the on-going impact of the credit crunch', 22<sup>nd</sup> Annual Ship Finance & Investment forum 2009, London, 2009

Το πρώτο 9μηνο του 2009 ο όγκος των παγκόσμιων κοινοπρακτικών δανείων παρουσίασε πτώση 64,5% σε σχέση με το αντίστοιχο 9μηνο του 2008, από \$73,33 δις. στα \$25,6 δις.. Ως το τέλος του 2009, τα δάνεια στην παγκόσμια ναυτιλία ελαττώθηκαν στα \$410 με 420 δις. εξαιτίας:

- Των ακυρώσεων μερικών νεότευκτων πλοίων

- Της μείωσης των προβλεπόμενων δανείων για νεοπαραδοθέντα.
- Της μη επαρκούς επαναδανειοδότησης των ποσών που προκύπτουν από τη φυσική μείωση των δανείων μέσω αποπληρωμών, πωλήσεων και προπληρωμών.
- Και της μεγάλης μείωσης χορηγήσεων δανείων.

Από την πλευρά της προσφοράς δανείων, οι τράπεζες φαίνονται ακόμα διστακτικές απέναντι στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση κι αυτό εξαιτίας των προβλέψεων για υψηλές δανειακές απώλειες, λόγω προβλημάτων πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας από τις πολλές παραγγελίες πλοίων, λόγω και των απαισιόδοξων προβλέψεων για τυχόν ανάκαμψη σε όλους τους τομείς της ναυτιλίας, αλλά και λόγω της επανεξέτασης του κύριου ρόλου των ευρωπαϊκών τραπεζών στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση. Μα κυρίως τέλος από το γεγονός ότι ο ίδιος ο κλάδος της ναυτιλίας απέτυχε να προβλέψει και να προστατέψει τον εαυτό του και το τραπεζικό σύστημα από την ναυτιλιακή κρίση και τις συνέπειές της πλεονάζουσας προσφοράς χωρητικότητας. Αυτό φάνηκε ήδη από το γεγονός ότι τουλάχιστον 7 τράπεζες, με συνολικά χαρτοφυλάκια \$170 δισ., είτε μείωσαν την δραστηριότητά τους, είτε αποχώρησαν από τον τομέα της ναυτιλιακής πίστης.

Σύμφωνα με την ετήσια έρευνα της Petrofin Bank Research (Οικονομικά & Ναυτιλιακά Νέα, Μάιος 2010, σελ. 76-77, Elnavi, June 2010, p. 44-48) στο τέλος του 2009, η ελληνική ναυτιλιακή χρηματοδότηση (εκταμιευμένη και μη) ανερχόταν σε \$67,02 δισ., μειωμένη σε σχέση με το τέλος του 2008 που ανέρχονταν σε \$73,2 δισ.. Παρόλο αυτά τα εκταμιευμένα δάνεια το 2009 αυξήθηκαν 1,93% φτάνοντας τα \$54,61 δισ. από \$53,57 δισ. το 2008. Ωστόσο τα συμφωνημένα αλλά μη εκταμιευμένα δάνεια μειώθηκαν κατά 36,84% το 2009 σε σχέση με το 2008 φτάνοντας τα \$12,412 δισ.. Οι ελληνικές τράπεζες μείωσαν το 2009 τις χορηγήσεις τους προς την ελληνική ναυτιλία κατά 4,74% σε σχέση με το 2008 φτάνοντας τα \$16,74 δισ. - ποσοστό 24,8% επί του συνόλου. Από την άλλη μεριά το μεγαλύτερο μέρος του δανειακού ναυτιλιακού χαρτοφυλακίου των ελληνόκτητων εταιρειών κατέχουν ξένες τράπεζες το οποίο ανέρχονταν σε \$36,77 δισ. για το 2009, μειωμένο κατά 5,66% σε σχέση με το 2008. Σε ομιλία του στο πλαίσιο των Ποσειδωνίων του 2010, ο επικεφαλής της Petrofin, κος Πετρόπουλος, ανέφερε ότι συνολικά μέχρι και το 2013 ο ελληνικός εφοπλισμός θα χρειαστεί περί τα \$52,60 δισ. για να χρηματοδοτήσει τις παραγγελίες που έχει

δρομολογήσει, οι οποίες ανέρχονται σε 804 νέα πλοία χωρητικότητας 74,57 εκατομμυρίων DWT.

Ο αριθμός των τραπεζών που χρηματοδότησαν την ελληνόκτητη ναυτιλία μειώθηκε από 61 το 2002, σε 41 το 2009 (Elnavi, June 2010, σελ. 44) τα χαρτοφυλάκιά τους παρουσιάζονται στον πίνακα 2.2.

Πίνακας 2.2 Σύνολο ελληνικού ναυτιλιακού χαρτοφυλακίου \$67,020 δις. έως 31/12/09  
(σε \$ δις.)

1	Royal Bank of Scotland	\$13,302	22	Citibank	\$ 0,940
2	HSB Nordbank	\$ 5,202	23	Nordea	\$ 0,900
3	Deutsche Schiffsbank	\$ 4,969	24	First Business Bank	\$ 0,896
4	Credit Suisse*	\$ 4,000	25	Nord LB	\$ 0,674
5	National Bank of Greece	\$ 3,217	26	KFW*	\$ 0,600
6	Alpha Bank	\$ 2,675	27	Natixis	\$ 0,518
7	Emporiki Bank of Greece	\$ 2,620	28	China EXIM*	\$ 0,500
8	DNS Nor	\$ 2,544	29	Bank of Cyprus	\$ 0,490
9	Marfin-Egnatia	\$ 2,450	30	KEXIM*	\$ 0,400
10	Calyon*	\$ 2,000	31	Aegean Baltic	\$ 0,339
11	HVB/Unicredit	\$ 1,951	32	Fortis Bank NL	\$ 0,251
12	Piraeus Bank	\$ 1,810	33	Bank of Ireland	\$ 0,213
13	Commerzbank (ex Dresdner)	\$ 1,684	34	Deka	\$ 0,200
14	HSBC	\$ 1,650	35	ING	\$ 0,197
15	Fortis Bank Belgium	\$ 1,500	36	Proton Bank	\$ 0,126
16	DVB	\$ 1,470	37	Berenberg*	\$ 0,100
17	DB Deutsche Shipping	\$ 1,449	38	Aspis Bank	\$ 0,075
18	LBG Shipping Finance - Lloyds Bank/Bank of Scotland	\$ 1,396	39	Agricultural Bank of Greece	\$ 0,068
19	EFG Eurobank	\$ 1,373	40	Santander/ex- Alliance and Leicester	\$ 0,035
20	BNP Paribas	\$ 1,249	41	Corner Bank	\$ 0,025
21	Bremer Landesbank	\$ 0,959			

(\*Εκτίμηση της Αγοράς)

Πηγή στοιχείων πίνακα: Petropoulos T. (2010) 'Key Developments in Greek Ship-Finance', Elnavi - Μηνιαίο Ναυτιλιακό Περιοδικό, Ιούνιος 2010, σελ. 44

Αν και έχουν γίνει μερικές συγχωνεύσεις και εξαγορές σε σχέση με το 2008, ο αριθμός των τραπεζών είναι σχεδόν ίδιος, κι αυτό γιατί το 2009 προστέθηκαν 1 από την Γερμανία, 1 από την Ελβετία και 2 τράπεζες από την Άπω Ανατολή (KEXIM και CHINA Import and Export με \$500 και \$400 εκατ. αντίστοιχα στα πλαίσια των κυβερνητικών στρατηγικών των χωρών αυτών για ενίσχυση των ναυπηγείων) (Elnavi, June 2010). Οι τράπεζες γενικά στρέφονται προς τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση για τη

δυνατότητα διασποράς κινδύνου, την μεγάλη κερδοφορία, την επέκταση και την ανάπτυξη cross selling (Δημητρίου, 2007).

Το στελεχιακό δυναμικό μιας ναυτιλιακής τράπεζας πρέπει να μπορεί να λαμβάνει σοβαρά υπόψη του συγκεκριμένους κινδύνους, όπως είναι (Γεωργακόπουλος, 2005):

- ο κίνδυνος μεταβολής των επιτοκίων
- ο συναλλαγματικός κίνδυνος
- ο πιστωτικός κίνδυνος
- ο λειτουργικός κίνδυνος
- ο κίνδυνος απασχόλησης και το προβλεπόμενο cash flow risk
- ο κίνδυνος από μεγάλα χρηματοοικονομικά ανοίγματα
- ο κίνδυνος ρευστότητας
- ο κίνδυνος χρεοκοπίας
- ο κίνδυνος από την αναζήτηση απαιτούμενων ασφαλειών
- ο κίνδυνος από τις ηλεκτρονικές συναλλαγές.

Για να αντιμετωπιστούν σωστά οι παραπάνω κίνδυνοι, τα στελέχη προχωρούν σε μια αξιολόγηση του δανειζόμενου, στην προκειμένη περίπτωση του πλοιοκτήτη-manager με βάση συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, όπως (Γουλιέλμος, 2007):

- 1) Εξάιρετος manager (ποιότητα, επάρκεια, αποτελεσματικότητα, εγγύηση)
- 2) Ικανοποιητική Ιδία συμμετοχή
- 3) Επαρκείς εξασφαλίσεις (εναλλακτική λύση σε περίπτωση αποτυχίας της χρηματοδοτούμενης επένδυσης με βάση το cash flow)
- 4) Ευνοϊκές συνθήκες (κατάσταση ναυλαγοράς, συνθήκες διεθνούς εμπορίου, αξίες πλοίων)

Η συνηθισμένη μέθοδος χρηματοδότησης ενός πλοίου από ένα τραπεζικό οργανισμό ονομάζεται project financing (Γουλιέλμος, 2007). Η χρηματοδότηση με βάση το μελλοντικό πρόγραμμα ετήσιων εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης χρησιμοποιήθηκε αρχικά για την παραγγελία πλοίων τα οποία είχαν ήδη χρονοναυλωθεί, γεγονός που εγγυόταν σιγουριά στις τράπεζες, παρόλο που μια χρονοναύλωση δεν αποτελεί περιουσιακό στοιχείο το οποίο μπορεί να κατασχεθεί σε περίπτωση μη ικανοποίησης των απαιτήσεων της τράπεζας. Ακόμα εξαιτίας της

αστάθειας του λειτουργικού κόστους του πλοίου κατά τη διάρκεια της ναύλωσης (λόγω πληθωρισμού, κ.α.), η χρονοναύλωση με σταθερό ναύλο δεν εγγυάται και μία σταθερή καθαρή απόδοση.

Στην περίπτωση του cash flow financing η τράπεζα οφείλει να κάνει σωστή πρόβλεψη για τους ναύλους του πλοίου και για τα λειτουργικά του έξοδα. Αυτό καθίσταται ευκολότερο αν το πλοίο έχει χρονοναυλωθεί για χρονικό διάστημα ίσο με αυτό του δανείου. Στην περίπτωση αυτή ακόμα και η κατασκευή του πλοίου καθορίζεται με βάση το ταμειακό πρόγραμμα στο μέλλον και αποτελεί εργαλείο έγκρισης για την λήψη της χρηματοδότησης.

Το management του cash flow ασχολείται με θέματα όπως αν πρέπει να υπολογιστούν ισόποσες ή άνισες δόσεις αποπληρωμής του δανείου, όπου συνήθως προτιμούνται οι ίσες δόσεις με βάση το cash flow της χρονοναύλωσης, αφού οι μεγάλες αρχικές δόσεις αφήνουν στην τράπεζα λιγότερο συνολικό απόλυτο τόκο. Επίσης με την επιλογή της συχνότητας των δόσεων (1, 3 ή 6 μήνες), τον αριθμό των δόσεων, την περίοδο χάριτος στα πρώτα στάδια του δανείου, την διάρκεια του η οποία έχει σχέση με την ηλικία του πλοίου ακόμα και το επιτόκιο LIBOR και το timing του δανείου που θα επιλέξει ο πλοιοκτήτης για την επιλογή του αριθμού των δόσεων.

Εδώ αξίζει να επισημάνουμε πως συνήθως η μέγιστη διάρκεια ενός δανείου για πλοίο ανεξαρτήτου ηλικίας είναι 10 χρόνια και μπορεί να φτάσει τα 12 για νεοναυπηγούμενο, ενώ το σύνθητες ποσό χρηματοδότησης σε μεταχειρισμένα πλοία φτάνει το 50-80% της αγοραίας αξίας του.

Από τη δεκαετία του 1960 και μετά οι τράπεζες προκειμένου να μειώσουν τον δανειστικό κίνδυνο σε περιπτώσεις μεγάλων επενδυτικών σχεδίων, εφηύραν τα **κοινοπρακτικά δάνεια** (Γεωργακόπουλος, 2005, Γιαννάκη, 2005). Στην ουσία αποτελούν μεσομακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, στην οποία δύο ή περισσότερες τράπεζες χορηγούν ένα δάνειο ή εγγυητική επιστολή ή ανέκκλητη πίστωση στον δανειζόμενο.

Οι διαπραγματεύσεις του δανείου γίνονται ανάμεσα σε πλοιοκτήτες και μία Τράπεζα Manager ή Lead ή Senior Manager, η οποία λειτουργεί τις περισσότερες φορές και ως διαχειρίστρια του δανείου ή αλλιώς Agent Bank, ενώ συμμετέχουν στη χρηματοδότηση και άλλες τράπεζες, τα ποσοστά συμμετοχής των οποίων, οι αμοιβές

και οι όροι αποπληρωμής αναγράφονται στην δανειακή σύμβαση. Το ρόλο της Manager αναλαμβάνει συνήθως μια τράπεζα με μεγάλη εμπειρία στον τομέα της ναυτιλίας.

Στη ναυτιλία τα κοινοπρακτικά δάνεια είναι ευρέως διαδεδομένος τρόπος χρηματοδότησης νέων παραγγελιών και αυτό γιατί:

- Επιμερίζεται ο κίνδυνος σε πολλές τράπεζες, μπορούν κι αυτές να συμμετέχουν σε περισσότερα προγράμματα χρηματοδοτήσεων, αλλά και σε ποσά υψηλότερα από αυτά που συμφωνούνται σε διμερή δάνεια.
- Μικρότερες τράπεζες, χωρίς εμπειρία στην ναυτιλιακή αγορά, μπορούν να συμμετέχουν σε παρόμοια δάνεια, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές τους σε μία αγορά με τεράστια οφέλη.
- Μια πλοιοκτήτρια εταιρεία μπορεί να αντλήσει πολύ μεγαλύτερα κεφάλαια και με ευνοϊκότερους όρους, αρκεί η τράπεζα-Manager να έχει την κατάλληλη εμπειρία.

Στην αντίπερα όχθη υπάρχουν και μειονεκτήματα, όπως:

- Η μη συνεννόηση μεταξύ των συμμετεχουσών τραπεζών για την εξεύρεση λύσης, σε περίπτωση κωλύματος στο δάνειο.
- Επειδή οι συμβάσεις των κοινοπρακτικών δανείων είναι περίπλοκες, αν ο Manager δεν διαθέτει την απαραίτητη εμπειρία, μπορεί να έρθει σε αντιπαράθεση σε πολλά ζητήματα με τον δανειζόμενο της.

Οι τράπεζες παρακολουθούν στενά το βιβλίο παραγγελιών νεότευκτων, τις νέες παραδόσεις καθώς και τον αριθμό διαλύσεων πλοίων. Πρόσφατη μελέτη της Clarkson δείχνει πτώση 29% στον ρυθμό παραγγελιών σε σύγκριση με το 2006 (Petropoulos, 2009). Μέχρι σήμερα αυτό που τους ενδιέφερε ήταν περισσότερο η κεφαλαιακή τους ρευστότητα. Όσον αφορά στα ναυτιλιακά δάνεια, παρακολουθούσαν την πορεία τους και εκτιμούσαν το μέγεθος των προβλέψεων στα προβληματικά δάνεια. Η συνέχιση της πολιτικής συνεργασίας των τραπεζών με τους πελάτες, βοήθησε αρκετά στην ανάκαμψη της bulk ναυτιλίας το 2009. Παρόλα αυτά τα έσοδα και οι αξίες στα δεξαμενόπλοια συνεχίζουν να μειώνονται, ενώ οι ελληνικές τράπεζες δεν συμμετέχουν πολύ στην χρηματοδότηση των containerships. Μέσα στο 2010 η συμπεριφορά των τραπεζών απέναντι σε αναβολές και αναδιαρθρώσεις δανείων θα χειροτερέψει.

Εκτιμάται ότι η χρηματοδοτική ικανότητα των τραπεζών της Δύσης θα μειωθεί, ενώ την ίδια στιγμή οι ανάγκες της ναυτιλίας προβλέπεται να παραμείνουν οι ίδιες ή ελάχιστα αυξημένες σε σχέση με πριν. Αυτό από μόνο του σημαίνει αναζήτηση νέας χρηματοδότησης από άλλες πηγές. Ίσως νέοι χρηματοδότες από την Άπω Ανατολή. Ίσως νέα κεφάλαια από ιδιώτες ή μέσω χρηματιστηρίου. Ίσως equity capital μέσω νέων funds. Όλα αυτά αναλύονται παρακάτω.

### 2.3 Ιδιωτικές τοποθετήσεις

Τον ρόλο των Τραπεζών στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση, μπορούν να παίζουν και άλλοι οργανισμοί, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, κ.α. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις γίνονται τόσο με κοινές όσο και με προθεσμιακές μετοχές και συνήθως υπερτερούν σε πλεονεκτήματα των δημόσιων τοποθετήσεων, γιατί:

1. Η χρηματοδότηση με ιδιωτικά κεφάλαια (private equities) μπορούν να γίνουν από επενδυτές που γνωρίζουν την αγορά.
2. Δεν γίνεται δημόσια έκθεση των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης.
3. Οι αμοιβές μεσιτείας και εγγραφής είναι σημαντικά μικρότερες.
4. Το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο είναι ελαστικότερο.

Ωστόσο καταγράφονται σαν μειονεκτήματα το γεγονός ότι με τις ιδιωτικές τοποθετήσεις δεν επιτυγχάνονται υψηλά ποσά, δεν μπορούν οι μεγάλοι επενδυτές να ελέγξουν την εταιρεία κι να αποκτήσουν πλειοψηφικό μερίδιο στις ψήφους των διοικητικών συμβουλίων τους, καθώς και να επαναπωλήσουν τα χρεόγραφα τους (Ορφανίδης, 2004). Επίσης οι τοποθετήσεις αυτές έχουν μακροχρόνια διάρκεια, σταθερό επιτόκιο και δεν προϋποθέτουν τις υποθήκες πλοίων, ωστόσο απαιτούν πολύ υψηλό κόστος κεφαλαίου (Ελευθεριάδου, 2004).

### 2.4 Ομολογιακός Δανεισμός

Ένας νέος σχετικά τρόπος χρηματοδότησης για την ναυτιλία είναι ο ομολογιακός δανεισμός. Η ναυτιλιακή εταιρεία για να χρηματοδοτήσει τα σχέδιά της μπορεί να εκδώσει ομόλογα μέσω μίας τράπεζας επενδύσεων, η οποία αναλαμβάνει την



υλοποίηση αυτής. Για να επιτευχθεί αυτό όμως πρέπει πρώτα η εταιρεία να αξιολογηθεί και να καταταχθεί από κάποιον οίκο αξιολόγησης (Standard & Poor's, Moody's κτλ.), προκειμένου να διαπιστωθεί αν μπορεί να καταβάλλει τους τόκους και το κεφάλαιο στους αγοραστές των ομολόγων της.

Εκτός από αυτό λαμβάνονται υπόψιν και άλλα στοιχεία, όπως η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία, ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως η φήμη, η διοικητική διάρθρωση της, η φιλοσοφία, η εμπειρία της στην αγορά, ποσοτικά χαρακτηριστικά, όπως η ηλικία, το είδος και η ανομοιογένεια των πλοίων της. Επίσης σημαντικό ρόλο παίζει η χρηματοοικονομική της κατάσταση, μέσω ισολογισμού, κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως, διαθεσίμων, χρηματοοικονομικών δεικτών κτλ (Γιαννάκη, 2005).

Ο ομολογιακός δανεισμός προσφέρει πλεονεκτήματα σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό στην ναυτιλία. Κατ' αρχήν αυξάνει τη ρευστότητα της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψιν την διάρκεια της οικονομικής ζωής του πλοίου, χωρίς την απαίτηση μεγάλων εξασφαλίσεων. Έτσι αυξάνονται οι ταμειακές ροές, αφού το δάνειο αποπληρώνεται στην λήξη του. Σε αυτό βοηθάει και το επιτόκιο-κουπόνι το οποίο αποπληρώνεται σε εξαμηνιαία βάση. Δεύτερον οι πληρωμές των τόκων εκπίπτουν φορολογικά και γενικά οι ομολογίες υψηλού επιτοκίου αφορούν πολύ μεγαλύτερα κεφάλαια και γι' αυτό συνήθως είναι προπομπός της δημόσιας εγγραφής σε χρηματιστήρια.

Ωστόσο υπάρχει ένα σημαντικό μειονέκτημα που είναι το υψηλό επιτόκιο-κουπόνι το οποίο πρέπει να αποπληρώσει η εταιρεία. Αυτό έχει αποτελέσει και αιτία στ παρελθόν, πολλές ναυτιλιακές επιχειρήσεις να κηρύξουν default (αδυναμία αποπληρωμής χρέους).

Γενικά, επειδή για την έκδοση ομολόγων χρειάζεται η ναυτιλιακή επιχείρηση να έχει πολύ μεγάλη κεφαλαιοποίηση, κι επειδή στη ναυτιλία είναι πολύ λίγες οι επιχειρήσεις που την έχουν και επειδή απαιτούνται διαφανείς χρηματοοικονομικές διαδικασίες – στις οποίες οι παραδοσιακές οικογενειακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις αρνούνται να προχωρήσουν, καθώς και την αδυναμία έγκυρης εκτίμησης της αξίας των πλοίων λόγω των συνεχών μεταβολών τους, οι περισσότερες ναυτιλιακές εταιρείες είναι λίγο διστακτικές. Αλλά κι οι επενδυτές δεν προτιμούν ιδιαίτερω τα ναυτιλιακά ομόλογα για τους παραπάνω λόγους.

Ομολογιακά δάνεια στην ναυτιλία έχουν εκδοθεί κυρίως μετά το 1997, ενώ τις περισσότερες φορές έχουν χρησιμοποιηθεί για να αποπληρώσουν τα παλαιότερα τραπεζικά δάνεια και να χρηματοδοτήσουν την κατασκευή νέων πλοίων (Καραδήμος, 2005). Το τελευταίο διάστημα οι ναυτιλιακές έχουν αντλήσει ποσά \$1,2 δισ. από την έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (www.marineews.gr, 9/7/10).

## 2.5 Ναυπηγικές Πιστώσεις

Ένας αρκετά παλιός τρόπος χρηματοδότησης της ναυτιλίας είναι και οι πιστώσεις που έδιναν τα κράτη στη ναυπηγική τους βιομηχανία προκειμένου να τη βοηθήσουν να αναπτυχθεί και να της αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα σε διεθνές επίπεδο (Γουλιέλμος, 2007, Γεωργακόπουλος, 2005). Ωστόσο παρά την σταθερότητα των επιτοκίων που εξασφάλιζαν, η διάρκεια αποπληρωμής των δανείων ήταν μικρή και τα ναυπηγεία δεν μπορούσαν να μειώσουν την έκθεσή τους στο νομισματικό κίνδυνο που υπήρχε σε αυτά.

Οι ναυπηγικές πιστώσεις μπορούν να είναι άμεσες κυβερνητικές επιχορηγήσεις σε ναυπηγία της χώρας ή στους πλοιοκτήτες της, κυβερνητικά εθνικά δάνεια για ναυπήγηση πλοίων στα εγχώρια ναυπηγεία, ή εξαγωγικές πιστώσεις, όπως είναι οι κυβερνητικές εγγυήσεις για την χορήγηση δανείου από δημόσιους και μη οργανισμούς. Οι πρώτες ναυπηγικές πιστώσεις εμφανίστηκαν στην Ιαπωνία την περίοδο 1958-1969 με την μορφή επιδοτήσεων και μετά το 1969 από τον ΟΟΣΑ. Ενώ παράλληλα άρχισε και ο προστατευτισμός της Ευρωπαϊκής Ναυπηγικής Βιομηχανίας με επιδοτήσεις για νέες κατασκευές, επιχορηγήσεις επί του κόστους για νέες κατασκευές μονάδων, για κάλυψη ζημιών, επί του επιτοκίου δανεισμού για ναυπήγηση, στο συνολικό κόστος της επιχείρησης, φοροαπαλλαγές για ανανέωση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, εισαγωγικούς δασμούς, κ.α. Ωστόσο τα τελευταία χρόνια, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο, υπάρχει η πεποίθηση ότι πρέπει να εγκαταλειφθούν όλες αυτές οι παρεμβατικές πολιτικές υπέρ των ναυπηγείων και να αναπτυχθεί ο θεμιτός ανταγωνισμός ανάμεσά τους σαν μέσο περαιτέρω ανάπτυξης τους.

## 2.6 Χρηματιστήριο

Εκτός από την χρηματοδότηση από τα τραπεζικά ιδρύματα ως επί το πλείστον, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια έχουν στραφεί για εξεύρεση κεφαλαίων και στο χρηματιστήριο. Αρχικά και μέχρι το 1990 το κυριότερο χρηματιστήριο που εισάγονταν ήταν του Λονδίνου, αλλά αργότερα τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, του Τόκιο, της Σιγκαπούρης, του Όσλο, της Στοκχόλμης και του Χόνγκ Κονγκ αποτέλεσαν μεγάλα ναυτιλιακά χρηματιστηριακά κέντρα μέχρι και σήμερα.

Οι επιχειρήσεις εισέρχονται στα χρηματιστήρια με την Αρχική Δημόσια Προσφορά (IPO) ή το flotation για τις ΗΠΑ. Με τον τρόπο αυτό τα χρεόγραφα της επιχείρησης καταχωρούνται (list) σε ένα αναγνωρισμένο ανταλλακτήριο μετοχών σε μία ή περισσότερες κατηγορίες σε σχέση με την απόκτηση πρόσθετου κεφαλαίου έναρξης (Γουλιέλμος, 2007). Η αδυναμία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να βρουν τραπεζικό δανεισμό για να αγοράσουν πλοία, τις οδήγησε στην άντληση κεφαλαίων από τις χρηματιστηριακές αγορές για την χρηματοδότηση των νέων τους παραγγελιών.

Σύμφωνα με τον εφοπλιστή Μιχάλης Ταρτσίνη, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που είναι σε χρηματιστήριο εκμεταλλεύονται κεφάλαια τρίτων και μπορούν να αποκομίσουν κέρδη όχι μόνο σε περιόδους άνθησης αλλά και σε περιόδους ύφεσης. Σημειώνεται ότι το τελευταίο διάστημα ιδιαίτερα οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες έχουν επανέλθει σε τροχιά επενδύσεων και μόνο οι παραγγελίες τους για την κατασκευή νέων πλοίων υπολογίζεται ότι έχουν υπερβεί τα \$2,5 δισ. ([www.marineews.gr](http://www.marineews.gr), 4/5/10). Γι' αυτό το λόγο μόνο το 2009 οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων άντλησαν \$3,9 δισ. από τα αμερικανικά χρηματιστήρια ([www.kerdos.gr](http://www.kerdos.gr), 31/1/2010).

Για το 2010, την πρωτιά ανάμεσα στους Έλληνες εφοπλιστές έχει ο Πήτερ Γεωργιόπουλος ο οποίος θα αντλήσει \$300 εκατ. από την εισαγωγή της τέταρτης κατά σειρά εταιρείας του, Baltic Trading, στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ([www.marineews.gr](http://www.marineews.gr), 16/3/10). Ενώ τον Μάρτιο άλλη μία νέα εταιρεία δεξαμενοπλοίων, η Crude Carriers Corp ολοκλήρωσε επιτυχώς την αρχική δημόσια εγγραφή της στο NYSE αντλώντας \$256,5 εκατ. Τον Αύγουστο του 2010, η ελληνική εισηγμένη στο NYSE, εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, Danaos Corporation, προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, εκδίδοντας 54,05 εκατ. κοινές μετοχές συνολικής αξίας

\$200 εκατ., προκειμένου να χρηματοδοτήσει το υπό εξέλιξη ναυπηγικό της σχέδιο. Σε αυτή την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συμμετείχε κι ο CEO της Dryships, έτερης ναυτιλιακής εταιρείας χύδην φορτίου εισηγμένης στον Nasdaq, κος Γ. Οικονόμου, ο οποίος πια κατέχει το 10,6% του μετοχικού κεφαλαίου της Danaos. Η παραπάνω αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έγινε προκειμένου να τροποποιήσει η Danaos τις δανειακές της υποχρεώσεις ύψους \$3 δισ. και να της χορηγηθεί νέο δάνειο που θα ανέρχεται στα \$426 δισ. για να ολοκληρώσει το επενδυτικό της σχέδιο της ναυπήγησης 18 πλοίων εμπορευματοκιβωτίων συνολικής χωρητικότητας 159.150 teu (www.danaos.com).

Το 2007 σε 29 Παγκόσμια Χρηματιστήρια είχαν εισαχθεί συνολικά 202 ναυτιλιακές επιχειρήσεις από ένα σύνολο 30.000 επιχειρήσεων (ποσοστό κάτω από 1%), Από αυτές οι 7 είναι ναυτιλιακές επιχειρήσεις εισηγμένες στο XAA (ANEK, MINOAN LINES, ATTICA ENTERPRISES, NEL, KYRIAKOULIS, OLP SA) και άλλες 25 ποντοπόρες ναυτιλιακές στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, NASDAQ, NYSE και του Λονδίνου LSE. Οι περισσότερες από αυτές τις εταιρείες εισήλθαν στα διεθνή χρηματιστήρια μετά το 2004, παρασυρόμενοι από την απόφαση μεγάλων θεσμικών επενδυτών να ρίξουν κεφάλαια στην ναυτιλία (Καλλή, 2007).

Παρακάτω παρατηρούμε την κερδοφορία και την κεφαλαιοποίηση των ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στην αμερικανική χρηματαγορά:

Πίνακας 2.3: Στοιχεία εισηγμένων ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών στην Αμερικανική Κεφαλαιαγορά

ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΤΙΜΗ (1/10/09) σε \$	ΤΙΜΗ (1/10/10) σε \$	Net Income (31/12/09)	ΚΕΦΑΛΑΙΟ- ΠΟΙΗΣΗ (1/10/10) (εκ. \$)
<b>NASDAQ</b>				
<b>Euroseas (ESEA)</b>	4,15	3,91	-15,63	120,62
<b>Stealth Gas (GASS)</b>	6,26	4,35	-13,31	91,80
<b>Freeseas (FREEZ)</b>	0,29	0,07	6,86	128,03
<b>EuroSeas</b>	4,15	3,91	-15,63	120,63
<b>Star Bulk Carriers (SBLK)</b>	3,43	2,86	-58,4	174,76

<b>Dry Ships (DRYS)</b>	6,23	4,78	-32,38	1.339,96
<b>Omega Navigation Enterprises (ONAV)</b>	3,24	1,19	10,96	19,08
<b>NewLead Holdings (NEWL)</b>	9,00	4,60	-37,87	33,85
<b>Top Ships (TOPS)</b>	1,21	0,675	-50,20	22,20
<b>Capital Product Partners (CPLP)</b>	9,25	8,33	29,23	210,70
<b>Eagle Bulk Shipping (EGLE)</b>	4,83	5,23	33,29	325,39
<b>Oceanfreight (OCNF)</b>	3,87	0,93	-178,68	72,17
<b>Seenergy Maritime Holdings Corp (SHIP)</b>	4,50	1,09	30,05	65,62
<b>Seenergy Maritime Holdings Corp (SHIPW)</b>	0,20	0,03	30,05	1,23
<b>NYSE</b>				
<b>Crude Carriers (CRU)</b>	18,55	17,90	5,72	0
	(12/3/10)		(30/6/10)	
<b>Safe Bulkers (SB)</b>	7,83	7,96	165,41	433,92
<b>Paragon Shipping (PRGN)</b>	4,06	3,96	65,68	202,88
<b>Navios Maritime Holdings (NM)</b>	4,75	5,88	67,93	593,14
<b>Navios Maritime Partners (NMM)</b>	11,92	18,41	34,32	521,32
<b>Danaos Corp (DAC)</b>	4,67	4,49	36,09	244,96
<b>Aegean Marine Petroleum Network (ANW)</b>	21,19	16,77	48,53	764,70
<b>Genco Shipping (GNK)</b>	19,91	15,96	36,76	567,01
			(30/6/10)	
<b>Diana Shipping (DSX)</b>	12,85	12,68	121,50	1.032,56
<b>Excel Maritime Carriers (EXM)</b>	6,26	5,67	339,78	452,30
<b>Tsakos Energy Navigation</b>	15,23	13,30	28,69	491
<b>General Maritime Corp (GMR)</b>	7,39	4,76	-14,31	423,17

Πηγή: Επεξεργασμένα στοιχεία από *Stock Reports του Nasdaq* ([www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)) & [www.crudecarrierscorp.com](http://www.crudecarrierscorp.com), [www.ampni.com](http://www.ampni.com)

Για να είναι όμως μία IPO επιτυχημένη, χρειάζονται 2 σημαντικά συστατικά, όπως επισημαίνει και ο συνεργάτης της Cantor Fitzgerald & Co κος Αντώνης Αργυρόπουλος, ο οποίος ήταν και lead underwriter στις περισσότερες IPOs ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών (Elnavi, June 2010, p. 30): Πρώτον ένα διάφανο ιστορικό που διαφοροποιεί την εταιρεία από τις άλλες εισηγμένες και δεύτερον μία ελκυστική αποτίμηση της αξίας της η οποία θα δείχνει ότι η τιμολόγηση της είναι μικρότερη από αυτή των άλλων.

Οι ιδιωτικές εταιρείες του κλάδου μπορούν να απολαμβάνουν πλήθος ωφελειών από τις IPO, όπως (Veniou, 2006):

- ✓ Αυξημένη ρευστότητα, μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών.
- ✓ Υψηλότερη αξιολόγηση, μεγαλύτερη από τα net asset και book value. Συνήθως οι μετοχές μιας ναυτιλιακής εμπορεύονται σε μικρότερη τιμή από ότι η net asset value της, αλλά μια καλά δομημένη εταιρεία του κλάδου αξίζει περισσότερο από τη NAV και τη αγοραία αξία της.
- ✓ Πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και σε χρηματοοικονομικά εργαλεία, βελτιώνοντας έτσι την χρηματοοικονομική της μόχλευση και κάνοντας πιο εύκολο τον εμπορικό της δανεισμό σε ανταγωνιστικά επιτόκια.
- ✓ Μικρό κόστος κεφαλαίου εξαιτίας της ρευστότητας και δημοσιοποίηση των κινητών αξιών.
- ✓ Δυνατότητα εξαγοράς μέσω των μετοχών για περαιτέρω ανάπτυξη της εταιρείας.
- ✓ Καλύτερευση του προφίλ της εταιρείας, αύξηση της διαπραγματευτικής της δύναμης με τους πελάτες και τους προμηθευτές της και αύξηση της ανταγωνιστικότητάς της.
- ✓ Προσέλκυση ικανότερων στελεχών, μέσω stock και stock option plans, συνδέοντας άρρηκτα έτσι την παραγωγικότητα και την πίστη του εργαζομένου με την οικονομική επιτυχία της επιχείρησης.
- ✓ Ελαχιστοποίηση της ευθύνης των μετόχων σε περιπτώσεις ναυτικών ατυχημάτων και περιβαλλοντικής ρύπανσης.

Ωστόσο παρά τα μεγάλα πλεονεκτήματα της χρηματιστηριακής χρηματοδότησης, όπως παρατηρείται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις την αποφεύγουν. Αυτό συμβαίνει, σε μεγαλύτερο βαθμό παλαιότερα, εξαιτίας (Γουλιέλμος, 2007, Veniou, 2006):

1. Της αστάθειας και επικινδυνότητας του κλάδου της ναυτιλίας, λόγω της σύνδεσής της με την ναυλαγορά.
2. Της χαμηλής κεφαλαιοποίησης και της ρευστότητάς της σε σχέση με άλλους κλάδους.
3. Της δημοσιοποίησης της χρηματοοικονομικής κατάστασης, των μελλοντικών σχεδίων και των ενεργειών μέσα στην ναυτιλιακή σε όλους τους ενδιαφερόμενους συνεργάτες ή και ανταγωνιστές.
4. Των επιπρόσθετων υποχρεώσεων του management για σύνταξη περιοδικών χρηματοοικονομικών και άλλων αναφορών, όπως οι ετήσιες και τετραμηνιαίες χρηματοοικονομικές αναφορές.
5. Του επιπλέον κόστους για τη συμμόρφωση με κανονιστικές, ελεγκτικές, νομικές απαιτήσεις και για τις αμοιβές και τα έξοδα των investor relations.
6. Της χαμηλής κατάταξης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στις εκτιμήσεις των χρηματιστηρίων και
7. των χαμηλών αποδόσεων πάνω στο κεφάλαιό τους

Όσον αναφορά την ελληνική ποντοπόρο ναυτιλία, αυτή άργησε να εισέλθει στα διεθνή χρηματιστήρια περισσότερο για να μην εκτεθεί σε επιθετικές εξαγορές (Γουλιέλμος, 2007). Ως γνωστόν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις και ως επί το πλείστον οι ελληνικές, έχουν χαρακτήρα ιδιωτικών και οικογενειακών αυτοκρατοριών οι οποίες διοικούνται από τα ίδια τα μέλη της ιδρυτικής οικογένειας, μια παράδοση η οποία συνεχίζει να αποτελεί το κλειδί της επιτυχίας. Με αυτό τον τρόπο ο manager εκτός του ότι διαθέτει την ευχέρεια στη λήψη αποφάσεων χωρίς να λογοδοτεί σε κάποιον, μπορεί να έχει την συνολική εποπτεία τόσο στο γραφείο όσο και στα πλοία. Με τη είσοδο όμως των εταιρειών στο χρηματιστήριο συνήθως διευρύνεται η μετοχική βάση τους και υπάρχει η περίπτωση σταδιακά να χάσει η ιδρυτική οικογένεια τόσο τον έλεγχο της ιδιοκτησίας όσο και της διοίκησης. Η ναυτιλία επίσης επειδή διαθέτει πολλές επιμέρους αγορές, όπου μπορούν να διοχετευτούν οι λανθασμένες επενδύσεις (π.χ., των μεταχειρισμένων), δεν χρειάζεται να ρισκάρει την μεταφορά των επενδυτικών της

αποφάσεων στο χρηματιστήριο όπου ενδέχεται, από λανθασμένες πράξεις αγοραπωλησιών, να βγει ζημιωμένη.

Μέχρι σήμερα καμία ελληνική ποντοπόρος ναυτιλιακή επιχείρηση έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, γι' αυτό και για να τις προσελκύσει τις ελληνικές ποντοπόρες ναυτιλιακές επιχειρήσεις δημιούργησε ένα νέο θεσμικό πλαίσιο το 2005. Σύμφωνα με αυτό για να εισαχθεί μία τέτοια εταιρεία, θα πρέπει να ιδρυθεί μία ειδική ανώνυμη εταιρεία, με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο το λιγότερο €30 εκατ., η οποία θα είναι αφενώς η πλοιοκτήτρια εταιρεία του πλοίου και αφετέρου θα μπορεί να μπει στο μετοχικό κεφάλαιο κι άλλων ναυτιλιακών επιχειρήσεων (Καραδήμος, 2005).

Σύμφωνα με τον κ. Καπράλο, πρώην πρόεδρο του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε., οι Έλληνες πλοιοκτήτες μπορούν να εκμεταλλευτούν την μεγάλη ρευστότητα που μπορεί να τους προσφέρει η Ελληνική κεφαλαιαγορά και το πλεονέκτημά της ότι μπορεί να απευθυνθεί στους ίδιους θεσμικούς επενδυτές στους οποίους απευθύνεται και στην Αμερικανική αγορά, αλλά επιπρόσθετα και σε μεγάλο μέρος των εγχώριων επενδυτών οι οποίοι και είναι πιο εξοικειωμένοι με την ναυτιλία και επιθυμούν να επενδύσουν σε αυτήν σε σύγκριση με τον μέσο Αμερικανό ιδιώτη επενδυτή (Καπράλος, 2010). Επίσης οι ναυτιλιακές εταιρίες θα τύχουν μεγάλης προβολής, καθώς δεδομένου του μεγέθους τους, θα θεωρούνται Blue Chips και θα συμμετέχουν στην σύνθεση των Δεικτών FTSE/XA που έχουν δημιουργήσει από κοινού το Χρηματιστήριο Αθηνών με τον διεθνή οίκο FTSE International. Οι ελληνικές ναυτιλιακές που έχουν ήδη εισαχθεί σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ και θα επιλέξουν να εισαχθούν δευτερογενώς στο Χ.Α., θα αυξήσουν τις ώρες διαπραγμάτευσης της μετοχής τους σε 14 ώρες σε ημερήσια βάση (λόγω της διαφοράς ώρας) κι έτσι θα αυξήσουν τη ρευστότητά τους δεδομένου ότι η διαπραγμάτευσή τους θα διενεργείται σε ένα σκληρό νόμισμα όπως το ευρώ (Χρηματιστήριο Αθηνών, 2010).

Η πτώση της πρόσφατης συναλλακτικής κίνησης στις IPOs των ναυτιλιακών κάτω από τις τιμές ανοίγματος, η γενικότερη χειροτέρευση της αγοράς αυτής εξαιτίας της αυξανόμενης μεταβλητότητας και η πρόσφατη διόρθωση της αγοράς, όλα αυτά κάνουν την χρηματιστηριακή αγορά λιγότερο ελκυστική για την ναυτιλία τον τελευταίο καιρό. Οι προβλέψεις είναι ότι τα επόμενα 2-3 χρόνια περίπου 10-12 ναυτιλιακές εταιρείες θα προσπαθήσουν να επιλέξουν τον δρόμο της δημόσιας εγγραφής, κι αυτό για να αντλήσουν γρήγορα υψηλά κεφάλαια, για να πετύχουν μεγαλύτερη αποτίμηση



από την αξία του σιδηρομεταλλεύματος και για επενδυτικά σχέδια στο χώρο των ακινήτων (Elnavi, June 2010).

## 2.7 Ίδια Κεφάλαια

Η εναλλακτική χρηματοδότηση από Ίδια Κεφάλαια προέρχεται είτε από εισφορές κεφαλαίων μετόχων της εταιρείας, είτε από τα αποθέματα που προέρχονται από τη λειτουργία άλλων πλοίων. Οι πλοιοκτήτριες εταιρείες συνήθως χρηματοδοτούν το 20% έως 40% των επενδύσεων τους με αυτό τον τρόπο, ωστόσο το ποσό των κεφαλαίων ποικίλει από εταιρεία σε εταιρεία και εξαρτάται από πολλούς παράγοντες.

## 2.8 Ιδιωτική χρηματοδότηση & Όμιλοι Κεφαλαίων

Πολλοί επιχειρηματικοί όμιλοι με μεγάλη ρευστότητα επιθυμούν να διεισδύσουν στην ναυτιλιακή αγορά, επενδύοντας τα κεφάλαιά τους σε έναν τομέα που γνωρίζουν ότι έχει μεγάλες αποδόσεις. Συνήθως τα ship funds, όπως ονομάζονται, λειτουργούν ως επενδυτικοί μηχανισμοί οι οποίοι αναλαμβάνουν την αγοραπωλησία και τη διαχείριση των πλοίων μιας ναυτιλιακής εταιρείας εισηγμένης σε χρηματιστήριο.

Το πλεονέκτημα των ship funds είναι ότι μπορούν να κάνουν εκκαθάριση μέσα σε 5-7 χρόνια από την ίδρυσή τους, εξασφαλίζοντας έτσι τη ρευστότητά τους σε περίπτωση που οι μετοχές αποδειχθούν μη αποδοτικές.

Ωστόσο τα μειονεκτήματα έγκεινται στο γεγονός ότι αυτά τα επενδυτικά σχήματα από τη μία πλευρά δεν έχουν την επιχειρησιακή δομή της ναυτιλιακής επιχείρησης και από την άλλη αναλαμβάνουν την μακροχρόνια διαχείριση πλοίων, την στιγμή που η ίδια η ύπαρξή τους είναι βραχυπρόθεσμη. Επίσης τα τεράστια αρχικά κεφάλαια χρειάζεται να εξασφαλιστούν πρώτου το πλοίο δύναται να αγοραστεί, που σημαίνει ότι ο οργανωτής πρέπει να βρουν αξιόπιστα πλοία σε περιορισμένο χρονικό διάστημα (Ελευθεριάδου, 2004, Veniou, 2006).

## 2.9 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση

Ένας εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης που εντάσσεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου είναι η ενδιάμεση χρηματοδότηση (Γεωργακόπουλος, 2005, Γουλιέλμος, 2007), ή όπως αλλιώς λέγεται δάνειο με δεύτερη υποθήκη, χρέος με προνομιούχες μετοχές και ομολογιακό δάνειο. Στη περίπτωση αυτή το κόστος από τους τόκους είναι μεγαλύτερο.

Στη ναυτιλία χρησιμοποιείται αυτή η μέθοδος συμπληρωματικής μετοχικής χρηματοδότησης για την κάλυψη των κενών μεταξύ δανείων με πρώτη υποθήκη και ίδιας χρηματοδότησης, η οποία παρέχεται από financial intermediaries σε εξωτερικούς επενδυτές. Αυτοί προκειμένου να εξασφαλιστούν θα εγγράψουν δεύτερη υποθήκη και θα προσφέρουν μεγαλύτερο επιτόκιο (Γιαννάκη, 2005). Το πρόβλημα σε αυτή την χρηματοδότηση είναι ότι δεν μπορεί να υπάρξει ένα ισχυρό cash flow με βάση το πρόγραμμα χρονονάυλωσης του πλοίου, τόσο για το κύριο, όσο και για το ενδιάμεσο χρέος, δεδομένου των υψηλών δαπανών ασφαλιστρών, ελλειμνισμού και επισκευών των πλοίων.

#### 2.10 Χρηματοδοτική Μίσθωση

Σύμφωνα με τους οικονομολόγους το leasing, όπως λέγεται, αναπτύχθηκε αρχικά στις ΗΠΑ και εξαπλώθηκε στην Ευρώπη μετά την δεκαετία του 1960. Σήμερα θεωρείται η τρίτη πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης στην παγκόσμια οικονομία (Γουλιέλμος, 2007). Στη ναυτιλία αναπτύχθηκε τις τελευταίες δύο δεκαετίες, χωρίς ωστόσο να έχει γίνει δημοφιλής τρόπος εξεύρεσης χρήματος για τους πλοιοκτήτες.

Στην ναυτιλιακή χρηματοδοτική μίσθωση συνήθως υπάρχει ένα χρηματοδοτικό όργανο (lessor) το οποίο αγοράζει το πλοίο και στη συνέχεια το μισθώνει σε έναν εφοπλιστή (lessee) για όλη την διάρκεια της οικονομικής ζωής του, κρατώντας την κυριότητα του πλοίου και παραχωρώντας την εκμετάλλευσή του σε αυτόν. Ο μισθωτής-πλοιοκτήτης μπορεί να αγοράσει το πλοίο στο τέλος του προγράμματος έναντι συμβολικού αντιτίμου. Η μακροχρόνια ναύλωση πλοίου «γυμνού» (bareboat charter) BARECON της BIMCO, εμπίπτει σε αυτή την κατηγορία και αποτέλεσε το πρότυπο για την ανάπτυξή της. Στην Ελλάδα υπάρχουν δύο νόμοι που αφορούν το leasing. Ο Ν.1665/1986 περί «Συμβάσεων Χρηματοδοτικής Μίσθωσης», καθώς και συμπληρωματικός του Ν.2367/1995 για κινητά πράγματα, στους οποίους όμως

εξαιρούνται πλοία και πλωτά ναυπηγήματα. Επίσης υπάρχει η διάταξη του άρθρου 8 παρ. 4 του Ν. 2743/99 που αφορά επαγγελματικά πλοία αναψυχής (Γεωργακόπουλος, 2005, Καραδήμος, 2005).

Η χρήση αυτού του σχήματος χρηματοδότησης παρέχει πολλαπλά πλεονεκτήματα, όπως (Γουλιέλμος, 2007, Γεωργακόπουλος, 2005, Ορφανίδης, 2004):

- ❖ Το χρηματοδοτικό όργανο παρέχει 100% χρηματοδότηση στον εφοπλιστή με σχετικά λιγότερες πρόσθετες ασφάλειες, σε σύγκριση με την χρηματοδότηση με το κλασσικό σχήμα, που απαιτεί υποθήκες σε πλοία και προγράμματα χρονοαύλωσης.
- ❖ Είναι ιδιαίτερα εύχρηστο, ειδικά όταν οι αξίες των πλοίων είναι πολύ υψηλές.
- ❖ Η διάρκεια της μίσθωσης είναι σχετικά μεγάλη. Ο χρηματοδότης αποβλέπει στην απόσβεση όλης της δαπάνης κεφαλαίου για την αγορά του πλοίου και στην πρόβλεψη των εξόδων του δανείου και του κέρδους του. Παρόλα αυτά λαμβάνει υπόψιν του την ικανότητα του χρηματοδοτούμενου να δημιουργήσει έσοδα από το πλοίο και το ιστορικό του για να καθορίσει την περίοδο αποπληρωμής, η οποία μπορεί να κυμαίνεται από 10 ως 15 έτη ανάλογα με τα κεφάλαια.
- ❖ Είναι αρκετά προβλέψιμο σχήμα εξαιτίας των ισόποσων δόσεων, οπότε ο χρηματοδοτούμενος μπορεί να σχεδιάσει καλύτερα το ταμειακό του πρόγραμμα.
- ❖ Τα πλοία που μισθώνονται μπορούν να εγγραφούν στο νηολόγιο της χώρας του μισθωτή, οπότε ο εφοπλιστής δύναται να επωφεληθεί από τα χαμηλά κόστη εκμετάλλευσης που του παρέχει μια «σημαία ευκαιρίας».
- ❖ Ο εκμισθωτής (lessee) απαλλάσσεται από φορολογικές υποχρεώσεις, αφού το πλοίο δεν εμφανίζεται ως πάγιο στον ισολογισμό του, ενώ ο lessor απολαμβάνει φορολογικών ελαφρύνσεων εξαιτίας της απόσβεσης τόσο ακριβών περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι το πλοίο.

Ωστόσο υπάρχουν και τα μειονεκτήματα από την χρηματοδοτική μίσθωση των πλοίων, όπως (Καραδήμος, 2005):

- Περιορίζει την δυνατότητα άμεσης πώλησης του πλοίου σε περίπτωση αύξησης των τιμών τους.

- Η αστάθειες της ναυλαγοράς ενδέχεται να εξανεμίσουν όποια οφέλη που προέκυψαν στην Καθαρή Παρούσα Αξία της επένδυσης.
- Απαιτείται διαφάνεια και δημοσιοποίηση των οικονομικών καταστάσεων της ναυτιλιακής εταιρείας.
- Ο πλοιοκτήτης οφείλει να προσκομίσει τα συμβόλαια ασφάλισης του πλοίου, αλλά οι περιορισμοί που θέτει η Συμφωνία OPA '90 αποτελεί πολλές φορές τροχοπέδη για την συνέχιση της χρηματοδότησης.
- Επειδή ο εκμισθωτής είναι και ο κύριος του πλοίου, άρα έχει την ευθύνη σε περίπτωση ατυχήματος και ρύπανσης, αυξάνεται και το κόστος μίας τέτοιας μίσθωσης.

Για αυτούς τους λόγους τα περισσότερα συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης τα τελευταία χρόνια αφορούν πλοία LNG, τα οποία συνδυάζονται και με μεγάλης διάρκειας χρονοναυλωσύμφωνα για τις ταμειακές ροές της επένδυσης.

Η συνηθισμένη περίοδος χρηματοδοτικής μίσθωσης σε πλοία είναι 3-5 έτη, ενώ για τα νεότευκτα κυμαίνεται από 7 ως 10 έτη (12 έτη σε εξαιρετικές περιπτώσεις). Από την άλλη μεριά, η αξία του πλοίου, το είδος του εμπορίου, η ταυτότητα του μισθωτή, οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, το νηολόγιο στο οποίο εγγράφεται το πλοίο, οι συνθήκες συντήρησης και η δυνατότητα πώλησης και επαναναύλωσης του πλοίου αποτελούν παράγοντες που διαμορφώνουν και το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης του πλοίου (Καραδήμος, 2005).

Υπάρχουν διάφορα είδη leasing τα οποία καλύπτουν διαφορετικές ανάγκες, όπως: Direct Leasing, Service Leasing, Vendor Leasing, Master Lease Line, Leverage Leasing, Sale & Lease back, Cross-border ή Offshore Leasing. Η συμμετοχική ή εξισσοροποιητική χρηματοδοτική μίσθωση (Leverage Leasing) ενδείκνυται για την μίσθωση αντικειμένων πολύ μεγάλης αξίας, όπως είναι τα πλοία, στην οποία η τράπεζα πληρώνει το αντίτιμο στον βιομηχανικό κατασκευαστή και εισπράττει ένα μέρος των ενοικίων από την εταιρεία leasing (Πετρίτης, 2005).

#### 3.1 Εισαγωγή στα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Το Venture Capital σαν όχημα χρηματοδότησης θα μπορούσε να προσφέρει τα μέγιστα στις αυξημένες ανάγκες των ευρύτερων ναυτιλιακών αγορών. Πριν όμως δούμε τι έχει γίνει σε αυτό τον τομέα, ας μελετήσουμε τα βασικά στοιχεία αυτής της μορφής χρηματοδότησης.

Το Venture Capital, ή όπως αποκαλείται «Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου» ή «Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών», αποτελεί μία εναλλακτική πρόταση έναντι των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης. Αξιόλογες επενδυτικές ιδέες και προγράμματα τα οποία μένουν στο «συρτάρι», αφού οι υπόλοιπες πηγές χρηματοδότησης αρνούνται να αναλάβουν τόσο μεγάλο ρίσκο, έχουν την ευκαιρία να υλοποιηθούν από αυτά τα Κεφάλαια (Λαζαρίδης, 1998).

Σύμφωνα με την επετηρίδα του European Venture Capital Association του 1990, τα ΚΕΣ «είναι οργανισμοί ή πρόσωπα τα οποία μπορούν να χρηματοδοτήσουν το ξεκίνημα και την ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων, με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης στους κλάδους της υψηλής τεχνολογίας και των επιχειρηματικών υπηρεσιών, μέσω της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών. Ο κύριος σκοπός αυτών των εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου είναι τα μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη, για την αντιστάθμιση των υψηλών κινδύνων και η παροχή ενεργής διοικητικής υποστήριξης που θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης» (Bygrave Timmons, 1992, σελ.74).

Ωστόσο το venture capital δεν είναι μία νέα πηγή επιχειρηματικού κεφαλαίου. Πρώιμη μορφή του συναντάμε στην Αρχαία Ελλάδα, όταν ο Θαλής ο Μιλήσιος κατάφερε να μισθώσει όλα τα ελαιοτριβεία της Χίου και της Μιλήτου, με την βοήθεια μερικών χρηματοδοτών. Το συναντάμε ακόμη στους οργανισμούς “commenda” της μεσαιωνικής Ιταλίας, όπου χρηματοδότησαν κυρίως υψηλού κινδύνου θαλάσσιες επενδύσεις, στις κοινοπραξίες “Mudarabahh” και “Musharakah” στο μεσαιωνικό Ισλάμ, αλλά και τον 19<sup>ο</sup> αιώνα σε έργα στρατηγικής εμπορικής σημασίας, όπως η διώρυγα του Σουέζ (Salman Syed, 2008). Ο ιδρυτής όμως της σύγχρονης βιομηχανίας του venture

capital θεωρείται ο General Georges Doriot. Το 1959, η εταιρεία του, American Research and Development Corporation (AR&D) προχώρησε στην επένδυση \$70.000 στην εταιρεία Digital Equipment Corporation (DEC), η οποία εισήχθη στο χρηματιστήριο το 1968 έχοντας αγοραία αξία \$37 εκατ. Πολλοί ωστόσο θεωρούν ως πρώτη επένδυση venture capital σε start-up εταιρεία, την ίδρυση της Fairchild Semiconductor το 1959. Γενικά οι πρώτοι χρηματοδότες ΕΚΕΣ προέρχονταν από εύπορες οικογένειες, ενώ το πρώτο βήμα έγινε με το πέρασμα στην Small Business investment Act το 1958, το οποίο οδήγησε στη δημιουργία μικρών επενδυτικών εταιρειών (SBICs). Στα πρώτα πέντε χρόνια του προγράμματος αυτού δημιουργήθηκαν 692 SBICs οι οποίες διαχειρίστηκαν \$464 εκατ. ιδιωτικών κεφαλαίων (Salman Syed, 2008).

Στην δεκαετία του '60 και του '70 οι εταιρείες venture capital επένδυσαν στους ανερχόμενους κλάδους της υψηλής τεχνολογίας συντελώντας στην ανάπτυξη του θαύματος της Silicon Valley, ταυτίζοντας το όνομά τους με αυτή. Την δεκαετία του '80 άρχισαν να επενδύουν σε αυτά και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, ενώ στη δεκαετία του '90 τα venture capital συνδέθηκαν με την «έκρηξη» του internet. Οι πρόσφατες μεγάλες συμφωνίες εξαγοράς της Skype από την eBay, της MySpace από την News Corporation και η δημόσια προσφορά της Google, βοήθησαν στην αναγέννηση του ΚΕΣ (www.vc-bank.com).

Η τεχνολογία, η ύπαρξη καινοτόμων ιδεών και η δυναμική αναπτυξιακών έργων η οποία μπορεί να ενεργοποιεί κεφάλαια είναι οι κύριοι παράγοντες που έφεραν τις Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) στην επιφάνεια. Το μέγεθος των εταιρειών των Venture Capital εξαρτάται από την πολιτική που ασκούν. Η συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο των χρηματοδοτούμενων εταιρειών γίνεται κυρίως μέσω εξαγοράς κοινών και προνομιούχων μετοχών, αλλά και μέσω δανείων που μετατρέπονται σε μετοχές, είτε μέσω κοινών δανείων, αν υπάρχει εξάρτηση από τράπεζες (Λαζαρίδης, 1998).

Οι βασικές διαφορές που ξεχωρίζουν τις ΕΚΕΣ με τις υπόλοιπες πηγές χρηματοδότησης είναι (Ξένου, 2003, Θεοδωρίδου, 2009):

1. Είναι υψηλότερου ρίσκου, γιατί διαρκούν περισσότερο (συνήθως από 5 έως 10 χρόνια).

2. Υπάρχει κεφαλαιακή συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, η οποία είναι συνήθως μειωθητική (γύρω στο 30%), αλλά μπορεί να γίνει μειωθητική σε χρηματοδότηση μεταγενέστερων σταδίων.
3. Εκτός από όλα τα άλλα, οι Venture Capitalists παίζουν και ρόλο συμβουλευτικό, καθώς καθοδηγούν την διοίκηση της επιχείρησης, την υποστηρίζουν τεχνικά, συμβάλλουν στην χάραξη της στρατηγικής της, του marketing, της οργάνωσης και στελέχωσης της, προσφέρουν τεχνογνωσία και ενισχύουν το δίκτυο γνωριμιών της.
4. Τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών δεν αποτελούν «φθηνό χρήμα». Κι αυτό γιατί στους όρους της χρηματοδότησης περιλαμβάνονται ρήτρες που συσχετίζουν το τελικό κόστος του δανείου, δηλαδή τον αριθμό των μετοχών που θα πάρει ο χρηματοδότης για ορισμένο ύψος χρηματοδότησης, με τα τελικά αποτελέσματα της επένδυσης.
5. Συνήθως οι ΕΚΕΣ επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν επιθυμούν ή δεν μπορούν να στηριχθούν στον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος μπορεί να γίνει επικίνδυνος για την βιωσιμότητά τους, αν ξεπεράσει ένα όριο.
6. Ο χρόνος που διαρκεί μία επένδυση venture capital κυμαίνεται από 3 ως 7 έτη.
7. Οι κύριοι επιχειρηματικοί τομείς που επενδύουν τα κεφάλαιά τους είναι αυτοί της «Νέας Οικονομίας», όπως ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, βιοτεχνολογία, βιοιατρική, πληροφοριακά συστήματα διαδικτυακές εφαρμογές. Αλλά δεν λείπουν και οι επενδύσεις σε παραδοσιακούς κλάδους, όπως καταναλωτικά προϊόντα, ακίνητα, κ.α.
8. Τα ΚΕΣ δεν απαιτούν εγγυήσεις από την χρηματοδοτούμενη εταιρεία για τα κεφάλαια που της δανείζουν, για αυτό και σε περίπτωση που αυτή αποτύχει στην επιχειρηματική προσπάθειά της, δεν διεκδικεί επιστροφή των κεφαλαίων αυτών (με την προϋπόθεση ότι τα κεφάλαια χρησιμοποιήθηκαν σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας ανάμεσα στα δύο μέρη). Σύμφωνα με μελέτες παγκοσμίως ένα 60% περίπου των εταιρειών που χρηματοδοτούνται από Venture Capital αποτυγχάνουν να φτάσουν τους στόχους ανάπτυξης που είχαν τεθεί στην αρχή της συνεργασίας τους ή και πτωχεύουν.

Οι χρηματοδότες των ΕΚΕΣ δεν επενδύουν μόνο τα κεφάλαιά τους, αλλά κάνουν κάτι ουσιαστικότερο. Πρώτον καθοδηγούν τον επιχειρηματία, του προσφέρουν το know-how τους, αναμιγνύονται στα εσωτερικά θέματα του και συμμετέχουν στον κίνδυνο από κοινού με αυτόν (hands-on υποστήριξη). Δεύτερον σε περιπτώσεις επιχειρήσεων σε αρχικό στάδιο, εξασφαλίζουν χρηματοδότηση και από άλλους επενδυτές, οι οποίοι διασφαλίζουν από την μεριά τους καταναλωτές, προμηθευτές και μετόχους. Τρίτον ενισχύουν τη φερεγγυότητα των επιχειρήσεων στους πελάτες και τους πιστωτές της (Ξένου, 2003).

Ωστόσο υπάρχουν και οι χρηματοδότες των Venture Capitals οι οποίοι είναι hands-off και δεν συμμετέχουν στην εταιρική δομή και στις υποθέσεις της επιχείρησης, καθώς και τα reactive funds τα οποία συμμετέχουν μόνο στη διοίκηση.

Οι κύριες πηγές προέλευσης των Εταιρειών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι (Ξένου, 2003):

- ιδιώτες με μεγάλη περιουσία.
- ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες και εταιρείες με συγκεκριμένη διάρκεια ζωής έως 10 χρόνια.
- ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΕΚΕΣ. Συνήθως κατηγοριοποιούνται σε business angels με ανώτατη μόρφωση και εμπειρία, σε virgin angels οι οποίοι θέλουν να επενδύσουν αλλά δεν έχουν την εμπειρία και σε uninterested potential investors.
- θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ή μη εταιρειών, κυρίως τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών και
- ΕΚΕΣ που χρηματοδοτούνται από κρατικά προγράμματα.

Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι οι business angels είναι συνήθως επιτυχημένα στελέχη, σύμβουλοι και επιχειρηματίες, οι οποίοι έρχονται να καλύψουν την χρηματοδότηση πολύ μικρών επιχειρήσεων, νέων και παλαιότερων, τις οποίες αρνούνται να χρηματοδοτήσουν τα τραπεζικά ιδρύματα και οι ΕΚΕΣ. Οι επιχειρήσεις αυτές συνήθως παράγουν καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες και επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια, τις γνώσεις και τη συμβουλευτική των «επιχειρηματικών αγγέλων» με σκοπό να προχωρήσουν πολλά βήματα παραπέρα. Τα επενδυτικά κριτήρια που χρησιμοποιούν για την εκτίμηση των κινδύνων είναι λιγότερο



αυστηρά από αυτά των VC, ενώ το αρχικό κεφάλαιο που χορηγούν δεν ξεπερνά τα €100.000-150.000 (Φραντζεσκάκη, 2008).

Η διαδικασία λήψης της απόφασης για χρηματοδότηση από την πλευρά των Επιχειρηματικών Κεφαλαιούχων περιλαμβάνει 6 στάδια: Δημιουργία-Origination, Ειδικά κριτήρια εταιρείας Venture Capital/Venture Capital Firm Specific Screen, Γενική Παρουσίαση/Generic Screen, Πρώτη Φάση Αξιολόγησης/First-Phase Evaluation, Δεύτερη Φάση Αξιολόγησης/Second-Phase Evaluation και Περάτωση-Closing. Σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηρίου, η επένδυση αυτή δεν ρευστοποιείται άμεσα. Αντίθετα μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης η ΕΚΕΣ παρακολουθεί την πορεία της και προσπαθεί να αυξήσει της αξίας της, κι αυτό γιατί κύριος σκοπός της είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης μετά από διάστημα 3-10 ετών με κάποιο κέρδος (Ξένου, 2003).

Για να χρηματοδοτήσει μια επιχειρηματική ιδέα ο Venture Capitalist όμως, χρειάζεται να αξιολογήσει το επιχειρηματικό της σχέδιο. Το business plan θα πρέπει να είναι σαφές, να αποτυπώνει τη στρατηγική και τους στόχους της επιχείρησης και να περιλαμβάνει: το ιστορικό της εταιρείας, την περιγραφή των προϊόντων, την περιγραφή της αγοράς που δραστηριοποιείται και του ανταγωνισμού, το τεχνικό μέρος της παραγωγικής διαδικασίας, το οργανόγραμμα της διοίκησης, τις προβλεπόμενες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για την επόμενη πενταετία, τα συνολικά χαρακτηριστικά της επένδυσης, τα απαιτούμενα κεφάλαια της και τις πηγές χρηματοδότησης και τέλος τα συμπεράσματα και τους στρατηγικούς στόχους της επιχείρησης για ολόκληρη την οικονομική της ζωή (Φραντζεσκάκη, 2008).

Οι Venture Capitalists είναι πρωτίστως risks-takers και λιγότερο risk-lovers. Γι' αυτό και χρηματοδοτούν επιχειρήσεις ανεξαρτήτως σταδίου ανάπτυξής τους, από τις οποίες προσδοκούν ικανοποιητικά κέρδη. Ωστόσο η μέθοδος χρηματοδότησης διαφέρει σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαφορετικό στάδιο του κύκλου ζωής τους.

Έτσι στην περίπτωση εταιρειών σε πρώιμο στάδιο, υπάρχουν οι ακόλουθες μορφές χρηματοδότησης (Ξένου, 2003):

1. Κεφάλαιο επιχειρηματικής δημιουργίας ή σποράς (Seed Capital). Αποτελεί στην ουσία το κεφάλαιο για την χρηματοδότηση της δημιουργίας μιας νέας ιδέας, κι περικλείει τον υψηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.

2. Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital). Αποτελεί το κεφάλαιο το οποίο θα υλοποιήσει την ανάπτυξη του καινοτομικού προϊόντος, μέσω της δημιουργίας του business plan, του πρωταρχικού marketing και της καθιέρωσής του στην αγορά. Συνήθως το ταυτίζουν με το ίδιο το Venture Capital, κι αφορά επιχειρήσεις που βρίσκονται ένα βήμα πριν το «πλασάρισμα» του προϊόντος στην αγορά. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι μικρός, όπως και η περίοδος ρευστότητας (περίπου 6-8 χρόνια), ωστόσο το στάδιο start-up capital μπορεί να διαρκέσει και ένα χρόνο και να περιλαμβάνει μέχρι και την ίδρυση μιας ανώνυμης εταιρείας.
3. Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου (Early Stage or First Round Finance). Η χρηματοδότηση εδώ αφορά εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο λίγο πριν την βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και την έναρξη των πωλήσεων του. Συνήθως είναι εταιρείες με μηδενικά έσοδα, αρνητικά κέρδη και μικρή εμπειρία του στελεχιακού δυναμικού της. Ο κίνδυνος είναι μικρός αλλά σημαντικός, αφού αφορά πια θέματα με τον ανταγωνισμό, τις τράπεζες,, την τεχνολογική απαξίωση, για αυτό και οι ΕΚΕΣ απαιτούν αποδόσεις 50% για να συμμετέχουν. Όμως αν όλα κυλήσουν ομαλά τα κέρδη μπορούν να είναι υψηλά και η ρευστοποίηση να γίνει συντομότερα μέσα σε 4 με 6 χρόνια.
4. Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second-Round Finance). Αφορά τη χρηματοδότηση με κεφάλαιο κίνησης, επιχειρήσεων που έχουν ενισχυθεί και στο παρελθόν, αλλά τώρα έχουν αυξηθεί οι χρηματοοικονομικές τους ανάγκες. Αυτό μπορεί να γίνεται είτε γιατί υπάρχει κάποια υπέρβαση κόστους, είτε γιατί υπήρξε αποτυχία του προϊόντος στην αγορά, είτε για επανατοποθέτηση, είτε για επενδύσεις για επέκταση της βιομηχανικής παραγωγής λόγω πλεονάζουσας ζήτησης.

Ενώ στην περίπτωση χρηματοδότησης επιχείρησης σε μεταγενέστερο στάδιο ανάπτυξης, έχουμε τις ακόλουθες (Ξένου, 2003):

- i. Κεφάλαιο Επέκτασης (Expansion or Development Capital). Το κεφάλαιο αυτό χρηματοδοτεί την επέκταση ή τη μεγέθυνση μιας επιχείρησης η οποία διακινεί στην αγορά για μεγάλο χρονικό διάστημα τα προϊόντα της, έχει αυξημένες πωλήσεις, και χρειάζεται να αυξήσει την παραγωγική της δυναμικότητα. Η χρηματοδότηση είναι δύο κατηγοριών: είτε σε εταιρείες που

αυτοχρηματοδοτούνται και παίρνουν για πρώτη φορά εξωτερική μετοχική χρηματοδότηση, είτε σε επιχειρήσεις που έχουν επαναχρηματοδοτηθεί στο παρελθόν στο πρώιμο στάδιο. Οι αποδόσεις της επένδυσης σε αυτό το στάδιο είναι μικρότερες, ο κίνδυνος σχετικά μικρός, ενώ η περίοδος ρευστοποίησης διαρκεί 2-5 χρόνια. Η επέκταση είναι δύο ειδών, οργανική επέκταση ή εξαγορά. Η μορφή αυτή επένδυσης είναι πολύ δημοφιλής για τις ΕΚΕΣ, για αυτό και αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό επί της αξίας των συνολικών επενδύσεων με venture capital (45%) και πραγματοποιούνται μέσω κοινοπραξιών επιχειρήσεων οι οποίοι εντάσσονται στην κατηγορία των hands-off.

- ii. Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Financing). Αποτελεί τύπο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης προς επιχειρήσεις, που λειτουργούν στο σημείο break-even, για επέκταση των δραστηριοτήτων τους.
- iii. Χρηματοδότηση Γέφυρας (Bridge Financing). Πραγματοποιείται στο στάδιο που βρίσκεται μια επιχείρηση λίγο πριν την είσοδό της στο χρηματιστήριο και στην ουσία είναι γέφυρα μεταξύ της μετοχικής και της δανειακής χρηματοδότησης. Προσφέρεται και με δάνειο με ομολογίες υψηλού τοκομεριδίου και με διάθεση προνομιούχων μετοχών μειωμένου κινδύνου, αποσκοπώντας στην αποτελεσματικότερη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας και στην κάλυψη του κόστους διάθεσης των μετοχών της, γι' αυτό και αποτελεί την πλέον ασφαλή μορφή επένδυσης για τις ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα περιθώρια κέρδους είναι αρκετά υψηλά, της τάξης του 20-25%.
- iv. Ιδιαίτερα δημοφιλείς σήμερα είναι και οι εξής:
  - ❖ Management Buy-Outs (MBOs). Σύμφωνα με το EVCA, είναι τα κεφάλαια που δίνονται στο management της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης για να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή της ή ακόμα και την ίδια. Υπάρχουν 3 λόγοι για τους οποίους τα στελέχη προχωρούν στην εξαγορά της εταιρείας με αυτό τον τρόπο: Για λόγους ασυμφωνίας τους με την ιδιοκτησία, απόσυρση του ιδρυτή-ιδιοκτήτη της επιχείρησης, ή ως αμυντική στρατηγική για αποφυγή εξαγοράς από ανταγωνιστές. Τα κεφάλαια MBOs είναι μεγαλύτερα σε αξία από τα υπόλοιπα στάδια επένδυσης του Venture Capital, ρευστοποιούνται σε μικρό χρονικό διάστημα (2-3 χρόνια), έχουν υψηλές αποδόσεις και μικρό βαθμό κινδύνου. Μοιάζουν με το κεφάλαιο εκκίνησης

και επέκτασης, γιατί στην ουσία είναι εταιρική χρηματοδότηση μετοχικού τύπου σε εταιρείες που δεν μπορούν να δανειοδοτηθούν εύκολα και γιατί γίνεται ανταλλαγή μετοχών με την ΕΚΕΣ για να δοθεί η χρηματοδότηση.

- ❖ Management Buy-Ins (MBINs). Αποτελούνται από το κεφάλαιο που δίνεται από τους Venture Capitalists σε μία ομάδα στελεχών που δεν έχουν σχέση με την επιχείρηση, με σκοπό να την εξαγοράσουν. Το γεγονός ότι το νέο management προέρχεται από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας, αυξάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο, γι' αυτό και ο τύπος αυτός εξαγοράς προτιμάται σε περιπτώσεις που η εταιρεία αντιμετωπίζει τον κίνδυνο του overgearing ή των χαμηλών πωλήσεων. Η περίοδος ρευστοποίησης είναι ίδια με τα MBOs και η αποπληρωμή γίνεται είτε μετρητοίς, είτε με διάθεση περιουσιακών στοιχείων.
- ❖ Replacement Capitals. Πρόκειται για περίπτωση χρηματοδότησης κεφαλαίου επέκτασης με αντάλλαγμα την εξαγορά από την ΕΚΕΣ κοινών μετοχών από κάποιο εταίρο που αποχωρεί και πουλάει το μερίδιό του. Οι κοινές αυτές μετοχές στην συνέχεια μετατρέπονται σε προνομιούχες και οι ΕΚΕΣ αποκτούν δικαιώματα μειοψηφίας και σταθερά μερίσματα.
- ❖ Χρηματοδότηση Στροφής ή Ανόρθωσης (Turnaround Finance). Σε αυτή τη περίπτωση το κεφάλαιο προορίζεται για την εξαγορά και ανόρθωση μίας ζημιογόνου εταιρείας, η οποία βρίσκεται σε φάση ωρίμανσης και δεν υπάρχει διαθέσιμος εξωτερικός ή επαγγελματίας επενδυτής που να ενδιαφέρεται. Ωστόσο αυτή η χρηματοδότηση δύναται και να αφορά μη εισηγμένη εταιρεία στα πρώιμα στάδια ανάπτυξής της, όπου το χρέος υπερβαίνει τα ίδια κεφάλαιά της. Όταν συμβαίνει τέτοιου είδους επένδυση, σχεδόν πάντα ο ρόλος του επιχειρηματία παραγκωνίζεται από το νέο management που έχει βάλει η ΕΚΕΣ, ενώ γίνονται και επαναδιαπραγματεύσεις των δανείων με τις τράπεζες. Αποτελεί το μικρότερο ποσοστό επένδυσης των ΕΚΕΣ και αυτό εξαιτίας των λιγοστών κερδοφόρων προοπτικών που δύναται να έχει μία τέτοιου είδους επιχείρηση.

Σε περίπτωση επιχείρησης στο στάδιο της ωρίμανσης, προτιμάται η μέθοδος των IPOs.

Οι Εταιρείες Κεφαλαίων επιχειρηματικών Συμμετοχών δέχονται καθημερινά αμέτρητες επενδυτικές προτάσεις. Ελάχιστο ποσοστό αυτών (περίπου 5%) όμως αποφασίζουν να περάσουν στην επόμενη φάση και να χρηματοδοτήσουν. Ποια είναι τα χαρακτηριστικά που θα κάνουν ελκυστική μια τέτοια πρόταση σε έναν Venture Capitalist; Τα πιο σημαντικά είναι τα εξής (Ξένου, 2003):

- ✓ Μία καινοτόμος ιδέα, που θα αποφέρει κέρδη
- ✓ Μία ικανή και έμπειρη στην αγορά αυτή, διοικητική ομάδα (domain expertise) η οποία θα κάνει πράξη τους στόχους της ιδέας
- ✓ Ένα σαφές, ρεαλιστικό και μετριοπαθές επιχειρηματικό σχέδιο για την υλοποίησή της
- ✓ Ακριβές χρονοδιάγραμμα αποδέσμευσης της ΕΚΕΣ από το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και πώλησης του μεριδίου της ώστε να ρευστοποιήσει την απόδοση της επένδυσης.
- ✓ Η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση να προσφέρει ένα ικανοποιητικό ποσοστό των μετοχών της στην ΕΚΕΣ, καθώς και διάφορα δικαιώματα ρευστοποίησης, ψήφου των μετόχων, επαναγοράς μετοχών, μετατρεψιμότητας άλλων τίτλων σε μετοχές και ομολογιακά δάνεια κ.α.
- ✓ Πρόβλεψη της κατάστασης της οικονομίας και της συγκεκριμένης αγοράς που βρίσκεται η επιχείρηση στο μέλλον.

Η ΕΚΕΣ ρευστοποιεί την το μερίδιό της στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης όταν οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης αρχίζουν να φθίνουν, το οποίο συμπίπτει συνήθως με το μέγιστο των κεφαλαιουχικών κερδών ανά περίοδο. Οι δημοφιλέστεροι μέθοδοι ρευστοποίησης είναι (Ξένου, 2003):

- Η εισαγωγή σε χρηματιστήριο μέσω δημόσιας προσφοράς (IPO). Συνήθως προτιμάται η εισαγωγή των μετοχών στην ΝΕΧΑ (over-the counter-market) και λιγότερο στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά. Με την πώληση μετοχών στο χρηματιστήριο επιτυγχάνονται η άντληση κεφαλαίων για επέκταση, υψηλότερες αποδόσεις, δυνατότητα διανομής «πραγματικών» μετοχών σε εργαζόμενους της εταιρείας, δυνατότητα των παλαιών μετόχων να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά αποκομίζοντας κέρδη κεφαλαίου, ενίσχυση του status της εταιρείας κ.α. Από την άλλη μεριά, υπάρχει η

πιθανότητα απώλειας του ελέγχου της εταιρείας, η δημόσια έκθεση των στοιχείων της εταιρείας, πράγμα όχι και τόσο καλό για την διοίκηση, υψηλό κόστος για την εισαγωγή και λιγότερη έμφαση στα μακροπρόθεσμα κέρδη και μερίσματα.

- Η πώληση σε στρατηγικούς επενδυτές (trade sale to strategic investors). Με τη μορφή αυτή αποδέσμευσης πετυχαίνεται μεγαλύτερη αποτίμηση εξόδου, μικρότερο γραφειοκρατικό κόστος απ' ό,τι με τη προηγούμενη μέθοδο και 100% έξοδος από την επένδυση. Συνηθισμένοι επενδυτές είναι μεγάλες εδραιωμένες στην αγορά τους εταιρείες οι οποίες δεν επιθυμούν να ρισκάρουν σε ένα νέο προϊόν (Κριτσιώτης, 2005). Το μειονέκτημα είναι ότι πολλές φορές χάνεται ο έλεγχος της εταιρείας από τον ιδιοκτήτη-ιδρυτή, επειδή μεταβιβάζεται το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών.
- Η πώληση σε θεσμικούς επενδυτές (trade sale to other financial investors). Τα πλεονεκτήματα αυτής της μορφής εξόδου είναι η επαναχρηματοδότηση μετά το τέλος του close end funds, η δυνατότητα της επαναμόχλευσης της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης και η διατήρηση του management από την εταιρεία. Ωστόσο αυτή η επιλογή αποτελεί στην ουσία παραδοχή αποτυχίας για την ΕΚΕΣ, αφού η πώληση των μετοχών γίνεται σε μικρότερη τιμή από τις άλλες περιπτώσεις (Κριτσιώτης, 2005).
- Η πώληση μετοχών στους μετόχους της εταιρείας (company buyback).

Υπάρχουν ωστόσο και άλλοι λιγότερο δημοφιλείς, όπως η πώληση των μετοχών σε άλλους υποψήφιους Venture Capitalists, η εξαγορά του ποσοστού από τράπεζα και μέσω εκκαθάρισης της εταιρείας και η πώληση περιουσιακών στοιχείων.

Οι **εταιρείες Θερμοκοιτίδας** είναι οργανισμοί μέσα στους οποίους μία νέα επιχειρηματική ιδέα που αφορά την τεχνολογική καινοτομία, μπορεί να βρει όλη την υποστήριξη που απαιτείται για να μετουσιωθεί σε επιχείρηση, να αντλήσει κεφάλαια, να αναπτυχθεί κατά την περίοδο του ξεκινήματός της και να αποκτήσει τις απαραίτητες υποδομές και δυνατότητες ώστε να μπορέσει να ζητήσει από ένα ΚΕΣ την πολύτιμη αρωγή για να πραγματοποιήσει την πρώτη της μεγάλη επένδυση.

Οι θερμοκοιτίδες συνήθως ακολουθούν τις πρακτικές επένδυσης των venture capitals, με τη διαφορά ότι επενδύουν περισσότερο σε κεφάλαιο σποράς και έναρξης

επιχειρηματικής δραστηριότητας, όπου τα κεφάλαια που απαιτούνται είναι αρκετά μικρά σε σχέση με τα επόμενα στάδια. Οι επιχειρήσεις που εγκαθίστανται στην θερμοκοιτίδα έχουν υποβάλλει επιχειρηματικό σχέδιο που έχει εγκριθεί και υπογράφουν συμβόλαιο μίσθωσης χώρου. Η συνήθης περίοδος επώασης διαρκεί 2 με 3 χρόνια. Μέσα στις υπηρεσίες των incubators όπως λέγονται, είναι η παροχή κτιριακών υποδομών, οι υπηρεσίες συμβουλευτικής υποστήριξης, πληροφόρησης, δικτύωσης με διεθνή επιχειρηματικά και ακαδημαϊκά δίκτυα, διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού, η φορολογική, λογιστική και νομική υποστήριξη, η αναζήτηση πηγών επενδυτικών κεφαλαίων, η χρηματοδότηση των δαπανών λειτουργίας τους και η παροχή πληροφορικών τεχνολογικών εφαρμογών (Ξένου, 2003, Φραντζεσκάκη, 2008).

Σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Οργανισμό Ιδιωτικών Επενδυτικών Κεφαλαίων και Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (EVCA), τα ΚΕΣ, μόνο την τελευταία δεκαετία στην Ευρώπη, έχουν επενδύσει περισσότερα από €270 δισ. σε περισσότερες από 56.000 επιχειρήσεις, δημιουργώντας πάνω από 1 εκατομμύριο νέες θέσεις εργασίας. Από την άλλη μεριά του Ατλαντικού, οι venture capitalists έχουν επενδύσει συνολικά από το 1995 έως το 2009 πάνω από \$477 δισ. σε περισσότερα από 66.000 deals, ενώ μόνο στο 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2010, έχουν χρηματοδοτηθεί 681 νέα σχέδια με ποσό \$4,7 δισ. (NVCA, PricewaterhouseCoopers, 2010). Το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2010 τριάντα οκτώ αμερικανικές εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών επένδυσαν \$1,9 δισ. (NVCA, Thomson Reuters, 2010).

### 3.2 Venture Capital, Private Equity & Joint Venture

Ποια είναι όμως η σχέση ανάμεσα σε **private equity** και **venture capital**; «Το private equity είναι η μεσο-μακροπρόθεσμη προσφορά των ιδίων κεφαλαίων των χρηματοοικονομικών επενδυτών σε επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αλλά έχουν πολύ καλές προοπτικές ανάπτυξης. Το ΚΕΣ είναι ένα υποσύνολο του private equity και αφορά σε επενδύσεις με ίδια κεφάλαια στις φάσεις έναρξης, πρώιμης ανάπτυξης και επέκτασης μιας επιχείρησης, με περισσότερη έμφαση στη νέα επιχειρηματικότητα. Γενικά το private equity δεν περιορίζεται μόνο στην χρηματοδότηση των αρχικών σταδίων μιας επιχείρησης, αλλά και των επόμενων

σταδίων του κύκλου ζωής της. Η χρηματοδότηση που απαιτεί την εξαγορά της υπάρχουσας εταιρείας από τους τωρινούς της μετόχους λέγεται buyout. Έτσι μπορεί το private equity και το venture capital να αναφέρονται σε διαφορετικά στάδια μιας επένδυσης, ωστόσο και τα δυο δεν είναι τίποτε άλλο από το κεφάλαιο που προσφέρει ένα επενδυτικό fund σε έναν επιχειρηματία, μετά από διαβουλεύσεις, με σκοπό να αναπτύξει περαιτέρω την επιχείρησή του και να της δημιουργήσει παραπάνω αξία. Γι' αυτό το λόγο και πολύ συχνά οι άνθρωποι της αγοράς ταυτίζουν τους δυο αυτούς όρους» (EVCA, 2007, σελ. 7).

Οι Venture Capitalists προτίθενται να επενδύουν σε εταιρείες που μπορούν να έχουν ταχεία και εκθετική ανάπτυξη, κι αυτό μπορούν να το πετύχουν μόνο με επιχειρήσεις που παρέχουν ριζοσπαστικές ιδέες σε υφιστάμενες αγορές, ή με τη δημιουργία εντελώς νέων αγορών, γι' αυτό και απευθύνονται σε ερευνητικές ομάδες R&D για να τους βοηθήσουν να ανακαλύψουν νέους τομείς αναδυόμενων τεχνολογιών. Αντίθετα οι επενδυτές των private equities έχουν σαν στρατηγική τους να μοχλεύουν τις επενδύσεις τους, συμπληρώνοντας το μερίδιό τους στο μετοχικό κεφάλαιο με χρέος. Γενικά τα private equities προτιμούν να εξαγοράζουν μοχλευμένες επιχειρήσεις, επενδύσεις ένα βήμα πριν τη χρεοκοπία, ή να συνεισφέρουν την αναπτυξιακή πορεία επιτυχημένων εταιρειών. Βασικό κριτήριο επιλογής αποτελούν οι ισχυρές και αξιόπιστες ταμειακές ροές της επιχείρησης, οι οποίες αποτελούν εχέγγυο της αποπληρωμής του χρέους της. Όταν αυτό εξαλειφθεί, ο επενδυτής θα έχει μείνει με ένα μερίδιο σε μια εταιρεία, πιο ισχυρή σε σύγκριση με την κατάστασή της προ της εξαγοράς, την οποία θα μπορεί να την μεταπωλήσει πετυχαίνοντας πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις, μεγαλύτερες και από το 10-15% που προσδοκούν οι Venture Capitalists.

Όσον αναφορά τα έσοδα από τις μετοχές, τα private equities συνηθίζουν να αγοράζουν όλες ή μερικές από τις μετοχές της επιχείρησης, ανταμείβοντας ουσιαστικά τους πραγματικούς ιδιοκτήτες της για το επίπεδο της αξίας που είχαν προσδώσει στην επιχείρησή τους μέχρι εκείνη τη στιγμή. Αντίθετα στις επενδύσεις με venture, εκτός του γεγονότος ότι χρειάζεται ένα αρχικό κεφάλαιο κίνησης για να ξεκινήσει, η αξία της επιχείρησης, κι επομένως οποιαδήποτε ανταμοιβή στους ιδιοκτήτες, συνδέονται με την μελλοντική επιτυχία της ίδιας της επιχείρησης.

Επιπλέον είναι εκτεθειμένοι σε μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι οι εταιρείες των private equities, κι αυτό γιατί μια νέα επένδυση έχει μεγαλύτερες πιθανότητες



αποτυχίας και απώλειας εσόδων σε σχέση με μια υπάρχουσα επιχείρηση που έχει δοκιμαστεί στην αγορά. Γι' αυτό το λόγο κάνουν διασπορά των κεφαλαίων τους σε πολλά επενδυτικά σχέδια, προκειμένου να οι ζημιές να αντισταθμίζονται από τα κέρδη που θα σημειώνουν σε κάποια από αυτά.

Όσον αναφορά το επίπεδο εποπτείας του management της επιχείρησης, οι ΕΚΕΣ ασχολούνται λιγότερο με τις καθημερινές λειτουργίες του, ενώ τα private equities ανήκουν πιο πολύ στην κατηγορία hands-on funds (Mardle, 2009, Mefford, 2009).

Για εκείνους τους επιχειρηματίες οι οποίοι επιθυμούν να επεκταθούν και να δεχτούν επαγγελματικές συμβουλές γι' αυτό, αλλά δεν επιθυμούν να εκχωρήσουν μέρος της εταιρείας τους σε έναν επενδυτή και να συναποφασίζουν με άλλους για το μέλλον της, υπάρχει και η επιλογή των κοινοπραξιών με άλλους επιχειρηματίες ή όπως λέγεται τα **Joint Ventures**. Η κοινοπραξία στην ουσία είναι μία νομική οντότητα που ιδρύεται από δύο ή περισσότερες εταιρείες με σκοπό να αναπτυχθεί μια συγκεκριμένη οικονομική δραστηριότητα. Οι εταιρείες από κοινού θα συνεισφέρουν σε θέματα χρηματοδότησης ιδίου κεφαλαίου, οργάνωσης, σχεδιασμού, ελέγχου, παραγωγής και διανομή και θα μοιραστούν τα έσοδα, τα κέρδη. Τα Joint Ventures αναπτύσσονται και για να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας μιας αγοράς, να διαφοροποιηθούν στην αγορά τους, να καταφέρουν να εισχωρήσουν σε αγορά με δυσδιάκριτα και ανυπέρβλητα εμπόδια εισόδου, να παρεισφρήσουν σε τομείς E&A και να ενισχύσουν την δύναμή τους μέσα από την ένταξή τους στον κύκλο επιρροής ενός άλλου εταίρου (Wikipedia).

### 3.3 Εφαρμογή Venture Capital στην παγκόσμια ναυτιλία

Στη ναυτιλία με τον όρο private equity εννοούμε ένα μεγάλο αριθμό διαφορετικών επενδυτικών εργαλείων. Οι επενδυτές της αγοράς αυτής, απαλλαγμένοι από δασμολογικά εμπόδια, έχουν να επιδείξουν τεραστίων διαστάσεων επιτεύγματα και στους τρεις τομείς της παγκόσμιας ναυτιλίας, χύδην ξηρά, χύδην υγρά φορτία και εμπορευματοκιβώτια. Πιο δημοφιλείς κινήσεις είναι οι εξαγορές εισηγμένων εταιρειών ή μόνο παραγωγικών τομέων τους, ενώ ακολουθούν τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, οι ενδιάμεσες χρηματοδοτήσεις, funds σε οικονομική δυσπραγία και funds

of funds. Χρηματοδοτικά προϊόντα σαν κι αυτά, επειδή στοχεύουν στην εισροή νέου χρήματος και μειώνουν τον ανταγωνισμό, είναι ευέλικτα και προσαρμόζονται πάντα στις νέες τάσεις της οικονομίας. Αναπτύχθηκαν κυρίως μέσω της έκρηξης των εξαγορών που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια της κρίσης της δεκαετίας του '80 και σήμερα κυριαρχούν στις παγκόσμιες αγορές. Οι επενδύσεις που έγιναν από τα funds αυτά άλλαξαν τη κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών σε όλους τους τομείς των μεταφορών, μα περισσότερο εκείνων των εταιρειών που είχαν μακροχρόνια συμβόλαια μεταφορών και σταθερά έσοδα, ιδανικά στοιχεία για την αποπληρωμή των τόκων που στήριζαν τις εξαγορές, οι οποίες και «ανέβηκαν στα άρματα» των private equities.

Ποσοστά κάτω από 10% των συνολικών κεφαλαίων private equity και κάτω από 2,5% των κεφαλαίων venture capital έχουν διοχετευτεί στον κλάδο των μεταφορών για το 2008. Μέχρι και το 2000, τα VC έχουν χρηματοδοτήσει με περισσότερα από \$1 δισ. νέες ναυτιλιακές επενδύσεις, οι οποίες αφορούσαν κυρίως λύσεις διαδικτυακών εφαρμογών, ανταλλαγές εμπορευματοκιβωτίων, μεταχειρισμένων πλοίων, αγοράς καυσίμων πλοίων, συστήματα ελέγχου ταξιδιού (voyage controlling systems) κ.α.

✚ Ένα πολύ γνωστό παράδειγμα επένδυσης PE ήταν η εταιρεία Horizon Lines (NYSE) η οποία δραστηριοποιούνταν έως το 2002 στις γραμμές US Jones Act (Αλάσκα, Φλόριντα, Πουέρτο Ρίκο, νησιά Ειρηνικού) ενώ δρομολογούσε ήδη επενδύσεις σε τεχνολογία και εξοπλισμό στα ιδιόκτητά της τερματικά.

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, η αρχική εταιρεία CSX Corporation, φεύγοντας από τον μητρικό ναυτιλιακό κολοσσό εμπορευματοκιβωτίων της SeaLand, πούλησε το ποσοστό των εξω-αμερικανικών δραστηριοτήτων της προς \$800 εκατ. στην Maersk. Συνέχισε τη δραστηριοποίησή της εντός των ΗΠΑ με την εταιρεία CSX Lines μέχρι και το 2003 όταν την πούλησε στο Carlyle Group προς \$315 εκατ., όπου και ονομάστηκε Horizon Lines. Μετά από αυτό, τον Ιούλιο του 2004, το Castle Harlan Fund IV (CHF IV) αγόρασε την Horizon από τη Carlyle προς \$663 εκατ. μαζί με το χρέος, εκτοξεύοντας την απόδοση της Carlyle στο πενταπλάσιο του αρχικού επενδεδυμένου κεφαλαίου. Η επανακεφαλαιοποίηση της εταιρείας μέσω των αγορών PE άρχισε το 2005 με την δημόσια εγγραφή της Horizon και συνεχίστηκε με τρεις συνεχόμενες δευτερεύουσες εγγραφές το 2006, από τις οποίες οι επενδυτές της Castle Harlan

monetize τα κέρδη τους, αφού οι προσφορές άγγιζαν τα \$170 εκατ. (υπερδιπλάσιες από τα 87 εκατ. των κοινών μετοχών που είχαν αγοράσει).

✚ Το 2002 ένα άλλο επενδυτικό fund η Sterling Partners LP, κάτοχος μίας εταιρείας φορτηγίδων και μίας εταιρείας βυτιοφόρων στις ΗΠΑ, σχημάτισε μαζί με έναν πρώην τραπεζίτη της Lehman Brothers, τον Gridley, την οντότητα United States Shipping LLC, η οποία αγόρασε από την Amerada Hess Corporation, 6 ρυμουλκά-φορτηγίδες προς \$40 εκατ. Η μόχλευση αποτελούνταν από \$130 εκατ. δανειακά, \$10 εκατ. αναπληρούμενη πίστωση, \$30 εκατ. από πίστωση πωλητών και \$6 εκατ. που έδωσαν τα μέλη για την επέκταση του στόλου το 2003. Η ρευστοποίηση της επένδυσης ήρθε τον Νοέμβριο του 2004, με την εισαγωγή της Limited Partners στο χρηματιστήριο με τη νέα ονομασία, U.S. Shipping Partners L.P. (USS). Οι νέοι επενδυτές έλαβαν 42,6% τόκο σε επιστροφή των \$133,5 εκατ., αυξάνοντας την αξία της επιχείρησης στα \$313 εκατ., ενώ το κεφάλαιο των \$46 εκατ. των παλιών επενδυτών αύξησε την αξία του μέσα σε 2 χρόνια σε \$179,9 εκατ..

✚ Το 2002 επίσης δημιουργήθηκε μία κοινοπραξία PE με κεφάλαια από την Riverstone Global Energy and Power Fund (Carlyle) και της DLJ/CSFB, το οποίο αγόρασε το 73% των μετοχών της Seabulk. Η Seabulk, μια αμερικανική εταιρεία που στα μέσα του '90, δραστηριοποιούνταν στον τομέα OSV κι έχτιζε ένα στόλο από δεξαμενόπλοια μεταφοράς διυλισμένων πετρελαϊκών προϊόντων και χημικών, βρέθηκε στα όρια της χρεοκοπίας στο τέλος της δεκαετίας εξαιτίας της πτώσης των τιμών του πετρελαίου και αναγκάστηκε να αναμοχλεύσει 3009 εκατ. γραμμάρια υψηλών αποδόσεων (8,375%) και να τα μετατρέψει σε 98% του ίδιου κεφαλαίου της. Η ρευστοποίηση της επένδυσης έγινε τα μέσα του 2005, όταν συγχωνεύτηκε η Seabulk International στη Seacor Inc., προς \$21,32 ανά μετοχή. Η συσσωρευμένη αξία της εξαγοράς του ιδίου κεφαλαίου της Seabulk ανήλθε σε \$532 εκατ. με το μερίδιο του PE να ξεπερνάει τα \$400 εκατ..

✚ Το 2003 η Blackstone μαζί με την Great Lakes Dredge & Dock Company (GLDD), υπό τη σκέπη του buyout shop της Madison Dearborn Partners, είχαν αγοράσει την παλαιότερη εταιρεία εξειδίκευσης σε βυθοκορήσεις και αποβάθρες, από ένα fund της Citibank Venture Capital. Το fund αυτό, το οποίο είχε nurtured ό,τι είναι σήμερα η Navios Maritime Holdings, είχε εξαγοράσει την Blackstone το 1998. Η έξοδος από αυτή την επένδυση ήρθε με την δημόσια προσφορά το 2006, όπου η Aldabra

Acquisitions αγόρασε το 28% της GLDD προς \$50 εκατ., ενώ η Madison Dearborn διατήρησε το πλειοψηφικό holding στην νέα οντότητα η οποία είχε πια αυξημένη ρευστότητα για τους PE επενδυτές της. Στο τέλος η επιχειρησιακή αξία της GLDD αυξήθηκε από τα \$171 εκατ. το 1993, στα \$450 εκατ.. Το παράδειγμα της GLDD, μας έδειξε την στενή και οικεία σχέση που έχουν οι επενδυτές των PE με τον τομέα της ενέργειας και των δεξαμενόπλοιων, εξαιτίας των υψηλών του κερδών.

✚ Υπάρχουν όμως και άλλοι τομείς ιδιαίτερα δημοφιλείς σε αυτούς τους επενδυτές, οι οποίοι αποτελούνται από μικρότερες εταιρείες οι οποίες μπορούν να επωφεληθούν από τέτοια κεφάλαια και να μεγαλώσουν τους στόλους τους. Ένας από αυτούς είναι ο τομέας της κρουαζιέρας. Το Apollo Management εξαγόρασε πρόσφατα την εταιρεία Oceania Cruises (πρώην Renaissance Cruises), της οποίας τα ίδια κεφάλαια ανέρχονταν σε \$475 εκατ.. Μέσω αυτής της εξαγοράς η Oceania κατάφερε πολύ σύντομα να παραγγείλει δύο 1200 panamax πλοία αξίας \$1,1 δισ. από τα ναυπηγεία Fincantieri (με option για άλλο ένα αξίας μισού δισ.). Μελλοντικές κινήσεις της θα μπορούσαν να είναι είτε η εισαγωγή της σε χρηματιστήριο, είτε η εξαγορά από έναν μεγάλο παίκτη της κρουαζιέρας, είτε ακόμα και από ένα άλλο PE fund.

✚ Άλλες δύο πολύ σημαντικές επενδύσεις στο χώρο αυτό ήταν δύο ιδιωτικές συναλλαγές του ιδιωτικού επενδυτικού fund, J.F. Lehman & Company: Η αγορά της Atlantic Marine, ιδιοκτήτριας εταιρείας των ναυπηγείων Jacksonville, Fla and Mobile, Ala και η συμμετοχή με \$70 εκατ. σε ένα νέο σχέδιο, το Hawaiian Super Ferry, και τα δύο με προοπτική να πωληθούν στο μέλλον σε αμερικανούς επενδυτές.

Η επιτυχία των πλούσιων PE επενδύσεων προ της κρίσεως, οφειλόταν κυρίως στη μόχλευση. Ωστόσο ακόμα και σήμερα, που τα περιθώρια μειώνονται γιατί τα επιτόκια ανεβαίνουν, τα υψηλότερα επίπεδα LBO χρέους μειώνουν τις αποδόσεις και οι δείκτες έχουν πάρει την ανιούσα, επειδή τα κέρδη των προηγούμενων ετών ήταν υπερβολικά, οι αποδόσεις του κλάδου γενικότερα παραμένουν ακόμα ελκυστικές. Οι μόνες απειλές θα μπορούσαν να είναι μία πτώση στην προσφορά πίστωσης για αυτού του είδους τα σχέδια, ή ακόμη μία αλλαγή πολιτικής των ΗΠΑ σε θέματα φορολόγησης των κεφαλαιουχικών κερδών στο μερίδιο των κερδών χαρτοφυλακίου των εταιρειών PE, hedge funds, venture capital και real estate funds.

Η κατακόρυφη πτώση των ναύλων από τον Δεκέμβριο του 2008 και μετά, απόρροια της ναυτιλιακής κρίσης, έχει οδηγήσει σε ραγδαία πτώση της τάξεως του 60-70% της αξίας των πλοίων, κυρίως των χύδην φορτίων. Εφοπλιστές και μεγάλα επενδυτικά fund που δραστηριοποιούνται στη ναυτιλία, με μεγάλη κεφαλαιακή ρευστότητα, βρήκαν την κατάλληλη ευκαιρία για να μετατρέψουν την κρίση σε κέρδη.

✚ Τον χορό έχει ανοίξει η Morgan Stanley, η οποία έχει δημιουργήσει ένα fund με συνολικά κεφάλαια των \$400 εκατ. τα οποία προορίζονται για επενδύσεις σε πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου και εμπορευματοκιβωτίων. Κύριος στόχος του fund αυτού είναι η εξαγορά δανείων προβληματικών ναυτιλιακών εταιρειών, οι οποίες πρόκειται να πωληθούν στη συνέχεια με 60% discount. Υπολογίζεται ότι ο αριθμός των πλοίων που θα αποκτηθούν με αυτόν τον τρόπο μπορεί να ξεπεράσει και τα σαράντα.

✚ Το 2005 ιδρύθηκε το «M2M Management Group», ένας σύμβουλος εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων τα οποία προορίζονται για τον τομέα της ναυτιλίας. Ο όμιλος έχει έδρες την Αθήνα και το Λονδίνο και έχει ως σκοπό να προσφέρει σταθμισμένες αποδόσεις στους επενδυτές των funds που συμβουλεύει. Τα 2009 ίδρυσε ένα νέο private equity fund, το «Global Maritime Assets», με σκοπό την αγορά και διαχείριση πλοίων τα οποία έχουν πωληθεί από πλοιοκτήτες, δανειστές και ναυπηγεία λόγω των δυσχερών οικονομικών συνθηκών από την ναυτιλιακή κρίση, για μία περίοδο 10 ετών. Το συνολικό ενεργητικό του ανέρχεται σε \$610 εκατ. εκ των οποίων τα \$560 εκατ. διαχειρίζεται το «Global Maritime Investments» και τα \$50 εκατ. το «Global Maritime Futures». Το Global Maritime Investments είναι ένα hedge fund που επενδύει στην πρωτογενή και την δευτερογενή αγορά, στον τομέα των panamax χύδην ξηρού φορτίου πλοία (Νάνος, 2009, Roberts, 2009, [www.m2mship.com](http://www.m2mship.com)).

✚ Ένα άλλο private equity fund, που δραστηριοποιείται στον κλάδο της ναυτιλίας, είναι επίσης το J.P. Morgan's Special Equity Group, ειδικό γραφείο του επενδυτικού ομίλου της JP Morgan Asset Management για τα ιδιωτικά κεφάλαια, με συνολικά κεφάλαια ύψους \$750 εκατ.. Το fund δραστηριοποιείται στους κλάδους των εμπορευμάτων, της ενέργειας, των κατασκευών, των ακινήτων και της ναυτιλίας, όπου κύριο μέλημά της είναι η αγορά νεοπαραγγελθέντων πλοίων από εταιρείες που αδυνατούν να τα αποπληρώσουν λόγω έλλειψης ρευστότητας (Νάνος, 2009, [www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)).

✚ Τον Μάρτιο του 2008 ο κυπριακός ναυτιλιακός όμιλος Lemissoler Shipping Group σε συνεργασία με την Venture Capital Bank του Μπαχρέιν προχώρησαν στην ίδρυση της εταιρίας Lemissoler Maritime Company W.L.L. που σκοπό είχε την απόκτηση, κατοχή και διαχείριση ενός στόλου από εμπορικά πλοία τα οποία θα δρομολογούνταν στην περιοχή του Κόλπου (Financial mirror.com). Το αρχικό κεφάλαιο ανέρχονταν σε \$166 εκατ. ενώ η Lemissoler συμμετείχε με ποσοστό 12,5%. Αρχικά η νέα εταιρεία κατείχε πέντε πλοία μεταφοράς χαρτιού, τα οποία της είχε πουλήσει η Lemissoler μαζί με τα μακροχρόνια συμβόλαια ναύλωσής, δημιουργώντας κέρδη \$18,3 εκατ.. Ο στόλος της επεκτάθηκε με ένα ακόμη πλοίο μεταφοράς χαρτιού το οποίο μισθώθηκε στην Caribbean Forest Carriers για 7 χρόνια και άλλων τριών αδελφών container πλοίων χωρητικότητας 2800 TEU τα οποία ναυλώθηκαν στην εταιρεία ναυτιλιακών τακτικών γραμμών Evergreen για πέντε χρόνια. Λειτουργικός διαχειριστής της νέας εταιρείας ορίστηκε η Lemissoler Shipmanagement Ltd, διαχειρίστρια εταιρεία των πλοίων της μητρικής Lemissoler με έδρα την Κύπρο, ενώ Διαχειριστής των Επενδύσεων ορίστηκε η Venture Capital Bank. Όλα τα πλοία της νέας εταιρείας είναι εγγεγραμμένα στο κυπριακό νηολόγιο. Οι επενδυτές της Venture Capital Bank ευελπιστούν σε ετήσια μερισματική απόδοση 6% πληρωτέα ανά εξάμηνο και προεξοφλητικό επιτόκιο (IRR) της τάξης του 24% στο τέλος της επένδυσης (www.vc-bank.com).

Ο Όμιλος Lemissoler Group εξαγοράστηκε το 2005 από τον μη τραπεζικό χρηματοοικονομικό οργανισμό SFS Group Public Company και είναι πια θυγατρική της ναυτιλιακής εταιρείας του Ομίλου, Ocean Challenge. Εκτός από την Lemissoler Shipmanagement Ltd, η οποία διαχειρίζεται 35 πλοία, εννέα από τα οποία ανήκουν στον Όμιλο, έχει άλλες δύο θυγατρικές εταιρίες διακίνησης εμπορευματοκιβωτίων feeder, την Inter Marine Container Lines (IMCL) και την Baltic Containers Lines (BCL) οι οποίες δραστηριοποιούνται στη Βαλτική θάλασσα. Η IMCL εξαγοράστηκε το 2009 από την Unifeeder, τον μεγαλύτερο feeder μεταφορέα containers στη Βόρεια Ευρώπη. Τον Μάρτιο του 2008, ο Όμιλος πούλησε τις πέντε πλοιοκτήτριες εταιρείες της Lemissoler Maritime Company προς \$19,3 εκατ..

Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση του, ο Όμιλος SFS σκοπεύει να δημιουργήσει δύο νέα επενδυτικά funds συνολικών κεφαλαίων ύψους €350 εκατ., το ένα από τα οποία θα λέγεται SFS Ocean Challenge Shipping Fund μεγέθους €200 εκατ., ενώ το

άλλο λέγεται Global Shariah Shipping Fund. Η συμμετοχή του στα ταμεία αυτά θα είναι μειωθητική με €27,5 εκατ. περίπου. Τον Μάιο του 2009 ανακοινώθηκε μια κοινοπραξία με το «Kuwait Finance House Labuan» για την δημιουργία ενός ναυτιλιακού fund με κεφάλαια \$150 εκατ., το οποίο θα έχει σκοπό την επένδυση σε πλοία νεαρής ηλικίας, κυρίως δεξαμενόπλοια και bulk carriers, τα οποία θα είναι μακροπρόθεσμα ναυλωμένα σε φερέγγυους ναυλωτές ([www.sfsnet.com](http://www.sfsnet.com)).

Τα καθαρά κέρδη του Ομίλου SFS για το 2009 ήταν €1,428 εκατ. (2,630 ζημία για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010) πάνω σε ολικά εισοδήματα €74,257 εκατ. (€22,316 για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010). Το συνολικό ενεργητικό του Ομίλου έφθασε τα €310,655 εκατ., (€289,837 για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010) ενώ ο ολικός καθαρός δανεισμός τα €70,394 εκατ. (για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010) και τα ίδια κεφάλαια τα €147,308 εκατ. (€138,482 για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010) στο τέλος του 2009. Η ετήσια απόδοση (κέρδη μετά φόρων) των ναυτιλιακών δραστηριοτήτων επί ολικού ιδίων κεφαλαίων του ομίλου για το 2009 ήταν 4,8% ([lemissoler.com](http://lemissoler.com), [www.sfsnet.com](http://www.sfsnet.com)).

Ιδρυθείσα το 2005 στο Ηνωμένο Βασίλειο του Μπαχρέιν, η Venture Capital Bank λειτουργεί ως μία ισλαμική τράπεζα επενδύσεων βασισμένη στα venture capital η οποία προσφέρει στους πελάτες της μεγάλο εύρος επενδυτικών ευκαιριών, μέσω ενός μεγάλου αριθμού κεφαλαιακών κλάσεων στις αγορές της GCC και της MENA. Ουσιαστικά είναι το πρώτο fund που αποφάσισε να εκμεταλλευτεί επιχειρηματικές ευκαιρίες στις συγκεκριμένες περιοχές της Μέσης Ανατολής, χρηματοδοτώντας με ίδια κεφάλαια το ξεκίνημα νέων πολλά υποσχόμενων μικρομεσαίων επιχειρήσεων που στερούνται της απαραίτητης αναπτυξιακής υποστήριξης. Η Τράπεζα ξεκίνησε με ένα εξουσιοδοτημένο κεφάλαιο \$500 εκατ., κι ένα αρχικό καταβεβλημένο κεφάλαιο ύψους \$165 εκατ. Στρατηγικός συνεργάτης της VCBank είναι η Global Emerging Markets Group (GEM), μία αμερικάνικη εταιρεία που ειδικεύεται σε συναλλαγές ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων και μοχλεύσεις εξαγορών, σύναψη συμφωνιών και επιχειρηματική και χρηματοδοτική συμβουλευτική. Το χαρτοφυλάκιο της περιλαμβάνει:

- ✓ Επενδύσεις σε ΕΚΕΣ, όπως η Venture Capital Fund Bahrain και η German Orthopedic Hospital.
- ✓ Private Equity και χρηματοοικονομική συμβουλευτική.

- ✓ Επενδύσεις σε real estate έργα, όπως τα Difaaf – Reef Island, Great Harbour – Hidd, Jeddah Central District Regeneration, και Omran Al Bahrain.

Το πρώτο venture capital fund που ίδρυσε ήταν το Mena Small & Medium Enterprises Fund τον Δεκέμβριο του 2005, ύψους \$250 εκατ. Έχει επενδύσει επίσης και σε μία εταιρεία γεωτρήσεων πετρελαίου στη Βόρεια Αφρική (McNamara, 2010).

Οι ενοποιημένες καθαρές ζημιές του Ομίλου για το 1<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2010 ήταν \$2,554 εκατ. πάνω σε ολικά εισοδήματα \$2,384 εκατ.. Το συνολικό ενεργητικό του Ομίλου έφθασε τα \$356 εκατ., ενώ τα ίδια κεφάλαια τα \$285,8 εκατ. για την ίδια περίοδο ([www.vc-bank.com](http://www.vc-bank.com)).

✚ Η Global Maritime Ventures Berhad (GMVB), ο μεγαλύτερος πάροχος κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στη Μαλαισία, ιδρύθηκε στο τέλος του 1993 ως μία εταιρεία holding που θα διαχειριστεί ένα κεφάλαιο RM500 εκατ. του κρατικού Shipping Venture Fund. Σκοπός της εταιρείας είναι να προωθήσει την ναυτιλιακή αναπτυξιακή πολιτική της χώρας, μέσω στρατηγικών συμμαχιών με τοπικές εταιρείες, τις οποίες θα βοηθήσει να επεκτείνουν τους στόλους των πλοίων τους. Από το 1993 ως το 2003 η εταιρεία επικεντρώθηκε στην αγορά μεσαίου μεγέθους φορτηγών χύδην υγρού και χύδην ξηρού φορτίων και σήμερα δραστηριοποιείται στην αγορά μικρών δεξαμενόπλοιων και την θαλάσσια υποστήριξη πλοίων με AHT, AHTS και Supply Maintenance Vessel. Όλα τα πλοία της απασχολούνται στην Ασία με μακρόχρονα ναυλοσύμφωνα σε πετρελαϊκές εταιρείες. Η GMV διατηρεί συμφωνίες με δέκα στρατηγικούς joint venture συνεργάτες, με τους οποίους συγκατέχει και συνδιαχειρίζεται, με ποσοστά 40-60%, συνολικό χαρτοφυλάκιο 31 πλοίων χωρητικότητας 541.258 dwt. Η GMV ανήκει στον αναπτυξιακό χρηματοοικονομικό οργανισμό του Υπουργείου Οικονομίας της Μαλαισιανής Κυβέρνησης, Bank Pembangunan Malaysia Berhad ([www.btimes.com.my](http://www.btimes.com.my), [www.gmv.com.my](http://www.gmv.com.my)).

### 3.4 Η Αγορά και τα Θεσμικά Πλαίσια στις χώρες που έχει εφαρμοστεί

#### *3.4.1 Ευρώπη*

Η Ευρωπαϊκή Ένωση άρχισε να δίνει τη σημασία που αξίζει στην Καινοτομία από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και μετά. Έτσι ξεκίνησε δειλά δειλά την



χρηματοδότηση προγραμμάτων ενίσχυσης της καινοτόμου επιχειρηματικότητας με επιχειρηματικά κεφάλαια, όπως ήταν το πρόγραμμα SPRINT που υλοποιήθηκε την περίοδο 1989-1994. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 δόθηκε μεγαλύτερη βαρύτητα στα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου και την διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜμΕ σε αυτά. Έτσι το 1994 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ETE), ένας χρηματοδοτικός οργανισμός στον οποίο συμμετείχαν η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ETEπ), η Ευρωπαϊκή Ένωση υπό την εκπροσώπηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και χρηματοδοτικά ιδρύματα από όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ, το οποίο λειτουργεί ως χαρακτηρίζεται ως το εξειδικευμένο μέσο της ΕΕ για την παροχή επιχειρηματικών κεφαλαίων (venture capital) και εγγυήσεων για Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις. Το ETE είναι εξειδικευμένο Ταμείο των Ταμείων (fund of funds), προσανατολισμένο αποκλειστικά στην επένδυση σε νέα ταμεία και δεν δανείζει χρήματα, δεν χορηγεί επιδοτήσεις ή επιχορηγήσεις, αλλά ούτε και προσφέρει εγγυήσεις, όπως πράττει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Το χαρτοφυλάκιο του ETE για το 2005 διαχειρίζεται συνολικά €12,4 δισ., από τα οποία €3.1 δισ. κατευθύνθηκαν σε 217 venture capital funds και €9.3 δισ. σε παροχή εγγυήσεων σε 165 Τράπεζες και Εγγυοδοτικά Ιδρύματα.

Το 1997 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Άμστερνταμ προέτρεψε την να εξετάσει η ETEπ την καθιέρωση υπηρεσίας για τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ με επιχειρηματικών κεφαλαίων σε συνεργασία με το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ETE). Στο πλαίσιο αυτό τέθηκαν σε εφαρμογή αρκετά προγράμματα, όπως το τρίτο πολυετές πρόγραμμα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση (1997-2000), το Πολυετές Πρόγραμμα Επιχειρήσεων και Επιχειρηματικότητας (2000), το 5<sup>ο</sup> και 6<sup>ο</sup> Πρόγραμμα Πλαίσιο.

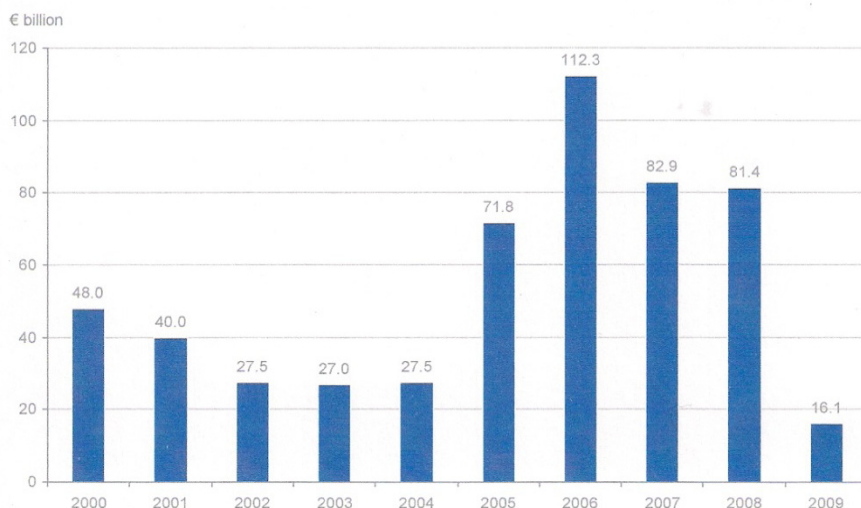
Το 2005 στα πλαίσια του Συμβουλίου της Λισσαβόνας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων δημιούργησαν την κοινή πρωτοβουλία JEREMIE (Ενωμένες Ευρωπαϊκές Πηγές για Μικροεπιχειρήσεις έως Μεσαίες επιχειρήσεις), η οποία έχει σκοπό την ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων, της καινοτομίας και της απασχόλησης στην ΕΕ, μέσω της βελτίωσης της πρόσβασης των ΜμΕ σε κεφάλαια μέσω δανείων (loans), επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), εγγυήσεων, μικροπιστώσεων, κ.α. Επίσης, παρέχει τεχνική και συμβουλευτική υποστήριξη, ενώ τα κεφάλαια του JEREMIE προέρχονται από το

Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ERDF) (Ατλαντίς Συμβουλευτική, 2007).

Σύμφωνα με το EVCA, η Ευρωπαϊκή αγορά ιδίων κεφαλαίων (private equity market) η οποία περιλαμβάνει τα κεφαλαία επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) και τις χρηματοδοτήσεις εξαγοράς (MNOs), έπαθε δραματική καθίζηση το 2009. Ο αριθμός των εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν ανήλθε σε 5.046, μειωμένες κατά 17% σε σχέση με το 2008.

Τα αντληθέντα κεφάλαια μειώθηκαν σε €16,1 δις. από €81,4 δις. το 2008, εξαιτίας κυρίως της πτώσης του τομέα εξαγορών, σε αντίθεση με τα venture capital που παρέμειναν στα ίδια πολύ χαμηλά επίπεδα. Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 3.2 πηγές των κεφαλαίων ήταν οι τράπεζες με 18,4%, τα συνταξιοδοτικά ταμεία με 14,4% (από 28% το 2008), τα ασφαλιστικά ταμεία με 9,3%, τα funds of funds με 13,5% και οι κρατικοί οργανισμοί με 11,8% και 18% στα ΚΕΣ. Το 89% των κεφαλαίων προήλθε από ανεξάρτητες πηγές, το 1/3 αυτών το συνεισέφεραν βρετανικές εταιρείες (€5,4 δις.), το 13% γαλλικές και το 12% ιταλικές εταιρείες (www.evca.eu).

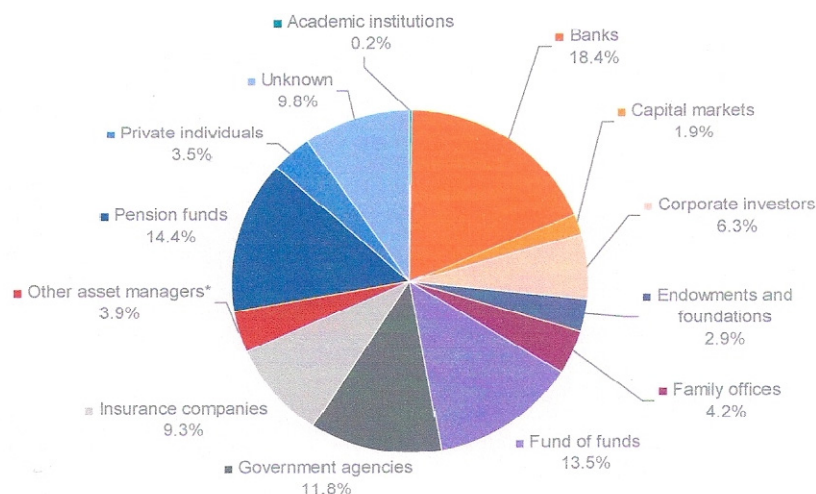
Διάγραμμα 3.1 Αντληθέντα κεφάλαια της Ευρωπαϊκής αγοράς private equity το 2009



Source: EVCA/PEREP\_Analytics for 2007-2009;  
EVCA/Thomson Reuters/PwC for previous years

Πηγή: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)

Διάγραμμα 3.2 Πηγές κεφαλαίων της PE Market το 2009



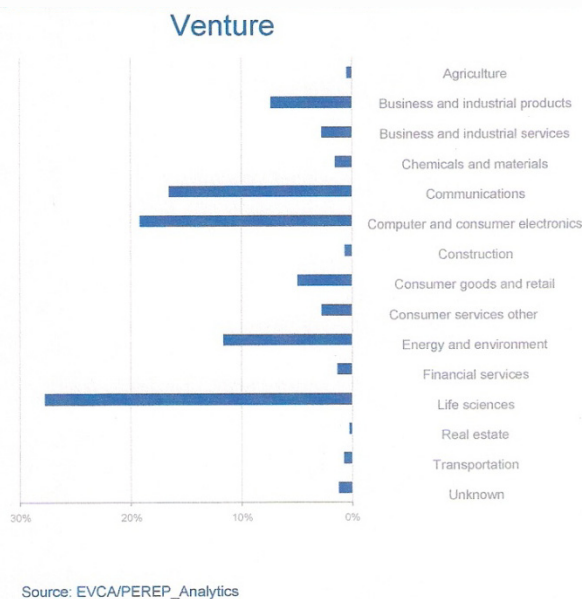
\*(including PE houses other than Funds of Funds)

Source: EVCA/PEREP\_Analytics

Πηγή: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)

Η συνολική επενδυτική δραστηριότητα έπεσε στα €23,4 δισ. το 2009, 57% μικρότερη από το 2008, κυρίως λόγω της μείωσης στο μισό των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Οι περισσότερες από τις επενδύσεις αφορούσαν χρηματοδότηση με ΚΕΣ σε εταιρείες σε αρχικό στάδιο, παρόλο αυτά αυτές έπεσαν κατά 24% σε σχέση με το 2008. Οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη απορρόφηση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ήταν ο κλάδος των επιστημών υγείας με 28% σε επίπεδο αξίας και 21% σε αριθμό επιχειρήσεων, των επικοινωνιών και των Η/Υ και ηλεκτρονικών και της Ενέργειας με ποσοστά κάτω από 20%.

Διάγραμμα 3.3 Επενδύσεις ανά κλάδο στην Ευρωπαϊκή Αγορά Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών



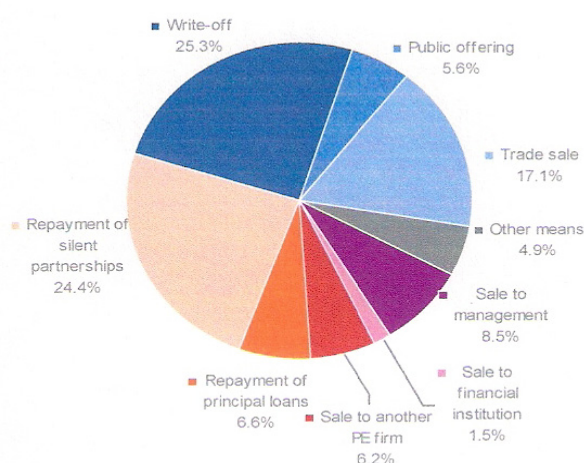
Πηγή: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)

Συνολικά τα μεγαλύτερα μερίδια σε επενδεδυμένα κεφάλαια κατέλαβαν το Ηνωμένο Βασίλειο με 19,6%, η Γαλλία με 13,1%, η Γερμανία με 11,4% και η Ιταλία με 6,6%. Για το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2010 τα στοιχεία δείχνουν αύξηση των επενδύσεων 16% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, με τον τομέα venture capital να αυξάνεται 38%.

Όσο αναφορά τις αποεπενδύσεις στα venture capital, αυτές μειώθηκαν κατά 29% σε σύγκριση με το 2008 και κυμάνθηκαν στα €11,1 δισ.. Η πιο δημοφιλής μέθοδος εξόδου είναι η διαγραφή με ποσοστό 25,3%, δεύτερη η Repayment of Silent Partnership με 24,4% και Τρίτη η trade sale με 17,1%

Διάγραμμα 3.4 Αποεπενδύσεις επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή Αγορά venture capital

### Venture capital



Source: EVCA/PEREP\_Analytics

Πηγή: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)

Η τριετής πρόβλεψη για το IRR του 2<sup>ου</sup> εξαμήνου 2009 έδειξε πτώση από 0,1% σε -3,9% για τον τομέα buyout και πτώση -1.6% σε -3.1% για τον τομέα venture capital. Παρόλο αυτά, οι αποδόσεις της αγοράς private equity, με ορίζοντα τριετίας και πενταετίας, είναι θετικές. Η πτώση του 10ετούς IRR το 2<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2009 περιορίστηκε όμως στο 0,5% (Di Carlo, Kelly, 2010).

Γενικά στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών διοχετεύεται στα τελευταία στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων, ενώ επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοδότηση για κεφάλαια εκκίνησης, σποράς και αρχικής ζωής καταφεύγουν στις κρατικές ενισχύσεις (Ατλαντίς Συμβουλευτική, 2007).

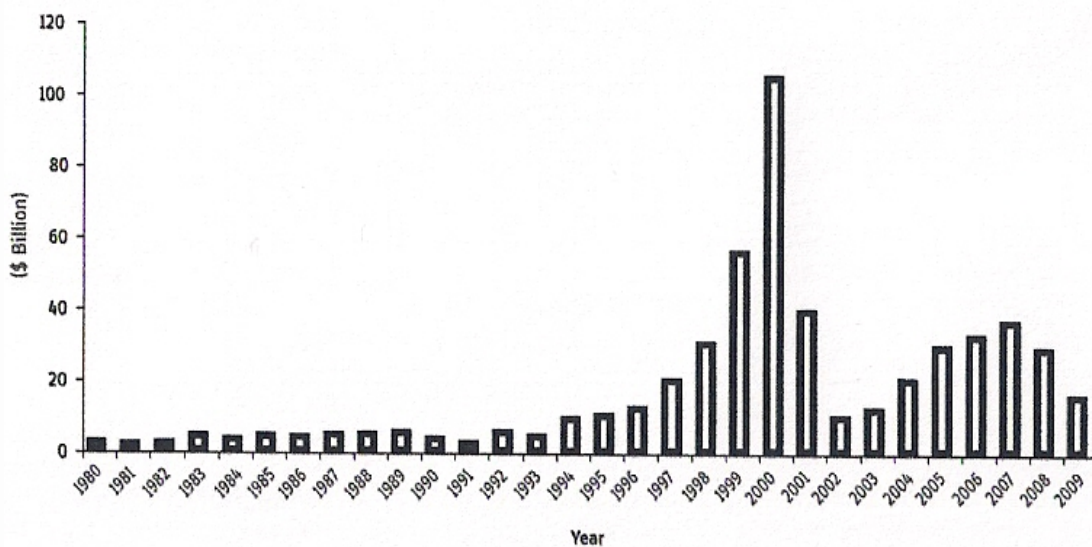
#### 3.4.2 ΗΠΙΑ

Όπως είδαμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η αρχή του venture capital στην Αμερική ήρθε με την ίδρυση της επενδυτικής εταιρείας AR&D το 1946, η οποία προχώρησε στην πρώτη επένδυση το 1958. Γενικά οι πρώτοι χρηματοδότες ΕΚΕΣ προέρχονταν από εύπορες οικογένειες, ενώ το πρώτο βήμα έγινε με το πέρασμα στην

Small Business Investment Act την ίδια χρονιά, το οποίο οδήγησε στη δημιουργία μικρών επενδυτικών εταιρειών (SBICs). Η ύφεση της αμερικάνικης οικονομίας την δεκαετία του '70 οδήγησε στην ύφεση και την αγορά των ΚΕΣ και ανάγκασε τους venture capitalists να αναπτύξουν μία εξειδίκευση στην διοίκηση αυτών των funds. Στα επόμενα χρόνια ορισμένες νομοθετικές ρυθμίσεις έδωσαν την απαραίτητη ώθηση στα κεφάλαια αυτά. Αυτές ήταν η Employee Retirement Income Security Act (ERISA) του 1978 με το νόμο “Prudent Rule” ο οποίος επέτρεπε στα ασφαλιστικά ταμεία να επενδύουν σε υψηλού ρίσκου τοποθετήσεις, η Small Business Investment Act και η Safe Harbor της ERISA το 1980, τα οποία αναγνώρισαν τις ΕΚΕΣ ως αναπτυξιακές και τα ασφαλιστικά ταμεία ως limited partners και η αναγνώριση της limited partnership ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας των ΚΕΣ.

Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα 3.5, το 1991 χαρακτηρίστηκε ως η χρονιά με την χαμηλότερες επενδύσεις σε venture capital, ενώ ακολούθησε μία περίοδος ανόδου η οποία κορυφώθηκε το 2000 όπου η ζήτηση για κεφάλαια ξεπέρασε τα \$100 εκατ.. Η δεκαετία 2001-2010 ξεκίνησε με κατακόρυφη πτώση των αντληθέντων κεφαλαίων venture capital, επιβεβαιώνοντας τον κυκλικό χαρακτήρα της αγοράς αυτής, και έκτοτε ανέβαινε με σταθερό ρυθμό μέχρι την νέα «κορυφή» το 2008.

Διάγραμμα 3.5 Αντληθέντα κεφάλαια της αμερικανικής αγοράς venture capital 1981-2009



Πηγή: NVCA Yearbook 2010

Στα χαρακτηριστικά της αμερικανικής αγοράς venture capital συγκαταλέγεται ότι η μεγαλύτερη πηγή άντλησης κεφαλαίων είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, ενώ όσον αναφορά τις μεθόδους εξόδου από τις επενδύσεις αυτές, κυριαρχούν η εξαγορά (trade sale), η οποία είναι η πιο διαδεδομένη και η δημόσια εγγραφή σε χρηματιστήριο (IPO), η οποία αυξομειώνεται ανάλογα με την οικονομική κατάσταση της αμερικανικής αγοράς. Το 1999 το 50% των IPOs στα αμερικανικά χρηματιστήρια αποτελούσαν τα IPOs των εταιρειών venture capital (venture-backed IPOs). Από το 2001 και μετά όμως μειώθηκε το ποσοστό που επέλεγε αυτή την μέθοδο εξόδου, λόγω της μείωσης των αποτιμήσεων των εταιρειών στα χρηματιστήρια (Κριτσιώνης, 2005, Thomson Venture Economics, PwC/Venture Economics/NVCA Money Tree Survey, Ξένου, 2003). Η απόδοση του 10ετούς IRR έπεσε στο 1,1% τον Δεκέμβριο του 2009 από 9,9% τον Ιούνιο του 2009 (Di Carlo, Kelly, 2010).

Σύμφωνα με Money Tree Report της PricewaterhouseCoopers/NVCA, από το 1995 έως το 2009 έχουν επενδυθεί συνολικά πάνω από \$477 δισ. σε περισσότερες από 66.000 συμφωνίες. Το 2009 οι venture capitalists επένδυσαν κεφάλαια ύψους \$17,7 δισ. σε 2.802 deals, ενώ μόνο για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2010 οι συμφωνίες έφτασαν τις 1.646 και η αξία τους τα \$11,4 δισ. (αυξημένες 23% και 49% σε \$ σε σύγκριση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2009) και η εταιρεία πιστεύει ότι αν η αγορά συνεχίσει να είναι θετική, η χρηματοδότηση των venture capital για όλο το 2010 θα ξεπεράσει τα επίπεδα του 2009. Γι αυτό το εξάμηνο ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων έχει φτάσει στις 211 με αξία \$8,518 εκατ., οι IPOs έχουν φτάσει τις 26 συνολικής προσφοράς \$2,211 εκατ. (www.nvca.org). Ο πίνακας 3.1 παρουσιάζει ενδεικτικά τις επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν κατά το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2010 ανά κλάδο:

Πίνακας 3.1: Επενδύσεις venture capital στους σημαντικότερους κλάδους για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο 2010

<b>Βιομηχανία</b>	<b>Επενδύσεις σε \$δισ.</b>	<b>Αριθμός συμφωνιών</b>
<b>Clean Technology</b>	2,273	141
<b>Biotechnology</b>	2,125	238
<b>Medical Device &amp; Equipment</b>	1,272	156

<b>Industrial/Energy</b>	1,958	131
<b>Software</b>	1,681	389
<b>Internet-specific companies</b>	1,77	381

*Πηγή: Προσαρμοσμένο από PricewaterhouseCoopers/NVCA, based on data provided by Thomson Reuters*

Η προτίμηση των venture capitalists σε εταιρείες μεταγενέστερου σταδίου ωρίμανσης ήταν πρόδηλη και το 2009, αφού οι επενδύσεις ανά κατηγορία σταδίου ανάπτυξης της εταιρείας ήταν οι εξής: Later Stage 34%, Expansion 31%, Early Stage 26%, Startup/Seed 9%.

Το ιδρύθηκε το National Venture Capital Association (NVCA), η παλαιότερη επαγγελματική ένωση που εκπροσωπεί την αγορά του venture capital στις Η.Π.Α. Η Ένωση περιλαμβάνει πάνω από 400 εταιρείες-μέλη, και σαν σκοπό έχει την προώθηση και στήριξη των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ως όχημα καινοτομίας και ανάπτυξης. Στις Η.Π.Α. το 2009 λειτουργούσαν 794 εταιρείες ΚΕΣ μέσου μεγέθους \$151 εκατ., οι οποίες διαχειρίζονταν χαρτοφυλάκια ύψους \$179 δισ. και επένδυσαν \$18 δισ. σε περισσότερες από 2400 επιχειρήσεις (www.nvca.org, NVCA Yearbook 2010).

### 3.4.3 Ισλαμική Αγορά Κεφαλαίων

Η 7<sup>η</sup> Μαΐου του 2008 αποτελεί ορόσημο για την Ισλαμική Αγορά ΚΕΣ, αφού η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SC) εισήγαγε τις “Guidelines and Best Practices on Islamic Venture Capital” τα οποία όριζαν τις ελάχιστες απαιτήσεις για τη δημιουργία μιας ισλαμικής εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (VCC) και μιας ισλαμικής εταιρείας διαχείρισης ενός ΚΕΣ (VCMC) (Securities Commission Malaysia, 2008, Accountants Today, 2008). Οι κύριες προϋποθέσεις είναι (Securities Commission Malaysia, 2008):

- Η ύπαρξη ενός συμβούλου Shariah, ο οποίος θα είναι αναγνωρισμένος και εγγεγραμμένος από τη SC και θα προσφέρει εξειδίκευση και οδηγίες για όλα τα θέματα, θα εξασφαλίζει ότι όλα τα διαχειριστικά κι διοικητικά θέματα βρίσκονται σε συμφωνία με τους κανόνες Shariah και να ετοιμάζει μία γραπτή περιοδική έκθεση που θα πιστοποιεί τα παραπάνω.



- Η συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της χρηματοδοτούμενης εταιρείας με τις αρχές της Shariah.
- Η ύπαρξη ενός υπαλλήλου πιστοποίησης, ο οποίος θα πρέπει να ενημερώνει τον σύμβουλο Shariah και το Δ.Σ. για οτιδήποτε δεν συμφωνεί με τις αρχές Shariah, θα υποστηρίζει τον σύμβουλο στο έργο του και θα ελέγχει σε τακτά διαστήματα την ισχύ της γραπτής του δήλωσης.
- Οποιαδήποτε επενδυτική πρόταση πρέπει να εγκριθεί από τον σύμβουλο Shariah, πριν υλοποιηθεί, ενώ για την επιβεβαίωση ότι η venture company είναι σύμφωνη με τις αρχές Shariah, υπεύθυνες είναι οι εταιρείες VCC και VCMC.
- Οι VCC και VCMC οφείλουν να διατηρούν λογαριασμούς βασισμένους στις αρχές της Shariah και η VCMC πρέπει πάντα να διαχωρίζει τα κεφάλαια που διαχειρίζεται για μία ισλαμική VCC από αυτά μιας άλλου τύπου.

Οι αρχές της Shariah που αφορούν στα venture capital είναι 3 (Securities Commission Malaysia, 2008):

- Η Musharakah, όπου δύο εταιρείες συνεργάζονται με σκοπό να συστήσουν μία επιχείρηση υψηλού ρίσκου, προσφέροντας κεφάλαια σε μετρητά ή σε είδος και μοιραζόμενες τα κέρδη, βάσει προσύμφωνου ή τις ζημιές βάσει της κεφαλαιακής συνεισφοράς.
- Η Mudharabah, μία συμφωνία στην οποία υπάρχουν ο επενδυτής rabb al-mal που δίνει τα κεφάλαια και ο επιχειρηματίας mudharib που διαχειρίζεται τη νέα επιχείρηση. Τα κέρδη της επιχείρησης μοιράζονται βάσει συμφωνίας που έχει γίνει από πριν, ενώ οι ζημιές επωμίζονται στον επενδυτή.
- Η Wakalah, μία συμφωνία η οποία δίνει την δυνατότητα σε άλλα νομικά πρόσωπα να δρουν για λογαριασμό τους, βάσει συμφωνημένων όρων.

Για να εγγραφεί μια εταιρεία ως VCC ή VCMC στο Securities Commission, πρέπει να πληρεί όλες τις «Κατευθυντήριες Γραμμές» της, κι επιπλέον να διατηρεί ένα ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ύψους RM100.000 και να διατηρεί τουλάχιστον ένα διορισμένο άτομο, το οποίο θα ηγείται της επενδυτικής ομάδας ([www.sc.com.my](http://www.sc.com.my)).

Όπως υποδηλώνει το όνομά της το Gulf Venture Capital Association (GVCA) είναι ένα όργανο του οποίου οι αρμοδιότητες είναι να ενθαρρύνει την ανάπτυξη και την ευημερία του κλάδου των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στη περιοχή του Κόλπου και την ευρύτερη Μέση Ανατολή. Στην πραγματικότητα βέβαια, το GVCA

δημιουργήθηκε ως αντιστάθμισμα για την Arabian Knowledge Economy Association (AKEA), του οποίου η αποστολή ήταν η ενίσχυση των επιχειρηματικών δεξιοτήτων και η ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας στους νέους και τις γυναίκες στον αραβικό κόσμο. Σήμερα ωστόσο ο πρόεδρος της AKEA, είναι πρόεδρος και της GVCA.

Αυτό που είναι σίγουρο πέρα από κάθε αμφιβολία είναι ότι η βιομηχανία προς το παρόν είναι εξαιρετικά μικρή, της τάξης των \$100 εκατ. και ίσως αξίζει λιγότερο από το ήμισυ, για αυτό και οι μεμονωμένες επενδύσεις δεν δύναται να είναι κερδοφόρες. Αυτό συμβαίνει γιατί το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων από την αγορά πετρελαίου δεν διοχετεύονται στην περιοχή αυτή, αλλά κατευθύνονται σε επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων του Δυτικού Κόσμου. Ωστόσο όταν η παγκόσμια ύφεση τελειώσει, η ισλαμική αγορά επιχειρηματικού κεφαλαίου θα μπορούσε εύκολα να είναι ένας από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους τομείς της παγκόσμιας οικονομίας (McNamara, 2010).

Ωστόσο σήμερα οι ενώσεις των ισλαμικών venture capital είναι λίγες στον αριθμό και δεν έχουν επιδείξει σημαντικό έργο. Γενικά στην περιοχή MENA (Middle East – North Africa) ιδρύθηκαν μόνο 3 venture capital fund, ενώ συνολικά υπάρχουν 22 τεχνολογικά πάρκα τα οποία επενδύουν κυρίως στο τομέα των ακινήτων. Οι τράπεζες στον ισλαμικό κόσμο θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν τα υψηλού κινδύνου ίδια κεφάλαιά τους για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη υψηλών τεχνολογιών εφαρμογών σε κρίσιμους τομείς της περιοχής, όπως της υγείας, των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, της καλλιέργειας στην έρημο με ελάχιστο νερό κ.α. Μόνο μια πρωτοβουλία για την ίδρυση ενός κεφαλαίου του μεγέθους των \$3 ως 5 δισ. από οργανισμούς, όπως οι Islamic Development Bank (IDB) και Awqafs, θα μπορούσε να οδηγήσει στην ταχεία ανάπτυξη της βιομηχανίας του venture capital (Siddiqui, 2010). Επίσης οι κυβερνήσεις των ισλαμικών χωρών θα μπορούσαν να δώσουν κίνητρα στους, κατά γενική ομολογία, υψηλής καθαρής θέσης επενδυτές για να χρηματοδοτήσουν ανερχόμενες επιχειρήσεις. Κι αυτό μπορούν να το δρομολογήσουν μόνο αν αλλάξουν το νομικό πλαίσιο για τα venture capital, αν προωθήσουν την έρευνα και τη διασύνδεση της αγοράς με τα πανεπιστήμια, κι αν ενθαρρύνουν την ενασχόληση των ασφαλιστικών ταμείων με αυτού του τύπου τις επενδύσεις (Salman Syed, 2008).

Η Ινδία είναι ίσως η πιο ώριμη χώρα για επενδύσεις venture capital στην περιοχή MENA, με 150 εκατομμύρια περίπου μουσουλμανικό πληθυσμό, εξαιτίας του γεγονότος ότι διαθέτει ένα ισχυρό μείγμα επιχειρηματικότητας, θεσμικού πλαισίου, ώριμων κεφαλαιαγορών, ανώτατης πανεπιστημιακής εκπαίδευσης και τεχνολογικών πάρκων. Η ισλαμική αγορά κεφαλαίων, που αναζητά νέες αγορές στην μετά την πιστωτική κρίση εποχή, θα μπορούσε με το κατάλληλο στρατηγικό σχέδιο υποδομής σε συνδυασμό με τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων, να πρωταγωνιστήσει στην χρηματοδότηση καινοτόμων επιχειρήσεων σε αυτήν τη νέα αγορά (Siddiqui, 2010).

Το πρώτο ΚΕΣ του ισλαμικού κόσμου συστήθηκε τον Ιούλιο του 2008 από την Malaysia Venture Capital Management και ήταν το Musharaka Fund. Η διαχειρίστρια εταιρεία του ήταν η Musharaka Venture Management και σκοπός της ήταν να επενδύσει σε 4 τουλάχιστον επιχειρήσεις τεχνολογικής βάσης. Το Malaysia Venture Capital Management, η θυγατρική εταιρεία venture capital του Υπουργείου Οικονομικών της Μαλαισίας συμμετείχε στη χρηματοδότηση του fund με \$8,3 εκατ., ενώ υπήρξαν και επενδυτές από την Ελβετία και την Μέση Ανατολή που συνεισέφεραν \$1,83 εκατ. (McNamara, 2010).

Στο τέλος του 2007, η Μαλαισία αριθμούσε 98 εταιρείες ΚΕΣ και διαχειρίστριες αυτών να διαχειρίζονται συνολικά κεφάλαια ύψους RM3,3 δισ.. Οι εταιρείες αυτές λειτουργούν κάτω από την «ομπρέλα» του Malaysia International Islamic Finance Center (MIFC). Στο άμεσο μέλλον, η βιομηχανία του venture capital στην Μαλαισία θα αποτελέσει την αιχμή του δόρατος για την ισλαμική αγορά όλης της περιοχής MENA, κι αυτό χάρη στην σημασία και την υποστήριξη που της δίνει η κυβέρνηση της χώρας (Accountants Today, 2008).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Venture Capital στην Ελληνική Ναυτιλία

#### 4.1 Ο θεσμός του Venture Capital στην Ελλάδα

Η ελληνική αγορά χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜμΕ) οικογενειακού χαρακτήρα. Συντριπτικό ποσοστό αυτών των ΜΜΕ (πάνω από 95%) απασχολούν λιγότερους από 10 εργαζομένους. Η έννοια της επιχειρηματικότητας αποτελεί έναν από τους τομείς υστέρησης της ελληνικής οικονομίας, κι αυτό όχι τόσο σε επίπεδα εφευρετικότητας και καινοτομίας, αλλά πιο πολύ στην έλλειψη, σε αρκετούς κλάδους, του απαραίτητου νομικού και οικονομικού πλαισίου που θα τη βοηθήσει να ανθήσει. Για παράδειγμα δεν υπάρχει ουσιαστικό νομικό πλαίσιο για την εμπορευματοποίηση καινοτόμου έρευνας στα πανεπιστήμια (spin-offs) και η εξαιρετικά αυστηρή νομοθεσία περί πτωχεύσεων αποθαρρύνει νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες. Εκτός από αυτά σημαντικός παράγοντας εχθρικού περιβάλλοντος προς τις ΜμΕ είναι οι ολιγοπωλιακές αγορές και ο αθέμιτος ανταγωνισμός εκ μέρους των ηγέτιδων εταιρειών τους (Θεοδωρίδου, 2009). Σε αυτά τα χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας οφείλεται και η καθυστέρηση της ανάπτυξης εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων.

Από το 1999 και μετά όμως με την μεγάλη άνοδο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, άρχισε και ουσιαστικά η ανάπτυξη των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών στην Ελλάδα. Την περίοδο εκείνη πολλοί χρηματοοικονομικοί όμιλοι δημιούργησαν πολλές θυγατρικές εταιρείες venture capital εκμεταλλευόμενες τις υψηλές αποδόσεις που τους εξασφάλιζαν. Ωστόσο επειδή πολλές από αυτές ιδρύθηκαν μόνο και μόνο για να εκμεταλλευτούν τις υπερβολικές αποδόσεις του χρηματιστηρίου, αφού χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο πριν την δημόσια εγγραφή, αναγκάστηκαν να διακόψουν την λειτουργία τους με την πτώση της κεφαλαιαγοράς από το 2001 και ύστερα (Κριτσιώνης, 2005). Σήμερα βέβαια το venture capital θεωρείται ένας από τους κύριους εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης νέων επενδύσεων υψηλού ρίσκου στην Ελλάδα.

Σύμφωνα με μελέτη, στο 75% των Εταιρειών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα συμμετέχουν Ιδιώτες και με

ελαφρώς χαμηλότερο ποσοστό Τράπεζες, ενώ τα Ασφαλιστικά και Συνταξιοδοτικά Ταμεία έχουν σχεδόν μηδενική συμμετοχή, κι αυτό διότι μέχρι το 200 δεν επιτρεπόταν από τον Νόμο, παρόλο που τα venture capital αποτελούν την πλέον ιδανική τοποθέτηση για τα κεφάλαιά τους λόγω διάρκειας, υψηλών αποδόσεων και ρίσκου. Οι κύριες πηγές χρηματοδότησης, όπως γίνεται φανερό, προέρχονται από τις Τράπεζες (26,12%), τους Ιδιώτες (27,08%) και το ΤΑΝΕΟ (10,96%). Από τη δεκαετία του '90, τα venture capital βοήθησαν επίσης σημαντικά τις ελληνικές επιχειρήσεις να εξαπλώσουν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες και εκτός συνόρων, στις αναπτυσσόμενες αγορές των Βαλκανίων και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Μάλιστα το 2007, ο δείκτης των συσσωρευμένων ξένων επενδύσεων τους (FDI) στις αγορές αυτές ξεπέρασε τα €7 δισ. (Ατλαντίς Συμβουλευτική, 2007).

Τα επενδυτικά κεφάλαια των ΚΕΣ μέχρι τον Μάρτιο του 2008, κατευθύνθηκαν στους κλάδους της ενέργειας (27%), της πληροφορικής τεχνολογίας και της βιομηχανίας (19% έκαστος), στη γεωργία (14%), στα τρόφιμα και ποτά (9%), στην ανακύκλωση (8%) και στην ιατρική (4%) (Ατλαντίς Συμβουλευτική, 2007). Οι επενδύσεις των private equities ως ποσοστό του Α.Ε.Π. για το 2009, στην Ελλάδα έφτασαν το 0,068%, αρκετά μικρότερος από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο που ήταν 0,186%. Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι πρώτη χώρα ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο με 0,566%, δεύτερη η Σουηδία με 0,432% και τρίτο το Βέλγιο με 0,314% (www.evca.eu).

#### *4.1.1 Νομικό καθεστώς στην Ελλάδα*

Οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένου και του venture capital, είχαν μηδαμινή εφαρμογή στην ελληνική αγορά μέχρι και τις αρχές του '90. Για αυτό και η στήριξη των ΜΜΕ μέσω αυτών ήταν η ελάχιστη. Ως πρόγονους των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών την δεκαετία του '80, μπορούμε να χαρακτηρίσουμε τους κρατικούς μηχανισμούς ΕΟΜΜΕΧ και ΓΓΕΤ. Ο Ελληνικός Οργανισμός Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων Χειροτεχνίας προσέφερε τεχνικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες και χρηματοδοτική υποστήριξη με επιχορηγήσεις και άτοκα δάνεια σε εταιρείες εκμετάλλευσης ελληνικών καινοτομικών προϊόντων, ενώ η Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας παρείχε τις γνωμοδοτήσεις για την χορήγηση επιδοτήσεων και δανείων σε επενδυτές υψηλής τεχνολογίας (Ξένου, 2003).

Τα νομικά στάδια εξέλιξης του venture capital στην Ελλάδα ήταν τα εξής:

➤ **N. 1775/88**

Ξεκινά η θεσμική λειτουργία των Εταιρειών Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου στην Ελλάδα. Θεσπίζεται η Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) ως φορέας παροχής των ΕΚΥΚ. Η ΕΠΕΚ ως ανώνυμη εταιρεία καταβάλλει σε μετρητά ένα ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ύψους 500 εκατ. δραχμών (€1,467 εκατ.) σε επιχειρήσεις της μορφής Α.Ε ή Ε.Π.Ε., οι οποίες επιθυμούν να επενδύσουν στην τεχνολογία και την καινοτομία. Οι ΕΠΕΚ επιχορηγούνται από το κράτος με το 30% της συμμετοχής τους στις εταιρείες, κι έχουν το δικαίωμα έκπτωσης 3% από το υπόλοιπο ποσό του τέλους ενός έτους χρήσης.

Ωστόσο ο νόμος αυτός δεν ήταν καθόλου ευνοϊκός για την ανάπτυξη του venture capital στην ελληνική αγορά, αφού περιελάμβανε πλήθος περιορισμών, για αυτό και τροποποιήθηκε αργότερα με τον **N. 2166/93**. Και οι δύο νόμοι καταργήθηκαν το 1997.

➤ **N. 2367/95**

Ρυθμίζεται συνολικά το πλαίσιο λειτουργίας του Venture Capital και αναγνωρίζεται ως φορέας παροχής του πια η Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), η οποία είναι Α.Ε. «που έχει σκοπό την συμμετοχή στο κεφάλαιο εταιρειών που εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εισηγημένες στο χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα». Η ΕΚΕΣ πρέπει να έχει ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου το 1 δισ. δραχμές (€2,935 εκατ.), οι μετοχές της δύναται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, ενώ στο μετοχικό της κεφάλαιο μπορούν να μετέχουν φυσικά και νόμιμα πρόσωπα (έως 30%) και πιστωτικά ιδρύματα (έως 65%). Το κράτος μπορεί να επιχορηγήσει την ΕΚΕΣ μέχρι 20% του ποσού συμμετοχής. Οι ΕΚΕΣ οφείλουν να μείνουν στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης τουλάχιστον 4 έτη, με συμμετοχή τους να μην υπερβαίνει το 45%. Επίσης οι ΕΚΕΣ μετά το τέλος της 3<sup>ης</sup> χρήσης τους, είναι υποχρεωμένες να διατηρούν συνεχώς επενδεδυμένο σε συμμετοχικές

ή μετατρέψιμες ομολογίες, τουλάχιστον το 50% των ιδιωτικών κεφαλαίων τους, αλλά δεν μπορούν να επενδύσουν άνω του 20% των ιδιωτικών κεφαλαίων τους στην ίδια εταιρεία. Η εποπτεία της ΕΚΕΣ είναι ευθύνη του υπουργού εμπορίου (Ξένου, 2003).

Με το Ν. 2789/2000 καταργήθηκαν πολλές προϋποθέσεις του νόμου του '95 και μπόρεσε να μειωθεί η φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ στο 20% για όλες τις περιπτώσεις. Έτσι δύναται από τότε οι ΕΚΕΣ να διανέμουν τα μερίσματα στους μετόχους τους χωρίς πρόσθετα κόστη επιβάρυνσης και να αμείβουν τα στελέχη τους με ποσοστά επί των κερδών, εκπτώσεις παγίων κτλ (Ξένου, 2003).

#### ➤ Ν. 2992/2002

Με τον νόμο αυτό εισάγεται ο θεσμός των ΑΚΕΣ (Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών) στην ελληνική αγορά. Τα ΑΚΕΣ είναι Αμοιβαία Κεφάλαια κλειστού τύπου τα οποία τα διαχειρίζονται Ανώνυμες Εταιρείες ή Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και σαν σκοπό έχουν την χρηματοδότηση νέων ή Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων στους κλάδους της νέας οικονομίας, όπως τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, βιοτεχνολογία, e-commerce. Οι διαχειρίστριες εταιρείες έχουν συσταθεί για αυτόν τον σκοπό κι πρέπει να έχουν ελάχιστο μετοχικό κεφαλαίο €100.000. Τα ΑΚΕΣ έχουν ανώτατη διάρκεια ζωής τα 15 έτη και το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού κατά την σύσταση τους πρέπει να είναι €3 εκατ.. Η ελάχιστη αξία συμμετοχής για να αποκτήσει κάποιος μερίδιο σε ένα ΑΚΕΣ είναι τα €150.000, ενώ το ποσοστό συμμετοχής δεν δύναται να ξεπεράσει το 20% του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Οι επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν τις συμμετοχές τους τα ΑΚΕΣ πρέπει να είναι κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις με έδρα την Ελλάδα και να μην έχουν εισαχθεί σε χρηματιστηριακή αγορά. Οι ΑΚΕΣ απαλλάσσονται από την φορολογία, εκτός από τους μετόχους τους, για τους οποίους ισχύει η αρχή της φορολογικής ουδετερότητας. Επίσης δύναται κάθε ΕΚΕΣ που διέπεται από τον Ν.2367/95 να μετατρέπεται σε ΑΚΕΣ (Κριτσιώνης, 2005, Θεοδωρίδου, 2009).

#### ➤ ΤΑΝΕΟ Α.Ε.

Η ελληνική Πολιτεία προσπαθώντας να ενισχύσει την αγορά κεφαλαίων στη χώρα προχώρησε αρχικά με το άρθρο του Ν. 2843/2000 στην νομοθετική σύσταση του πρώτου ελληνικό fund of funds με την επωνυμία «Ταμείο Νέας Οικονομίας Α.Ε» (TANEO Α.Ε.). Η εταιρεία συστάθηκε και νομικά στις 18 Μαΐου 2001 και άλλαξε την επωνυμία της σε «Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε.». Κύριος σκοπός της ίδρυσής της είναι να συμμετέχει μειοψηφικά σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.), εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ) και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου τα οποία ιδρύονται με σκοπό να χρηματοδοτήσουν καινοτόμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα αρχικά τους βήματα και διέπονται από τη νομοθεσία κράτους – μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και σε επενδυτικά σχήματα που διέπονται από τη νομοθεσία αλλοδαπού κράτους και θα επενδύουν στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, η διαχείριση επενδυτικών σχημάτων και η παροχή συμβουλών για τη διαχείριση τους. Κύρια κριτήρια τα οποία λαμβάνονται υπόψη για την επιλογή των επενδυτικών σχημάτων που θα χρηματοδοτηθούν, είναι η αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων και των διαχειριστών καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη των τομέων της νέας οικονομίας ([www.taneo.gr](http://www.taneo.gr)).

Το TANEO Α.Ε. δραστηριοποιήθηκε για πρώτη φορά μετά την γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Σεπτέμβριο του 2002 με τον Ν. 548/2002, που αναγνώριζε την συμβατότητα του καθεστώτος λειτουργίας του ως μορφή κρατικών ενισχύσεων στην Ε.Ε. Την διαδικασία της προσέλκυσης των θεσμικών επενδυτών στο TANEO ανέλαβαν η Deutsche Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Eurobank, κι η έκδοση θεωρήθηκε αρκετά επιτυχής, αφού καλύφθηκε οχτώ φορές. Τον Ιούνιο του 2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία αυτή με την έκδοση ομολόγου το οποίο και συγκέντρωσε συνολικά αρχικά κεφάλαια ύψους €150 εκατ.. Από αυτά τα €25,5 εκατ. προήλθαν από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης, τα €19,5 εκατ. από Εθνική Συμμετοχή και τα €105 εκατ. από 35 Έλληνες ιδιώτες και ξένους θεσμικούς επενδυτές, ενώ μελλοντικά αναμένεται ότι αυτό το κεφάλαιο θα διπλασιαστεί φτάνοντας τα €300 εκατ., ύστερα από την συμμετοχή και άλλων ΕΚΕΣ.

Το TANEO δεν μπορεί να χρηματοδοτήσει μία επένδυση ενός Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών με ποσοστό μεγαλύτερο από το 50% του συνολικού ποσού της. Πράγμα το οποίο σημαίνει ότι σε μία επένδυση που αφορά την ίδρυση μίας



μικρομεσαίας επιχείρησης, το 50% των κεφαλαίων θα το διαθέσει το venture capital που δημιούργησε το fund και το άλλο 50% το TANEΟ, από το οποίο η αναλογία συμμετοχής δημοσίου και ιδιωτών θα είναι η ίδια με την κάλυψη της αρχικής έκδοσης του ομολόγου των €150 εκατ.. Το ίδιο το Ταμείο όσο και η Ε.Ε. έχουν θεσπίσει ως ανώτατο ποσό χρηματοδότησης για μία επένδυση τα €3 εκατ. κι επιπροσθέτως ως μέγιστο εκταμιευμένο ποσό το €1 εκατ. ανά εξάμηνο. Το μεγαλύτερο μέρος των κινδύνων το αναλαμβάνει η TANEΟ (Κριτσιώτης, 2005, σελ. 102-108).

Η διοικητική δομή της Εταιρείας σήμερα έχει ως εξής:

- Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας, τα μέλη του οποίου είναι αιρετά και εισηγούνται τις προτάσεις που δέχονται στην Επενδυτική Επιτροπή.
- Η Ομάδα Διαχείρισης, που επεξεργάζεται τις επενδύσεις.
- Η Επενδυτική Επιτροπή, τα μέλη της οποίας προέρχονται από μεγάλες ελληνικές τράπεζες και βιομηχανίες, έχει ως ρόλο την εξέταση των επενδυτικών προτάσεων που τις εισηγούνται από το Δ.Σ. και την τελική έγκριση ή απόρριψη τους.
- Ο Σύμβουλος Επενδύσεων KPMG. Ο οποίος εγκρίνει και αυτός τις επενδυτικές προτάσεις.
- Το Westport VC, το πρώτο fund of funds της Ευρώπης με έδρα την Μεγάλη Βρετανία, το οποίο δρα ανάμεσα στη Διοίκηση και την Επενδυτική Επιτροπή.

Σταθμός στην ιστορία της TANEΟ ήταν η πρώτη επένδυση που πραγματοποίησε το 2003, στο ΑΚΕΣ “Capital Connect Product Partners” συνολικής αξίας €24 εκατ., από κοινού με το ασφαλιστικό ταμείο της πορτογαλικής τράπεζας Banco Espirito Santo, το ελβετικό fund of funds CMA Technology Advisors και Έλληνες εφοπλιστές. Μία πολύ αναγνωρίσιμη επένδυσή του ήταν τα «Προϊόντα Κρόκου Κοζάνης» σε συνεργασία με την εισηγμένη «Κορρές» και το Συνεταιρισμό Κροκοπαραγωγών Κοζάνης (Χρυσικόπουλος, 2008). Η επενδυτική περίοδος του ΑΚΕΣ έληξε τον Οκτώβριο του 2008 και η διαχειρίστρια ομάδα του ΑΚΕΣ εξετάζει εναλλακτικές προτάσεις σχετικά με το μέλλον των υφιστάμενων εταιρειών του χαρτοφυλακίου του.

Ακολούθησαν διάφορες επενδύσεις, όπως το ΑΚΕΣ “Zeitech Fund” το 2004, από κοινού με την Τράπεζα Αττικής και διαχειρίστρια εταιρεία του ΑΚΕΣ την “Attica Ventures”. Το συνολικό δεσμευμένο και επενδυμένο ποσό στις εταιρείες του

χαρτοφυλακίου του fund ανέρχεται σε €40 εκατ. και κατευθύνεται σε ΜΜΕ των κλάδων της ενέργειας, τροφίμων, ακινήτων και logistics.

Το 2004 ιδρύθηκε το “IBG Hellenic Fund II” συνολικής αξίας €17,06 εκατ. από κοινού με την Marfin Financial Group και επιχειρηματίες και εφοπλιστές, όπου το ποσοστό συμμετοχής του TANEΟ ανέρχεται στο 39,999%.

Το 2005 ιδρύθηκε το πρώτο περιφερειακό ΑΚΕΣ “Pancreta Ventures” αξίας €6 εκατ. από κοινού με την Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα. Το συγκεκριμένο ΑΚΕΣ μετονομάστηκε σε AXON-TANEΟ και τα επενδεδυμένα κεφάλαια έφτασαν τα €40 εκατ., ενώ το TANEΟ συμμετέχει με ποσοστό 49,99%. Το πρώτο τριμήνου του 2010 η διαχειρίστρια ομάδα του ΑΚΕΣ βρισκόταν σε διερεύνηση πιθανού αγοραστή, διότι ο συνεπενδυτής του ΑΚΕΣ αποφάσισε να πουλήσει τα μερίδια του ([www.taneo.gr](http://www.taneo.gr), Κολοφωτιά).

Το 2007 αποτέλεσε χρονιά σταθμό για το TANEΟ, αφού απέκτησε νέο προσανατολισμό πιο κοντά στις ΜμΕ. Στην ανανεωμένη επενδυτική πολιτική της, εφαρμόζονται όλες οι Κοινοτικές κατευθυντήριες γραμμές και περιλαμβάνει πλέον επενδύσεις σε νέες «επώνυμες» μικρομεσαίες επιχειρήσεις όχι μόνο στον κλάδο των νέων τεχνολογιών, αλλά και σε αυτούς των logistics, της ενέργειας και της γεωργίας. Η νέα στρατηγική έδωσε κίνητρα σε μεγάλες ξένες και ελληνικές τράπεζες καθώς και επιχειρηματικές ομάδες και εφοπλιστές να επενδύσουν στον κλάδο του venture capital, ενισχύοντας έτσι την ελληνική επιχειρηματικότητα. Έτσι μέσα στο 2008 δημιουργήθηκαν ακόμη επτά funds με απώτερο σκοπό την απορρόφηση όλων των δημόσιων και ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων που είναι διαθέσιμα στην ευρύτερη περιοχή της Βαλκανικής:

Το “THERMI – TANEΟ ΑΚΕΣ” συνολικού ύψους €24 εκατ. ιδρύθηκε το 2003 με έδρα τη Θεσσαλονίκη. Αποτελεί την μεγαλύτερη θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων στη Νοτιανατολική Ευρώπη, κι συστάθηκε από κοινού με την εταιρεία ασφαλιστικών μεσιτειών «Κούμπας Συμμετοχές Α.Ε.», την Proton Bank και την IBG Α.Ε., θυγατρική της Επενδυτικής Τράπεζας της Ελλάδος του Ομίλου Marfin. Σήμερα, στην Θερμοκοιτίδα λειτουργούν 31 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κυρίως στους τομείς της βιοϊατρικής, της βιοτεχνολογίας, του λογισμικού, τηλεματικής, της ανάπτυξης διαδικτυακών εφαρμογών και συστημάτων προστασίας του περιβάλλοντος.

Το “ALPHA – TANEΟ ΑΚΕΣ” αποτελεί ένα επενδυτικό σχήμα ύψους €30 εκατ., όπου το TANEΟ συμμετέχει με ποσοστό 49% και η Alpha Bank με το υπόλοιπο ποσοστό. Πολύ γνωστές επενδύσεις του ΑΚΕΣ είναι οι εταιρείες “Upstream” και «Πειραϊκή Ζυθοποιία». Το συγκεκριμένο ΑΚΕΣ αποτελεί την εξέλιξη του παλαιότερου private equity-venture capital fund στην Ελλάδα, της “Alpha Venture” που ιδρύθηκε το 1990 και συνεισφέρει από τότε στην επενδυτική δραστηριότητα ελληνικών επιχειρήσεων στα Βαλκάνια και την Ευρώπη.

Το “OXYGEN –TANEΟ ΑΚΕΣ” συνολικής αξίας €30 εκατ. από κοινού με τον Όμιλο Ρέστη και άλλους ιδιώτες. Η εταιρεία έκλεισε με ζημιές στο τέλος του 2009 για τρίτη συνεχόμενη χρήση, κι στην Έκθεση του Ορκωτού Ελεγκτή της επισημαίνεται ότι υπάρχει αβεβαιότητα ως προς την συνέχιση των δραστηριοτήτων της, επειδή τα Ίδια Κεφάλαιά της δεν υπερβαίνουν το μισό του μετοχικού κεφαλαίου.

Το “GIVE – TANEΟ ΑΚΕΣ” (GloCal Venture Capital) είναι ένα επενδυτικό σχήμα ύψους €20 εκατ. το οποίο συστάθηκε από κοινού με την Banca de Gottardo και μίας κοινοπραξίας Ελλήνων, Ιταλών, Ελβετών και Αμερικανών επενδυτών υπό την επίβλεψη του Καθηγητή κ. Σεφέρη. Από το 2007, το συγκεκριμένο ΑΚΕΣ υποστηρίζει πλήρως την ένα από τα δημιουργήματα του καθηγητή, την μη-κερδοσκοπική οντότητα “Archimedes Center for Innovation and Creation” που δραστηριοποιείται στην ακαδημαϊκή και επαγγελματική κοινότητα στους τομείς της αεροπορίας και των κατασκευών.

Το “PIRAEUS – TANEΟ ΑΚΕΣ” συνολικών κεφαλαίων ύψους €30 εκατ., με δυνατότητα αύξησης στα €40 εκατ. από κοινού με την Τράπεζα Πειραιώς.

Το “NEW MELLON – TANEΟ ΑΚΕΣ” ύψους €15 εκατ., το οποίο δημιουργήθηκε από κοινού με την Γενική Τράπεζα, μέλος του Ομίλου Societe Generale που είναι κι ο Θεματοφύλακός του. Το ΑΚΕΣ έχει υλοποιήσει επενδύσεις στους τομείς της ανακύκλωσης και των φωτοβολταϊκών πάρκων στην Βόρεια Ελλάδα.

Το επενδυτικό σχήμα “TANEΟ – FG RES ΑΚΕΣ”, ιδρύθηκε στο τέλος του 2008 με ύψους ενεργητικό €24 εκατ. με προοπτική να φτάσει τα €30 εκατ. στο τέλος του 2009. Στο fund αυτό συμμετέχουν από κοινού με την TANEΟ, η Οικογένεια Βίκτωρα Ρέστη με ποσοστό 25% και η Οικογένεια Φειδάκη με το ίδιο ποσοστό επίσης, ενώ Θεματοφύλακός της είναι η Τράπεζα FBBank. Σκοπός του είναι να επενδύσει σε 8 ως 12 ΜμΕ που θα απασχολούνται στο χώρο των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας και

του Eco-Innovation ([www.taneo.gr](http://www.taneo.gr), [www.thermokoitida.gr](http://www.thermokoitida.gr), [www.attica-ventures.gr](http://www.attica-ventures.gr), [www.oxycap.gr](http://www.oxycap.gr), [www.glocalventurecapital.gr](http://www.glocalventurecapital.gr), [www.logovertures.gr](http://www.logovertures.gr)).

Υπάρχουν όμως κι άλλα venture capital funds τα οποία είχαν ιδρυθεί πριν την σύσταση το TANEO Α.Ε. και δεν είναι μέλη της σήμερα., όπως:

Το πρώτο venture capital fund στην Ελλάδα, το “Global Finance” ιδρύθηκε το 1991 από μία ομάδα αμερικανικών θεσμικών επενδυτών, Ελλήνων βιομηχάνων, εφοπλιστών και στελεχών, όπως η Baring Venture Partners, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η ΕΤΕΒΑ, η Eurobank και η Βιοχάλκο, με επικεφαλής τον κ. Πλακόπητα. Το επενδυτικό αυτό σχήμα έχει διαχειριστεί μία σειρά από πολύ καινοτόμα funds σε όλη την περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, από το '91 με το πρώτο “Baring Hellenic Ventures” έως και σήμερα με το τελευταίο “South Eastern Europe Fund (SEEF)”. Τα συνολικά κεφάλαια που επένδυσαν οι μέτοχοι της Global Finance ανέρχονται σε περίπου 911 εκατ. και διατέθηκαν σε περισσότερες από 70 επενδύσεις σε 11 συνολικά χώρες. Μερικές από τις πιο αντιπροσωπευτικές επενδύσεις ήταν οι εταιρείες Goody's, Chipita, Γερμανός, Jumbo, Γρηγόρης Μικρογεύματα, Mark Aalen, Babyland, Δωδώνη, Yioula Glassworks, Nikas, NetMed, United Milk Company (Βουλγαρία), Sicomed (Ρουμανία), Temenos (Ελβετία), Corporation Dermoaesthetica (Ισπανία), Mobiltel (Βουλγαρία), Orange (Ρουμανία), Titan/Moara Loulis (Ρουμανία), Chipita Bulgaria, Neoset Rumania, ICAP, Andromeda, Χρυσή Ευκαιρία και Ευρωκλινική ([www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)).

Ο Όμιλος Λεβέντη από κοινού με την Alpha Bank και τον ναυτιλιακό Όμιλο Μαρτίνου προχώρησαν το 1996 στην ίδρυση της εταιρείας διαχείρισης Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών “Vectis Capital”, με συνολικά αρχικά κεφάλαια ύψους €26,5 εκατ.. Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων της περιελάμβανε εταιρείες, όπως ΚΟΥ-ΚΟΥ Α.Ε., Ideal Systems, Ελληνικός Γύρος Α.Ε., Mantis Πληροφορική Α.Ε., Αίολος Logistics Services και Η Pizza Fan. Σήμερα η εταιρεία διαχειρίζεται άνω των €120 εκατ. κεφάλαια μέσω τριών funds που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, τα Βαλκάνια και τη Δυτική Αφρική (Χρυσικόπουλος, 2008).

Ο Όμιλος της Alpha Trust ίδρυσε το 2000 το fund “Alpha Trust Innovation Α.Ε.Κ.Ε.Σ.” με συνολικά αρχικά κεφάλαια υπό διαχείριση ύψους €11 εκατ.. Η συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών που επενδύει είναι μειοψηφική και είναι κατά μέσο όρο γύρω στο €1 εκατ.. Μερικές από τις εταιρείες στις οποίες έχει

επενδύσει είναι η Logisys A.E., η Vector Informatic Systems A.E., η Harmony Cruises A.N.E. και η Γνώμων Πληροφορική. Η σύμβαση διαχείρισης του fund με τον όμιλο Alpha Trust A.E.Π.Ε.Υ. έληγε στις 25 Φεβρουαρίου 2007, ωστόσο η Γ.Σ. της εταιρείας στις 22 Φεβρουαρίου του 2007 αποφάσισε την παράταση της διάρκειάς της μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2007, επειδή η ολοκλήρωση της διαδικασίας πώλησης των συμμετοχών της δεν είχε ολοκληρωθεί μέχρι τότε ([www.alphatrust.gr](http://www.alphatrust.gr)).

Το 1988, ως μέρος των αντισταθμιστικών ωφελειών από την τεραστίων διαστάσεων αγορά πολεμικών αεροσκαφών από το ελληνικό δημόσιο, συστήθηκε η «Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων – HBDIC». Το συνολικό διαχειρίσιμο κεφάλαιο μέχρι το 2001 ανέρχεται σε €30 εκατ., ενώ στους μετόχους συμμετέχουν οι εταιρείες Lockheed Martin, η General Electric, η Northrop Grumman και το Ελληνικό Δημόσιο με ποσοστό 5%. Αποτελεί την πρώτη εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών στην Ελλάδα που εστίασε σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις όλων των σταδίων ωρίμανσης, κι έχει επενδύσει μέχρι το 2001 €41,67 εκατ. σε 33 επιχειρήσεις διαφόρων τομέων, όπως καταναλωτικά προϊόντα, φαρμακευτικά-ιατρικά προϊόντα, βιομηχανική αυτοματοποίηση και υψηλή τεχνολογία, πληροφορική και ξενοδοχειακές επιχειρήσεις. Μερικές από τις γνωστότερες επενδύσεις του fund αποτελούν οι εταιρείες Νηρέυς, Lavifarm, Φειδάς-Boxer, Olympic Marine, Ακτή Βραυρώνος, Θράκη Παλλάς κ.α. (Ξένου, 2003).

Η «Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών» αποτελεί ένα από τα παλαιότερα ΕΚΕΣ στην Ελλάδα, ιδρύθηκε το 1993 ως θυγατρική της Εμπορικής Τράπεζας και συγχωνεύτηκε το 2004 δια απορροφήσεως από την Εμπορική. Τα υπό διαχείριση κεφάλαιά της ανήλθαν σε \$200 εκατ. διοχετεύοντάς τα σε περισσότερες από 59 εταιρείες στην Ελλάδα, τις Η.Π.Α., την Κύπρο, την Τουρκία, Τα Βαλκάνια, την Ανατολική και τη Δυτική Ευρώπη στους κλάδους των τροφίμων και ποτών, των δομικών υλικών, του λιανικού εμπορίου και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεών της περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τις εταιρείες Βενέτης Ζαχαροπλαστική, Κυριακίδης Μάρμαρα, Babyland, κλινική «Παναγία», Καζίνο Ρόδου και Star Cinemas (Κριτσιώτης, 2005).

Το fund «4Ε ΑΕΕΚΕΣ» ιδρύθηκε το 1999 και είχε αρχικό κεφάλαιο €26,5 εκατ. Μεγαλομέτοχος της εταιρείας είναι η Omega Bank με ποσοστό 66,5% και έως σήμερα

έχει προχωρήσει σε 17 επενδύσεις στους κλάδους της βιομηχανίας, της Νέας Οικονομίας-Υψηλής Τεχνολογίας και του εμπορίου ([www.omegabank.gr](http://www.omegabank.gr)).

Την ίδια χρονιά η Εγνατία Τράπεζα μαζί με την International Life, την Elgeka και τον Όμιλο Σφακιανάκη ίδρυσαν το fund «Ιθάκη Κεφαλαίου ΕΚΕΣ» (Ulysses Finance, Ithaca Ventures), το πρώτο (non-captive) ανεξάρτητο ελληνικό ΚΕΣ. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο και συνολικό επενδεδυμένο κεφάλαιο του ανερχόταν σε €7,35 εκατ. κατανεμημένα σε επενδύσεις, ανάμεσα στις οποίες ήταν η εταιρεία εμπορίας παιδικού ρουχισμού Λητώ, ενώ σήμερα βρίσκεται στη φάση από-επένδυσης και διανομής των κερδών στους μετόχους (Ξένου, 2003, Φραντζεσκάκη, 2008).

Το 1999 η Εθνική Τράπεζα Της Ελλάδος σύστησε την «Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών Α.Ε.», η οποία είναι 100% θυγατρική της NBG International Ltd (NBGI) με έδρα το Λονδίνο και δραστηριοποιείται μέσω του υποκαταστήματός της στο Λονδίνο, NGBI Private Equity. Το fund αυτό ιδρύθηκε το 2000 και διαχειρίζεται τις επενδύσεις της ΕΤΕ στην Ελλάδα, την Βουλγαρία, την Ρουμανία, την Τουρκία, την Νοτιοανατολική Ευρώπη, την Γαλλία και την Μεγάλη Βρετανία, με κεφάλαια που έχουν ανέλθει τα €900 εκατ. ([www.nbgipe.com](http://www.nbgipe.com)). Πιο συγκεκριμένα είχε ιδρύσει το 2000 δύο funds, το NBG Greek Fund Ltd με κεφάλαια €40 εκατ. και το NBG Balkan Fund Ltd με κεφάλαια €30 εκατ., τα οποία έχουν ήδη ρευστοποιηθεί. Επίσης έχει ιδρύσει από κοινού με την Γενική Τράπεζα και το European Investment Fund, το NBG Technology Fund LP συνολικών κεφαλαίων €60 εκατ., το NBGI UK Private Equity Fund με κεφάλαια ύψους £100 εκατ., το NBG South Eastern Europe Fund με κεφάλαια €100 εκατ.. Σήμερα ο επενδυτικός βραχίονας της NBG Private Equity Fund σχεδιάζει να δημιουργήσει 4 funds: τα NBGI UK Private Equity Fund II (€150 εκατ.), NBG Technology Fund LP II (€70 εκατ.), NBG South Eastern Europe Fund II (€100 εκατ.) και ένα real estate fund για την Νοτιοανατολική Ευρώπη (€50-100 εκατ.) (Φραντζεσκάκη, 2008). Θυγατρική της NGBI Private Equity αποτελεί και η NGBI Ventures, μια εταιρεία venture capital η οποία συστήθηκε το 2001 και ειδικεύεται σε επενδύσεις στους τομείς της ιατρικής τεχνολογίας σε αμερικανικές και ευρωπαϊκές εταιρείες. Το συνολικό χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται σήμερα αγγίζει τα €100 εκατ. ([www.nbgiventures.com](http://www.nbgiventures.com)).

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών από κοινού με την Vectis Capital ίδρυσαν το 2003 την θερμοκοιτίδα «iVen A.E. – Καινοτόμες Επιχειρήσεις Α.Ε.», η

οποία διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους €8,8 εκατ. εκ των οποίων το 40% επιδοτείται από το πρόγραμμα «ΕΛΕΥΘΩ» της ΓΓΕΤ του Υπουργείου Ανάπτυξης. Μερικές από τις επιχειρήσεις στις οποίες έχει επενδύσει είναι η Ζύμη Α.Ε. και η Καριέρα Α.Ε. (Κριτσιώτης, 2005).

Το 2000 ιδρύθηκε η “Notos Consultants A.E.” η οποία μετονομάστηκε σε “Notos Associates A.E.”, που σκοπό είχε την παροχή συμβουλευτικής σε 3 κλειστού τύπου off-shore κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών: το Eikon Capital (2000) συνολικών κεφαλαίων €35 εκατ., το Eikon Mezzazine (2005) συνολικών κεφαλαίων €38 εκατ. και το Icon Real Estate (2006) με €100 εκατ..

Το 2000 ιδρύθηκε η εταιρεία θερμοκοιτίδας “I-Cube”, η οποία έχει χρηματοδοτήσει και επώσει έως σήμερα 14 καινοτομικές επιχειρήσεις πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών, συνολικής επένδυσης €6,96 εκατ., καθώς κι έχει αναπτύξει εξειδικευμένες υπηρεσίες πληροφορικής σε αναπτυσσόμενες αγορές. Από το 2007 δραστηριοποιείται στους κλάδους της παραγωγής ενέργειας από καύση αστικών αποβλήτων, των φωτοβολταϊκών και αιολικών σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας κ.α. (Φραντζεσκάκη, 2008).

Η «Θερμοκοιτίδα Ανάπτυξης Επιχειρήσεων i4G» άρχισε την λειτουργία της το 2003, με αρχικό προϋπολογισμό €5,5 εκατ.. Η χρηματοδότηση της έγινε 50-50% από την εταιρεία Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. και το πρόγραμμα «ΕΛΕΥΘΩ» της ΓΓΕΤ και μέχρι σήμερα έχει φιλοξενήσει 17 επιχειρήσεις ([www.i4g.gr](http://www.i4g.gr)).

Όλες οι εταιρείες Venture Capital που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα έχουν ιδρύσει από το 2003 την Ένωση Ελληνικών Επιχειρήσεων Επιχειρηματικών Συμμετοχών – HVCA, η οποία έχει ως σκοπό την προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της, την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων τους και την μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος. Σήμερα η Ένωση αριθμεί 18 μέλη, όσα είναι και τα ΚΕΣ ([www.hvca.gr](http://www.hvca.gr)).

#### 4.2 Εφαρμογή Venture Capital στην Ελληνική Ναυτιλία

Η στροφή της διεθνούς ναυτιλίας στα private equity funds που προσβλέπουν στην δημιουργία υπεραξιών, μετά το ξέσπασμα της οικονομικής και ναυτιλιακής

κρίσης, δεν άφησαν ασυγκίνητη και την ελληνική εφοπλιστική κοινότητα. Έτσι ξεπροβάλλουν συνεχώς νέα επενδυτικά σχήματα τα οποία επί της ουσίας επιβεβαιώνουν και την μεγάλη ρευστότητα που υπάρχει στα ελληνικά εφοπλιστικά και επιχειρηματικά κεφάλαια.

✚ Ο εφοπλιστής κ. Δ. Γουλανδρής ίδρυσε, τον Νοέμβριο του 2002, την εταιρεία Cycladic Capital Management, στην οποία είναι και είναι διευθύνων σύμβουλος. Το πρώτο επενδυτικό fund που σύστησε ήταν το Cycladic Catalyst Master Fund, συνολικών κεφαλαίων ύψους €400 εκατ., το οποίο έδινε έμφαση σε ειδικές επενδυτικές ευκαιρίες σε ευρωπαϊκές εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Μαζί με το private equity fund Novator Equities του Ισλανδού κροίσου Bjorgolfur Thor Bjorgolfsson και το Talpa Beheer του ολλανδού μεγιστάνα J. de Mol, προχώρησαν στην απόκτηση του ελέγχου του 60% του μετοχικού κεφαλαίου της Forthnet και πρόσφατα συμμετείχαν σε μεγάλη αύξηση κεφαλαίου ύψους €120 εκατ.. Με τα κεφάλαια αυτά η Forthnet κατάφερε να υλοποιήσει το φιλόδοξο επενδυτικό της σχέδιο ύψους €253 εκατ. για την περίοδο 2006-2009, που αφορούσε στην αύξηση του μεριδίου αγοράς της στην απελευθερωμένη πια ελληνική αγορά τηλεπικοινωνιών (Κώτσης, 2006). Στις 29 Ιανουαρίου 2008 το Novator και το Cycladic Catalyst μεταβίβασαν το ποσοστό των μετοχών τους στην εταιρεία Forgendo Limited και αποχώρησαν από το μετοχικό κεφάλαιο της Forthnet.

Το Cycladic Capital Master Fund έχει αποκτήσει επίσης μετοχική θέση στην εταιρεία παραγωγής ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών ειδών καλωδιακών συνδέσεων για υπολογιστές Volex Group, στην Lavendon Group, η οποία ενοικιάζει εξοπλισμούς κατασκευών, στην βιομηχανία εξαρτημάτων για την αεροβιομηχανία και την αυτοκινητοβιομηχανία Hampson Industries, και στην εταιρεία παραγωγής ξύλινων δαπέδων με δίκτυο λιανικής Floors-2-Go Plc (Χρυσικόπουλος, 2007).

Προγενέστερα ο κ. Γουλανδρής είχε ιδρύσει και διηύθυνε την παγκόσμιας ιδιωτικής εταιρείας επένδυσης κεφαλαίων Whitney & Company, η οποία διαχειριζόνταν κεφάλαια άνω των \$5 δισ., ενώ πριν από αυτήν εργαζόταν επί δέκα έτη στη Morgan Stanley.

✚ Το 2000, μια ομάδα θεσμικών επενδυτών με επικεφαλής τον εφοπλιστή κ. Κ. Κερτσικόφ και τον επιχειρηματία κ. Κ. Λαμπρόπουλο, ίδρυσαν την Εταιρεία



Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών “Eikon”. Το “Eikon” διαχειρίζεται δύο κλειστού τύπου offshore επενδυτικά κεφάλαια:

1<sup>ο</sup>) Το “Eikon Capital Ltd” το οποίο ιδρύθηκε το 2000 και διαχειρίζεται συνολικά κεφάλαια €30,5 εκατ. που επενδύονται σε μη εισηγμένες εταιρείες στην ελληνική και την αγορά της Ανατολικής Μεσογείου. Σήμερα συμμετέχει στις εταιρείες «Ηπειρωτική» που εκμεταλλεύεται τα πολυκαταστήματα “Attica” και το «Μινιόν», την «Γαία» που παράγει παραδοσιακά ελληνικά τρόφιμα, την “Pot & Pan” εταιρεία παραγωγής και διανομής έτοιμων γευμάτων, την «Απόλλων» που δραστηριοποιείται στο χώρο του λιανικού εμπορίου κι της διακίνησης βιβλίου (κατέχει το 88,3% μετά την εξαγορά του 71,5% από την LogicDis έναντι €10,6 εκατ. το 2003), καθώς και στα γυμναστήρια Holmes Place (Χρυσικόπουλος, 2007, [www.capital.gr](http://www.capital.gr)).

2<sup>ο</sup>) Το “Eikon Mezzanine” το οποίο ιδρύθηκε το 2005 και έχει συμμετάσχει στην εξαγορά της εταιρείας κινητής τηλεφωνίας TIM από την Texas Pacific Group και Arax Partners, στην εταιρεία αλυσίδας internet cafe Inspot A.E. Επίσης τον Ιανουάριο του 2006, εξαγόρασε το 49,68% της εταιρείας Veterin AEBE μέσω ομολογιακού δανείου μετατρέψιμου σε μετοχές, ενώ ακολούθησε η πώληση ποσοστού 33,3% στον Όμιλο Α. Λαυρεντιάδη τον Μάιο του 2006 και τον Ιούνιο μεταβίβασε κι το υπόλοιπο 16,4% στον ίδιο. Το Eikon Mezzanine από κοινού με ιδιωτικά κεφάλαια ήλεγχαν στο τέλος του 2006 το 15% των μετοχών της εταιρείας Notos Com, εισηγμένης στο Χ.Α., ενώ στις αρχές του 2007 μεταβίβασαν ένα 4,1% στους βασικούς μετόχους της ([www.capital.gr](http://www.capital.gr)).

Ο κ. Κώστας Κέρτσικωφ είναι Διευθυντής στην ναυτιλιακή εταιρεία Eletson και απόγονος της εφοπλιστικής οικογένειας που την ίδρυσε. Η Eletson είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο NYSE και σήμερα κατέχει κι διαχειρίζεται 27 δεξαμενόπλοια και 4 LPG ([www.eletson.com](http://www.eletson.com)).

✚ Στις 8 Σεπτεμβρίου 2005, η εφοπλιστής κα Αγγελική Φράγκου προχώρησε στην σύσταση της εταιρείας IRF European Finance Investments Ltd. Το private Equity fund αυτό είχε ως σκοπό την εξεύρεση ευκαιριών για επενδύσεις σε χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, επενδυτικά ταμεία και ασφαλιστικούς οργανισμούς στην Νοτιοανατολική Ευρώπη και τις Η.Π.Α. Στις 14 Νοεμβρίου 2005 η εταιρεία εισήχθη στην αγορά μικρών αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων AIM στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Η πρώτη επένδυση του Fund ήταν η απόκτηση του 28% των μετοχών της Proton Investment Bank έναντι €120,06 εκατ. τον Ιούνιο του 2006, το οποίο περιορίστηκε στο 20,16% μετά την συγχώνευση της Proton με την Omega Bank. Στις 22 Σεπτεμβρίου 2006, η IRF ανακοίνωσε την εξαγορά 7,30 εκατ. μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, προς €146,9 εκατ. (ποσοστό 2,8% των μετοχών της τράπεζας). Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007 προχώρησε στην εξαγορά €41,4 εκατ. μετοχών της Marfin Popular Bank, με μία σειρά από συναλλαγές στο Χ.Α.Α προς €330,1 εκατ. ήτοι 5,36% των μετοχών της. Στην συνέχεια έως και τον Ιούλιο του 2007 είχε πουλήσει όλο το ποσοστό της στην MPB, εξοικονομώντας €66,9 εκατ. κεφαλαιακά κέρδη.

Το 2008 το Fund προχώρησε στην μεγαλύτερη επένδυση που έχει κάνει έως σήμερα. Εξαγόρασε συνολικά 81,6 εκατ. μετοχές της Marfin Investment Group, μέσω συναλλαγών στο Χ.Α.Α., ποσοστό 10,39% των εισηγμένων μετοχών της MIG, προς €56,6 εκατ. Στις 30/9/2008 πώλησε το 15,95% από το 20,6% που κατείχε στην Proton Bank, ενώ μέχρι το τέλος του έτους είχε πωλήσει ολόκληρο το ποσοστό του στην τράπεζα.

Από τις 19 Ιανουαρίου 2009 οι μετοχές της εταιρείας διαπραγματεύονται στην αγορά Special Fund Market του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Στις 19/3/2009 η εταιρεία συμμετείχε στην έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου της MIG, όπου απέκτησε 10,482 εκατ. μετοχές προς €50 εκατ.. Το συγκεκριμένο ομόλογο έχει σταθερό ετήσιο επιτόκιο 5% και μπορεί να μετατραπεί σε κοινές ονομαστικές μετοχές. Στις 31/12/2009 η IRF κατείχε ταμειακά διαθέσιμα €127 εκατ. και επενδύσεις σε μετοχές και ομολογίες ύψους €212 εκατ., εκ των οποίων τα €178,3 εκατ. σε μετοχές στη MIG (11% του μετοχικού κεφαλαίου).

Η κα Φράγκου είναι σήμερα Πρόεδρος του Δ.Σ. και Διευθύνων Σύμβουλος της εισηγμένης στο NYSE, ναυτιλιακής εταιρείας Navios Maritime Holdings Inc, Πρόεδρος του Δ.Σ. της IRF και Πρόεδρος του Δ.Σ. Της Proton Bank μέχρι το 2008, ενώ πριν ιδρύσει την IRF ήταν μέλος του Δ.Σ. της Εμπορικής Τράπεζας και Διευθύνων Σύμβουλος της Franser Shipping S.A. Η οικογένεια Φράγκου ελέγχει και την εταιρεία Greek Information Technology Holdings, η οποία κατέχει το 21,9% της εταιρείας πληροφορικής SingularLogic (Κώτσης, 2006, Χρυσικόπουλος, 2007, [www.navios.com](http://www.navios.com), [www.irf-finance.com](http://www.irf-finance.com)).

✚ Στη Navios Maritime Partners και στη Navios Maritime Holdings συμμετείχε στις 30/8/2010 με ποσοστά 3% και 2,4% αντίστοιχα, η επενδυτική εταιρεία Kayne Anderson Energy Total Return Fund Inc. Η KYE είναι ένα κλειστού τύπου fund εισηγμένο στο χρηματιστήριο NYSE με συνολικό ενεργητικό ύψους \$1,112 εκατ. στις 30/6/2010, το οποίο επενδύει κυρίως σε μετοχές και ομολογίες ετερόρρυθμων εταιρειών στον κλάδο της ενέργειας, royalty trusts, θαλάσσιες μεταφορικές εταιρείες και βιομηχανίες άνθρακα. Στο χαρτοφυλάκιο του fund υπάρχει ένα ποσοστό 3,1% στο μετοχικό κεφάλαιο της ναυτιλιακής εταιρείας Teekay Offshore Partners και ένα 2,3% στην Teekay Tankers Ltd. Την διαχείριση του fund έχει αναλάβει η επενδυτική εταιρεία Kayne Anderson Fund Advisors η οποία ειδικεύεται στην αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών, λιγότερο δημοφιλών, στους τομείς των εταιρειών τους τομείς των ενεργειακών πόρων. Εκτός από το KYE διαχειρίζεται άλλα δύο funds, το Kayne Anderson MLP Investment Company (NYSE:KYN) συνολικού ενεργητικού \$2,235 εκατ. στις 30/6/10 και το Kayne Anderson Energy Development Company (NYSE:KED), μία αναπτυξιακή εταιρεία με συνολικό ενεργητικό ύψους \$227 εκατ. στις 31/5/10 ([www.kaynefunds.com](http://www.kaynefunds.com)).

Η KA Fund Advisors είναι θυγατρική του εναλλακτικού επενδυτικού κολοσσού της Kayne Anderson Capital Advisors η οποία ειδικεύεται στους τομείς των Master Limited Partnerships (MLPs), Niche Marketable Securities, Energy Private Equity, Growth Private Equity, Real Estate Private Equity και Ενδιάμεσης Χρηματοδότησης. Στις 31/8/10, μαζί με τις θυγατρικές της διαχειριζόταν συνολικά κεφάλαια ύψους \$9,8 δισ., από τα οποία τα \$7,9 δισ. αφορούσαν επενδύσεις στους τομείς Midstream και Ενέργειας ([www.kaynecapital.com](http://www.kaynecapital.com)).

✚ Ένα από τα μεγαλύτερα private equity funds με έδρα την Ελλάδα είναι η Marfin Investment Group Holdings S.A. Πρόγονος του Ομίλου ήταν η επενδυτική εταιρεία Marfin E.P.E.Y. η οποία ιδρύθηκε από τον κ. Ανδρέα Βγενόπουλο το 1998 και ξεκίνησε την λειτουργία της το 2001 με την εξαγορά ελληνικών και κυπριακών χρηματοοικονομικών οργανισμών. Τον Δεκέμβριο του 2006 δημιουργείται ο ισχυρός τραπεζικός όμιλος Marfin Popular Bank, μετά την συνένωση της MIG, του Ομίλου της Λαϊκής και της Εγνατίας Τράπεζας, Στις 4 Μαΐου 2007 η MIG διαχωρίζεται λειτουργικά από την Marfin Popular Bank και στις 12 Ιουλίου 2007 ολοκληρώνεται με μία τεραστίων διαστάσεων για τα παγκόσμια χρονικά IPO ύψους €5,19 δισ. η είσοδος

της στο X.A.A. με την έκδοση 774,7 εκατ. μετοχών, που στόχο είχε την πραγματοποίηση του τεράστιου επενδυτικού της πλάνου. Η Dubai Holding, μία κρατική εταιρεία επενδύσεων του Ντουμπάι, που διαχειρίζεται τα διαθέσιμα της οικογενείας Αλ Μακτούμ που κυβερνά το εμιράτο, συμμετείχε στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με €430 εκατ. και απέκτησε το 33% της Marfin. Η μετοχική σύνθεση της MIG στις 30/7/2010 είχε ως εξής: 2,4% Έλληνες θεσμικοί επενδυτές, 2,74% Marfin Popular Bank Group, 11,79% IRF European Finance Investments, 17,49% Ξένοι θεσμικοί, 17,51% Dubai Group, 48,15% λοιποί επενδυτές.

Κύριος στόχος του Ομίλου είναι να επενδύσει σε private equity funds, ιδιωτικοποιήσεις και έργα υποδομών σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και περιοχών όπου τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και άλλοι επενδυτικοί οργανισμοί δεν έχουν πρόσβαση σε οικονομικούς πόρους και εξειδίκευση, κι έτσι να προσφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις στους μετόχους τους. Από το 2007 και μετά η MIG έχει επενδύσει τεράστια ποσά στους κλάδους των τροφίμων και ποτών, της υγείας, των ακινήτων, της πληροφορικής τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών, των μεταφορών και ναυτιλίας, του τουρισμού και ψυχαγωγίας και των επιχειρηματικών συμμετοχών. Για τη ενοποιημένη χρήση 2009, το EBITDA του Ομίλου MIG ανήλθε στο ποσό των €60 εκατ. οι ζημίες προ φόρων και τόκων σε €49 εκατ. και οι καθαρές ζημίες μετά φόρων τα €85,5εκατ.. Τα ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα του Ομίλου έφτασαν τα €702 εκατ., ενώ το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τα €4,309 δισ.. Για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2010, τα Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα ήταν €728 εκατ., η καθαρή θέση έφτασε τα €2,463 εκατ. και καθαρές ζημίες μετά φόρων το €1,44 εκατ.. Ο Όμιλος έχει μεγάλη κεφαλαιακή επάρκεια με ρευστότητα ύψους €570,4 εκατ..

Στον κλάδο των μεταφορών και της ναυτιλίας η MIG εισήλθε τον στις 3 Οκτωβρίου 2007, όταν απέκτησε το 51,6% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Attica Holdings S.A. (Attica Group). Στο τέλος του 2009, το ποσοστό αυτό διαμορφωνόταν στο 87,6% μέσω της MIG Shipping. Η Attica Group αποτελεί την υπ' αριθμόν ένα εταιρεία επιβατηγού ναυτιλίας στην ανατολική Μεσόγειο και έχει δύο θυγατρικές: την Superfast Ferries, η οποία δραστηριοποιείται με 4 SUPERFAST πλοία στις γραμμές της Αδριατικής και την Blue Star Ferries, η οποία δραστηριοποιείται με 9 BLUE STAR πλοία και 1 SUPERFAST πλοίο, στις γραμμές των Κυκλάδων, των Δωδεκανήσων και της Κρήτης. Η εταιρεία έχει ήδη παραγγείλει

δύο υπερσύγχρονα επιβατηγά-οχηματαγωγά πλοία τα οποία αναμένονται να παραδοθούν το 2011 και το 2012 αντίστοιχα. Σήμερα η αξιολόγηση του στόλου της Attica εκτιμάται περίπου στα €500 εκατ., καθαρά πέραν οποιουδήποτε κόστους χρηματοδότησης.

Για τη χρήση του 2009, ο κύκλος εργασιών της Attica ανήλθε σε €302,5 εκατ. και τα κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων έφθασαν τα €29,1 εκατ., ενώ έκλεισε με ζημίες μετά από φόρους ύψους €27,5 εκατ.. Τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα του Ομίλου στις 31/12/2009 ανήλθαν σε €16,9 εκατ. και το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου διαμορφώθηκε σε €471,1 εκατ.. Όσον αφορά το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2010, ο κύκλος εργασιών του Ομίλου ανήλθε σε €125,8 εκατ., ενώ σημείωσε ζημίες προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων ύψους €7,3 εκατ. και ζημίες μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας €32 εκατ.. Τα ταμειακά διαθέσιμα αυξήθηκαν σε €33,5 εκατ. και το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώθηκε σε €493,5 εκατ.. Τον Φεβρουάριο του 2010, η Attica Group ολοκλήρωσε μια Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, αντλώντας €41,6 εκατ. ([www.marfininvestmentgroup.com](http://www.marfininvestmentgroup.com), Ετήσιος Απολογισμός 2009, [www.attica-group.com](http://www.attica-group.com), Κώτσης, 2006).

Η MIG κατείχε στις 31/12/2008 ποσοστό 13,33% επί του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας Cape Investments Corporation, μια επένδυση αξίας €14,244 εκατ.. Αντικείμενο της εταιρείας ήταν η εκμετάλλευση πλοίων ξηρού φορτίου. Η εν λόγω εταιρεία δεν ενοποιείται και ταξινομείται στην κατηγορία των Διαθέσιμων προς Πώληση Χρηματοοικονομικών Μέσων (Απολογισμός 2008 MIG Α.Ε. Συμμετοχών).

Στον κλάδο των Ιδιωτικών Κεφαλαίων η MIG συμμετέχει σε 4 θυγατρικές (Ετήσιος Απολογισμός 2009):

- Την Robne Kuce Beograd, αλυσίδα πολυκαταστημάτων στη Σερβία, διαθέτει ένα σημαντικό χαρτοφυλάκιο ακινήτων σε όλες τις μεγάλες πόλεις της Σερβίας και του Μαυροβουνίου, συνολικής έκτασης περίπου 232.000 τ.μ.
- Την Sunce, ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους στην Κροατία στον κλάδο τουρισμού και ψυχαγωγίας με 11 ιδιόκτητα ξενοδοχεία με την επωνυμία Blue Sun Hotels σε γνωστές τοποθεσίες των Δαλματικών ακτών, ελκυστικά ακίνητα και περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένου πλειοψηφικού ποσοστού στο αεροδρόμιο του νησιού Brac.

- Την CTDC, ιδιοκτήτρια και διαχειρίστρια του Hilton Cyprus, το 75% της οποίας κατέχει η MIG Leisure.
- Την MIG Real Estate, μία εταιρεία επενδύσεων ακίνητης περιουσίας εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η οποία διαθέτει χαρτοφυλάκιο 32 περιουσιακών στοιχείων (καταστήματα τραπεζών, χώρους γραφείων και εμπορικά ακίνητα).

✚ Σύμφωνα με ναυτιλιακούς κύκλους μέσα στο 2009 ξεκίνησαν συζητήσεις για την δημιουργία ενός συνασπισμού εφοπλιστικών κεφαλαίων, με τη μορφή του private equity fund, ανάμεσα στον εφοπλιστή Θόδωρο Βενιάμη, την MIG και τον διεθνή επενδυτικό οίκο Goldman Sachs. Τα συνολικά κεφάλαια πρόκειται να ανέλθουν σε €750 εκατ.. Σκοπός του κ. Βενιάμη είναι η εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών εν μέσω κρίσης στον τομέα της ναυτιλίας, που προκύπτουν από τις πτώσεις των αξιών των εμπορικών πλοίων και των μετοχών των εταιρειών που είναι εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια. Ο Θεόδωρος Βενιάμης είναι πρόεδρος της Ένωσης Ελλήνων Εφοπλιστών, ιδρυτής και πρόεδρος της ναυτιλιακής εταιρείας Golden Union Shipping και μέτοχος της Marfin Investment Group (Νάνος, 2009).

✚ Το 2008, ο εφοπλιστής Σπύρος Λαιμός μαζί με άλλους Ευρωπαίους και Έλληνες επενδυτές, ίδρυσαν ένα private equity fund με απώτερο στόχο την εκμετάλλευση των ευκαιριών από εμφανίστηκαν μετά την παγκόσμια οικονομική ύφεση, το Financier Investment Group. Σήμερα ελέγχει δύο funds τα οποία διαχειρίζονται συνολικά κεφάλαια που ανέρχονται σε €1,2 δισ. (financier-investment-group.net).

Το πρώτο fund ασχολείται με τον ναυτιλιακό κλάδο και ονομάστηκε Laimos and Partners Shipping Ltd. Δημιουργήθηκε με στόχο, σε ένα ορίζοντα πενταετίας, να αποκτηθεί ένας στόλος από 20 πλοία μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου τύπου panamax, τα οποία θα έχουν ηλικιακό όριο ναυπήγησης το 2004. Το σύνολο των κεφαλαίων που έχουν διατεθεί για αυτή την επένδυση ανέρχονται σε €700 εκατ.. Μοναδικός σκοπός της αγοράς των πλοίων δεν είναι η μεταπώληση τους για την εκμετάλλευση των υπεραξιών, αλλά η γενικότερη δραστηριοποίηση στο χώρο της ναυτιλίας, ναυλώνοντας τα πλοία αυτά, ενώ το όριο στην ηλικία των πλοίων έχει μπει προκειμένου η αξία μεταπώλησης να είναι ακόμα υψηλή, αφού τα πλοία δεν θα είναι άνω των 10 ετών τότε (Νάνος, 2009).

Τον Σεπτέμβριο του 2009, το FCP είχε ήδη προχωρήσει στην εξαγορά δύο bulk carriers, τα οποία ναυπηγήθηκαν στην Ιαπωνία το 2006 και το 2007 αντίστοιχα, έναντι

\$77 εκατ. Εξετάζονταν ακόμα η προοπτική για αγορά ενός ακόμα φορτηγού πλοίου panamax του 2005 σε συμφέρουσα τιμή, καθώς και κάποια projects με τράπεζες για αγορές πλοίων τα οποία χτίζονταν σε ναυπηγεία αλλά οι εταιρείες που τα παρήγγειλαν, αδυνατούσαν τότε να τα αποπληρώσουν. Στις επενδυτικές τους επιλογές περιλαμβάνονταν περιπτώσεις πλοίων που είναι υπό κατάσχεση και η μετοχική συνεργασία με κάποιες εταιρείες.

Το δεύτερο fund της FIG δημιουργήθηκε το 2009, ύστερα από την εξαγορά του Financier Private Wealth Management και είναι πολλαπλών επενδύσεων. Τα συνολικά διαθέσιμα κεφάλαια ανέρχονται σε €520 δισ. και προορίζονται σε επενδύσεις στους κλάδους των ακινήτων, του τουρισμού, των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και των ασφαλειών (financier-investment-group.net).

Ο εφοπλιστής κ. Σπύρος Λαιμός κατάγεται από τις Οινούσες, τη γενέτειρα της μεγάλης αυτής παραδοσιακής οικογένειας της ναυτιλίας. Είναι γιος του Πανάγου Λαιμού, ιδρυτή της ναυτιλιακής εταιρείας “Laimos Brothers” τη δεκαετία του 1970. Το σύνολο των επενδυτών του fund αποτελείται κυρίως από Ευρωπαίους και λίγους Έλληνες, οι οποίοι είναι πελάτες που επένδυσαν σε εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων, η διαχείριση των οποίων ανήκε στον κ. Λαιμό.

✚ Η Alpha Trust Innovation ΑΕΚΕΣ από κοινού με την εταιρεία ΖΕΥΣ Όμιλος Τουριστικών Επιχειρήσεων Α.Ε. την ιδιοκτήτρια αλυσίδα ξενοδοχείων, κα Τζίνα Μαμιδάκη και την ΕΛΒΕ Ενδυμάτων Α.Ε. (25% έκαστος), ίδρυσαν το 2001 την εταιρεία εκμετάλλευσης και διαχείρισης επαγγελματικών τουριστικών σκαφών “Harmony Cruises A.N.E.”. Στόχος της εταιρείας ήταν να δημιουργηθεί μία πλωτή ξενοδοχειακή αλυσίδα από “mega yachts” πέντε αστέρων που θα απευθύνονταν σε υψηλών εισοδημάτων πελάτες. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανήλθε σε €4,109 εκατ. και τα πλοία που δρομολόγησε αρχικά ήταν το Harmony G, το οποίο κατελκύστηκε το 2001, είχε μήκος 54 μέτρα, ενώ το συνολικό επενδυτικό πρόγραμμα είχε ως στόχο να ανέλθει σε €40 εκατ. με την δρομολόγηση άλλων τριών παρόμοιων σκαφών μέχρι το 2005 (www.elvesa.gr, Υφαντής, 2002).

Εντός του 2006, η Alpha Trust Innovation δέχθηκε δεσμευτική προσφορά εξαγοράς για τη συμμετοχή της στην Harmony Cruises. Η αποδοχή της προσφοράς και η υπογραφή του συμφωνητικού πώλησης ολοκληρώθηκαν τον Απρίλιο του 2007 (www.alphatrust.gr). Την ίδια χρονιά, ο Όμιλος ΖΕΥΣ συγχωνεύτηκε με την εταιρεία

μικρών κρουαζιερόπλοιων Hellas Yachts και δημιουργήθηκε η εταιρεία Variety Cruises. Σήμερα η Variety Cruises είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες μικρών κρουαζιερόπλοιων στον κόσμο, με ένα στόλο που αποτελείται από 15 ιδιόκτητα mega yachts που κάνουν κρουαζιέρες στην Μεσόγειο, την Μαύρη Θάλασσα και την Ερυθρά Θάλασσα ([www.varietycruises.com](http://www.varietycruises.com)).

✚ Το 2001 η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων (HBDIC) προχώρησε σε μία πολύ σημαντική επένδυση στο χώρο του θαλάσσιου τουρισμού. Συμμετείχε στο έργο της αναβάθμισης μίας εκ των μεγαλύτερων μαρίνων της Μεσογείου, της μαρίνας του Λαυρίου. Η εταιρεία ονομάστηκε Olympic Marine S.A. και η συμμετοχή του fund ανήλθε σε 500 εκατ. δρχ. (€1,467 εκατ.). Σήμερα η μαρίνα διαθέτει 680 θέσεις ελλιμενισμού, ναυπηγοεπισκευαστική μονάδα, 700 θέσεις διαχείμασης σκαφών, υπηρεσία travel lift 45t, 65t και 200t, νέο σκεπαστό parking φουσκωτών σκαφών και σταθμό ανεφοδιασμού καυσίμων ([www.olympicmarine.gr](http://www.olympicmarine.gr), Ξένου, 2003).

#### 4.3 Μελέτη περίπτωσης

##### *4.3.1 Περιγραφή του Piraeus – TANEΟ Α.Κ.Ε.Σ.*

Στις 19/12/2008 η Τράπεζα Πειραιώς από κοινού με το TANEΟ Α.Ε. (50,01% και 49,99% αντίστοιχα) προχώρησαν στην σύσταση ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών του Ν. 2992/2002, το Piraeus - TANEΟ Capital Fund (PTCF). Τα αρχικά υπό διαχείριση κεφάλαια ανήλθαν σε €30 εκατ. με δυνατότητα συνεισφοράς άλλων €10 εκατ. και η διάρκεια του fund ορίστηκε στα 10 έτη με προοπτική παράτασης άλλων 2 ετών. Τον ίδιο μήνα ιδρύθηκε και η εταιρεία Piraeus Capital Management Α.Ε., η διαχειρίστρια εταιρεία του venture capital fund, η οποία είναι μία θυγατρική του Ομίλου της Πειραιώς με έδρα στην λεωφόρο Βασιλίσσης Σοφίας 75 στην Αθήνα.

Η επενδυτική δραστηριότητα του fund εστιάζει κυρίως σε ελληνικής προέλευσης μικρομεσαίες επιχειρήσεις, σε στάδια εκκίνησης, ανάπτυξης, επέκτασης, οι οποίες έχουν προοπτική ταχείας ανάπτυξης και δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο. Οι κύριοι τομείς που προτιμώνται είναι όσοι έχουν σχέση με καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες της νέας οικονομίας, όπως νέα τεχνολογία και πληροφορική. Η προσέγγιση



που ακολουθείται ως προς τον βαθμό συμμετοχής στη διοίκηση των εταιριών που επενδύουν είναι αυτή της hands off, δηλαδή της ελάχιστης δυνατής ανάμειξης στη λειτουργία τους. Πολιτική της διαχειρίστριας του venture capital fund είναι να μην συμμετέχει ενεργά στο καθημερινό management της εταιρίας μιας και είναι ανέφικτο από άποψη χρόνου και γνώσεων και επιπλέον είναι κάτι το οποίο προτιμά να το κάνει η ίδια η διοίκηση. Αν χρειαστεί βέβαια επεμβαίνει σε κάποια ad hoc projects, αλλά σκοπός της είναι να αφήνει «ελεύθερη» την διοίκηση να το τρέξει όπως νομίζει καλύτερα.

Τα δύο αυτά χρόνια που βρίσκεται σε λειτουργία το fund έχουν υποβληθεί από διάφορες επιχειρηματικές ομάδες, κι έχουν εξεταστεί πάνω από 180 επιχειρηματικές προτάσεις, από τις οποίες έχουν χρηματοδοτηθεί έως σήμερα τρεις: της εταιρείας Advent Technologies S.A., της Electronic Shipping Solutions Ltd. και πιο πρόσφατη μίας εταιρείας που δραστηριοποιείται στον τομέα των φωνητικών εφαρμογών.

#### 4.3.1.1 Advent Technologies S.A.

Η εταιρεία ιδρύθηκε τον Φεβρουάριο του 2005 από το Ίδρυμα Τεχνολογίας & Έρευνας – Ερευνητικό Ινστιτούτο Χημικής Μηχανικής και Χημικών Διεργασιών Υψηλής Θερμοκρασίας (ΙΤΕ-ΕΙΧΗΜΥΘ) και το Πανεπιστήμιο Πατρών ως μία διαδικασία spin-off. Η Piraeus Capital Management μέσω του Piraeus - TANEΟ συμμετείχε στην χρηματοδότηση της εταιρείας ως θεσμικός επενδυτής, μαζί με την Dolphin Capital, τις βιομηχανίες, Systems Sunlight S.A., Velti S.A και ILPRA S.A. και άλλους ιδιώτες επενδυτές. Η είσοδος του ΡΤCF στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας πραγματοποιήθηκε μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, στο οποίο το ΡΤCF απέκτησε μειοψηφικό ποσοστό ([www.psp.org.gr](http://www.psp.org.gr)).

Κύρια δραστηριότητά της Advent Technologies είναι η ανάπτυξη καινοτόμων νέων υλικών και συστημάτων για προϊόντα ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Η εταιρία παράγει χαμηλού κόστους πολυμερικές μεμβράνες που χρησιμοποιούνται σε κυψελίδες καυσίμου υψηλής θερμοκρασίας, οι οποίες εμφανίζουν σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι των ανταγωνιστικών πολυμερικών μεμβρανών χαμηλής θερμοκρασίας. Για αυτό τον λόγο έχει δημιουργήσει μια πρωτοποριακή τεχνολογία κυψελίδων καυσίμου τύπου PEMFC (Proton Emission Membrane Fuel Cell) ισχύος 1-5 kW.

Η εταιρεία επιδιώκει να χρηματοδοτήσει την περαιτέρω εμπορική ανάπτυξή της, θέματα λειτουργικά, όπως προσωπικό, εξοπλισμοί, πατέντες, καθώς και να υπογράψει συμβόλαια με εξωτερικούς συνεργάτες για την παραγωγή μεμβρανών. Επίσης η Advent έχει διακριθεί στο 7<sup>th</sup> International Venture Capital Forum το 2006, κερδίζοντας το πρώτο βραβείο για το επιχειρηματικό της σχέδιο.

Τα κεντρικά γραφεία της βρίσκονται στην Αθήνα, αλλά διατηρεί τμήματα E&A και κατασκευών στο Επιστημονικό Πάρκο Πατρών καθώς και θυγατρική εταιρεία στην Μασαχουσέτη των ΗΠΑ, η οποία συνεργάζεται με το Πανεπιστήμιο Northeastern της Βοστώνης ([www.adventech.gr](http://www.adventech.gr)).

#### 4.3.1.2 Διαδικασία αξιολόγησης και επένδυσης

Όπως συνηθίζεται σε όλα τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, έτσι και στο Piraeus – TANEΟ η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής των επενδυτικών προτάσεων που θα χρηματοδοτηθούν περιλαμβάνει την «Ανάλυση και Εκτίμηση» και την «Επένδυση και παρακολούθηση».

Στο πρώτο στάδιο της «Ανάλυσης και Εκτίμησης» (due diligence), η Piraeus Capital Management με ομάδες εξειδικευμένων επενδυτικών αναλυτών, ακολουθούν μία ακολουθία παρόμοιων διαδικασιών για κάθε υποψήφιο σχέδιο. Αρχικά δέχονται το επιχειρηματικό σχέδιο της υποψήφιας χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, το οποίο οφείλει να συμπεριλαμβάνει απαραίτητες πληροφορίες για το ιστορικό της επιχείρησης, το προϊόν που παράγει, την δομή της αγοράς του, μέσω της ανάλυσης του διαμαντιού του Porter, τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης, την διαχειριστική της ομάδα, την περιγραφή της επιχειρηματικής πρότασης, μια σύνοψη της εμπορικής δραστηριότητας της εταιρείας που θα περιλαμβάνει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της και την οικονομική πρόβλεψη για τα επόμενα πέντε χρόνια, τους κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίσει και τα διάφορα νομικά ζητήματα. Η εταιρεία ζητάει να συμπεριλαμβάνεται μια ανάλυση SWOT για να αναδεικνύονται τα δυνατά και τα αδύναμα σημεία της επιχείρησης, οι ευκαιρίες και οι απειλές που ενδέχεται να αντιμετωπίσει στην αγορά της.

Αφού εξεταστεί το business plan και θεωρηθεί ότι συμβαδίζει με τα κριτήρια του fund, συντάσσεται μία μικρή επενδυτική εισήγηση η οποία εξετάζεται από την

Επενδυτική Επιτροπή. Αν εγκριθεί τότε συντάσσεται η ολοκληρωμένη Επενδυτική Πρόταση που περιλαμβάνει όλες τις παραμέτρους της επένδυσης όπως γράφονται στο business plan.. Σε αυτή την φάση γίνεται και επί τόπου συνάντηση με την διοίκηση της υποψήφιας επιχείρησης για να διαπιστωθούν οι προθέσεις της και η αξιοπιστία της. Επίσης με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως η ΚΠΑ και το IRR οι αναλυτές αξιολογούν τα οικονομικά στοιχεία και την αξία της επιχείρησης όταν θα γίνει η έξοδος από την επένδυση. Για την PCM ικανοποιητικό ποσοστό απόδοσης θεωρείται ένα IRR άνω του 20-25% για εταιρείες που χρηματοδοτούνται σε μεταγενέστερο στάδιο, ενώ για κεφάλαιο σποράς και κεφάλαιο εκκίνησης απαιτείται IRR άνω του 60%.

Όταν ολοκληρωθεί η σύνταξη της, η Επενδυτική Πρόταση παρουσιάζεται αναλυτικά στην Επενδυτική Επιτροπή και αυτή έχει τον τελικό λόγο για την πραγματοποίηση ή την απόρριψη της επένδυσης. Αν δοθεί το πράσινο φως, η PCM αναθέτει σε αναγνωρισμένες εταιρείες ορκωτών ελεγκτών να πραγματοποιήσουν τον ελεγκτικό και λογιστικό έλεγχο στην εταιρεία καθώς και νομικό έλεγχο στις συμβάσεις των μετόχων της.

Στο δεύτερο στάδιο που ονομάζεται «Επένδυση και Παρακολούθηση» (investing & monitoring), η PCM εκδίδει το term sheet, στο οποίο αναγράφονται αναλυτικά η μορφή και τα ποσά χρηματοδότησης, και όλες οι λεπτομέρειες για διοικητικά θέματα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Με βάση αυτό το έντυπο ξεκινάει και η εκταμίευση της χρηματοδότησης. Η διαχειρίστρια εταιρεία έχει ως πολιτική της να επενδύει ποσό €2,5 εκατ. ανά γύρο χρηματοδότησης ή χρονιά, ή εναλλακτικά ποσό €4-4,5 εκατ. ανά χρηματοδοτούμενη εταιρεία και να αποκτά μειοψηφικό πακέτο μετοχών, ενώ η διάρκεια της επένδυσης δε ξεπερνάει τα 4 έτη. Επιδιώκει πάντα να έχει θέση και ισχυρή παρουσία στο Δ.Σ. της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, κι οι θέσεις που θα έχει εξαρτώνται από το ποσό που θα επενδύσει, από το πόσοι άλλοι μέτοχοι συμμετέχουν ήδη στην εταιρία και φυσικά από τις προθέσεις της ίδιας της διοίκησης.

Ακολουθεί η παρακολούθηση της όλης διαδικασίας όπου υπάρχει μία συνεχής ροή πληροφοριών από την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση προς την PCM,, ώστε να γίνεται ο έλεγχος για την επαλήθευση των στόχων της επενδυτικής πρότασης. Αυτό βεβαίως εξαρτάται από του τρόπο ελέγχου, το πόσο οργανωμένη είναι η εταιρία και τον

τρόπο που διαχειριζόταν την ενημέρωση των μετόχων της μέχρι αυτή την στιγμή. Στο πλαίσιο αυτό πραγματοποιούνται μηνιαία calls με την διοίκηση για να παρακολουθήσουν την πρόοδο της εταιρίας και το αν συμβαδίζει με το business plan, καθώς και τριμηνιαίες συναντήσεις με τους μετόχους όπου υπάρχει μία λίστα πληροφοριών προς εξέταση και παρουσίαση του report της PCM. Επιπλέον πραγματοποιούνται τα Διοικητικά Συμβούλια και οι Γενικές Συνελεύσεις, στις οποίες επίσης παρουσιάζονται τα ανανεωμένα Οικονομικά Στοιχεία.

#### 4.3.1.3 Έξοδος από τις επενδύσεις

Η Piraeus Capital Management δεν έχει προχωρήσει ακόμη καμία από τις επενδύσεις της σε έξοδο, ωστόσο η πολιτική που σκοπεύει να ακολουθήσει θα εξαρτάται κάθε φορά από την απόδοση της επένδυσης την χρονική περίοδο της εξόδου. Κύριες πάντως επιλογές της αποτελούν η εισαγωγή σε χρηματιστήριο μέσω IPO και η πώληση σε στρατηγικό επενδυτή ή θεσμικό επενδυτή.

### 4.3.2 Η επένδυση στην *Electronic Shipping Solutions*

#### 4.3.2.1 Περιγραφή της εταιρείας

Η ESS ιδρύθηκε το 2003 με κεφάλαια από ιδιώτες επενδυτές, ανάμεσα στους οποίους ήταν και η οικογένεια Γουλανδρή. Αρχικός στόχος της εταιρείας ήταν να περιορίσει τις αναποτελεσματικότητες που παρατηρούνταν από την υπερβολική χρήση χάρτινων εγγράφων στις συναλλαγές στην ναυτιλία και το διεθνές εμπόριο. Κι αυτό το πέτυχε δημιουργώντας και λειτουργώντας ένα ιδιόκτητο σύστημα ηλεκτρονικής μεταφοράς, το ESS-Databridge™ eDocs Exchange, το οποίο εγγυάται την άμεση και αποτελεσματικότερη διαχείριση νομικά κατοχυρωμένων, γνήσιων ηλεκτρονικών εγγράφων που αφορούν στην θαλάσσια μεταφορά εμπορευμάτων.

Το σύστημα αυτό παρέχει ένα νομικό πλαίσιο στους χρήστες του, το ESS-Databridge™ Services and Users Agreement (the DSUA), που σκοπό έχει να τους διευκολύνει την είσοδο σε μία πλατφόρμα Συναλλαγών και IT, η οποία θα τους δίνει την δυνατότητα να ανταλλάσουν τα eDocs τους νόμιμα. Το ESS-Databridge™

προσφέρει ένα σύνολο από ροές εγγράφων που βασίζονται στις καλύτερες πρακτικές της συγκεκριμένης βιομηχανίας οι οποίες δημιουργήθηκαν μέσω της συνεργασίας της εταιρείας με κορυφαίους συνεργάτες του κλάδου και οργανισμούς, Όλοι οι συνεργάτες αυτοί καθώς και οι χρήστες του συστήματος συντονίζονται κι επικοινωνούν μέσω της Ένωσης Χρηστών της ESS, ESS-Databridge™ Development Group.

Η ESS μέσω αυτής της πλατφόρμας προσφέρει στους διεθνείς εμπορικούς χρήστες ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών eDocs, τα οποία τους επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση και ανταλλαγή ηλεκτρονικών ναυτιλιακών εγγράφων για διαχειριστικούς, νομικούς και πελατειακούς σκοπούς. Τα eDocs αυτά χωρίζονται σε 3 μεγάλες κατηγορίες ([www.essdocs.com](http://www.essdocs.com)):

- i. Τα CargoDocs™ Services, εμπορικά έγγραφα που βοηθούν στη διαχείριση του documentation, όπως οι Bills of Lading, Certificates of Origin, Cargo Manifest, Certificates of Quality, τα οποία απαιτούνται για τη φόρτωση και θαλάσσια αποστολή φορτίων ηλεκτρονικά. Σε αυτά περιλαμβάνονται CargoDocs™ για Terminal Services, Carrier Services, Exchange Services, Agency Services, Surveyor Services, Customs Services. Η πρώτη εφαρμογή των CargoDocs™ πραγματοποιήθηκε στις 25 Ιανουαρίου 2010 από τις εταιρείες BPOUK, Morgan Stanley, INEOS, Denholm Barwil and Brostrom Tankers, αλλά πριν από αυτό είχαν προηγηθεί δύο πιλοτικές εφαρμογές Proof of Concept (POC) Pilots σε υποψήφιους πελάτες της και να αποδείξει τα πλεονεκτήματά του, η πρώτη με τη BP Supsa και η δεύτερη με τη Shell την περίοδο 2007-2008 και ασκήσεις προσομοίωσης με 50 συμμετέχουσες εταιρείες που κράτησαν 15 μήνες ([essdatabridge.org](http://essdatabridge.org)).
- ii. Τα eSDS™ Services, έγγραφα συμφωνιών τα οποία απλοποιούν τις διαδικασίες εργαστηριακών εγγράφων Safety Data Sheet (SDS). Τα eSDS™ βοηθούν τους χρήστες τους να διαχειρίζονται, να στέλνουν, να παρακολουθούν και να αποθηκεύουν τα SDSs, όπως επιβάλλουν οι GHS, REACH, EU και άλλοι νομικοί και ρυθμιστικοί κανονισμοί σε χώρες όπως η Αυστραλία, η Κορέα, η Ιαπωνία, η Ρωσία, η Σιγκαπούρη, ο Καναδάς και οι ΗΠΑ.
- iii. Τα CustomsDocs™ Services, πελατοκεντρικά έγγραφα, όπως τα electronic Administrative Documents (eADs). Η εταιρεία έχει αναλάβει να αναπτύξει ένα eAD από τον Οκτώβριο του 2010, το οποίο θα καλύπτει τις απαιτήσεις της

εφαρμογής FS1 της EMCS (Excise Movement and Control System) καθώς και της NCTS.

Η εφαρμογή ESS-Databridge™ στα eDocs προσφέρει πολλαπλά πλεονεκτήματα σε πλοιοκτήτες, agents, ναυλωτές, ιδιοκτήτες φορτίων, τράπεζες και τερματικά, όπως ([www.essdocs.com](http://www.essdocs.com)):

- Αντικαθιστά την φυσική μεταφορά και μεταφορά των αυθεντικών εγγράφων από με περιορισμένη πρόσβαση στα ESSs' γνήσια eDocs από τον κατάλληλο κάτοχο τους. Κι αντικαθιστά την κατοχή ενός χάρτινου τίτλου με δικαιώματα πρόσβασης σε ένα αυθεντικό eDoc.
- Τα εμπορικά δεδομένα που βρίσκονται στη βάση του ESS-Databridge™, μπορούν να «φορτωθούν» και να «εξαχθούν» από αυτή, αφού η ESS-Databridge™ συνδέεται με όλα τα εμπορικά, ναυτιλιακά και άλλα συναφή συστήματα του χρήστη.
- Η πλατφόρμα αυτή είναι προσβάσιμη μέσω οποιοσδήποτε σύνδεσης με δίκτυα, όπως το Διαδίκτυο, Wi-Fi, GPRS, 3G κινητά δίκτυα και Immarsat και δεν απαιτείται λογισμικό εγκατάστασης. Επίσης είναι εύκολη η υιοθέτησή της μέσω συνδρομής άμα τη χρησιμοποίησή της.
- Επιταχύνει τις διαδικασίες του documentation των πλοίων στα τερματικά, ελαχιστοποιώντας τον χρόνο παραμονής τους στα τερματικά φόρτωσης και εκφόρτωσης, μειώνει τα ταξίδια των Agents στα λιμάνια, μειώνει τον χρόνο για τις πιστωτικές διευκολύνσεις από τις τράπεζες που συνδέονται με τις εγγυήσεις, αυξάνουν τις αμοιβές της τράπεζας για τα letters of credit (L/Cs), ελαχιστοποιεί τις χρονοβόρες διαδικασίες στα τερματικά και μειώνει το κόστος αγοράς εγγυήσεων για απόκτηση LOI από μία τράπεζα. Γενικά με την εφαρμογή του συστήματος CargoDocs™ σε όλη την μεταφορική αλυσίδα ελαχιστοποιείται ο χρόνος των ναυτιλιακών συναλλαγών από 4,5 μέρες διαρκούσε πριν, σε μόλις 65 λεπτά ([www.ddgnet.org](http://www.ddgnet.org)).
- Παρέχει μέγιστη ασφάλεια από διάφορους κινδύνους, αφού οι συναλλαγές προστατεύονται με συγκεκριμένη κρυπτογραφική μέθοδο γνησιότητας. Επίσης προσφέρει η εταιρεία προσφέρει τεχνική υποστήριξη σε όλα τα στάδια της εφαρμογής.

- Η αντικατάσταση όλων αυτών των χάρτινων εγγράφων που χρησιμοποιούνταν στις εμπορικές συναλλαγές με ηλεκτρονικά, συνεισφέρει στην προστασία του περιβάλλοντος και συμβαδίζει με την πράσινη πολιτική του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς.

Μέχρι σήμερα μέλη της ESS-Databridge™ Development Group (DDG) έχουν γίνει πάνω από 100 παίκτες του παγκόσμιου εμπορίου, από ιδιοκτήτες φορτίων, μεταφορείς, ναυλωτές, εμπορικές τράπεζες, ναυτιλιακές εταιρείες, ναυτιλιακούς πράκτορες και επιθεωρητές και κυβερνητικά όργανα. Μερικοί από αυτούς είναι οι Arcadia Petroleum, Barclays Capital, Baton Rouge Refinery, BP Oil International, BP Oil UK, Brostrom Tankers, Cargill Petroleum, Chandris, Chevron Products, Clarksons PLC, Coral Marine, HypoVereinsbank, Eletson Corporation, Esso Exploration and Production UK, ExxonMobil Oil Corp., Fortis, General Maritime Management, Grangemouth Refinery, Hess Oil Trading, ING, Iver Ships, J.P. Morgan Ventures Energy Corporation, Maersk Tankers, Mercuria Energy Group, Merrill Lynch, Nassau Refinery, Morgan Stanley Capital Group, Oiltanking Amsterdam, Premier Oil, Rabobank, Rio Haina Refinery, Royal Bank of Scotland, Shell International Trading and Shipping Company Limited, Talisman Energy, Teekay Corporation, TOTSA Total Oil Trading, Torm, Trafigura και UBS. Ενώ μέλη-παρατηρητές του DDG είναι σημαντικοί οργανισμοί, όπως οι Intertanko, Baltic Exchange, Bimco, ICC Commercial Crime Services, Tradelink, Sitpro, UNCTAD, και World Customs Organization ([www.essdocs.com](http://www.essdocs.com)).

Η έδρα της ESS βρίσκεται στη Μάλτα, ενώ διατηρεί γραφεία στο Λονδίνο και πρόκειται να ανοίξει παράρτημα στην Ελλάδα.

#### 4.3.2.2 Η διαδικασία επένδυσης στην ESS

Η απόφαση για επένδυση στην Electronic Shipping Solutions αποτέλεσε για την Piraeus Capital Management την δεύτερη κίνηση στρατηγικού χαρακτήρα να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας. Σε αυτή της την απόφαση έλαβε υπόψη της τα αρκετά θετικά στοιχεία που παρουσίαζε η ESS, όπως είναι ο ταχύς ρυθμός ανάπτυξης της, η δραστηριοποίησή της σε ένα τομέα τεχνολογικής αιχμής, η ύπαρξη στο μετοχικό της κεφάλαιο της συμβουλευτικής εταιρείας διαχείρισης πλούτου,

Klingenstein, Fields & Co, η συμμετοχή εφοπλιστικών κεφαλαίων όπως της οικογένειας Γουλανδρή στο ιδιοκτησιακό της καθεστώ, καθώς και η παρουσία του νεαρής ηλικίας, αλλά έμπειρου σε ναυτιλιακά θέματα και φιλόδοξου, του Αλέξανδρου Γουλανδρή, στη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου.

Η PCM ακολούθησε όλες τις διαδικασίες που προβλέπονται στα στάδια «ανάλυσης-εκτίμησης» και «επένδυσης-παρακολούθησης», Αφού κατατέθηκε το επιχειρηματικό σχέδιο και εξετάστηκε λεπτομερώς από την ομάδα επενδυτικών αναλυτών της PCM, συντάχθηκε η αρχική επενδυτική εισήγηση η οποία εγκρίθηκε από την Επενδυτική Επιτροπή. Στη συνέχεια συντάχθηκε η ολοκληρωμένη επενδυτική πρόταση, στα πλαίσια της οποίας έγινε και συνάντηση με την διοικητική ομάδα της ESS και τον ίδιο τον CEO της, τον Γουλανδρή, όπου εκτιμήθηκαν όλοι οι παράμετροι της επένδυσης. Παράλληλα διενεργήθηκε και έρευνα για την ανταγωνιστικότητα της αγοράς που βρίσκεται η εταιρεία, για να εξεταστούν οι συνθήκες της ζήτησης, οι υποστηρικτικές βιομηχανίες, η στρατηγική των ανταγωνιστών, οι συντελεστές παραγωγής, ο ρόλος του κράτους και οι αστάθμητοι παράγοντες, με λίγα λόγια οι πέντε δυνάμεις του Porter (Παρδάλη, 2007). Επειδή η χρηματοδότηση θα γινόταν σε μεταγενέστερο στάδιο της εταιρείας, ο κατώτερος Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης (IRR) που είχε καθορίσει η PCM ήταν 25%. Η επενδυτική πρόταση παρουσιάστηκε στην Επενδυτική Επιτροπή, η οποία πήρε την τελική απόφαση για την πραγματοποίηση της επένδυσης.

Αφού έγινε κι ο απαραίτητος λογιστικός και ελεγκτικός έλεγχος από ανεξάρτητο οίκο Ορκωτών Ελεγκτών και Λογιστών, καθώς και ο νομικός έλεγχος για τις συμβάσεις των μετόχων, ξεκίνησαν οι διαπραγματεύσεις για τον τρόπο της συμφωνίας χρηματοδότησης. Το τελικό κείμενο προέβλεπε ότι η χρηματοδότηση της PCM στην Electronic Shipping Solutions θα γινόταν μέσω του τελευταίου γύρου χρηματοδότησης που θα πραγματοποιούσε η ESS το 2009. Έτσι και έγινε, όταν η Piraeus Capital Management συμμετείχε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ESS τον Αύγουστο του 2009, συμμετέχοντας αρχικά με ένα ποσό της τάξεως των €2,5 εκατ. αποκτώντας μειοψηφικό πακέτο (<50%) των μετοχών της. Σκοπός της είναι και στους επόμενους γύρους χρηματοδότησης μέχρι την έξοδο από την επένδυση να έχει συνεισφέρει γύρω στα €4 εκατ..



Όσο αναφορά το monitoring της επένδυσης, η στρατηγική hands-off της διαχειρίστριας εταιρείας δεν της επιτρέπει από άποψη χρόνου και εξειδίκευσης να αναμειγνύεται ενεργά στο καθημερινό management της ESS, ωστόσο μπορεί να το πράξει σε ορισμένα ad hoc projects. Επειδή όμως η PCM θέλει να συμμετέχει στις αποφάσεις της ESS και το επιδιώκει, διατηρεί πάντα τουλάχιστον ένα μέλος στο Δ.Σ. της. Γενικά μέχρι στιγμής έχουν υπάρξει στιγμές που αντέδρασε σε Δ.Σ. σε πράγματα και καταστάσεις που δεν την βρήκαν σύμφωνη και τελικά μπόρεσε να επιβάλει την άποψή της. Εκτός από αυτό πραγματοποιεί μηνιαία calls με την διοίκηση για να παρακολουθείται η πρόοδος της εταιρίας και ό,τι συμβαδίζει με το business plan της. Παράλληλα κάθε τρίμηνο προσκαλείται από την ίδια την διοίκηση, η οποία είναι αρκετά οργανωμένη στο θέμα reporting, σε ένα conference call με όλους τους μετόχους, στο οποίο τους παραδίδει προς εξέταση τα οικονομικά στοιχεία τριμήνου και μία περίληψη του επιχειρηματικού σχεδίου, για το πώς ανανεώνεται ανά τρίμηνο. Επιπλέον γίνονται και τα Δ.Σ. και οι Γενικές Συνελεύσεις στις οποίες παρουσιάζονται τα ανανεωμένα Οικονομικά Στοιχεία και υπάρχει εκτενής διάλογος μεταξύ των μετόχων όπως και παρουσίαση των βραχυπρόθεσμων μελλοντικών σχεδίων. Σε αυτά μπορούμε να προσθέσουμε ότι η Piraeus Capital Management διατηρεί πολύ καλή σχέση με την διοίκηση της ESS και υπάρχει άμεση επικοινωνία για οποιαδήποτε απορία ή πληροφορία ανά πάσα στιγμή.

Η επένδυση στην ESS αισίως έχει μπει στον δεύτερο χρόνο της, ενώ η έξοδος της PCM από το μετοχικό της κεφάλαιο δεν αναμένεται να γίνει πριν το 2013. Ο τρόπος ρευστοποίησης της συμμετοχής που θα ακολουθήσει ενδέχεται να είναι μέσω δημόσιας εγγραφής σε χρηματιστήριο, ή μέσω εξαγοράς της από τους υπόλοιπους στρατηγικούς επενδυτές της εταιρείας.

Τα τελευταία χρόνια που συμμετέχει η Piraeus Capital Management στο μετοχικό κεφάλαιο της ESS, η εταιρεία έχει πετύχει πολύ σημαντικά επιτεύγματα που την ισχυροποιούν περαιτέρω και την καθιστούν πρωτοπόρο στην αγορά της, όπως:

- 1) Για πρώτη φορά στα χρονικά, ο Διεθνής Όμιλος των P&I Clubs (IG) επιβεβαίωσε με εγκύκλιό του τον Σεπτέμβριο του 2010, ότι οι ηλεκτρονικές φορτωτικές που χρησιμοποιούν τα ESS' CargoDocs™ Services καλύπτονται από την ασφάλιση όλων των μελών P&I. Η IG έπειτα από μία εξονυχιστική

επιθεώρηση όλου του νομικού πλαισίου της ESS, της ESS-Databridge™ Services και της Users Agreement (DSUA), έδωσε το πράσινο φως όλα τα μέλη των 13 IG P&I Clubs να χρησιμοποιούν live τις υπηρεσίες CargoDocs™ version DSUA v. 2009.3 της ESS και να ασφαλίζονται για την χρήση τους από ένα P&I. Πρόσφατα πολυεθνικές εταιρείες, όπως η ExxonMobil, η BP trading, η Broström Tankers, η BP Shipping, η DONG Energy, η Morgan Stanley, η INEOS, η Shell-STASCO, η Teekay Tankers, η AET και η Denholm-Barwil, υπέγραψαν αποκλειστικά συμβόλαια συνεργασίας για να χρησιμοποιούν το DSUA v2009.3.

- 2) Επίσης έχει λάβει πιστοποίηση από την International Transport Intermediaries Club Ltd (ITIC), μία αλληλασφαλιστική εταιρεία που δραστηριοποιείται στον χώρο του παγκόσμιου εμπορίου, από την πλευρά των ναυτιλιακών πρακτόρων ([www.itic-insure.com](http://www.itic-insure.com)).
- 3) Τον Απρίλιο του 2008 η ESS έλαβε Θετική Γνωμοδότηση για την ισχύ του συστήματος DSUA από Leadership in Energy Automated Processes (LEAP) της οποίας αποτελεί και μέλος ([essdatabridge.org](http://essdatabridge.org)). Η LEAP είναι μία εταιρεία που ιδρύθηκε από ανεξάρτητους μεταφορείς πετρελαίου και τράπεζες, η οποία έχει ως σκοπό την προώθηση αποτελεσματικής και έγκυρης αυτοματοποιημένης επεξεργασίας των συναλλαγών στο εμπόριο αργού πετρελαίου και προϊόντων διύλισης ([energy leap.org](http://energy leap.org)).
- 4) Η ESS έχει ξεκινήσει πρόσφατα τις πιλοτικές εφαρμογές του ESS-Databridge™ σε αρκετά terminals της Βόρειας Θάλασσας και της Αμερικής, καθώς και σε εμπορικά περάσματα, όπως τα Finnart Terminal, Georgetown Terminal, Hamble Oil Terminal, Loyola Terminal, Teesside Terminal.
- 5) Η εταιρεία ESS είναι αληθινά πρωτοπόρος, αφού δημιούργησε από την αρχή μία νέα αγορά καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών e-documentation στις ναυτιλιακές μεταφορές και σήμερα ελέγχει το μεγαλύτερο μερίδιό της. Ακόμα κι αν εμφανιστούν μιμητές εταιρείες, αυτές δεν θα μπορέσουν να καρπωθούν σημαντικό μερίδιο της αγοράς αυτής, γιατί πρώτον το αρχικό κόστος επένδυσης είναι αρκετά μεγάλο και δεύτερον θα πρέπει να την ανταγωνιστούν αμέσως σε επίπεδο τιμολόγησης, το οποίο θα οδηγήσει σε «πόλεμο τιμών» μαζί της, κάτι που δεν θα το αντέξουν.

Σύμφωνα με την εταιρεία ναυτιλιακής συμβουλευτικής XTTC (Οικονομικά & Ναυτιλιακά Νέα, Μάιος 2010), τον τελευταίο ενάμιση χρόνο εξαιτίας του πολλαπλασιασμού των προβληματικών δανείων στον τομέα της ναυτιλίας, οι διαχειριστές κεφαλαίων όχι μόνο έχουν κλείσει την χρηματοπιστωτική «κάνουλα», αλλά έχουν προχωρήσει και σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης πολλών ναυτιλιακών εταιρειών, ενώ οι τρέχουσες αξίες των πλοίων επιδεινώνουν τη κατάσταση.

Αυτή την περίοδο μόνο οι ασιατικές και κυρίως οι κινεζικές τράπεζες προχωρούν σε μαζικές χρηματοδοτήσεις στη ναυτιλία, ενώ μερικές από αυτές χρηματοδοτούν και διεθνείς εταιρείες. Αυτό οφείλεται κυρίως στην παρότρυνση του κράτους για ενίσχυση των κινεζικών ναυπηγείων με νέες παραγγελίες και μεταπωλήσεις καθώς και της αγοράς μεταχειρισμένων πλοίων bulk carriers, όπου οι Κινέζοι έρχονται δεύτεροι μετά τους Έλληνες πλοιοκτήτες. Γενικότερα οι κινεζικές τράπεζες προσφέρουν ανταγωνιστικές χρηματοδοτήσεις, με spreads της τάξης του 3%+ για νέα πλοία σε συνδυασμό με μικρότερο κόστος κεφαλαίου, κλειδωμένα για αρκετά χρόνια με υψηλά προπληρωμένα fees (Petrooulos, 2009). Παρόλα αυτά η εύρεση κονδυλίων για την χρηματοδότηση των νεότευκτων πλοίων παραμένει το μεγάλο αγκάθι, αφού απαιτούνται περί τα \$500-600 δισ. για την επόμενη τετραετία, για τις υπάρχουσες μόνο παραγγελίες. Από αυτά τα \$52,6 δισ. αφορούν τις δανειακές ανάγκες μόνο των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών, εκ των οποίων ήδη \$5,3 δισ. έχουν επενδυθεί τους 10 πρώτους μήνες του 2010 ([www.marineews.gr](http://www.marineews.gr), 20/10/2010).

Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι αυτή τη στιγμή, προσπαθώντας να συνέλθουν από την χρηματοπιστωτική κατάρρευση του 2008, αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκιά τους και επικεντρώνονται σε βασικές τους δραστηριότητες, αφήνοντας στην άκρη, έστω και για λίγο, τη ναυτιλιακή αγορά. Οι ναυτιλιακές τράπεζες κατάφεραν ωστόσο να αντιμετωπίσουν τη κρίση προσπαθώντας να διατηρήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους χωρίς ζημιές, αλλά βρέθηκαν αντιμέτωπες και με την μείωση της αξίας στα πλοία τα οποία παραδοσιακά χρησιμοποιούσαν ως εγγύηση-collateral στα δάνεια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτών είναι η Royal Bank of Scotland, η μεγαλύτερη χρηματοδότη των ελληνόκτητων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, η οποία ελέγχει το 20% του συνόλου των

ναυτιλιακών δανειακών χορηγήσεων, η οποία ανακοίνωσε περιστολή των χορηγήσεων προς τη ναυτιλία κατά \$30 δισ.. Γενικά σήμερα οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις νέες επενδύσεις των πλοιοκτητών με ποσοστά μικρότερα του 50% (www.marineews.gr, 4/10/2010).

Από την άλλη πλευρά οι Έλληνες πλοιοκτήτες ανησυχούν για τον εξορθολογισμό των χαρτοφυλακίων των ξένων τραπεζών, των οποίων είναι βασικοί πελάτες, και την στροφή της προσοχής τους στο δανεισμό των εγχώριων πελατών τους. Η παραγωγή νέας ναυτιλιακής χρηματοδότησης θα χρειαστεί 3 έως 5 χρόνια για να επιστρέψει στα επίπεδα του 2008, κι αυτό αποτελεί μία αισιόδοξη πρόβλεψη. Ωστόσο αυτό δεν αποτελεί απαραίτητως και κακό, διότι η πολιτική χαμηλής τραπεζικής χρηματοδότησης στη ναυτιλία την ωφελεί, όχι μόνο γιατί μπορεί πια να κάμψει τις συνέπειες της υπερπροσφοράς χωρητικότητας, αλλά και γιατί θα την βοηθήσει να φτάσει πιο γρήγορα σε κατάσταση ισορροπίας (Petrooulos, 2009).

Όλα αυτά τα γεγονότα κάνουν πρόδηλο το συμπέρασμα ότι και αυτός ο τομέας της ναυτιλίας χρειάζεται να στηρίζεται σε περισσότερες εναλλακτικές πηγές εύρεσης κεφαλαίου, πέραν των παραδοσιακών, έτσι ώστε να μην βρεθεί ξανά εκτεθειμένος στις καταστροφικές συνέπειες χρηματοπιστωτικών κρίσεων που δεν μπορεί να ελέγξει. Μία απ' αυτές τις αξιόπιστες πηγές είναι και τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών τα οποία αναλύθηκαν παραπάνω (Οικονομικά & Ναυτιλιακά Νέα, Μάιος 2010).

Τα venture capital, όταν λειτουργούν σωστά, φέρνουν σημαντικό αντίκτυπο στην οικονομία. Γεφυρώνουν το χρηματοδοτικό κενό, όπου οι τραπεζικές χορηγήσεις, τα ξένα και τα ίδια κεφάλαια δεν δύνανται να ενισχύσουν τις επιχειρήσεις. «Η μοναδική φύση του μοντέλου του venture capital, η οποία βασίζεται στο ενεργό management οδηγεί σε βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης και σε μια συνολική προσέγγιση των συμφερόντων των stakeholders με αυτή του management. Αυτό συνεπώς δημιουργεί σημαντική αξία πέρα και πάνω από τη χρήση της χρηματοοικονομικής μηχανικής. Νέες εταιρείες και βιομηχανίες έχουν γεννηθεί από venture capitalists, όπως είναι οι Apple Computer Inc., Federal Express, Google και IBM, οι οποίες έχουν αλλάξει ανεπιστρεπτί τον τρόπο που ζούμε και δουλεύουμε» (Datuk Dr. Nik Ramlah Nik Mahmood, SC's Managing Director, Accounting Today, 2008).

Η ναυτιλία θα μπορούσε να στραφεί σε μεγαλύτερο ποσοστό, από το 10% του PE και το 2,5% του VC, σε αυτήν την αγορά κεφαλαίων και να ωφεληθεί περισσότερο. Η μειοψηφική συμμετοχή των ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, η παροχή συμβουλευτικής και τεχνογνωσίας, η μικρή περίοδος επένδυσης, η μη απαίτηση εγγυήσεων για τα δανειακά κεφάλαια και η ευελιξία των σχημάτων αυτών είναι τα κύρια πλεονεκτήματα για να την επιλέξει.

Σύμφωνα με έρευνες του EVCA του 2003, το venture capital, ως νέο όχημα χρηματοδοτήσεων, είχε πολλές θετικές οικονομικές και κοινωνικές επιδράσεις. Πιο συγκεκριμένα, το 95% των εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν από ΚΕΣ, είτε δε θα υπήρχαν σήμερα, είτε θα αναπτύσσονταν με φθίνοντες ρυθμούς χωρίς αυτό, ενώ ο μέσος όρος νέων θέσεων εργασίας σε αυτές ανήλθε σε 44 εργαζόμενους.

Στη ναυτιλιακή βιομηχανία η αγορά του private equity έχει να επιδείξει σημαντική σε αξία δραστηριότητα από τη δεκαετία του '80 και μετά. Όπως παρατηρήσαμε, κυριαρχούν οι εξαγορές ναυτιλιακών εταιρειών, μέρους των στόλων τους, ή και παραγγελθέντων πλοίων που βρίσκονται ακόμα στα ναυπηγεία και δεν μπορούν να αποπληρωθούν. Ακολουθούν σε αξία τα venture capital, οι ενδιάμεσες χρηματοδοτήσεις, οι εξαγορές funds σε οικονομική δυσπραγία. Οι επενδύσεις πραγματοποιήθηκαν σε όλο το φάσμα των ναυτιλιακών αγορών, στα χύδην υγρά και χύδην ξηρά φορτία, στα εμπορευματοκιβώτια, στις κρουαζιέρες, σε λιμενικές εγκαταστάσεις, στις διαδικτυακές εφαρμογές, στις ανταλλαγές εμπορευματοκιβωτίων, μεταχειρισμένων πλοίων και στα συστήματα ελέγχου ταξιδιού. Οι μέθοδοι ρευστοποίησης των επενδύσεων περιελάμβαναν κυρίως τις δημόσιες εγγραφές σε χρηματιστήρια, τις συγχωνεύσεις με τις μητρικές εταιρείες και τις πωλήσεις σε στρατηγικούς επενδυτές.

Στον τομέα της ελληνόκτητης ναυτιλιακής βιομηχανίας γίνεται φανερό ότι πολλοί εφοπλιστές έχουν αποφασίσει να διαθέσουν ένα κομμάτι από τα κεφάλαια και τα κέρδη των εταιρειών τους για να δημιουργήσουν funds, τα οποία επενδύουν σε ναυτιλιακούς σκοπούς, αλλά προτιμούν κυρίως την τόνωση της επιχειρηματικότητας σε νέες αγορές, όπως της πληροφορικής, των τηλεπικοινωνιών, των βιομηχανικών κλάδων, του λιανικού εμπορίου, του τραπεζικού συστήματος, του τουρισμού, της υγείας και των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Πρόσφατα μάλιστα η Κίνα αποφάσισε

να συστήσει ένα ειδικό επενδυτικό ταμείο με κεφάλαια ύψους \$5 δισ., το οποίο θα βοηθήσει τόσο την προσέλκυση νέων παραγγελιών από τους Έλληνες εφοπλιστές τους επόμενους 18 μήνες, όσο και την υλοποίηση συμφωνιών πολλών εκατομμυρίων δολαρίων που βρίσκονται υπό διαπραγμάτευση στα μεσιτικά γραφεία του Πειραιά και δεν είχαν διασφαλίσει τραπεζική χρηματοδότηση ([www.marinews.gr](http://www.marinews.gr), 4/10/2010).

Ωστόσο στην Ελλάδα γενικά η αγορά των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών δεν λειτουργεί όπως θα έπρεπε και με τη μορφή που έχει στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Αυτό το γεγονός έχει τις ρίζες του στις ίδιες της παθογένειες της ελληνικής επιχειρηματικότητας, μερικές από τις οποίες είναι (Ξένου, 2003):

1. Οι Έλληνες επιχειρηματίες προτιμούν περισσότερο τα Ξένα Κεφάλαια από ότι τα Ίδια Κεφάλαια, όταν θέλουν να χρηματοδοτήσουν μία νέα ιδέα τους. Αυτό οφείλεται στην λανθασμένη πεποίθησή τους ότι οι επιχειρηματικοί επενδυτές και κεφαλαιούχοι θα «κλέψουν» τον έλεγχο της εταιρείας τους ή ότι θα αντιγράψουν την ιδέα τους.
2. Όπως γράφτηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο δεν υπάρχει νομικό πλαίσιο για την σύνδεση της αγοράς κεφαλαίων με τα ερευνητικά κέντρα και τα πανεπιστήμια (spin-offs). Η επένδυση της Piraeus Capital Management στην εταιρεία Advent Technologies, η οποία ουσιαστικά «γεννήθηκε» μέσα στα ερευνητικά εργαστήρια του Πανεπιστημίου Πατρών, πρέπει να αποτελέσει παράδειγμα προς μίμηση για όλη την αγορά venture capital.
3. Οι επιχειρηματικές ιδέες που φτάνουν καθημερινά στις ΕΚΕΣ είναι πολλές, ωστόσο η πλειοψηφία τους δεν χαρακτηρίζεται από πρωτοτυπία και από βιωσιμότητα. Η εταιρεία PCM στα δύο χρόνια που λειτουργεί έχει δεχτεί πάνω από 180 επιχειρηματικές προτάσεις, οι περισσότερες από τις οποίες ήταν αδύνατο να υλοποιηθούν και αυτό οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι δεν υπήρχε επαρκές επιχειρηματικό σχέδιο. Όσες από τις επιχειρηματικές προτάσεις είναι αληθινά τεχνολογικά καινοτόμες στον τομέα τους, η επένδυση σε αυτές θα μπορούσε να είναι βιώσιμη και συνεπώς κερδοφόρα μόνο αν αξιοποιούνταν εμπορικά σε ευρύτερη αγορά από αυτή της ελληνικής. Για αυτό τον λόγο όσες επενδύσεις έχουν πραγματοποιηθεί από ελληνικές ΕΚΕΣ απευθύνονται σε αγοραστικά κοινά κι έξω από τα σύνορα, π.χ. την ευρύτερη αγορά της

Νοτιοανατολικής Ευρώπης, των ΗΠΑ κ.α.. Το ίδιο συμβαίνει και με τις εταιρείες Advent Technologies και Electronic Shipping Solutions.

4. Τα διοικητικά στελέχη των νέων επιχειρήσεων, παρότι έχουν αξιόλογα βιογραφικά, στερούνται της εμπειρίας του πώς να φτιάξουν από την αρχή μια επιχείρηση που θα απευθύνεται και σε ξένες αγορές. Το ίδιο ισχύει και για τα στελέχη των ΕΚΕΣ. Αυτός ο παράγοντας όμως δεν ισχύει στην ελληνική ναυτιλιακή βιομηχανία. Ο μόνος ίσως τομέας της ελληνικής οικονομίας που πάντα ήταν εξωστρεφής και πάντα πετύχαινε να είναι ανταγωνιστικός σε παγκόσμια κλίμακα και να πρωταγωνιστεί, κατακτώντας την πρώτη θέση. Φαντάζει έτσι τον ιδανικό χώρο για τοποθέτηση κεφαλαίων από τα ελληνικά venture capitals και αυτός είναι ο αληθινός λόγος που η επένδυση της Piraeus Capital Management στην ESS έχει προοπτική υψηλής απόδοσης.
5. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και τα χαμηλά επίπεδα των χρηματαγορών αποτελούν τροχοπέδη στις εισαγωγές επιχειρήσεων στα χρηματιστήρια. Αυτό δυσχεραίνει ακόμα πιο πολύ την ανάληψη επενδύσεων από επιχειρηματικά κεφάλαια, αφού οι IPO είναι συνήθως ο δημοφιλέστερος τρόπος εξόδου από αυτές.
6. Οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ σε κεφάλαιο σποράς (seed capital) και κεφάλαιο εκκίνησης (startup capital), οι οποίες είναι και του υψηλότερου ρίσκου, είναι περιορισμένες, ενώ αντίθετα προτιμώνται ώριμες εταιρείες δοκιμασμένες στις αγορές τους, κι πιο συγκεκριμένα στους κλάδους των τροφίμων και ποτών, εμπορίας και εισαγωγής καταναλωτικών προϊόντων και εναλλακτικών μορφών ενέργειας. Έτσι όμως στερούνται χρηματοδότησης οι καινοτόμες επιχειρηματικές ιδέες. Στην Ελλάδα υπάρχει ένα χρηματοδοτικό κενό για επενδύσεις που κυμαίνονται από €50.000 έως €500.000. Σε αυτό το κομμάτι θα μπορούσαν τα venture capital να πρωταγωνιστήσουν, αλλά τελικά προτιμούν να επενδύουν σε λίγες σε αριθμό αλλά υψηλότερης αξίας ιδέες (συνήθως πάνω του €1 εκατ.) με σκοπό το μικρότερο κόστος και την μεγαλύτερη απόδοση. Δεν είναι τυχαίο που οι τελευταίες εκτιμήσεις αναφέρουν ότι από τα €150 εκατ. που παρέχει το TANEΟ Α.Ε., έχουν εκταμιευθεί μόνο τα €30 εκατ. αυτά τα 8 χρόνια που βρίσκεται σε λειτουργία.

Παρόλο που η επένδυση της Piraeus Capital Management στην Electronic Shipping Solutions δεν έχει ακόμα οδηγηθεί σε ρευστοποίηση, από τα μέχρι σήμερα αποτελέσματα καταδεικνύεται πόσο ευεργετική είναι η χρηματοδότηση και υποστήριξη ενός venture capital fund σε επιχειρήσεις που αναπτύσσουν καινοτόμα προϊόντα, σε ένα ανταγωνιστικό κλάδο όπως αυτός της ναυτιλίας, και αναζητούν τα επιπρόσθετα κεφάλαια που θα τους εδραιώσουν στην αγορά τους. Κερδισμένη βέβαια δεν θα βγει μόνο η χρηματοδοτούμενη εταιρεία, αλλά και το fund, το οποίο αναμένει απόδοση άνω του 20-25% όπως αναφέρθηκε. Οι διαδικασίες ανάλυσης και εκτίμησης της επένδυσης που πραγματοποίησε η PCM, η ικανότητα των στελεχών της, η αποτελεσματικότητα των διαδικασιών investing & monitoring, οι παρεμβάσεις στο Δ.Σ. της ESS, αλλά και η άψογη συνεργασία με τους μετόχους και το στελεχιακό δυναμικό, καθώς και η αξιοπιστία των μετόχων αποτελούν τους καταλυτικούς παράγοντες που εγγυώνται την ομαλή επενδυτική λειτουργία και την προοπτική της επιτυχημένης ολοκλήρωσης αυτού του τύπου χρηματοδότησης.

Παρόλο λοιπόν τα μειονεκτήματα της, η ελληνική αγορά κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών θα μπορούσε να διευρυνθεί και να στραφεί κι αυτή προς τις ναυτιλιακές επενδύσεις, αλλά και οι ελληνικές εταιρείες του κλάδου να στραφούν σε αυτή την εναλλακτική χρηματοδότηση στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό και να βρουν τη χρηματοδοτική στήριξη που τόσο πολύ χρειάζονται για να αναπτυχθούν και να εξέλθουν της κρίσης.



### Ελληνόγλωσση

Άγνωστος Συντάκτης, (2009) '20 πλοία θέλει να αποκτήσει ο Σπύρος Λαιμός', *mediashipping.gr*, 11/09/2009,

<http://www.mediashipping.gr/?q=node/4036> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Άγνωστος Συντάκτης, (2010) 'Ship finance: Συνετή διαχείριση', *Περιοδικό Οικονομικά & Ναυτιλιακά Νέα*, Τεύχος 1074, Μάιος 2010, σελ. 76-77

Ατλαντίς Συμβουλευτική Α.Ε., (2007) Έρευνα: *Μελέτη τεχνικής εμπειρογνωμοσύνης για τη διερεύνηση της δυνατότητας ενίσχυσης των δραστηριοτήτων έρευνας, τεχνολογίας και καινοτομίας, μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων, για την προώθηση της Έρευνας και Τεχνολογίας κατά την προγραμματική περίοδο 2007-13*, Αναθέτουσα Υπηρεσία: Υπουργείο Ανάπτυξης – Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας, Σεπτέμβριος 2007

Γενικό Προξενείο της Ελλάδος, (2009) 'Ενημερωτικό Σημείωμα. Η πορεία των ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακών εταιρειών', Γραφείο Οικονομικών και Εμπορικών Υποθέσεων, Νέα Υόρκη, 4/11/2009

Γεωργακόπουλος, Α. (2005) *Χρηματοδότηση στη Ναυτιλία*, Αθήνα, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Ναυτιλία, Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Γιαννάκη, Σ. (2005) *Ανάλυση Ναυτιλιακών Χρηματοδοτήσεων*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Ναυτιλία, Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Γουλιέλμος, Α. (2007) *Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη

Δημητρίου, Κ. Account Manager NBG, (2007) 'Ναυτιλιακή Χρηματοδότηση, Ναυτιλιακή Χρηματοοικονομική', Ε.Μ.Π. Θαλάσσιες Μεταφορές, <http://www.martrans.org/educational/notes/introfinance/naut-crim.ppt> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Δημητροκάλης, Ν. (2007) *Αποτελεσματικότητα των κριτηρίων χρηματοδότησης των Εταιρειών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ – Venture Capital) στην Ελλάδα*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Διοίκηση Υπηρεσιών, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Ελευθεριάδου, Θ. (2004) *Η Χρηματοδότηση των Ναυτιλιακών Επενδύσεων και η Πολιτική των Τραπεζών*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Ναυτιλία, Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Θεοδωρίδου, Χ. (2009) *Venture Capital*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του ΠΜΣ στη «Λογιστική και Χρηματοοικονομική», Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Θεοτοκάς, Ι. Επίκουρος Καθηγητής Τμήματος Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών, (2006) 'Ναυτιλία και Επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα', Προσκεκλημένος ομιλητής στα Σεμινάρια Οικονομικής Ιστορίας του Προγράμματος Διδακτορικών Σπουδών την Οικονομική Επιστήμη (UADPhilEcon), Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα [http://62.103.39.56:8080/ketakemak\\_images/NaftiliaEpicheirimatikotitastinEllada\\_F901.pdf](http://62.103.39.56:8080/ketakemak_images/NaftiliaEpicheirimatikotitastinEllada_F901.pdf) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Καλλή, Α. (2007) '23 ελληνικές ναυτιλιακές στα ταμπλό της και του Σίτι', *Εφημερίδα ΗΜΕΡΗΣΙΑ*, 17/11/2007, <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=12334&subid=2&pubid=347659> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Καπράλος, Σ. Πρόεδρος – Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., (2010) ‘Στρατηγική της ΕΧΑΕ: Απολογισμός 2009 – Προγραμματισμός 2010’, *Η ομιλία του Σπύρου Καπράλου στην ΕΧΑΕ*, Αθήνα, 03 Φεβρουαρίου 2010

Καραδήμος, Ι. (2005) *Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησεως Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Ναυτιλία, Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κριτσιώνης, Β. (2005) *Η Χρηματοδότηση Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Λαζαρίδης, Γ. (1998) *Σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης*, Τόμος Α’, Θεσσαλονίκη

Νάνος, Κ. (2009) ‘Βγενόπουλος και G. Sachs συζητούν τη σύσταση fund με τον Βενιάμη’, *Capital.gr*, 15/9/2009,  
<http://www.capital.gr/news.asp?id=812998> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Νάνος, Κ. (2009) ‘Εφοπλιστές επενδύουν στο ναυάγιο της ναυτιλίας’, *Εφημερίδα Έθνος/ethnosonline*, 5/9/2009,  
<http://www.ethnos.gr/article.asp?catid=11379&subid=2&pubid=5800831> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Ξένου, Σ. Ε. (2003) *Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση», Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Παρδάλη, Α. (2007) *Οικονομική και πολιτική λιμένων*, Αθήνα, Εκδόσεις Α. Σταμούλης

Πετρίτης, Π. (2005) *Εναλλακτικοί τρόποι Χρηματοδότησης Ναυτιλιακών Εταιρειών*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Μ.Π.Σ. στη Ναυτιλία, Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Υφαντής, Π. (2002) '16 δισ. δρχ. για πλωτά ξενοδοχεία', *Εφημερίδα Ελευθεροτυπία*, 17/03/2002,

[http://archive.enet.gr/online/online\\_text/c=114.dt=17.03.2002.id=74564356](http://archive.enet.gr/online/online_text/c=114.dt=17.03.2002.id=74564356) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Φραντζεσκάκη, Μ. (2008) *Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου, Ο Θεσμός τους στην Ελλάδα*, Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Π.Μ.Σ. στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Tourism Management (MBA), Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Χρηματιστήριο Αθηνών, (2010) *Εισαγωγή Ναυτιλιακών Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών* Αρχείο: ATHEX Listing Requirements Shipping V1-00.doc , Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., Ιανουάριος 2010,

<http://www.athex.gr/shipping/files/ATHEX%20Listing%20Requirements%20Shipping%20V1-02.pdf> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Χρυσικόπουλος, Ν. (2008) 'Νέες business "κυνηγούν" τα venture capitals', *Capital.gr*, 11 Απριλίου 2008,

<http://www.capital.gr/news.asp?id=483975> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

### Ξενογλώσση

Argyropoulos, A. (2010) 'Leading Greek shipping to the US Stock Exchanges – Interview on the prospects of Greek public listed companies', *Elnavi – Monthly Shipping Review*, No. 438, June 2010, p. 28-30

Di Carlo, A. Kelly, R. (2010) 'Private Equity Market Outlook', European Investment Fund, *Working Paper 2010/005*,

[http://www.eif.europa.eu/news\\_centre/publications/eif\\_wp\\_2010\\_005\\_PE\\_Market\\_Outlook.pdf](http://www.eif.europa.eu/news_centre/publications/eif_wp_2010_005_PE_Market_Outlook.pdf) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

EVCA, (2007) 'Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs, An EVCA Special Paper', November 2007,

[http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/Guide\\_on\\_PEandVC\\_for\\_Entrepreneurs.pdf](http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/Guide_on_PEandVC_for_Entrepreneurs.pdf) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Kavussanos, G. M. and Alizanteh-M, Amir H. (2000) *Seasonality comparisons by type of contracts and sectors in dry bulk shipping freight markets*, Venice

McNamara, P. (2010) 'Yasaar Media: Islamic venture capital's guidelines and future', *Alhaqq Society*, 6/1/2010,

<http://alhaqqociety.wordpress.com/2010/01/06/yasaar-media-islamic-venture-capitals-guidelines-and-future/> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Mardle, D. (2009) 'Answer in the question: Is there a difference between private equity and venture capital?', *Private equity v venture capital*, Law Careers.net, 05/05/2009,

<http://www.lawcareers.net/information/BurningQuestion/Detail.aspx?r=88> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Mefford, D. (2009) 'Venture capital VS Private equity', *EduBook*, 29/08/2009,

<http://www.edubook.com/venture-capital-vs-private-equity/12176/> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Nambiar, P. (2009) 'Global Maritime expects to stay profitable in 2009', *Business Times*, 30/03/2009,

[http://www.btimes.com.my/Current\\_News/BTIMES/articles/bpm2/Article/#ixzz0wQICFTz1](http://www.btimes.com.my/Current_News/BTIMES/articles/bpm2/Article/#ixzz0wQICFTz1) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

National Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers Press Release, (2010) 'Corporate Venture Capital Group Investment Analysis 1995 Through 2009', [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=57&Itemid=317](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=57&Itemid=317) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

National Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers Press Release, (2010) 'Venture Capital Investing Has Modest Start in 2010, Amidst Economic and Market Uncertainty', Washington, 16/4/2010, [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=57&Itemid=317](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=57&Itemid=317) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

National Venture Capital Association, PricewaterhouseCoopers Press Release, (2010) 'Venture Capital Investing Increases 50 percent in Dollars in the First Half of 2010', Washington, 16/6/2010, [https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/10Q2MTPressRelease\\_FINAL.pdf](https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/10Q2MTPressRelease_FINAL.pdf) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

National Venture Capital Association, Thomson Reuters News Release, (2010) 'Venture Capital Fundraising Activity Remains Slow', Press Center, New York, 12/7/2010, [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=182&Itemid=142](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=182&Itemid=142) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

National Venture Capital Association, Thomson Reuters News Release, (2010) 'Venture-backed IPO volume continuous to increase in Q2 2010 while acquisitions hold steady', Press Center, New York, 1/7/2010, [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=182&Itemid=142](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=182&Itemid=142) τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Petropoulos, T. MD Petrofin, (2009) 'Latest trends and developments in international ship finance – Addressing the on-going impact of the credit crunch', 22<sup>nd</sup> *Annual Ship Finance & Investment forum 2009*, London

Petropoulos, T. (2010) 'Key Developments in Greek Ship-Finance', *Elnavi – Monthly Shipping Review*, No. 438, June 2010, p. 44-46

Petropoulos, T. (2009) 'The prospects for greek ship finance in 2010 and beyond', *Nafs*, September 2009

Roberts, B. (2009) 'M2M Management makes waves with ship-acquisition fund', *Global Securities Lending (GSL) magazine*, 9/2/2009,  
<http://gsl.tv/news/246/m2m-management-makes-waves-ship-acquisition-fund> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Salman Syed, A. (2008) 'Islamic Capital Markets, Products, Regulation & Developments', *Islamic Research and Training Institute, IDB Group*,  
<http://islamfinland.files.wordpress.com/2009/08/irti-islamic-capital-markets-products-regulationdevelopment.pdf> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Securities Commission Malaysia, (2009) *Guidelines and Best Practices on Islamic Venture Capital*, May 2008,  
[http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/VC/0805\\_islamicVC.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/resources/guidelines/VC/0805_islamicVC.pdf)  
τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Siddiqui, R. (2010) 'Venture capital is missing link in Islamic finance for knowledge-based growth', *Gulf News*, 9/5/2010,  
<http://gulfnews.com/business/markets/venture-capital-is-missing-link-in-islamic-finance-for-knowledge-based-growth-1.624179> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Unknown Author, (2008) 'New Guidelines and Best Practices to raise Standards of Islamic Venture Capital', *Banking & Finance, Accountants Today*, June 2008, p. 18,  
<http://www.mia.org.my/at/at/200806/06.pdf> τελευταία επίσκεψη: 17/10/2010

Veniou, M. (2006) *Raising equity in the US Capital Markets. A case study for a dry bulk shipping company*, MSc in Maritime Economics and Policy, Department of Maritime Studies, University of Piraeus

Διαδικτυακοί τόποι:

[alhaqqsociety.wordpress.com](http://alhaqqsociety.wordpress.com)

[archive.enet.gr](http://archive.enet.gr)

[energyleap.org](http://energyleap.org)

[en.wikipedia.org](http://en.wikipedia.org)

[essdatabridge.org](http://essdatabridge.org)

[financier-investment-group.net](http://financier-investment-group.net)

[gsl.tv](http://gsl.tv)

[gulfnnews.com](http://gulfnnews.com)

[islamfinland.files.wordpress.com](http://islamfinland.files.wordpress.com)

[lemissoler.com](http://lemissoler.com)

[scottgiannis.blogspot.com](http://scottgiannis.blogspot.com)

[www.adventech.gr](http://www.adventech.gr)

[www.alphatruster.gr](http://www.alphatruster.gr)

[www.ampni.com](http://www.ampni.com)

[www.athex.gr](http://www.athex.gr)

[www.attica-group.com](http://www.attica-group.com)

[www.attica-ventures.gr](http://www.attica-ventures.gr)

[www.btimes.com.my](http://www.btimes.com.my)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

[www.crudecarrierscorp.com](http://www.crudecarrierscorp.com)

[www.cvca.cz](http://www.cvca.cz)

[www.danaos.com](http://www.danaos.com)

[www.ddgnet.org](http://www.ddgnet.org)

[www.edubook.com](http://www.edubook.com)

[www.eif.europa.eu](http://www.eif.europa.eu)



[www.eletson.com](http://www.eletson.com)  
[www.elvesa.gr](http://www.elvesa.gr)  
[www.essdocs.com](http://www.essdocs.com)  
[www.eif.europa.eu](http://www.eif.europa.eu)  
[www.evca.eu](http://www.evca.eu)  
[www.financialmirror.com](http://www.financialmirror.com)  
[www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)  
[www.glocalventurecapital.gr](http://www.glocalventurecapital.gr)  
[www.gmv.com.my](http://www.gmv.com.my)  
[www.i4g.gr](http://www.i4g.gr)  
[www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr)  
[www.irf-finance.com](http://www.irf-finance.com)  
[www.itic-insure.com](http://www.itic-insure.com)  
[www.kaynefunds.com](http://www.kaynefunds.com)  
[www.kaynecapital.com](http://www.kaynecapital.com)  
[www.kerdos.gr](http://www.kerdos.gr)  
[www.lawcareers.net](http://www.lawcareers.net)  
[www.logoventures.gr](http://www.logoventures.gr)  
[www.marfininvestmentgroup.com](http://www.marfininvestmentgroup.com)  
[www.marinews.gr](http://www.marinews.gr)  
[www.martrans.org](http://www.martrans.org)  
[www.mediashipping.gr](http://www.mediashipping.gr)  
[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)  
[www.navios.com](http://www.navios.com)  
[www.nbgipe.com](http://www.nbgipe.com)  
[www.nbgvc.gr](http://www.nbgvc.gr)  
[www.nbgiventures.com](http://www.nbgiventures.com)  
[www.nvca.org](http://www.nvca.org)  
[www.olympicmarine.gr](http://www.olympicmarine.gr)  
[www.omegabank.gr](http://www.omegabank.gr)  
[www.oxycap.gr](http://www.oxycap.gr)  
[www.psp.org.gr](http://www.psp.org.gr)

[www.pwcmoneytree.com](http://www.pwcmoneytree.com)

[www.sc.com.my](http://www.sc.com.my)

[www.sfsnet.com](http://www.sfsnet.com)

[www.taneo.gr](http://www.taneo.gr)

[www.thermokoitida.gr](http://www.thermokoitida.gr)

[www.varietycruises.com](http://www.varietycruises.com)

[www.vc-bank.com](http://www.vc-bank.com)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ