

περίληψη βασικών θέσεων



Workshop @ ATHEX @ 5pm



ATHEXGROUP
Athens Exchange Group



European Bank
for Reconstruction and Development

περίληψη βασικών θέσεων

Στο κείμενο αυτό συνοψίζονται βασικές θέσεις που παρουσιάστηκαν στο σεμινάριο που διοργάνωσε το Χρηματιστήριο Αθηνών με την EBRD.

Στο πρώτο μέρος καλύφθηκαν θέματα που αφορούν την άμεση χρηματοδότηση από κεφαλαιαγορές μέσω μετοχών και ομολόγων.

Daniela Peterhoff Partner, Head of Market Infrastructure, Oliver Wyman

- Το πρόβλημα της χρηματοδότησης των ΜμΕ είναι πανευρωπαϊκό.
- Το spread του κόστους χρηματοδότησης των ΜμΕ έναντι μεγάλων εταιριών έχει διευρυνθεί σημαντικά μετά την κρίση του 2008 σε όλη την Ευρώπη.
- Με βάση το 2014 μόνο 3% των SMEs έχουν επιλέξει τη χρήση χρηματιστηρίων στην Ευρώπη για άντληση μετοχικού κεφαλαίου και 1% για έκδοση εταιρικών ομολόγων έναντι 59% τραπεζικών δανείων και έναντι άλλων τύπων χρηματοδότησης (leasing, factoring, εμπορικές πιστώσεις). Για την περίοδο 2009 - 2014 το ποσοστό αυτό φθάνει μόλις το 7%.
- Η Ευρώπη προωθεί το Capital Markets Union με στόχο να διευκολύνει τις ΜμΕ να αντλήσουν κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές, κατά το αγγλοσαξονικό μοντέλο.
- Η μείωση του κόστους χρηματοδότησης και η απλοποίηση των διαδικασιών είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ενίσχυση της χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών. Αυτή η δράση βρίσκεται σε εξέλιξη μέσω της νέας Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο (Prospectus Directive).
- Υπάρχει ανάγκη επικοινωνίας στην αγορά των λύσεων χρηματοδότησης μέσω κεφαλαιαγοράς και σε αυτό πρέπει να δραστηριοποιηθεί όλο το οικοσύστημα.
- Οι Εναλλακτικές αγορές δεν είναι αγορές με βάθος και ρευστότητα από τη φύση τους, αλλά είναι ιδιαίτερα χρήσιμες για την άντληση κεφαλαίων από τις ΜμΕ.
- Οι επενδύσεις σε ΜμΕ μπορούν να ενισχυθούν μέσω συλλογικών επενδύσεων. Το ETF θα μπορούσε να είναι ένα προϊόν συλλογικής επένδυσης που θα βοηθούσε την επένδυση σε ΜμΕ. Επίσης, η υιοθέτηση φορολογικών κινήτρων θα μπορούσε να λειτουργήσει θετικά και προς ενίσχυση των επενδύσεων σε ΜμΕ.

Andre Kuusvek Director, Local Currency and Capital Markets Development (LC2), EBRD

- Η EBRD έχει προβεί σε ενίσχυση των κεφαλαίων ελληνικών εταιριών, παλαιότερα σε θυγατρικές ελληνικών εταιριών που δραστηριοποιούνται στην ευρύτερη περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης αλλά και του τραπεζικού κλάδου στην πρόσφατη ανακεφαλαιοποίηση το 2015.
- Υπάρχουν ευκαιρίες χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς και άλλων κλάδων, εκτός των τραπεζών, με επίκεντρο παραδοσιακά ισχυρούς για την Ελλάδα κλάδους όπως ο αγροτοδιατροφικός και ο τουρισμός, αλλά και οι τεχνολογίες, η καινοτομία, εξαγωγικοί τομείς όπως το φάρμακο κ.λπ.
- Η EBRD μπορεί να υποστηρίξει τη χρηματοδότηση έργων/υποδομών.
- Η χρηματοδότηση από την EBRD μπορεί να γίνει έμμεσα ή άμεσα, μέσω μετοχών, ομολόγων ή συνδυαστικά.

περίληψη βασικών θέσεων

- Είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις ΜμΕ να είναι σε θέση να αντλούν κεφάλαια μέσω κεφαλαιαγορών ώστε να υπάρχει συμπληρωματικότητα στις διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης.
- Τα βασικότερα κριτήρια τα οποία αξιολογούνται για την επιλογή εταιρίας προς επένδυση είναι η ικανοποιητική διασπορά, η διαφάνεια από μέρους της εταιρίας, ο σχεδιασμός στρατηγικής εξόδου και η εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζοντας διεθνή πρότυπα.

Cedric Pacheco Associate, Growth, AFME

- Υπάρχει διαφορά στη διαθεσιμότητα των κεφαλαίων μεταξύ Αμερικής και Ευρώπης, με ιδιαίτερη χρήση των κεφαλαιαγορών στην περίπτωση της Αμερικής.
- Η Ευρώπη είναι πιο εξοικειωμένη με τον τραπεζικό δανεισμό σε σχέση με την Αμερική για αυτό και παρουσιάζεται πιο έντονο το πρόβλημα χρηματοδότησης των ΜμΕ στην παρούσα φάση απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα.
- Οι ΜμΕ στην Ευρώπη δεν έχουν πολλούς εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης, αλλά στρέφονται παραδοσιακά στον τραπεζικό δανεισμό καθώς τα ασφαλιστικά ταμεία και η ιδιωτική χρηματοδότηση μέσω venture capitals και private equity είναι σημαντικά ασθενέστερα σε σχέση με την Αμερική.
- Υπάρχει κενό στην ενημέρωση των εταιριών σχετικά με τους τρόπους χρηματοδότησης που μπορούν να επιλέξουν από τις κεφαλαιαγορές.

Στο δεύτερο μέρος καλύφθηκαν θέματα που αφορούν την έμμεση χρηματοδότηση από κεφαλαιαγορές μέσω της χρήσης εισηγμένων επενδυτικών εταιριών (listed private equity/listed funds).

Michel Degosciu Founding Partner, LPX AG

- Τα εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια παρουσιάζουν ιδιαίτερα πλεονεκτήματα έναντι των μη εισηγμένων. Από τα σημαντικότερα, είναι ότι δεν έχουν περίοδο lock-up για τους επενδυτές σε αυτά (πχ για μη εισηγμένα ο χρόνος του lock up κυμαίνεται μεταξύ 2 – 10 ετών), έχουν μειωμένα κόστη, αυξημένη διασπορά, μεγαλύτερη διαφάνεια και καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση. Η συνηθέστερη μορφή τους είναι η Α.Ε. και εισάγονται σε χρηματιστήρια με έκδοση μετοχών.
- Τόσο σε Ευρώπη (Eurazeo, Deutsche Beteiligung AG) όσο και διεθνώς (ONEX – Καναδάς) υφίστανται εισηγμένα επενδυτικά σχήματα εταιριών παρόμοια με τις ΕΚΕΣ (Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) που επιλέγουν μετοχική συμμετοχή σε ΜμΕ με σκοπό να τις αναπτύξουν και να τις διεθνοποιήσουν.
- Αυτό το κάνουν επιτυχώς αφού από τις πάνω από 300 παρόμοιες εισηγμένες επενδυτικές εταιρίες, 50 που αποτελούν τον δείκτη LPX50 παρουσίασαν μέση ετήσια απόδοση 21,08% έναντι 15,83% του MSCI World μεταξύ 2009 και 2015.
- Το γεγονός ότι μπορεί η τιμή της μετοχής να βρεθεί χαμηλότερα από την εσωτερική αξία (net asset value) της εταιρίας μπορεί να αποτελεί ευκαιρία εισόδου για επενδυτές με μέγιστο ορίζοντα εξόδου κατά την αποεπένδυση (exit) όπου ελαχιστοποιείται το discount. Το ποσοστό discount/premium μεταβάλλεται με το χρόνο και εξαρτάται από την εισηγμένη εταιρία και το

περίληψη βασικών θέσεων

μακροοικονομικό περιβάλλον.

- Οι εισηγμένες υποδομές (listed infrastructures) είναι και αυτές δημοφιλείς, ιδιαίτερα για τους κλάδους της ενέργειας, μεταφορών, ύδρευσης και τηλεπικοινωνιών. Στην Ευρώπη υπάρχουν 31 τέτοιες μετοχές με κεφαλαιοποίηση €244 δις, στη Β. Αμερική 65 με €675 δις, στη Ν. Αμερική 16 μετοχές με €34 δις και στην Ασία 69 μετοχές με €266 δις. Αυτό δείχνει ότι ειδικά για υποδομές που παρέχουν τακτικό έσοδο (μέρισμα) υπάρχει ιδιαίτερη προτίμηση από τους διεθνείς επενδυτές και επομένως έτσι εξηγείται γιατί εισάγονται σε Χρηματιστήρια.

Russell Healey Partner, Foresight Group

- Για τη χρηματοδότηση των ΜμΕ η χρήση των Private equity με την ενεργό συμμετοχή στο ΔΣ και στη διοίκηση της εταιρίας βελτιώνει τις πωλήσεις, αυξάνει τα κίνητρα σε στελέχη και διοίκηση και πιέζει για τη μετεξέλιξη των εταιριών σε πολυμετοχικές, εξωστρεφείς επιχειρήσεις.
- Ο χρόνος εύρεσης ιδιωτικών κεφαλαίων έχει αυξηθεί σημαντικά και μπορεί να ξεπεράσει το 1 έτος. Επομένως, η εισαγωγή των κεφαλαίων αυτών στο Χρηματιστήριο με τη μορφή εταιριών, δημιουργεί πλεονέκτημα στη άμεση χρηματοδότηση τους από τις κεφαλαιαγορές εξαιτίας του μεγαλύτερου πλήθους επενδυτών. Αυτή είναι η τάση για τα evergreen vehicles.
- Κίνητρα σε επενδυτές είναι σημαντικά για να υπάρχει καλύτερη ροή κεφαλαίων προς τα επενδυτικά οχήματα. Το κλασικότερο παράδειγμα είναι τα αγγλικά VCTs (Venture Capital Trusts) όπου το κεφάλαιο που επενδύεται από φυσικά πρόσωπα εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα. Τα χρήματα αυτά ουσιαστικά καταλήγουν στη χρηματοδότηση ΜμΕ και νεοφυών εταιριών και δημιουργούν θέσεις εργασίας, αξία και επομένως επαν-εισπράττονται από το δημόσιο μέσω του ΦΠΑ.
- Το discount που παρατηρείται συχνά σε εισηγμένες εταιρίες αντισταθμίζεται και περιορίζεται με την εδραίωση σταθερής μερισματικής πολιτικής από την εταιρία
- Η χρήση εναλλακτικών αγορών – όπως η ΕΝΑ του Χρηματιστηρίου Αθηνών - είναι ιδιαίτερα σημαντική για exit strategy των επενδυτικών κεφαλαίων.

John Newlands Head of Investment Companies Research, Brewin Dolphin Limited

- Δεν είναι τυχαίο ότι οι εισηγμένες επενδυτικές εταιρίες έχουν τις ρίζες τους από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης του 1930 στη Μ. Βρετανία. Με την ανεργία να ξεπερνά το 20% το 1930, η επιτροπή υπό το Λόρδο McMillan και συμμετέχοντες εξέχοντες προσωπικότητες όπως ο John Maynard Keynes, ο Ernest Bevin και ο Reginald McKenna αναγνώρισε «τη μεγάλη δυσκολία στη χρηματοδότηση ΜμΕ».
- Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία 2 επενδυτικών κεφαλαίων, το ένα για ΜμΕ και το άλλο για μεγαλύτερες εταιρίες, το 1945. Τα 2 αυτά επενδυτικά κεφάλαια ενώθηκαν το 1973, έγιναν η γνωστή εταιρία 3i και εισήχθησαν το 1994 στο Λονδίνο αποτελώντας ένα από τα μεγαλύτερα listed private equities που συντέλεσαν στην ανάπτυξη της Μ. Βρετανίας. Αυτή αποτέλεσε το έναυσμα για τη δημιουργία πάνω από 60 εισηγμένες επενδυτικές εταιρίες στο Λονδίνο σήμερα.
- Επίσης, η υιοθέτηση φορολογικών κινήτρων όπως έγινε για τα VCTs στη Μ. Βρετανία θα μπορούσε να λειτουργήσει θετικά και προς ενίσχυση των επενδύσεων σε ΜμΕ. Η επένδυση «κεφαλαίου κινδύνου» σε εισηγμένες επενδυτικές εταιρίες.

περίληψη βασικών θέσεων

- Υπάρχει διεθνώς μια σειρά από χρηματοδοτικά εργαλεία για χρηματοδότηση ΜμΕ μέσω εισηγμένων κεφαλαίων (listed private equity).

Nicola Redi, Ph.D Investment Director, Vertis SGR S.p.A.

- Η χρηματοδότηση των ΜμΕ και των νεοφυών επιχειρήσεων μπορεί να γίνει καλύτερα μέσω Private equity και VCs καθώς υπάρχει, πέρα από τη χρηματοδότηση, ενεργός συμμετοχή στην ανάπτυξη των εταιριών, στη βελτίωση των προϊόντων, των υπηρεσιών και των οργανωτικών σχημάτων από επαγγελματίες αναλυτές και διαχειριστές. Αυτό μετουσιώνεται σε καλύτερα αποτελέσματα και μεγέθυνση των εταιριών.
- Οχήματα όπως οι ΕΚΕΣ, δηλαδή εισηγμένες εταιρίες συμμετοχών με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα, μπορούν να βοηθήσουν, επιπρόσθετα, στην απρόσκοπτη παροχή κεφαλαίων για επένδυση σε ΜμΕ και νεοφυείς εταιρίες. Έτσι, αποφεύγονται δυσκολίες χρηματοδότησης εξαιτίας μακροοικονομικών παραγόντων.
- Κίνητρα σε επενδυτές είναι σημαντικά για να υπάρχει καλύτερη ροή κεφαλαίων προς τα επενδυτικά οχήματα. Το Ιταλικό κράτος έχει τελευταία προσπαθήσει να δημιουργήσει σειρά κινήτρων για να αυξήσει την προσέλκυση επενδυτών σε αυτά τα σχήματα.
- Η χρήση επαναγορών μετοχών και μερισματικής πολιτικής μπορούν να αντισταθμίσουν την τάση να υπάρχει κάποιο discount σε εισηγμένα επενδυτικά κεφάλαια.

Hannes Takacs Associate Director, Local Currency and Capital Markets Development (LC2), EBRD

- Υπάρχει διεθνώς μια σειρά από χρηματοδοτικά εργαλεία για χρηματοδότηση ΜμΕ μέσω εισηγμένων κεφαλαίων (listed private equity).
- Στην Αμερική είναι ιδιαίτερα διαδεδομένα τα Business Development Companies, δηλαδή εισηγμένες εταιρίες-οχήματα οι οποίες αντλούν κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά με έκδοση μετοχών και στη συνέχεια τη διοχετεύουν σε ΜμΕ είτε μέσω δανείων είτε μέσω μετοχικής συμμετοχής - κυρίως στην αναδιάρθρωση εταιριών.
- Στον Καναδά είναι ιδιαίτερα διαδεδομένο το SPC, το οποίο είναι μια εταιρία-όχημα η οποία εισάγεται στο Χρηματιστήριο, αντλεί χρήματα και στη συνέχεια, εντός συγκεκριμένου χρόνου, τα επενδύει σε εταιρία στόχο.
- Οι Εναλλακτικές Αγορές, όπως η ΕΝΑ, είναι ένας ιδιαίτερα χρήσιμος τρόπος άντλησης κεφαλαίων για ΜμΕ καθώς, ταυτόχρονα, αυξάνουν την αναγνωρισιμότητά τους, εκπαιδεύονται στη χρήση των κεφαλαιαγορών για περαιτέρω γύρους χρηματοδοτήσεων και οργανώνονται ώστε να μετατραπούν ήπια και σταδιακά από οικογενειακές σε πολυμετοχικές εταιρίες.
- Τα evergreen οχήματα όπως οι ΕΚΕΣ, δηλαδή εισηγμένες εταιρίες συμμετοχών με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα και την έμμεση χρηματοδότηση μικρότερων εταιριών που δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν άμεσα από τις κεφαλαιαγορές έχουν σημαντικό πεδίο χρήσης από ΜμΕ.