

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΚΤΟΣ ΕΛΕΓΧΟΥ: ΤΑ ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (PRIVATE EQUITY FUNDS)

Φαντασθείτε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που προσελκύει συμμετοχές σε μερίδια υψηλής αξίας (π.χ. 200 χιλιάδες ευρώ έκαστο), με ιδιωτική πρόσκληση. Τα μερίδια δεν εξαργυρώνονται παρά μετά από 10 έτη. Το κεφάλαιο επενδύει σε μετοχές μη εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιριών, για την χρηματοδότηση επενδυτικού σχεδίου ή την εξαγορά μετοχών εισηγμένης εταιρίας με σκοπό την απόσυρσή της από το χρηματιστήριο. Αυτό είναι ένα ιδιωτικό μετοχικό κεφάλαιο (IMK).

Από κάθε άποψη το IMK είναι το αντίθετο ενός γνωστού μας αμοιβαίου κεφαλαίου. Η μόνη τους ομοιότητα είναι μορφολογική: αμφότερα συλλέγουν αποταμιεύσεις για να επενδύσουν σε μετοχές. Η συλλογή που πραγματοποιεί το IMK γίνεται με βάση ιδιωτική πρόσκληση και η επένδυση γίνεται σε μη εισηγμένες μετοχές. Έτσι τα IMK δεν υπόκεινται σε εποπτικούς κανόνες που καλύπτουν τα αμοιβαία κεφάλαια (διαφάνεια, τήρηση επενδυτικών ορίων). Λειτουργούν εκτός ελέγχου των εποπτικών αρχών.

Οι επενδυτές που επιλέγουν να προσφέρουν τα κεφάλαιά τους στα IMK είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα με οικονομική επιφάνεια, δυνατότητα να απορροφήσουν κραδασμούς και βούληση να δεσμεύσουν κεφάλαια για μεγάλους χρόνους. Τι επιζητούν; Ευκαιρίες υπεραξιών σε μακρό ορίζοντα. Παρακάμπτουν τη δημόσια προστασία που παρέχουν οι εποπτικές αρχές στα συλλογικά επενδυτικά σχήματα. Φροντίζουν την αυτοπροστασία τους μέσω συμβατικών δεσμεύσεων των IMK. Πεμπτουσία της στρατηγικής τους είναι η ιδιωτικότητα στην επιλογή επενδύσεων. Η ανάληψη απόρρητων πρωτοβουλιών αποβλέπει στην πρόωμη ανακάλυψη νέων επιχειρηματικών ευκαιριών και υποτιμημένων περιουσιακών στοιχείων. Η δημόσια αναγνώριση των αξιών θα έλθει αργότερα και θα αποζημιώσει αδρά όσους τις ανακάλυψαν πρώτοι.

Το ‘κυνήγι του θησαυρού’ είναι εγγενές στην καπιταλιστική αγορά. Η ανάπτυξη των τεχνολογιών και των επικοινωνιών αναδεικνύει συνεχώς νέες μορφές στον ‘θησαυρό’, στο ‘κυνήγι’, στους ‘κυνηγούς’. Πριν τρεις αιώνες το ‘κυνήγι’ αναπτύχθηκε στο πεδίο του υπερωκεάνειου εμπορίου, στην ανακάλυψη νέων τεχνολογιών μεταφοράς. Σήμερα το ‘κυνήγι’ αναπτύσσεται στο πεδίο των νέων τεχνολογιών χρηματοδότησης εγχειρημάτων για την διάχυσή προϊόντων και υπηρεσιών στην διεθνή αγορά.

Οι κυνηγοί είναι επί αιώνες αμφιλεγόμενες προσωπικότητες: ρισκοκίνδυνοι τυχοδιώκτες για μερικούς, τολμηροί επινοητές παραγωγικών ευκαιριών για άλλους. Γράφοντας για τα IMK το 2004, ο Economist, με φιλοαγοραίο φλέγμα, τα αναγόρευσε σε ‘νέους βασιλείς του καπιταλισμού’, που διεισδύουν όπου οι δημόσιες πρωτοβουλίες δεν φθάνουν, βελτιώνοντας παραγωγικότητα και καινοτομία. Δύο χρόνια αργότερα η κοινωνικότερη Monde χαρακτήριζε τα IMK, λιγότερο κολακευτικά, ως τα ‘νέα αδηφάγα πλάσματα του καπιταλισμού’. Αλλωστε, τα IMK έχουν πολιτογραφηθεί στην κινηματογραφική εργογραφία ως σκοτεινές δυνάμεις που απεργάζονται πολιτικό – οικονομικές σκευωρίες. Τα δημοφιλή ‘Φαρεναϊτ 11’ και ‘Υποψήφιος από την Μαντζουρία’ χαρακτηρίζουν την κινηματογραφική προσέγγιση.

Τα φώτα της δημοσιότητας στρέφονται σήμερα στα ΙΜΚ επειδή τα μεγέθη είναι εντυπωσιακά και πρωτοστατούν σε διάστημα εγχειρήματα επανιδιωτικοποιήσεων¹. Ακόμη και στην Ελλάδα φημολογείται η δραστηριοποίησή τους. Τα ΙΜΚ κέρδισαν δημοσιότητα αξιοποιώντας απερχόμενες προσωπικότητες της πολιτικής: Ο πρώην Πρόεδρος Μπους, ο πρώην Βρετανός πρωθυπουργός Μίτζορ, ο πρώην πρόεδρος της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Λεβιτ, αποτελούν εύγλωττα παραδείγματα.

Τα κεφάλαια υπό διαχείριση που ελέγχονται από ΙΜΚ ανέρχονται σε ποσό άνω του ενός τρισεκατομμυρίου δολαρίων. Το 2005 υπολογίζεται ότι τα ΙΜΚ συνέλεξαν περίπου 230 δις. δολάρια και προέβησαν σε επενδύσεις περίπου 135 δις. δολλαρίων. Τα ποσά αυτά αντιπροσώπευσαν μεγάλη αύξηση σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το 2005 τα κεφάλαια επενδυτών από τις ΗΠΑ αντιπροσώπευσαν το 40% του συνόλου ενώ από την Ευρώπη προήλθε το 38% του συνόλου. Το ίδιο έτος οι επενδύσεις των ΙΜΚ κατευθύνθηκαν κατά 40% στις ΗΠΑ και κατά 43% στην Ευρώπη. Είναι σαφές ότι οι δύο μεγάλες οικονομικές περιοχές μοιράζονται περίπου ίσα το ενδιαφέρον των ΙΜΚ.

Στον τομέα της παγκόσμιας χρηματιστηριακής δραστηριότητας το 2006, παρατηρήθηκε μεγάλη ανάκαμψη στις χρηματιστηριακές δημόσιες εγγραφές παγκοσμίως, με αιχμή τις κινεζικές και ρωσικές μετοχοποιήσεις κρατικών εταιριών. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τα χρηματιστήρια διεθνώς ανήλθαν σε περίπου 250 δις. δολάρια. Την ίδια χρονιά όμως σημειώθηκε ρεκόρ στις 'επανιδιωτικοποιήσεις' με εξόδους εταιριών από τα χρηματιστήρια αξίας 150 δις. δολλαρίων. Το προηγούμενο έτος ρεκορ των δημοσίων εγγραφών ήταν το 2000 με 200 δις. δολάρια. Τότε όμως οι έξοδοι ήταν περίπου 40 δις. δολάρια. Η σπουδαιότητα των 'επανιδιωτικοποιήσεων', προνομιακού πεδίου δραστηριότητας των ΙΜΚ, είναι εμφανής.

Τα ΙΜΚ πρωτοπαρουσιάστηκαν στις ΗΠΑ πριν 40 χρόνια. Με την μεγάλη επέκταση των χρηματιστηρίων ως μηχανισμών χρηματοδότησης, τα ΙΜΚ αναπτύχθηκαν κυρίως ως κυνηγοί μικρών καινοτόμων επιχειρήσεων που υπόσχονταν πολλά για μελλοντική εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Δηλαδή, τα ΙΜΚ λειτούργησαν συστηματικά ως προθάλαμος της δημόσιας εισόδου μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο. Στην πελώρια άνοδο των αξιών των επενδύσεων σε διαδικτυακές εταιρίες κατά το διάστημα 1996-2000, πολλά ΙΜΚ κέρδισαν πελώρια ποσά μεταπωλώντας στα χρηματιστήρια μετοχές που είχαν ιδιωτικά αποκτήσει ενωρίτερα. Με την κατακόρυφη πτώση των αξιών στο διάστημα 2000-2002 τα ΙΜΚ υπέστησαν μεγάλη απαξίωση και μείωση των εισροών κεφαλαίου που δέχονταν.

Τα τελευταία χρόνια ο ρόλος των ΙΜΚ έχει αναζωπυρωθεί και τροποποιηθεί. Από συμπληρωματική λειτουργία εμφανίζονται τώρα ως πρωτεύουσα. Είναι ισχυρότατος πόλος έλξης επενδυτικών κεφαλαίων και ανάληψης επιχειρηματικών πρωτοβουλιών. Η ισχυροποίησή τους σχετίζεται με την πελώρια ρευστότητα που αναπαράγεται παγκοσμίως στις αγορές και που δημιουργεί τεράστια διαθεσιμότητα κεφαλαίων. Ο

¹ Με τον όρο 'επανιδιωτικοποίηση' αποδίδεται η αγγλική έκφραση 'going private' που αφορά στην έξοδο εταιριών από οργανωμένη αγορά μέσω της εξαγοράς του συνόλου των μετοχών της και την διαγραφή τους από το χρηματιστηριακό ταμπλό.

ρόλος τους στην οργάνωση της εξόδου εταιριών από τα χρηματιστήρια προβληματίζει, ως ανταγωνιστικός παράγων, τις διοικήσεις των χρηματιστηρίων.

Η ‘επανιδιωτικοποίηση’ δημιουργεί προβληματισμό από την πλευρά του δημοσίου συμφέροντος για τουλάχιστον δύο λόγους. Πρώτον, αποσύρονται μεγάλες εταιρίες από μία περιοχή της οικονομίας όπου ισχύουν κανόνες διαφάνειας και μετατοπίζονται σε ένα χώρο αδιαφανούς ιδιωτικότητας. Αυτό εγκυμονεί κινδύνους για την ακεραιότητα των οργανωμένων αγορών. Για παράδειγμα, τα ΙΜΚ που συμμετέχουν σε διάφορες εξαγορές είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών για εταιρίες, τις οποίες πληροφορίες μεταδίδουν σε μεγάλο αριθμό ιδιωτών, υποψηφίων χρηματοδοτών. Αυτό οδηγεί ευθέως σε διάβρωση της εμπιστοσύνης σε οργανωμένες αγορές.

Δεύτερον, οι εταιρίες που χρηματοδοτούνται από ΙΜΚ συνάπτουν πολλαπλάσιας αξίας δανεισμό. Εταιρίες που ‘επανιδιωτικοποιούνται’ καταλήγουν να είναι περισσότερο χρεωμένες μετά την απόσυρσή τους, σε σχέση με τη χρέωση που εμφάνιζαν όσο ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Ο υπερδανεισμός δημιουργεί κινδύνους σοβαρού κλυδωνισμού της οικονομίας, τους οποίους όμως ουδείς γνωρίζει, ουδείς μετρά και ουδείς ελέγχει, λόγω του πέλους ιδιωτικότητας που καλύπτει τις δραστηριότητες των ΙΜΚ και των εταιριών στις οποίες επενδύουν. Αυξάνεται όμως η ευπάθεια των τραπεζών και των οικονομιών σε κρίσεις.

Υπάρχει ένα βαθύτερο θέμα στην μορφολογία των ΙΜΚ. Πολλοί ισχυρίζονται, βάσιμα πιστεύω, ότι η ενδυνάμωσή τους αποτελεί αντίδραση των φορέων του κεφαλαίου στην κανονιστική παρέμβαση του κράτους στις χρηματοοικονομικές αγορές. Το βασικό ιδεολόγημα που υποστηρίζει την παρέμβαση είναι η ανάγκη προστασίας των επενδυτών – αποταμιευτών από υπερβολικούς κινδύνους, στρέβλωση των τιμών και παραπληροφόρηση. Τα ΙΜΚ παρακάμπτουν αυτό το πλαίσιο, εφ’ όσον χρηματοδοτούνται από κεφαλαιούχους που δεν επιζητούν προστασία, επιθυμούν να απαλλαγούν από το κόστος της, προτιμούν να τοποθετήσουν τις δραστηριότητές τους εκτός των κανόνων δημόσιας διαφάνειας που διέπουν τις οργανωμένες αγορές κεφαλαίου. Ως μόρφωμα, τα ΙΜΚ δεν προσφέρονται σε ελεύθερη πρόσβαση των αποταμιευτών/επενδυτών. Αντίθετα, οι χρηματοδότες τους είναι κεφαλαιούχοι που συνειδητά θεωρούν τα κεφάλαιά τους όχι αποταμιευτικά αλλά επιχειρηματικά, επιζητούν την εμπιστευτικότητα, θυσιάζουν την ρευστότητα των τοποθετήσεών τους στην προοπτική τελικών μεγάλων υπεραξιών (δηλαδή παρέχουν ‘υπομονητική’ χρηματοδότηση) και είναι διατεθειμένοι και ικανοί να αναλάβουν εγνωσμένους κινδύνους, ακόμη και απώλειας των κεφαλαίων τους. Με άλλα λόγια, η δράση των ΙΜΚ αναπαράγει σε ακραιφνή μορφή την ελεύθερη ιδιωτική πρωτοβουλία και την ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου μέσα από τους μηχανισμούς της χρηματοδότησης.

Στην σύγχρονη καπιταλιστική οικονομία η θεσμική επικυριαρχία της αγοράς συνυπάρχει με τεράστιες δυνατότητες των κρατών (και της πολιτικής διαδικασίας) να μορφοποιούν οικονομικές συνθήκες και να δημιουργούν επιχειρηματικές ευκαιρίες. Η οικονομία και η πολιτική είναι βαθειά συνδεδεμένες. Η εμπιστευτικότητα είναι οικονομικό αγαθό αναγκαίο για την επιχειρηματικότητα και την καινοτομία. Η διαφάνεια είναι οικονομικό αγαθο, αναγκαίο για την οργάνωση θεσμών αποτελεσματικής διακυβέρνησης των

αγορών, της οικονομίας, της διανομής πλούτου. Η επέκταση της δράσης των ΙΜΚ μεταβάλλει την ισορροπία μεταξύ εμπιστευτικότητας και διαφάνειας στο οικονομικό γίγνεσθαι. Αλλάζει το θεσμικό κέντρο βάρους, συρρικνώνοντας την συνολική προσφορά διαφάνειας στην οικονομία. Μπορεί ίσως αυτή η μεταβολή να παρακινήσει επιχειρηματικότητα και καινοτομία. Μπορεί επίσης να επαληθεύσει εικασίες των κινηματογραφικών σεναριογράφων ότι μεγεθύνονται και πολλαπλασιάζονται οι ευκαιρίες και οι μηχανισμοί για σκοτεινές πολιτικο-οικονομικές σκευωρίες. Αναζητείται η γραμμή εξισορρόπησης.

ΣΤΑΥΡΟΣ ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ

Καθηγητής Πανεπιστημίου Αθηνών

τ. Πρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς