

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στη «Χρηματοοικονομική Ανάλυση»

ΘΕΜΑ:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
Η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης

Ξένου Σοφία - Εριφύλη

Πειραιάς 2003

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
-----------------------	----------

Α' ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ	6
-------------------------	----------

1.1 Ορισμός	6
1.2 Ιστορική Αναδρομή	7
1.3 Διαφορές ΕΚΥΚ – παραδοσιακής χρηματοδότησης	9
1.4 Πηγές του ΕΚΥΚ	14
1.5 Μορφές επενδύσεων ΕΚΥΚ	19
1.6 Εσωτερική δομή και οργάνωση των ΕΚΕΣ	22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

ΤΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	26
-------------------------------------------	-----------

2.1 Κεφάλαιο Σποράς	26
2.2 Κεφάλαιο Εκκίνησης	28
2.3 Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου	29
2.4 Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου	30
2.5 Κεφάλαιο Επέκτασης	31
2.6 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση	
Χρηματοδότηση Σύνδεσης – Γέφυρας	33
2.7 Κεφάλαιο Εξαγοράς : MBOs	34
MBIs	35
2.8 Replacement Capital	37
2.9 Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΕΚΥΚ

3.1 Κριτήρια Αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων	
(Από την πλευρά των ΕΚΕΣ)	40
3.2 Επιλογή ΕΚΕΣ από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία	
(Από την πλευρά του νέου επιχειρηματία)	45

3.3 Το ΕΚΥΚ ως παράγων προστιθέμενης αξίας	47
3.4 Τα στάδια διαπραγμάτευσης της συμφωνίας	48
3.5 Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων	53
3.6 Κίνδυνος και Αποδόσεις	58
3.7 Ρευστοποίηση χρηματοδότησης ΕΚΥΚ	60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

- ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ	
-Μακροπεριβάλλον	65
-Μικροπεριβάλλον	71
4.2 Επιπτώσεις του ΕΚΥΚ στην οικονομία	72

Β' ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ

ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΑ ΚΛΙΜΑΚΑ

5.1 Ο θεσμός στις ΗΠΑ	80
5.2 Ο θεσμός στην Ευρώπη	88
5.3 Ο θεσμός στην Ελλάδα	96
5.3.1 Πορεία του θεσμού και στρατηγική των ελληνικών ΕΚΕΣ	96
5.3.2 Μορφές επενδύσεων του ελληνικού ΕΚΥΚ	100
5.4 Νομικό πλαίσιο	107

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Global Finance	114
Alpha Ventures	119
Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών	122
Εμπορική Κεφαλαίου	125
Vectis Capital	130
Alpha Trust Innovation	132
Ιθάκη ΕΚΕΣ	133

iVen - Καινοτόμες Επιχειρήσεις	134
Notos Consultants	136
e-Vision	136
Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων	137
Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ)	139
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΚΥΚ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	142
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΕΚΥΚ	149
8.1 Διεθνώς	149
8.2 Ελλάδα	151
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	155
<i>Βιβλιογραφία</i>	<i>160</i>

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το venture capital ή κατά την ελληνική του απόδοση, “Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου” (EKYK) ή “Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών” είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό μέσον που συνδέεται άμεσα με τη νέα εποχή της κοινωνίας της Γνώσης και της Πληροφορίας. Αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης αλλά και ανάπτυξης των επιχειρήσεων, που έχει σαν στόχο της την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας με την ίδρυση ή την ενεργό (“hands-on”) συμμετοχή των αρμόδιων ιδιωτικών “Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών” (ΕΚΕΣ) σε νέες δυναμικές εταιρείες οι οποίες είτε δραστηριοποιούνται για πρώτη φορά είτε έχουν ήδη δείξει τα πρώτα θετικά δείγματα γραφής σε κάποιο κλάδο της οικονομικής ζωής αλλά δεν έχουν την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές χρηματοδότησης, έχει τα τελευταία χρόνια γίνει μέρος της πραγματικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

Η οικονομική φύση του είναι διττή, αφενός πιστωτική για τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση (investee) και αφετέρου επενδυτική για τη χρηματοδοτούσα (investor). Ο υψηλός κίνδυνος της επένδυσης, που αναδεικνύεται από τον όρο venture(= καινοτόμο + ριψοκίνδυνο), συνεπάγεται υψηλά ποσοστά αποτυχίας, αλλά και ευθέως ανάλογες του αναλαμβανόμενου κινδύνου, αποδόσεις σε περίπτωση τελεσφόρου καταλήξεως.

Έτσι, το αντικείμενο της παρούσης εργασίας είναι να δια φωτίσει τις πιο σημαντικές πτυχές αυτού του αναπτυξιακού χρηματοοικονομικού εργαλείου με την παρουσίαση στο Α΄ Μέρος της εννοιολογικής ανάλυσης του θεσμού στηριζόμενη ως επί το πλείστον σε ξένη βιβλιογραφία. Δίνονται απαντήσεις σε ορισμένες βασικές ερωτήσεις όπως τι είναι το EKYK, ποια η ιστορική του εξέλιξη, ποιες είναι οι πηγές προέλευσης του και σε ποια επίπεδα εταιρικής ανάπτυξης γίνεται η χρηματοδότηση, τη διαδικασία μίας επιτυχούς συμφωνίας κ.ά. Στο τέλος αυτού του μέρους επιχειρείται η ανάλυση των κοινωνικοοικονομικών χαρακτηριστικών που επηρεάζουν το EKYK και που προσδιορίζουν την ανάπτυξη του, καθώς επίσης αναφέρονται οι επιδράσεις του στην οικονομία γενικότερα.

Με δεδομένη τη σημαντική συνεισφορά που μπορούν να έχουν τα EKYK στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων, ειδικά από τη στιγμή που οι εναλλακτικές πηγές (Γ΄ ΚΠΣ, τραπεζικός δανεισμός), για διάφορους λόγους, δε φαίνεται να αποτελούν επαρκείς χρηματοδοτικές λύσεις για το μεγάλο τουλάχιστον κομμάτι των επιχειρήσεων, στο Β΄

Μέρος σκιαγραφείται η πρακτική εμπειρία από τη μέχρι τώρα λειτουργία του θεσμού στο εξωτερικό και την Ελλάδα, οι επενδύσεις που έχουν ήδη κάνει οι ελληνικές ΕΚΕΣ στο χώρο της νέας οικονομίας, τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα στελέχη των ελληνικών ΕΚΕΣ και καταλήγουμε στις προοπτικές που έχει θεσμός, παραθέτοντας σειρά απόψεων από τα στελέχη της αγοράς , και τα συμπεράσματα από την ελληνική πραγματικότητα.

Α΄ ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

1.1 Ορισμός

Το Venture Capital τόσο ως θεσμός όσο και ως όρος στην Ελλάδα είναι σχετικά καινούριος. Μπορεί να αποδοθεί ως "Κεφάλαιο Διακινδυνεύσεως", "Επιχειρηματικό Κεφάλαιο", "Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών" ή ακόμα καλύτερα ως "Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου - ΕΚΥΚ".

Προκειμένου να περιγραφεί ο θεσμός των ΕΚΕΣ, έχουν χρησιμοποιηθεί πολλοί ορισμοί. Ο πιο στενός ορισμός δίνει στο ΕΚΥΚ την έννοια μακροπρόθεσμης μετοχικής επένδυσης σε μικρομεσαία επιχείρηση μεγάλου δυναμισμού, που κατευθύνεται, κατά κανόνα στην υψηλή τεχνολογία και συνοδεύεται από σημαντική υποστήριξη από την πλευρά του επενδυτή.

Ένας ευρύτερος ορισμός θεωρεί το ΕΚΥΚ ως επένδυση σε κεφαλαιακά ή οιονεί κεφαλαιακά στοιχεία επιχείρησης, με σοβαρές προοπτικές μεγέθυνσης και κινδύνους σε μάλλον μακροπρόθεσμη βάση.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (European Venture Capital Association) ορίζει το ΕΚΥΚ ως μία μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική γρήγορης ανάπτυξης, συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών – παροχή συμβουλών, δικτύου γνωριμιών και ενεργή διοικητική υποστήριξη – , που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης (in the form of management advice and contribution to overall strategy), με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη.

Η επετηρίδα (EVCA Yearbook) του 1990 του EVCA ορίζει τους Venture Capitalists: as organisational units or persons who can prove substantial activity in the management of equity or quasi-equity financing for the start-up and development of small and medium-sized unquoted enterprises that have significant growth potential in terms of products, technology, business concepts and services, whose main objective is

long-term capital gains to remunerate risks and who can provide active management support to investees [Bygrave/Timmons 1992 σελ 74]

Ο ανωτέρω ορισμός σε ελεύθερη μετάφραση, σημαίνει, ότι το ΕΚΥΚ είναι χρηματοδότηση μη εισηγμένων, μικρομεσαίων επιχειρήσεων ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, με τη μορφή συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο από εξειδικευμένη εταιρεία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, η οποία αποσκοπεί μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών τέτοιων, ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Η πραγματοποίηση δε των κεφαλαιακών αυτών κερδών βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με τη συγκεκριμένη επένδυση.

1.2 Ιστορική Αναδρομή

Μία πρώτη μορφή χρηματοδότησης που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί σαν μία πρόιμη μορφή ΕΚΥΚ είχε κάνει την εμφάνιση της στην Αρχαία Ελλάδα, όπως αυτή περιγράφεται στα Πολιτικά του Αριστοτέλη. Σύμφωνα με τον Αριστοτέλη, ο Θαλής ο Μιλήσιος, χρησιμοποιώντας τις επιστημονικές του γνώσεις και την επιχειρηματική του οξύτητα, προέβλεψε πλούσια σοδειά ελιάς, τόσο σε ποσότητα όσο και σε ποιότητα, για ένα συγκεκριμένο έτος. Έτσι, πείθοντας κάποιους ανθρώπους να τον χρηματοδοτήσουν, κατάφερε να μισθώσει όλα τα ελαιοτριβεία της Μιλήτου και της Χίου με χαμηλό μίσθωμα. Όταν ήρθε ο χειμώνας και επιβεβαιώθηκαν οι προβλέψεις του, η ζήτηση για τα ελαιοτριβεία ήταν πολύ μεγάλη. Έτσι, ο Θαλής ο Μιλήσιος εκμεταλλεύοντας το μονοπώλιο του και την ορθότητα των προβλέψεων του, αποζημιώθηκε πολύ υψηλά (αφού υπερμίσθωσε τα ελαιοτριβεία) καθώς επίσης και οι χρηματοδότες του, που ήταν οι συνέταιροι του. [Ιακωβίδης Μέρος Α΄ 1991]

Η έννοια, λοιπόν, του ΕΚΥΚ συναντάται, τρόπον τινά, στην Κλασική Ελλάδα. Αλλά και στον σύγχρονο κόσμο, η έννοια του ΕΚΥΚ δεν είναι νέα στο χρηματοπιστωτικό χώρο. Τα ταξίδια λ.χ. του Captain Drake στον 17^ο αιώνα ή ο εξοπλισμός του φαλαινοθηρικού στόλου της Νέας Αγγλίας το 19^ο αιώνα είναι οιονεί ΕΚΥΚ. Στη λειτουργία της Hansa League ή των England Merchant Venturers διακρίνουμε τα αρχέγονα στάδια ανάπτυξης του ΕΚΥΚ. Σε όλες τις παραπάνω

περιπτώσεις, μερικοί εύποροι ιδιώτες ήταν διατεθειμένοι να διακινδυνεύσουν ένα τμήμα της περιουσίας τους με την προοπτική μεγάλων οικονομικών ωφελημάτων – αλλά και με σοβαρή πιθανότητα αποτυχίας, σε έναν μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο ο θεσμός του ΕΚΥΚ, παρόλο που δεν ήταν ιδιαίτερα γνωστός, έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην ανάπτυξη και εξέλιξη τόσο της Αμερικανικής όσο και της παγκόσμιας οικονομίας. Ο ρόλος του θεσμού αυτού στη δημιουργία θέσεων εργασίας και πρωτοποριακών προϊόντων και υπηρεσιών, καθώς και στην αύξηση του ανταγωνισμού ήταν ιδιαίτερα σημαντικός και καταλυτικός για το μέλλον της διεθνούς οικονομίας. Συγκεκριμένα, το 1960, το ΕΚΥΚ σημείωσε μία εκπληκτική ανάπτυξη στις ΗΠΑ και ιδίως στην Silicon Valley, τον τόπο γέννησης της υψηλής τεχνολογίας. Οι εντυπωσιακές αποδόσεις που παρουσίασαν εκείνο τον καιρό οι επενδύσεις στους τομείς της ηλεκτρονικής, της πληροφορικής και της βιοτεχνολογίας, καθώς και κάποια πρόσθετα μέτρα της κυβέρνησης των ΗΠΑ για την ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων προσέλκυσαν χρηματοδοτικούς οργανισμούς και κυρίως τράπεζες.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα στην Αμερική αποτελούν τα εξής:

- Το 1957 η επιχείρηση American Research & Development (ARD) επένδυσε 70,000\$ για το 77% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μίας νέας επιχείρησης που ιδρύθηκε από 4 απόφοιτους του MIT. Το 1971 το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης αυτής έφτασε τα 355 εκατ.\$., δημιουργώντας τη Digital Equipment Corporation (DEC), η οποία στις μέρες μας είναι μία από τις ηγετικές εταιρείες παγκοσμίως στο χώρο των πληροφοριακών συστημάτων.
- Το 1975, Ο Arthur Rock, κατά τη αναζήτηση του για καινοτομικές ιδέες και σενάρια “που αλλάζουν τον ανθρώπινο τρόπο σκέψης και γενικότερα ζωής” , επένδυσε 105 εκατ.\$.. Στην έναρξη της επιχείρησης Apple Computers Inc. κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της επιχείρησης, το 1978, η αξία της επένδυσης έφτασε τα 100 εκατ.\$
- Μετά από μηνιαίες απώλειες ύψους 1 εκατ.\$ και για περισσότερο από 29 συνεχόμενους μήνες τα 25 εκατ.\$ αρχικής επένδυσης στην Federal Express έφθασαν το 1,2 δις\$ κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της συγκεκριμένης εταιρείας. [Bygrave/Timmons 1992]

Πέρα από την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ, εξαπλώθηκε και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες γύρω στο 1970. Την ίδια εποχή στην Ευρώπη η πρωτοπόρος ήταν - και είναι - η Μ. Βρετανία. Τα μέτρα που πήρε η συγκεκριμένη χώρα για την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού της συστήματος σε συνδυασμό με το ότι η πολιτεία θεώρησε το ΕΚΥΚ ως ένα μοχλό ενδυνάμωσης της οικονομίας της, εξηγούν την ηγετική της θέση στο χώρο.

Εν τάχει μπορούμε να πούμε ότι ο θεσμός στη Μ. Βρετανία έκανε δειλά δειλά την εμφάνιση του τον 15^ο αιώνα με τα υπερπόντια ταξίδια και τις υπεράκτιες επιχειρήσεις που έστηναν οι Βρετανοί έμποροι-καπετάνιοι σε χώρες όπως Ινδίες, Ιαπωνία και άλλα μέρη της Ν.Α. Ασίας, χρηματοδοτούμενοι από εύπορους ιδιώτες. Τα θεμέλια όμως του σύγχρονου ΕΚΥΚ μπορούν να αναχθούν στα τέλη του 18^{ου} αιώνα, όταν εφευρέτες όπως ο Stephenson, Arkwright, Crompton και Brunel έβρισκαν εύπορους ιδιώτες επενδυτές προκειμένου να υποστηρίξουν τα σχέδια τους, πολλά από τα οποία ήταν καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία της πρώτης Βρετανικής βιομηχανικής επανάστασης. Το 19^ο αιώνα άρχισαν να ιδρύονται ΕΚΕΣ αναλαμβάνοντας υψηλού κινδύνου τεχνικά έργα όπως αυτό της Διώρυγας του Σουέζ, καθώς και τη δημιουργία των σιδηρογραμμικών γραμμών της Ν. Αμερικής. Το 1930, η εταιρεία Charterhouse είναι η πρώτη σύγχρονη επαγγελματικά οργανωμένη και εξειδικευμένη εταιρεία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου που λανσάρισε το καινοτομικό κεφάλαιο με τη μορφή που είναι ευρύτερα κατανοητό σήμερα χρηματοδοτώντας νεοαναπτυσσόμενες και πολλά υποσχόμενες μικρές επιχειρήσεις. [Lorenz 1989]

Επίσης, και άλλες χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, η Ιταλία ακολούθησαν στο ρυθμό του ΕΚΥΚ δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για ώριμες αγορές.

1.3 Διαφορές ΕΚΥΚ – Παραδοσιακής χρηματοδότησης

Το ΕΚΥΚ χαρακτηρίζεται από τρία στοιχεία τα οποία συγχρόνως αποτελούν και τις βασικές διαφορές του από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης:

1. Κίνδυνος

Το ΕΚΥΚ είναι μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση η οποία συνήθως απαιτεί 5-10 χρόνια για να αποδώσει ικανοποιητικά και γι' αυτό ο κίνδυνος που υπάρχει είναι μεγάλος,

2. Κεφαλαιακή Συμμετοχή

Τις περισσότερες φορές το ΕΚΥΚ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης,

3. Υποστήριξη Επιχείρησης

Αρκετές φορές οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) παίζουν σημαντικό ρόλο στην πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης καθοδηγώντας το management της, υποστηρίζοντάς την τεχνικά και συμβάλλοντας στη χάραξη της στρατηγικής της. (“hands-on” approach)

Η ΕΚΕΣ βρίσκεται σε συνεχή ενασχόληση με τον επιχειρηματία-πελάτη και μετά την επένδυση. Αυτό δεν σημαίνει ανάμειξη στο management της. Η ΕΚΕΣ επαυξάνει την επένδυση της έχοντας στενή επαφή με τον επιχειρηματία και την ομάδα του παίζοντας ένα ενεργό υποστηρικτικό ρόλο. Αυτή είναι και η ειδοποιός διαφορά με τον τρόπο λειτουργίας μίας τράπεζας ή άλλων οργανισμών δανεισμού. Άλλη μία διαφορά υπάρχει από την πλευρά του επενδυτή στην χρηματιστηριακή αγορά ο οποίος μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει κατά βούληση και σπανίως γνωρίζει τη διοίκηση της επένδυσης που έχει επιλέξει.

Η επένδυση με ΕΚΥΚ παρουσιάζει μειωμένη ρευστότητα (illiquid) δεν μπορεί δηλαδή να απαιτήσει οποιαδήποτε στιγμή τα επενδεδυμένα κεφάλαια πίσω. Η επένδυση πραγματοποιείται μόνο όταν πωλείται η χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή εισάγεται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Χάνεται όταν η εταιρεία βρίσκεται υπό καθεστώς πτώχευσης (receivership) ή ρευστοποιείται. Το venture capital είναι χρηματοδότηση υψηλού κινδύνου εις το έπακρο. [Lorenz 1989 σελ 5]

Η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης με ΕΚΥΚ παρουσιάζει σαφείς διαφορές από τις άλλες, τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και ιδιαίτερα από την τραπεζική χρηματοδότηση. Σε γενικές γραμμές οι παραδοσιακοί τρόποι χρηματοδότησης παρουσιάζουν εγγενείς αδυναμίες όταν πρόκειται για μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Πιστωτικά ιδρύματα, κρατικά η ιδιωτικά, που αποτελούν “παραδοσιακές” πηγές δανειακών κεφαλαίων, χαρακτηρίζονται συνήθως από ανυπαρξία ειδικών υπηρεσιών εκτίμησης επενδύσεων υψηλού κινδύνου, από καθυστέρηση στη λήψη αποφάσεων σε περίπτωση εμφάνισης τέτοιας μορφής επενδύσεων και γενικά από αδυναμία παροχής του κατάλληλου χρηματοοικονομικού πακέτου υπηρεσιών που να ικανοποιεί τις ανάγκες επενδύσεων τέτοιας μορφής. Πολλές επιχειρήσεις χρειάζονται μακροχρόνια και διαρκή χρηματοδότηση ώστε να καλυφθούν τα ζημιογόνα αποτελέσματα που πιθανότατα θα

προκύψουν στην αρχή, έως ότου πραγματοποιηθούν κέρδη. Η λειτουργία νέων επιχειρήσεων απαιτεί συχνά συνεχή χρηματοδότηση ώστε να περάσουν από τη φάση εκκίνησης σε φάση επέκτασης. Συνεπώς η χρήση βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων οδηγεί γρήγορα σε δυσαρμονία τα στοιχεία του ισολογισμού, ώστε να αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό από τους παραδοσιακούς χρηματοδότες.

Επίσης, οι νέες επιχειρήσεις επειδή δεν πληρούν τους όρους που θέτουν οι χρηματοδότες, δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, οι πολύπλοκες ανάγκες τους τις οδηγούν συνήθως σε χρηματοδοτικά πακέτα που μπορεί να αποτελούνται από κοινές μετοχές, δάνεια ή επιχορηγήσεις, ΕΓΕΔ ή τίτλους, που είναι μετατρέψιμα, καθώς και σε διοικητική-οργανωτική βοήθεια.

Μία άλλη διαφορά από τις κλασσικές μορφές δανεισμού είναι το ίδιο το γενικό σκεπτικό λειτουργίας των ΕΚΕΣ, που υπαγορεύει τη συμμετοχή τους στο συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μία καινοτομική επιχείρηση, με την προοπτική υψηλότερων κερδών σε περίπτωση που επιβεβαιωθούν οι αρχικές προσδοκίες, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τον παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης που απαιτεί σταθερή απόδοση, ανεξάρτητα από τις μελλοντικές εξελίξεις. Οι τράπεζες αποβλέπουν στην τοκοφορία των κεφαλαίων που τοποθετούν σε μία επένδυση σε συνδυασμό με τα οφέλη, δηλαδή τις προμήθειες που μπορούν να αποκομίσουν από τις λεγόμενες μεσολαβητικές εργασίες (π.χ αξίες προς είσπραξη, εισαγωγές, εξαγωγές κλπ), που μπορούν να αποσπάσουν από τη δραστηριότητα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. *[Δεμίρης, Σεπτέμβριος 1995]*

Ένας άλλος παράγοντας διαφοροποίησης του καινοτομικού κεφαλαίου από την κλασσική τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί το κόστος για τον επίδοξο επιχειρηματία, καθώς οι εγγυήσεις και τα κριτήρια που απαιτούνται είναι τελείως διαφορετικά από τον παραδοσιακό τρόπο. Οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος τους μετοχικές. Ως εκ τούτου, τα συμβόλαια τους γίνονται με βάση ορισμένες εκτιμήσεις για την αξία της επιχείρησης σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, μετά τη χρηματοδότηση. Εάν η επένδυση επιτύχει και οι προσδοκίες επαληθευτούν, τότε το κόστος της χρηματοδότησης σε χρηματικούς όρους θα είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από το κόστος που θα είχε ένα σύνηθες δάνειο ακόμη και με σκληρούς όρους για τον επιχειρηματία. Αυτό όμως είναι πολύ λογικό αφού το υψηλό κόστος για τον επιχειρηματία αντανακλά το υψηλό ασφάλιστρο κινδύνου για τον χρηματοδότη, αλλά και την πλήρη αδυναμία του επιχειρηματία να αντλήσει από κάπου αλλά τα απαραίτητα κεφάλαια.

Ωστόσο το ΕΚΥΚ επειδή αφενός μεν συνοδεύεται από την παροχή και άλλων υπηρεσιών (συνήθως συμβουλευτικών σε θέματα οργάνωσης και διοίκησης), και αφετέρου περιλαμβάνει στους όρους του ρήτρες που συσχετίζουν το τελικό κόστος του δανείου, (δηλ. τον αριθμό μετοχών που θα λάβει ο χρηματοδότης για ένα δοσμένο ύψος χρηματοδότησης) με τα τελικά αποτελέσματα της επένδυσης, συντελεί στο να μην είναι «ακριβό χρήμα». Με τον τρόπο αυτό, το κέρδος των επιχειρηματιών είναι ανάλογο της αποτελεσματικότητας των εργασιών τους, ενώ οι ΕΚΕΣ από την πλευρά τους προτιμούν να έχουν μικρές συμμετοχές σε επιτυχημένες εταιρείες παρά μεγάλες σε μέτριες εταιρείες.

Εδώ αξίζει να αναφέρουμε ότι, σε περίπτωση που ένα επενδυτικό σχέδιο αποδειχθεί ανεπιτυχές, ο επιχειρηματίας έχει περιορισμένη ευθύνη για τις ζημιές μέχρι του ποσού της συμμετοχής του στην εταιρεία. Για το λόγο αυτό, (αποτρέποντας δηλ τον επιχειρηματία να αναλάβει ιδιαίτερα επικίνδυνες επενδύσεις, που δεν θα αναλάμβανε εάν έφερνε την ευθύνη για το σύνολο των ζημιών) χρησιμοποιούνται “υβριδικές”, σύνθετες μορφές χρηματοοικονομικών τίτλων όπως μετατρέψιμες ομολογίες, δικαιώματα μετοχών, προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου κλπ, ούτως ώστε ο επιχειρηματίας να επιμερίζει τουλάχιστον μέρος τόσο των κερδών όσο και των ζημιών.

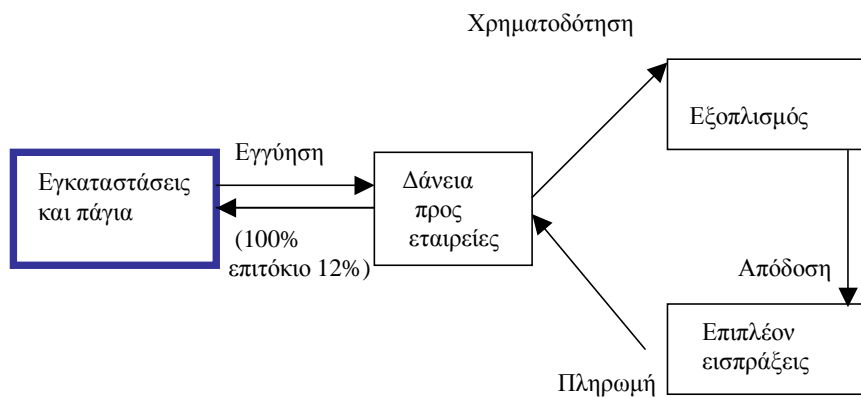
Τέλος, η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ γίνεται σε διαδοχικούς γύρους που αντιστοιχούν στα διάφορα στάδια χρηματοδότησης. Οι όροι χρηματοδότησης και ιδίως η εκτιμώμενη αξία του μετοχικού κεφαλαίου διαφέρει από γύρο σε γύρο και είναι ανάλογη με τα εκάστοτε αποτελέσματα και τις προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Έτσι, συμμετοχή ποσοστού 10% στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης μπορεί να στοιχίζει 10 εκατ. δρχ για τον χρηματοδότη κατά τον πρώτο γύρο, ενώ κατά το δεύτερο το ίδιο ποσοστό συμμετοχής μπορεί να στοιχίζει 30 εκατ. δρχ. Η μέθοδος αυτή χρησιμεύει ως δικλείδα ασφαλείας για την ΕΚΕΣ και τον επιχειρηματία.

Στον παρακάτω πίνακα γίνεται σύγκριση των στοιχείων της κλασικής βιομηχανικής χρηματοδότησης με εκείνα του καινοτομικού κεφαλαίου. Τόσο οι ανάγκες των καινοτομικών χρηματοδοτήσεων όσο και οι βλέψεις τους διαφέρουν σημαντικά σε σύγκριση με τις παραδοσιακές χρηματοδοτήσεις. Στοιχεία όπως ειδικές γνώσεις, προσπέλαση στην αγορά και καλή φήμη εξυπηρετούν τις ανάγκες των ΕΚΕΣ σε μεγαλύτερο βαθμό από κάποια πάγια στοιχεία, όπως εγκαταστάσεις και μηχανήματα.

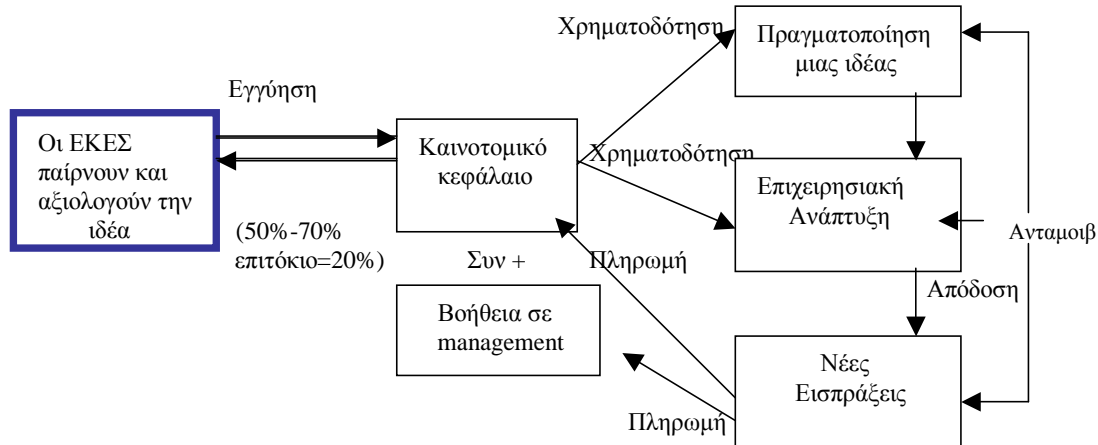
ΠΙΝΑΚΑΣ 1α

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ “ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗΣ” ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΚΥΚ

ΚΛΑΣΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ



ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ



ΠΗΓΗ: “Καινοτομικό κεφάλαιο: Πλαίσιο, Εξέλιξη και Στόχοι”,
ΕΛΚΕΠΑ, Μελέτη του ΟΟΣΑ, Αθήνα 1990

1.4 Πηγές του ΕΚΥΚ

Τα φυσικά και νομικά πρόσωπα τα οποία προμηθεύουν ΕΚΥΚ μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

1. Ιδιώτες με Μεγάλη Περιουσία.

Παραδοσιακή πηγή ΕΚΥΚ που σήμερα όμως δεν κυριαρχεί.

Κατά τη δεκαετία του 1940 και 1950 αρκετές οικογένειες με μεγάλη περιουσία στις ΗΠΑ ίδρυσαν ιδιωτικές επιχειρήσεις οι οποίες θεωρούνται σήμερα σαν οι πρόγονοι των ΕΚΕΣ. Οι Rockfellers (Venrock), οι Phipps (Bessemer Securities) και οι Whitneys (J.H. Whitney & Company) υπήρξαν από τις πρώτες οικογένειες οι οποίες δραστηριοποιήθηκαν στο χώρο αυτό, ενώ αργότερα προστέθηκαν στην κατηγορία αυτή και άλλες οικογένειες όπως οι Colliers (Collier Enterprises), οι Hillmans (Hillman Ventures), και οι Watsons (Greylock).

Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι ιδιώτες με μεγάλη περιουσία ενδιαφέρονται για φορολογικούς λόγους να εισπράττουν έσοδα με τη μορφή των κεφαλαιακών κερδών (capital gains) παρά με τη μορφή του τρέχοντος εισοδήματος (current income). Εάν η χρηματοδότηση μιας νέας επιχείρησης από τους ιδιώτες αυτούς αποβεί ζημιογόνος, η καθαρή μετά φόρων ζημία θα αποτελεί μόνο ένα τμήμα της αρχικής τους επένδυσης, καθώς οι επενδυτές αυτοί φορολογούνται με υψηλό φορολογικό συντελεστή. Για παράδειγμα μία ζημία 1,000,000 δρχ “κοστίζει μόνο 550,000δρχ στον επενδυτή ο οποίος φορολογείται με οριακό συντελεστή 45%. Από την άλλη στην Ελλάδα οποιαδήποτε έσοδα έχουν τη μορφή κεφαλαιακών κερδών είναι αφορολόγητα. Ακόμα όμως και αν φορολογούνταν με τον ίδιο συντελεστή, πάλι οι επενδυτές αυτοί θα έχουν κέρδος αφού η φορολόγηση θα γίνει μετά από 5 έως 10 χρόνια και επομένως η συνολική αξία των χρημάτων που θα καταβάλουν στην εφορία θα είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη που θα κατέβαλαν εάν φορολογούνταν από τρέχον εισόδημα.

2. Ιδιωτικές Επενδυτικές Κοινοπραξίες και Εταιρείες

(Private Partnerships and Corporations). Συνηθέστερη πηγή με ορισμένη διάρκεια ζωής των κοινοπραξιών (10 χρόνια περίπου).

Η πιο συνηθισμένη ΕΚΕΣ είναι οργανωμένη με τη νομική μορφή της κοινοπραξίας. Η κοινοπραξία απαρτίζεται από ομόρρυθμους εταίρους (general partners) οι οποίοι τη

διοικούν, και ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners) οι οποίοι παρέχουν τη χρηματοδότηση (*περαιτέρω ανάλυση στην ενότητα 1.6*).

Στο τέλος της καθορισμένης χρονικής περιόδου (συνήθως 10 χρόνια και παράταση μέχρι 3 χρόνια) η κοινοπραξία διαλύεται και τα κεφάλαια διαμοιράζονται στους εταίρους. Συνεπώς η συνέχιση της δραστηριότητας των επιχειρηματικών κεφαλαιούχων εξαρτάται από την ικανότητα τους να δημιουργούν καινούργιες κοινοπραξίες. Οι περισσότερες ΕΚΕΣ της κατηγορίας αυτής έχουν τη δομή των εταιρειών επενδύσεων, καθώς διαχειρίζονται ένα σύνολο κεφαλαίων (funds) το καθένα από τα οποία έχει τη νομική μορφή μιας ξεχωριστής κοινοπραξίας. Από τις παλαιότερες κοινοπραξίες η πιο γνωστή είναι η American Research & Development που επένδυσε στην Digital Equipment Company (DEC) η οποία επένδυσε στην Apple. Μερικές από αυτές τις κοινοπραξίες γίνονται στη συνέχεια ανώνυμες εταιρείες και εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο με σκοπό να συγκεντρώσουν περισσότερα χρήματα. *[Βασιλείου Δ. 1995]*

Η δημιουργία μίας κοινοπρακτικής ΕΚΕΣ προϋποθέτει την έγγραφη συμφωνία των ΕΚΕΣ τόσο με τους επενδυτές, όσο και με τους νέους επιχειρηματίες. Η συμφωνία της ΕΚΕΣ περιέχει τα εξής:

- Τη χρονική διάρκεια και το σκοπό της υπό ίδρυση επιχείρησης
- Το ποσό του κεφαλαίου που θα καταβληθεί από κάθε μέλος ξεχωριστά, καθώς και το δικαίωμα αποχώρησης του
- Λεπτομερή καθορισμό και άμεση σύνδεση της αμοιβής κάθε μέλους
- Ανάπτυξη στρατηγικών και πολιτικών για την ενδυνάμωση της διοίκησης της κοινοπραξίας προκειμένου να ανευρεθούν και να εκμεταλλευθούν και άλλες επενδυτικές ευκαιρίες.

Τα παραπάνω δημιουργούν, με τη σειρά τους, τα εξής προβλήματα:

- Το πρόβλημα της επιλογής των περισσότερο ικανών ΕΚΕΣ και συγκρότησης της διοικητικής ομάδας (the sorting problem)
- Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που παρουσιάζεται ανάμεσα στους επενδυτές-ΕΚΕΣ και ΕΚΕΣ-νέοι επιχειρηματίες (the agency problem)
- Το πρόβλημα της μείωσης του λειτουργικού κόστους της κοινοπραξίας καθώς και της φορολογίας *[Sahlman William 1990]*

3. Ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΕΚΥΚ (Business Angels) .

Αυτή η ανεπίσημη, ασύλληπτη και σχεδόν αόρατη αγορά καινοτομικού κεφαλαίου, που αποτελεί ίσως και τη μεγαλύτερη πηγή, αποτελείται από ευκατάστατους ιδιώτες (γνωστοί ως ιδιώτες informal venture capital investors ή Business Angels) οι οποίοι χρηματοδοτούν υψηλού κινδύνου-απόδοσης επιχειρηματικά σχέδια και μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες :

I. στους Business Angels, με ανώτατη μόρφωση και μεγάλη εμπειρία σε επιχειρηματικά θέματα, προσφέροντας αξιόλογη βοήθεια στις νέες εταιρείες που χρηματοδοτούν

II. στους ενδιαφερόμενους εν δυνάμει επενδυτές, (interested potential investors ή virgin angels) με καμμία προηγούμενη επενδυτική εμπειρία αλλά με επιθυμία να εισέλθουν στην συγκεκριμένο αγορά, και

III. στους μη ενδιαφερόμενους εν δυνάμει επενδυτές, (uninterested potential investors) οι οποίοι σε καμμία περίπτωση δεν θα χρηματοδοτούσαν σχέδια νεοσύστατων εταιρειών σαν μέρος της επενδυτικής πολιτικής τους.

Η σπουδαιότητα της ανεπίσημης αυτής αγοράς για τη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι διττής σημασίας, καθώς είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την καθιερωμένη αγορά των τυπικών ΕΚΕΣ (institutional venture capital industry) και κατά δεύτερο λόγο, οι Business Angels γεμίζουν το επονομαζόμενο μετοχικό κενό κάνοντας επενδύσεις ακριβώς σε εκείνες τις περιοχές και τους τομείς, όπου οι καθιερωμένες ΕΚΕΣ είναι απρόθυμες να επενδύσουν. Οι Business Angels και οι εν δυνάμει επενδυτές (ενδιαφερόμενοι και μη) μοιράζονται τις ίδιες απόψεις σχετικά με την οικονομική δύναμη του επιχειρηματία και τη δυσκολία εξασφάλισης του μετοχικού κεφαλαίου για ανάπτυξη. Από πολλές απόψεις, οι ενδιαφερόμενοι εν δυνάμει επενδυτές ενεργούν όπως οι Business Angels, καθώς και οι δύο ακολουθούν κατά βάση την ίδια επενδυτική διαδικασία, έχουν συγκλίνουσες απόψεις για το ύψος των επενδεδυμένων κεφαλαίων και το πώς αυτά θα καταμεριστούν, δείχνοντας προτίμηση στις επενδύσεις που βρίσκονται σχετικά κοντά στην κατοικία τους. Ενώ ο Business Angel ενδιαφέρεται περισσότερο από τον εν δυνάμει επενδυτή για όλα τα στάδια χρηματοδότησης, το ενδιαφέρον και των δύο αυξάνεται καθώς προχωρούν από το στάδιο σποράς στο στάδιο της επέκτασης των νεοσύστατων εταιρειών. Οι αποκλίσεις τους έγκεινται στο ότι οι εν δυνάμει επενδυτές επιθυμούν να δεσμεύουν μικρότερα ποσά στα επιχειρηματικά σχέδια που καλούνται να υποστηρίξουν από ότι οι Business Angels, είναι επιρρεπείς στο να

συμμετέχουν μαζί με άλλους επενδυτές, καθώς επίσης έχουν την τάση να βλέπουν την επένδυση με ΕΚΥΚ σαν μια στρατηγική διαφοροποίησης εν αντιθέσει με τους “ψημένους” και πιο ριψοκίνδυνους Business Angels) [J. Freear / J. Sohl / W. Wetzel, 1994]

Τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά της ανεπίσημης αυτής αγοράς είναι:

- Μικρότερη χρονική διάρκεια λήψης απόφασης από μία τυπική ΕΚΕΣ, λόγω του ότι οι επενδυτές αυτοί λειτουργούν ανεξάρτητα και αυτόνομα
- Λιγότερη γραφειοκρατία και απαιτήσεις για τους επιχειρηματίες-χρηματοδοτούμενους
- Μικρότερες επενδύσεις από τις ΕΚΕΣ σε “γνώριμους τομείς” και κυρίως στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας
- Ενεργή συμμετοχή και βοήθεια (value added investors) προσφέροντας επαγγελματική τεχνογνωσία και επαφές
- Έλλειψη ενδιαφέροντος ελέγχου-controlling των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν
- Περισσότερο γεωγραφικά διασκορπισμένη αγορά καθώς επίσης προτίμηση η επένδυση να βρίσκεται σχετικά κοντά στην κυρίως κατοικία ή εργασία τους λόγω της hand-on συνεισφοράς τους. [Colin / Harrison, 1996]

Οι σπουδαιότεροι παράγοντες για τους οποίους οι τυπικές ΕΚΕΣ απέχουν από την υποστήριξη μικρών επενδύσεων αποτελούν οι εξής:

- Οι τυπικές ΕΚΕΣ έχουν ως στόχο τους τα κεφαλαιακά κέρδη και γι αυτό το λόγο εξετάζουν σοβαρά μόνο τις γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που θα τους αποδώσουν μία ετήσια απόδοση της τάξεως 30-60%.
- Τα υψηλά και πάγια κόστη εκτίμησης και παρακολούθησης (monitoring) που πρέπει να προηγηθούν και να συνοδεύουν μία επένδυση με ΕΚΥΚ, καθιστούν απρόθυμες τις τυπικές ΕΚΕΣ να χρηματοδοτήσουν τις εκκολαπτόμενες, μη επικερδείς – με χαμηλά κεφαλαιακά κέρδη και μερικές φορές αμφιβόλως βιώσιμες, επιχειρήσεις.
- Οι επενδύσεις των τυπικών ΕΚΕΣ συγκεντρώνονται σε ορισμένες γεωγραφικά περιοχές, υποστηρίζοντας ένα περιορισμένο αριθμό εταιρειών και ένα πολύ μικρό κομμάτι (που ολοένα φθίνει) εταιρειών που βρίσκονται σε πολύ πρώιμα στάδια ανάπτυξης (στάδιο σποράς, εκκίνησης). Η παροχή ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί μία αυξανόμενη περιθωριακή δραστηριότητα καθώς το ενδιαφέρον των

τυπικών ΕΚΕΣ επικεντρώνεται στη χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων ωρίμανσης των επιχειρήσεων, όπως στάδιο επέκτασης, MBOs και MBIs.

- Η ίδια η δομή των επενδύσεων με ΕΚΥΚ ενίοτε είναι ακατάλληλη για πολλές νέες εταιρείες. Οι ΕΚΕΣ ενισχύουν την κάθε αιτούμενη επιχείρηση με μεγάλο χρηματικού μεγέθους funds και δεν ενδιαφέρονται για μικρές τοποθετήσεις. [*Lerner Joshua 1998*]

4. ΕΚΕΣ Θυγατρικές Χρηματοπιστωτικών ή μη Χρηματοπιστωτικών Εταιρειών (Captives).

Πρόκειται για θυγατρικές τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών που διακρίνονται για τις συντηρητικές στρατηγικές που ακολουθούν και τη μικρή εμπειρία σε σχέση με άλλες ΕΚΕΣ. Η αγορά αυτή δεν έχει αναπτυχθεί στο βαθμό που θα περίμενε κανείς, γεγονός που οφείλεται κατά μεγάλο μέρος στη δύσκολη μετατροπή της τυπικής τραπεζικής νοοτροπίας σε προφίλ ριψοκίνδυνου-δυναμικού επιχειρηματικού κεφαλαιούχου. Ένα τραπεζικό στέλεχος εξετάζει και χορηγεί πιστώσεις με κύριο γνώμονα την αποφυγή του κινδύνου και την βεβαία αποπληρωμή του δανείου και των προκαθορισμένων τόκων, ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης. Εν αντιθέσει ένας Venture Capitalist ρισκάρει και στοχεύει στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης προκειμένου να επαναεισπραχθεί τα αρχικό κεφάλαιο αυξημένο με τα κεφαλαιακά κέρδη παραμένοντας στο πλευρό της επιχείρησης και μετά την επένδυση.

5. ΕΚΕΣ που χρησιμοποιούν κρατική χρηματοδότηση.

Οι δημόσιες αρχές πολλών χωρών προκειμένου να τονώσουν και να συμβάλλουν στην ανάπτυξη των οικονομιών τους, με την αύξηση της παραγωγικότητας και τη δημιουργία νέων αγορών, θεσπίζουν νόμους και προγράμματα για την ίδρυση νέων ΕΚΕΣ με σκοπό την επένδυση κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις αναπτυξιακών περιοχών, και την προώθηση καινοτομικών προϊόντων και τεχνολογικών επιτευγμάτων. Στα πλαίσια αυτά, το 1958 η Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση στις ΗΠΑ και συγκεκριμένα ο οργανισμός SBA, έθεσε σε λειτουργία το Small Business Investment Companies (SBICs), που σκόπευε στη δημιουργία εγκεκριμένων και ελεγχόμενων από την κυβέρνηση πηγών ΕΚΥΚ για τον σχηματισμό και ανάπτυξη των εκκολαπτόμενων επιχειρήσεων. [*Bygrave/Timmons 1992*]

Παρόμοια σχήματα κρατικών επιδοτήσεων ή φορολογικών κινήτρων υπάρχουν και στις Ευρωπαϊκές χώρες. Συγκεκριμένα, στη Μ. Βρετανία το Business Expansion Scheme σύμφωνα με το οποίο ο επενδυτής έχει το δικαίωμα να εκπίπτει φορολογικά το ποσό της

συμμετοχής του, μέχρι ενός αποδεκτού ορίου(40,000 λίρες) και να φορολογεί τα έσοδα από την επένδυση ως κεφαλαιακά κέρδη.

Στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας τα κίνητρα έχουν τη μορφή:

1. της παροχής επιδοτούμενων δανείων στις νέες επιχειρήσεις,
2. της φορολόγησης των ΕΚΕΣ με χαμηλότερους συντελεστές,
3. της φορολόγησης των κεφαλαιακών κερδών με χαμηλούς συντελεστές ή απαλλαγής αυτών από τη φορολογία,
4. της μερικής αποζημίωσης των ΕΚΕΣ για τις ζημιές που προέρχονται από επενδυτική δραστηριότητα. [Βασιλείου Δ. 1995]

1.5 Μορφές Επενδύσεων ΕΚΥΚ

Μία ΕΚΕΣ ενδιαφέρεται – ως επενδυτής – για την απόδοση του συνόλου των επενδυμένων κεφαλαίων της. Συνεπώς, η πολιτική της θα διαμορφωθεί με βάση την προσπάθεια ελαχιστοποίησης του κινδύνου μη είσπραξης των επιθυμητών απολαβών.

Συνήθως μία ΕΚΕΣ επενδύει σε μία εταιρεία υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου με τους εξής τρόπους:

- α) συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο
- β) της χορηγεί δάνειο
- γ) χρηματοδοτεί τη νεοσύστατη εταιρεία και με τους δύο άνωθεν τρόπους

α) Πρόκειται για τον πιο συνηθισμένο τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων μιας ΕΚΕΣ. Με την επένδυση που πραγματοποιεί η ΕΚΕΣ αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο) της εταιρείας ΥΕΚ και συνεπώς αυξάνεται η δανειοληπτική της ικανότητα. Ταυτόχρονα, με αυτού του είδους τη χρηματοδότηση δεν δημιουργείται υποχρέωση τακτικών και προκαθορισμένων με βεβαιότητα εκταμιεύσεων, όπως θα γινόταν στην περίπτωση λήψης δανείου. Έτσι διευκολύνεται η ταμειακή διαχείριση της εκκολλημένης εταιρείας. Όταν η υπό χρηματοδότηση εταιρεία εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, τότε η ΕΚΕΣ ενδέχεται να πουλήσει μέρος ή το σύνολο της ιδιοκτησίας της στους ενδιαφερόμενους (και στην ίδια την επιχείρηση), πραγματοποιώντας κεφαλαιακά κέρδη.

Πολλές φορές είναι πιθανό μια συνεργασία τέτοιας μορφής να θέτει περιορισμούς στην υπό χρηματοδότηση εταιρεία αναφορικά με τις αυξήσεις που μπορεί να κάνει στο μετοχικό της κεφάλαιο, έτσι ώστε η ΕΚΕΣ να διατηρεί πάντα το ποσοστό συμμετοχής που είχε αρχικά συμφωνηθεί. Στις περισσότερες περιπτώσεις χρηματοδότησης με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο ακολουθείται από τις ΕΚΕΣ η τακτική της ενεργούς υποστήριξης, “hands-on” δηλ. με την παροχή υπηρεσιών συμβούλου σε θέματα οργάνωσης, διοίκησης, μάρκετινγκ και γενικότερης στρατηγικής, με σκοπό τη στήριξη και προαγωγή κοινών συμφερόντων.

Συνήθως οι επενδυτές – ΕΚΕΣ, έχουν απαιτήσεις αναφορικά με τις αποδόσεις που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων. Στην Αγγλία κατά τα τέλη της δεκαετίας του '80 οι ΕΚΕΣ προσδοκούσαν κατά μέσο όρο από τις επενδύσεις στις οποίες συμμετείχαν

- 40% εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (IRR) σε ετήσια βάση
- 30% αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων σε ετήσια βάση

Στην Ελλάδα κατά μέσο όρο, η αγορά περιμένει από ένα fund να πετυχαίνει αποδόσεις της τάξης του 30% το χρόνο, ποσοστό που ξεπερνάει βέβαια τις μέσες αποδόσεις 5-8% που περιμένει κανείς από ομόλογα ή τις αποδόσεις περίπου 10-20% που περιμένει κανείς από τα χρηματιστήρια, έχει όμως υψηλότερο ρίσκο. *[ne.o Νοέμβριος 2001, σελ 66]*

Η υλοποίηση της συμμετοχικής επένδυσης διευκολύνεται όταν λειτουργεί ημιεπίσημο δευτερεύον χρηματιστήριο, με χαλαρότερους όρους εισαγωγής των μετοχών για διαπραγμάτευση, και όταν υπάρχει το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς που αναγνωρίζει τις ιδιαιτερότητες των επενδύσεων αυτής της μορφής. Ο επενδυτής πρέπει να έχει κάθε στιγμή τη δυνατότητα ρευστοποίησης μέρους ή ολόκληρης της επένδυσης του, ιδιαίτερα όταν οι διακυμάνσεις απόδοσης και κινδύνου είναι μεγάλες. Αυτό το κενό καλύπτουν τα χρηματιστήρια Over The Counter στις ΗΠΑ ή των Unlisted Securities στο Λονδίνο.

β) Η χορήγηση δανείου εφαρμόζεται σε περιπτώσεις, όπου κύριο μέλημα των ΕΚΕΣ είναι να υπάρξει κάποιας μορφής εξασφάλιση ορισμένης απόδοσης από την επένδυση που κάνουν. Το δάνειο χορηγείται με αυξημένο επιτόκιο ούτως ώστε να ανταμείβει τον επενδυτή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Παράλληλα ο επενδυτής αποκτά προνομιακή θέση από πλευράς εξασφάλισης (σε σχέση με τον μέτοχο), αφού σε περίπτωση ρευστοποίησης ή χρεοκοπίας της εταιρείας, έχει περισσότερες πιθανότητες να λάβει έστω και μέρος των κεφαλαίων που έχει επενδύσει. Τέλος, ο επενδυτής - ΕΚΕΣ εξασφαλίζει κάποιες άμεσες ταμειακές ροές στο

μέλλον, αντί να περιμένει την ρευστοποίηση της επένδυσης σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Βέβαια, η χορήγηση δανείων ως τρόπου στήριξης μίας καινοτομικής επιχείρησης ή ιδέας, αναιρεί πολλά από τα στοιχεία που συνθέτουν το δυναμικό χαρακτήρα των ΕΚΕΣ ως μέσου χρηματοδότησης αλλά και ως θεσμού γενικότερα.

Η ελαχιστοποίηση του συστηματικού κινδύνου, η οποία εξασφαλίζεται για τον επενδυτή μέσω της χορήγησης δανείου, συνδέεται συνήθως με αρκετά χαμηλότερες αποδόσεις, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις επιχειρήσεων που επιτυγχάνουν ταχεία μεγέθυνση μετά τη χρηματοδοτική τους υποστήριξη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, στο βαθμό που το επιτόκιο χορηγήσεων, εάν πρόκειται για τράπεζα, ή το επιτόκιο των τίτλων του δημοσίου, εάν πρόκειται για απλό επενδυτή, κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα με τις αποδόσεις των επενδύσεων με ΕΚΥΚ, ένας ορθολογικός επενδυτής δεν θα ακολουθήσει τη λύση συμμετοχής σε σχήματα ΕΚΥΚ γιατί δεν του παρέχουν το βέλτιστο συνδυασμό κινδύνου-απόδοσης. Γι' αυτούς τους λόγους η μορφή επένδυσης ΕΚΥΚ με δανειακά κεφάλαια σπάνια εφαρμόζεται αμιγώς.

γ) i. Έκδοση από την υπό χρηματοδότηση εταιρεία μετατρέψιμων ομολογιών που αγοράζει εξ ολοκλήρου η ΕΚΕΣ. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται για την ΕΚΕΣ ένα ελάχιστο αποδεκτό ύψος βέβαιης απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα, εάν η εταιρεία στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια αποδειχθεί πράγματι δυναμική, δίδεται η δυνατότητα μετατροπής των απαιτήσεων σε μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να υπάρξει συμμετοχή της ΕΚΕΣ στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

ii. Χορήγηση δανείου, που συνοδεύεται από δικαιώματα μελλοντικής αγοράς μετοχών της επιχείρησης σε χαμηλές προκαθορισμένες τιμές (warrants, stock options)

iii. Έκδοση μετατρέψιμων - προνομιούχων μετοχών.

Και στις τρεις περιπτώσεις η ΕΚΕΣ απολαμβάνει μία σταθερή ταμειακή εισροή και παράλληλα έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει την υποχρέωση της εταιρείας ΥΕΚ σε μετοχές, αποκομίζοντας κεφαλαιακά κέρδη, εάν η εν λόγω εταιρεία επιδειξεί υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας.

Στις δύο πρώτες περιπτώσεις, αν η επένδυση καθυστερεί να αποδώσει, η ΕΚΕΣ διατηρεί τα πλεονεκτήματα που προσφέρει η χρηματοδότηση με χορήγηση δανείου. Η δομή της χρηματοδότησης με δανεισμό και συμμετοχή εξαρτάται από το ύψος του κινδύνου που πιστεύει η ΕΚΕΣ ότι αναλαμβάνει.

Στην τρίτη περίπτωση, το πλεονέκτημα για την εταιρεία υπό χρηματοδότηση είναι ότι εντάσσει τις προνομιούχες μετοχές στα ίδια κεφάλαια της, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευρωστία και ικανότητα δανειοληψίας. Υπάρχει όμως και το μειονέκτημα ότι δεν έχει τη δυνατότητα έκπτωσης από τη φορολογία των υποχρεώσεων της προς την ΕΚΕΣ. Η ΕΚΕΣ με τη σειρά της απολαμβάνει ταμειακές εισροές, ενώ διατηρεί τη δυνατότητα μετατροπής σε κοινές μετοχές, ώστε να εκμεταλλευτεί τις δυναμικά αυξανόμενες αποδόσεις που προκύπτουν από μία επιτυχημένη επένδυση. Ακόμη, πολύ συχνά τα δύο συμβαλλόμενα μέρη συμφωνούν ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα η ΕΚΕΣ θα έχει το δικαίωμα να πουλήσει στον επιχειρηματία ή στους μετόχους της εταιρείας ΥΕΚ την κυριότητα των μετοχών που έχει στο χαρτοφυλάκιο της (put option) σε τιμή μετοχής, που θα υπολογίζεται με δοσμένο τρόπο. Με μία τέτοια συμφωνία η ΕΚΕΣ διασφαλίζει ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα θα έχει την επιλογή να ρευστοποιήσει την επένδυση της, εάν θελήσει να αποχωρήσει. [Ξανθάκης 2001]

1.6 Εσωτερική Δομή και Οργάνωση των ΕΚΕΣ

Η εταιρική μορφή του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις ΗΠΑ είναι “limited partnership” (με την τυπική διάκριση μεταξύ limited και general εταίρους) ή “S-Corporations (Sub-chapter, νομική μορφή που είναι κάτι μεταξύ partnership και corporation, με αριθμό μετόχων περιορισμένο σε 35 άτομα)” ενώ στην Αγγλία ανήκουν στην κατηγορία των “limited liability companies” - αντίστοιχων των ελληνικών Α.Ε.

Όσον αφορά την εσωτερική λειτουργία των ΕΚΕΣ, υπάρχουν δύο τύποι μετόχων: οι ομόρρυθμοι εταίροι (general partners), η διοίκηση δηλ. και οι ετερόρρυθμοι εταίροι (limited partners), οι χρηματοδότες. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι κατέχουν το 99% του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου ενώ οι γενικοί εταίροι κατέχουν το 1%. Η συνηθισμένη κατανομή των κεφαλαιακών κερδών είναι γνωστή ως «ο κανόνας του 80/20»: το 80% (με ένα εύρος από 75%-85%) των κεφαλαιακών κερδών πηγαίνει στους limited μετόχους και το 20% (15%-25%) στους general μετόχους, οι οποίοι εισπράττουν και μία ετήσια προμήθεια¹ ως αντιστάθμισμα των διαχειριστικών τους ευθυνών 2-3% επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Συχνά ποσοστό των κεφαλαιακών ζημιών (write-offs) εκπίπτει από το μερίδιο των general μετόχων. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι από την άλλη,

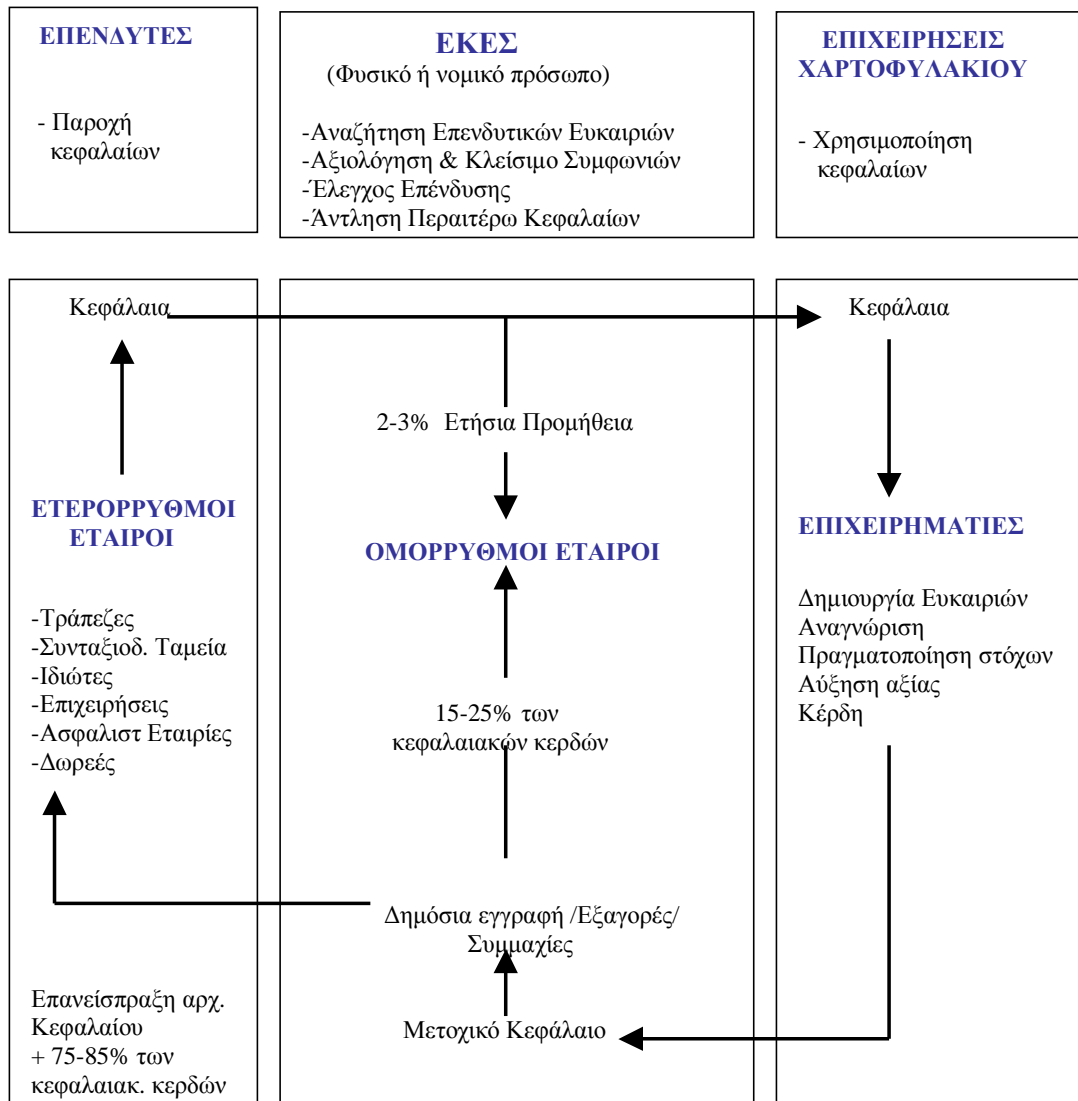
είναι κατά κύριο λόγο παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως τραπεζικοί οργανισμοί, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρείες, πλούσιοι ιδιώτες και αλλοδαποί επενδυτές, οι οποίοι κατέχουν το υπόλοιπο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου προσδοκώντας μακροπρόθεσμες αποδόσεις από την αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν.

Ως εκ τούτου, βλέπουμε ότι η αποκλειστική ανάληψη των ευθυνών από την πλευρά των ομμόρυθμων εταίρων τους δημιουργεί ένα σημαντικό οικονομικό κίνητρο για πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών με την έννοια του λεγόμενου “carried interest”. Το carried interest είναι απλά εκείνο το ποσοστό των όποιων κεφαλαιακών κερδών πραγματοποιήθηκαν από το fund, που δικαιούνται οι γενικοί εταίροι. Οι προμηθευτές, από την άλλη πλευρά, των κεφαλαίων - θεσμικοί επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, εύποροι ιδιώτες- παίζουν ένα παθητικό ρόλο, απολαμβάνουν την “περιορισμένη” (limited) ευθύνη για τις δραστηριότητες του διαχειριζόμενου κεφαλαίου, και, για λόγους φορολογίας και κανονισμών, απέχουν από την καθημερινή διαχείριση του fund. Δεν μπορούν να συμμετέχουν στη διοίκηση και τις επενδυτικές αποφάσεις των ΕΚΥΚ, στα οποία έχουν τοποθετήσει τα χρήματά τους (για να το κάνουν αυτό θα πρέπει να θέσουν σε κίνδυνο την “limited” ευθύνη τους και, στην περίπτωση των ασφαλιστικών ταμείων, την άνευ φορολογίας θέση τους). (Πίνακας 1β)

Ο αριθμός των διοικούντων την εταιρεία παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων (general partners) είναι πάντα πολύ περιορισμένος. Κυμαίνεται από την ακραία περίπτωση του ενός και μόνου έως το μέγιστο των είκοσι ατόμων (περίπτωση σπάνια, συνήθως σε εταιρείες με πολλά κεφάλαια). Η ανάγκη διαρκούς παρακολούθησης και παροχής υποστήριξης στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία αλλά και η όλως ιδιαίτερη φύση της κάθε χρηματοδότησης, η έντονη προσωπική εμπλοκή του χρηματοδότη και η απαιτούμενη ευελιξία, είναι οι βασικότεροι λόγοι για τους οποίους ο αριθμός των διοικούντων είναι πολύ μικρός. ΕΚΕΣ με πολλούς μετόχους και σύνθετα οργανογράμματα δεν θα ήταν συμβατά σχήματα με την έντονη διαίσθηση, μη συντηρητική, πρωτοπόρα νοοτροπία και τη δυνατότητα προσωπικών χειρισμών που υποδεικνύει ο θεσμός.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1β

Ροή των κεφαλαίων και ρόλοι των μελών μιας ΕΚΕΣ



ΠΗΓΗ: Bygrave, σελ 11

Οι γενικοί ή ομόρρυθμοι εταίροι των ΕΚΕΣ δεν προέρχονται τόσο από το χρηματοπιστωτικό χώρο όσο από το χώρο των επιχειρήσεων. Έχουν μεγάλη εμπειρία σε ζητήματα επιχειρησιακής οργάνωσης και λειτουργίας και δεν αντιμετωπίζουν τα προβλήματα της επιχείρησης από μακριά ή από ακαδημαϊκή πλευρά. Το ΕΚΥΚ είναι μία

σύνθετη, εξειδικευμένη τεχνική που δεν αναφέρεται μόνο στο χώρο του χρήματος. Οι γνώσεις των ομμόρυθμων εταίρων πρέπει να είναι τεχνικές (να καταλαβαίνουν τι ακριβώς χρηματοδοτούν και που έγκειται η καινοτομία, άρα και ποιες οι πιθανές αποδόσεις της), διοικητικές (ώστε να μπορούν να στηρίζουν σωστά την επιχείρηση από οργανωτικής πλευράς), σχετικές με την αγορά (για να αντιληφθούν τον ενδεχόμενο δυναμισμό της), και τέλος να καλύπτουν το χρηματοπιστωτικό χώρο. Παράλληλα, θα πρέπει να υπάρχει η διαίσθηση που θα επιτρέψει να κρίνουν σωστά τους επίδοξους συνεργάτες τους: εν ολίγοις, απαιτείται μια σφαιρική αντίληψη.

Όσον αφορά τον τρόπο που κατανέμουν το χρόνο τους οι γενικοί εταίροι, άσχετα με το αν ασχολούνται με «επέκταση» ή «σπορά», φαίνεται να είναι λίγο πολύ σταθερός: το 40% του χρόνου αναλύσκεται στην έρευνα για την ανεύρεση νέων επενδυτικών ευκαιριών, από 10% (maximum) πηγαίνει σε διαπραγματεύσεις με επιχειρηματίες για επίτευξη συμφωνιών για επενδύσεις και στην ανεύρεση νέων κεφαλαίων και το υπόλοιπο 50% πηγαίνει στην παρακολούθηση και την υποστήριξη των εταιρειών στις οποίες έχει γίνει επένδυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών χρηματοδοτούν επιχειρήσεις από τις οποίες αναμένουν ικανοποιητική απόδοση ανεξάρτητα από το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκονται. Η μόνη διαφορά είναι ότι οι Venture Capitalists που επενδύουν σε αρχικά στάδια αναμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνους που επενδύουν σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης. Με άλλα λόγια οι Επιχειρηματικοί Κεφαλαιούχοι είναι αποδέκτες κινδύνου (risk-takers), χωρίς όμως να είναι και λάτρεις του κινδύνου (risk-lovers).

Ανάλογα με τις διαφορετικές φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης μπορούν να προσδιοριστούν τα ακόλουθα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ:

- *Early-stage financing:*
- Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή “σποράς” (Seed Capital)
- Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital)
- Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου (Early Stage or First-round Finance)
- Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second-round finance)

Later-stage financing:

- Κεφάλαιο Επέκτασης (Expansion or Development Capital)
- Χρηματοδότηση Γέφυρας (Mezzanine (or Bridge) Finance)

Άλλες μορφές επενδύσεων με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο που έχουν δείξει ιδιαίτερη άνθιση τα τελευταία χρόνια είναι οι εξής

- Management Buy-outs (MBOs) and Buy-ins (MBIs)
- Replacement Capital
- Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής (Turnaround Finance)

Ως τελευταίο στάδιο ωρίμανσης μπορεί να θεωρηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε κάποια κεφαλαιαγορά. [Lorenz 1989]

2.1 Κεφάλαιο Σποράς (Seed Capital)

Ο European Venture Capital Association (EVCA) ορίζει το κεφάλαιο σποράς ως “χρηματοδότηση της αρχικής δημιουργίας ενός προϊόντος ή αλλιώς το κεφάλαιο που

χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία, προκειμένου να αποδείξει τη σκοπιμότητα ενός επιχειρηματικού σχεδίου, ώστε κατόπιν να δικαιούται χρηματοδότησης εκκίνησης”.

Πρόκειται για κεφάλαιο που προορίζεται για την ανάπτυξη και δοκιμή αρχικής ιδέας. Τα χαρακτηριστικά μιας επένδυσης με κεφάλαιο σποράς είναι:

- η απουσία ενός προϊόντος από την αγορά
- η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης
- ένα προϊόν ή μία μέθοδος που βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της έρευνας
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 7-10 χρόνια

Στη φάση αυτή η επιχείρηση δεν έχει ακόμη δημιουργηθεί και επομένως χρειάζεται ένα σχετικά μικρό ποσόν κεφαλαίου για να πραγματοποιηθεί μία ιδέα ή να αναπτυχθεί ένα προϊόν. Για τις μικρές επιχειρήσεις, τα αρχικά κεφάλαια που χρειάζονται στη φάση της έρευνας (R&D projects) είναι σχετικά μικρά, οπότε ο εφευρέτης/επιχειρηματίας καλύπτεται από δικές του πηγές: αποταμιεύσεις, οικογενειακά επιδόματα, φιλικά δάνεια, δεύτερη υποθήκη. Οι κίνδυνοι ξεπροβάλλουν αργότερα σταδιακά, όταν μετακινούμεθα από τη φάση της έρευνας στη φάση ανάπτυξης, όπου το πρωτότυπο προϊόν δοκιμάζεται πριν την εμπορευματοποίηση του. Σε αυτή ακριβώς τη φάση ο επιχειρηματίας στρέφεται σε εξωτερικό δανεισμό αφού οι δικόι του πόροι έχουν πλέον εξαντληθεί. Το marketing συνήθως δεν περιλαμβάνεται στη φάση αυτή. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρηματοδότηση της σποράς περιλαμβάνει το μεγαλύτερο κίνδυνο για την ΕΚΕΣ, καθώς είναι πολύ πιθανό το χρηματοδοτούμενο πρόγραμμα να αποδειχθεί ανεφάρμοστο είτε γιατί το νέο προϊόν είναι αδύνατο να αναπτυχθεί, είτε γιατί η διαδικασία κατασκευής είναι πολύ περίπλοκη και δαπανηρή, είτε γιατί η υλοποίηση της συγκεκριμένης ιδέας είναι συνυφασμένη με κόστη για την εξεύρεση εξειδικευμένου προσωπικού, είτε γιατί η αγορά δεν είναι ακόμη έτοιμη να δεχθεί το καινοτομικό αυτό προϊόν (έχει υπολογιστεί ότι το 70% των προγραμμάτων εγκαταλείπονται στο τέλος αυτού του σταδίου). Αποτέλεσμα αυτού του κινδύνου είναι οι επενδυτές να εφαρμόζουν συνήθως υψηλότερα προεξοφλητικά επιτόκια που φτάνουν σε απαιτούμενη απόδοση ακόμη και 50%. Χαρακτηριστικά ο Lorenz προειδοποιεί τους επιχειρηματικούς κεφαλαιούχους ότι “... It is possible that the estimated costs and timescale until start-up or commercialisation will at least double or triple and allowance should be made for this in the financing structure”. [Lorenz 1989]

Στο στάδιο αυτό ένας δραστήριος επενδυτής θα μπορούσε ίσως να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή προστιθέμενη αξία στην επένδυση του, χρησιμοποιώντας την εμπειρία του σε θέματα παραγωγής και προώθησης, επιχειρησιακής στρατηγικής κτλ.

Στην Αγγλία ο πιο αξιοσημείωτος επενδυτής στον τομέα του κεφαλαίου σποράς είναι η British Technologies Group (BTG).

2.2 Κεφάλαιο Εκκίνησης (Start-up Capital)

Το κεφάλαιο εκκίνησης είναι το δεύτερο στάδιο του οικονομικού κύκλου ζωής μιας επιχείρησης και διαφέρει από το κεφάλαιο σποράς στο ότι η επιχείρηση στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια βρίσκεται πλησιέστερα στη συγκρότηση και ίσως στην υλοποίηση ενός σχεδίου με πληρότητα και προοπτικές. Η επιχειρηματική μέθοδος έχει διερευνηθεί πλήρως και ο επιχειρηματικός κίνδυνος στο εξής συνδέεται μόνο με την μετατροπή της πρότασης σε εμπορεύσιμο προϊόν.

Κατά τον EVCA κεφάλαιο εκκίνησης είναι “είναι το κεφάλαιο εκείνο που έχει ως στόχο την ανάπτυξη του προϊόντος ή υπηρεσίας, το πρωταρχικό marketing (γνωστοποίηση προϊόντος, τιμή πώλησης, αρχικά σημεία πώλησης κτλ) και την αποδοχή και καθιέρωση των ιδιοτήτων του στην αγορά”. [Bovaird 1990]

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά αυτής της επένδυσης είναι:

- ίδρυση μιας εταιρείας (ΑΕ ή ΕΠΕ)
- συγκρότηση ενός μέρους της ομάδας διοίκησης της εταιρείας
- ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου με ένα πρωτότυπο προϊόν ή μία πλήρως ανεπτυγμένη ιδέα
- απουσία εμπορικής συναλλαγής (πώλησης) στο στάδιο αυτό
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται μεταξύ 6-8 χρόνια

Κατά πολλούς το συγκεκριμένο στάδιο θεωρείται η ουσία του επιχειρηματικού κεφαλαίου, ούτως ώστε να ταυτίζουν τον όρο “start-up” με τον όρο “venture capital”. Αφενός μεν είναι η πηγή που έχει αναδείξει τους μεγάλους νικητές, καθώς αποτελεί το πιο απαιτητικό στάδιο όσον αφορά τις ικανότητες του επιχειρηματικού κεφαλαιούχου, και αφετέρου το νεκροταφείο των αποτυχημένων σχεδίων, αφού τα ποσά που επενδύονται εδώ είναι μεγαλύτερα από το προηγούμενο στάδιο. Η χρηματοδότηση αυτή απευθύνεται είτε σε επιχειρήσεις οι οποίες είναι στη διαδικασία της οργάνωσης είτε σε επιχειρήσεις έχουν δημιουργηθεί μέσα στον τελευταίο χρόνο αλλά ακόμα δεν έχουν πουλήσει προϊόντα στην αγορά. Στη φάση αυτή το ενδιαφέρον του επενδυτή μετατοπίζεται από την ιδέα που βρίσκεται πίσω από την επιχείρηση -και ενδιέφερε στο

προηγούμενο στάδιο- στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης καθώς και στις ευκαιρίες που εμφανίζονται στην αγορά ως επακόλουθο της πραγματοποίησης της ιδέας από τη διοίκηση της εταιρείας. Τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την προετοιμασία του επιχειρηματικού πλάνου (business plan), το marketing και τα λειτουργικά έξοδα ανάπτυξης του καινοτομικού προϊόντος. Το στάδιο του start-up capital μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα χρόνο και τις περισσότερες φορές το επενδυμένο ποσό δεν ξεπερνά τα 1,000,000 USD.

Συμπερασματικά το συγκεκριμένο στάδιο χαρακτηρίζεται από μικρότερο κίνδυνο και μικρότερη περίοδο ρευστοποίησης εν συγκρίσει με το κεφάλαιο σποράς. Παρόλα αυτά η περίοδος ρευστοποίησης παραμένει αρκετά μεγάλη από τη μέση περίοδο αποπληρωμής χρηματοδότησης, η οποία εφαρμόζεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην πλειοψηφία τους.

Το κλείσιμο της συμφωνίας για την εξασφάλιση χρηματοδότησης με κεφάλαιο εκκίνησης είναι το αποτέλεσμα μίας οξείας διαπραγμάτευσης για τον επιχειρηματία ο οποίος θέλει να διατηρήσει τον έλεγχο της νέας επιχείρησης του αλλά έχει ήδη εξαντλήσει τα κεφάλαια του. Από την άλλη πλευρά είναι ο Venture Capitalist, ο οποίος καλείται να παρέχει το 90% ή περισσότερο από την αναγκαία χρηματοδότηση και συνεπώς αναζητά και ένα δίκαιο μερίδιο μετοχικού κεφαλαίου, που αποτελεί και την τελική ανταμοιβή του. Όπως χαρακτηριστικά περιγράφει ο Lorenz "...start-ups require from their backers stronger stomachs than do the other stages of venture capital ...and ... the greatest venture capital legends, as well as the significantly more numerous disasters, stem from this stage of corporate development". [Ξανθάκης 2001, Lorenz 1989]

2.3 Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου (First round Finance)

Ο EVCA ορίζει την Early-stage Finance, ως τη χρηματοδότηση που παρέχεται σε εταιρείες που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο ανάπτυξης του προϊόντος τους και χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια προκειμένου να ξεκινήσουν τη βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Στο στάδιο αυτό, οι εταιρείες δεν παρουσιάζουν κέρδη, γεγονός που τις κάνει να εξαρτώνται περισσότερο από τις ΕΚΕΣ, αφού δεν μπορούν να προσελκύσουν νέους επενδυτές.

Τα χαρακτηριστικά αυτού του σταδίου είναι:

- Η επιχείρηση έχει ελάχιστα ή μηδενικά έσοδα
- Οι ταμειακές ροές και τα κέρδη είναι αρνητικά
- Την εταιρεία διοικεί μία ενθουσιώδης αλλά ολιγάριθμη ομάδα που αποτελείται από

επιχειρηματίες με τεχνικό υπόβαθρο και εξειδικευμένες γνώσεις αλλά με μικρή εμπειρία στη διοίκηση επιχειρήσεων

- Υπάρχουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και κερδών
- Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση είναι 4-6 χρόνια

Ο κίνδυνος, αν και μικρότερος, παραμένει σημαντικός και αυτό προκύπτει από τις υψηλές αποδόσεις, της τάξης του 50%, που απαιτούν οι ΕΚΕΣ για να εμπλακούν. Σε αυτό το στάδιο ο κίνδυνος αρχίζει πλέον και μετατοπίζεται από το εσωτερικό της εταιρείας σε θέματα που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός, η πιστωτική πολιτική των τραπεζών, η γρήγορη απαξίωση της παρούσας τεχνολογίας κ.ά. Συνίσταται μεγάλη σοβαρότητα στα στελέχη, ώστε να μην αναζητήσουν αλλού θέσεις εργασίας, ετοιμότητα για την αντιμετώπιση πιθανού ανταγωνιστή, ο οποίος έχει ενοχληθεί από την παρουσία και ταχύτατη ανάπτυξη της εταιρείας, και συνεχή προσοχή στη συνέχιση των λειτουργιών έρευνας και ανάπτυξης για την απειλή της τεχνολογικής απαξίωσης του προϊόντος.

2.4 Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second round Finance)

Ορίζεται ως η παροχή κεφαλαίων σε μία εταιρεία, η οποία έχει ήδη δεχθεί στο παρελθόν εξωτερική χρηματοδότηση αλλά οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες έχουν αυξηθεί. Για το λόγο αυτό η επιχείρηση χρειάζεται να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια κίνησης (Workingcapital=κυκλοφορούν ενεργητικό-βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Έχει διαπιστωθεί ότι πολύ συχνά η επένδυση με ΕΚΥΚ χρειάζεται δεύτερη ή και ακόμη και τρίτη κεφαλαιακή ενίσχυση προκειμένου να επιτευχθεί η απαραίτητη εισροή κεφαλαίων για την παραγωγή και διάθεση του νέου προϊόντος.

Η επαναχρηματοδότηση έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- Η επιχείρηση έχει ένα προϊόν που ήδη έχει αναπτυχθεί στην αγορά
- Έχει μία πλήρη ομάδα διοίκησης
- Η επιχείρηση έχει έσοδα από ένα ή περισσότερα προϊόντα, ζημία χρήσης ή δουλεύει στο νεκρό σημείο και παρουσιάζει αρνητικές ταμειακές ροές, ώστε να δημιουργείται η ανάγκη κάλυψης του ελλείμματος με εξωτερική χρηματοδότηση.
- Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση αναμένεται να είναι μικρότερη από του πρώιμου σταδίου.

Οι λόγοι που υπαγορεύουν την αναγκαιότητα επαναχρηματοδότησης μπορεί να είναι θετικοί ή αρνητικοί. Μερικοί αρνητικοί είναι:

- Υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος
- Αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων
- Ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων στην αγορά (repositioning)
- Ανάγκη για απόσυρση και πιθανώς αντικατάσταση ελαττωματικών προϊόντων

Θετικός λόγος για Second-round Finance έχουμε όταν οι πωλήσεις έχουν υπερβεί τις προβλέψεις, οπότε η εταιρεία αναζητά πρόσθετα κεφάλαια για να καλύψει την υπερβάλλουσα ζήτηση. Αγοράζει εξοπλισμό ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού για να μεταβεί σε επίπεδα παραγωγής υψηλότερα από τα προβλεπόμενα.

2.5 Κεφάλαιο Επέκτασης (Expansion or Development Capital)

Κεφάλαιο Επέκτασης είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση ή η μεγέθυνση μιας εταιρείας, η οποία λειτουργεί συνήθως στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή εμπορεύεται με χαμηλό κέρδος. Το κεφάλαιο επέκτασης χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτηθεί η αυξανόμενη παραγωγική δραστηριότητα, η ανάπτυξη του προϊόντος ή της αγοράς ή για να παρασχεθεί επιπλέον κεφάλαιο κίνησης.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες expansion capital:

1. Επένδυση σε επιχειρήσεις που μέχρι τώρα αυτοχρηματοδοτούνταν και αποζητούν για πρώτη φορά εξωτερική μετοχική χρηματοδότηση.
2. Χορήγηση κεφαλαίου δεύτερου σταδίου σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ήδη χρηματοδοτηθεί μία φορά με κεφάλαιο πρώιμου σταδίου.

Οι επιχειρήσεις που ζητούν αναπτυξιακή χρηματοδότηση για πρώτη φορά είναι συνήθως περισσότερο ώριμες από εκείνες που ζητούν χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου, και οι πωλήσεις των δοκιμασμένων στην αγορά προϊόντων τους είναι κατά κανόνα υψηλότερες.

Τα χαρακτηριστικά της επένδυσης αυτής είναι τα εξής:

- Η επιχείρηση διαθέτει προϊόντα που είναι δοκιμασμένα στην αγορά διαθέτοντας έτσι συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι του ανταγωνισμού
- Αυξανόμενος ρυθμός παραγωγής
- Κάποιες ενδείξεις ότι το προϊόν θα καθιερωθεί και θα επιτευχθούν ικανοποιητικά κέρδη
- Οι αποδόσεις της επένδυσης είναι μικρότερες από αυτές των προηγούμενων σταδίων

- Το κόστος του δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλο λόγω του μικρού σχετικά κινδύνου, ενώ μπορεί τελικά να διαρκέσει πολύ περισσότερο ή να απαιτήσει πολύ μεγαλύτερη ενίσχυση απ' ό,τι είχε προγραμματιστεί
- Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 2-5 χρόνια

Υπάρχουν δύο μονοπάτια επέκτασης σε ήδη καθιερωμένες, εταιρείες: η οργανική ανάπτυξη και /ή η ανάπτυξη με εξαγορά. Η οργανική επέκταση εννοεί καινούργια ή μεγαλύτερα εργοστάσια/αποθήκες, νέα προϊόντα, νέες αγορές και υπερπόντια ανάπτυξη. Η εξαγορά μπορεί να πετύχει παρόμοιους στόχους μέσω της αγοράς μίας ήδη υπάρχουσας επιχείρησης, ή απλά κάποιων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης.

Και στις δύο περιπτώσεις τα ποσά προς επένδυση χρειάζονται ένα πολύ καλό επιχειρηματικό σχέδιο τόσο για τις ήδη υπάρχουσες δραστηριότητες όσο και για αυτές που πρόκειται να αναπτυχθούν. Στην περίπτωση της εξαγοράς, ο επενδυτής θα χρειαστεί να έρθει σε επαφή με τους πωλητές και να κάνει τη δική του εκτίμηση για “κερδοφόρο διακανονισμό” με τον αγοραστή – την μελλοντική χρηματοδοτούμενη εταιρεία του. Η διεκπεραίωση της συμφωνίας (deal structure) για μια χρηματοδότηση επέκτασης είτε είναι οργανική είτε εξαγορά, είναι σχεδόν απείρως πολυσχιδής. Θα εξαρτηθεί στη δανειακή δομή (debt structure) και των δύο επιχειρήσεων, τα πιθανά μακροπρόθεσμα κέρδη από τη συγχώνευση και από το μέγιστο βαθμό μείωσης της μετοχικής συμμετοχής (maximum equity dilution) του επιχειρηματία στο οποίο την επιχείρηση ο venture capitalist θα επενδύσει. [Lorenz 1989 σελ 61]

Οι περισσότεροι χορηγοί κεφαλαίου επέκτασης λειτουργούν στη βάση της μη ενεργού συμμετοχής (hands-off), σε αντίθεση με άλλες μορφές επένδυσης, στις οποίες οι ΕΚΕΣ εμπλέκονται καθημερινά στο έργο της διοίκησης της εταιρείας που χρηματοδοτείται. Αρκετοί επενδυτές αυτού του σταδίου προτιμούν τις τοποθετήσεις σε προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ή μετατρέψιμα χρεόγραφα.

Ένα χαρτοφυλάκιο συμμετοχών αυτού του είδους ενδέχεται να είναι αρκετά ελκυστικό για επενδυτές που ενδιαφέρονται να συνδυάσουν τα τρέχοντα εισοδήματα με τα κέρδη κεφαλαίου. Οι επενδύσεις επέκτασης λόγω του μεγέθους τους (ποσοστό 45% της αξίας των συνολικών επενδύσεων με ΕΚΥΚ) προσφέρονται για κοινοπρακτικά σχήματα, ενώ λόγω της σχετικά σύντομης ρευστοποίησης τους θεωρούνται από πολλούς ως από τις πιο πλεονεκτικές μορφές επένδυσης. [Ξανθάκης 2001]

2.6 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Financing)

Η χρηματοδότηση στο στάδιο αυτό απευθύνεται σε επιχειρήσεις οι οποίες λειτουργούν τουλάχιστον στο νεκρό τους σημείο (break-even) και σχεδιάζουν κάποια επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ένας τύπος μακροπρόθεσμης μάλλον χρηματοδότησης και επομένως έχει μεγαλύτερη διάρκεια από ένα τυπικό βραχυπρόθεσμο δανεισμό και λιγότερο μόνιμο χαρακτήρα από το μετοχικό κεφάλαιο.

Χρηματοδότηση Σύνδεσης-Γέφυρας (Bridge Financing)

Προετοιμάζει την επιχείρηση για την είσοδό της στο χρηματιστήριο και διαρκεί από 6 μήνες έως ένα χρόνο. Στόχος της είναι τόσο η δημιουργία μίας αποτελεσματικότερης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, όσο και η κάλυψη των δαπανών διάθεσης των μετοχών της. Αποτελεί την πιο ασφαλή μορφή ΕΚΥΚ.

Αυτή η μορφή επένδυσης είναι μια “γέφυρα” ανάμεσα στη μετοχική και τη δανειακή χρηματοδότηση και μπορεί να προσφερθεί είτε ως δάνειο με ομολογίες υψηλού τοκομεριδίου είτε ως μετοχικό κεφάλαιο μειωμένου κινδύνου με τη διάθεση στην ΕΚΕΣ προνομιούχων μετοχών της επιχείρησης. Προκειμένου να αποζημιώσουν τις ΕΚΕΣ για τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνουν από μη εξασφαλισμένη δανειοδότηση ή την έλλειψη ψήφου στις προνομιούχες μετοχές, οι αποδέκτες της χρηματοδότησης γέφυρας πρέπει να προσφέρουν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης σε σχέση με τα επιτόκια των δανειακών κεφαλαίων.

Το κεφάλαιο γέφυρας μπορεί να περιλαμβάνει και ένα δώρο σε μετοχές με τη μορφή δικαιωμάτων (options) ή warrants. Η ύπαρξη σταθερών εισροών με τη μορφή μερισμάτων στο τέλος της χρήσης εφησυχάζει τους μετόχους, ενώ τα πραγματικά υψηλά οφέλη θα προκύψουν από τη σωστή διαχείριση των δικαιωμάτων και των warrants, όταν το επιτρέψουν οι περιστάσεις.

Το γεγονός ότι η χρηματοδότηση γέφυρας περιλαμβάνει δάνειο και μετοχική συμμετοχή, κάνει τη μορφή αυτή της επένδυσης αρκετά ενδιαφέρουσα για ΕΚΕΣ θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα υψηλά περιθώρια κέρδους (20-26% το χρόνο) κάνουν το κεφάλαιο ιδιαίτερα ελκυστικό για το ΧΙ που επιδιώκει να διατηρήσει ή ακόμη και να αυξήσει τα καθαρά κέρδη του από δραστηριότητες δανειοδότησης. Σε περίπτωση που οι όροι του δανείου είναι αντίθετοι με τη συνήθη πολιτική δανειοδότησης της τράπεζας, τότε η μετοχική συμμετοχή παρέχει σημαντικά κέρδη τα οποία αντισταθμίζουν τον κίνδυνο.

2.7 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

1. Management BUY-OUTs - Εξαγορά από τη Διοίκηση

Πρόκειται για εξαγορά της επιχείρησης από το υπάρχον management. Κατά τον European Venture Capital Association τα MBOs είναι τα κεφάλαια τα οποία χορηγούνται στη διοίκηση μιας εταιρείας προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση.

Τα MBOs έχουν αρκετές ομοιότητες και διαφορές με άλλα στάδια επένδυσης, όπως το κεφάλαιο εκκίνησης ή επέκτασης. Οι ομοιότητες είναι οι εξής:

- Πρόκειται για εταιρική χρηματοδότηση, μετοχικού τύπου, σε περιπτώσεις όπου υπάρχει περιορισμένη δυνατότητα απόκτησης δανειακών κεφαλαίων, λόγω των δυσκολιών που θα προέκυπταν στη διαχείριση των χρεών αυτών.
- Η χρηματοδότηση MBO είναι πάνω από όλα μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την εταιρεία.
- Συνήθως απαιτείται η παράδοση μέρους των μετοχών που κατέχει η διοίκηση στην ΕΚΕΣ σε ανταπόδοση της χρηματοδότησης. Η ΕΚΕΣ παρέχει δανειακά κεφάλαια που θα αποτελέσουν τμήμα της εξαγοράς και λαμβάνει μετοχές, από τις οποίες προσδοκά να έχει υψηλές αποδόσεις (κέρδη κεφαλαίου κτλ). Συνήθως οι αναλογίες δανείου και συμμετοχής κυμαίνονται σε μία σχέση 4 προς 1.

Οι διαφορές εμπίπτουν κυρίως στον τομέα των κινδύνων που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές των MBOs αναζητούν τρία χαρακτηριστικά στις υποψήφιες επιχειρήσεις:

- i. αποδειγμένη διοικητική ικανότητα
- ii. κερδοφόρα παράδοση
- iii. υψηλό μερίδιο αγοράς

Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται μεταξύ 2 ή 3 ετών.

Οι επενδύσεις MBOs είναι πολύ μεγαλύτερες σε αξία συγκριτικά με όλα τα άλλα στάδια επενδύσεων ΕΚΥΚ, με δεύτερη κατηγορία τις επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης.

Οι λόγοι που οδηγούν τα στελέχη της επιχείρησης στην εξαγορά αυτή μπορεί να είναι:

- Ασυμφωνία με τα ενδιαφέροντα του ομίλου, αν η επιχείρηση είναι θυγατρική του ομίλου ή ασυμφωνία των στελεχών της διοίκησης με τους ιδιοκτήτες της.
- Απόσυρση του ιδιοκτήτη-επιχειρηματία. Σε επιχειρήσεις που ο ιδιοκτήτης της

επιχείρησης είναι παράλληλα και ενεργός επιχειρηματίας προτιμά την εκχώρηση της ιδιοκτησίας σε στελέχη ή υπαλλήλους που γνωρίζουν την επιχείρηση και έχουν επιδείξει σημαντικό έργο.

- Αμυντική στρατηγική. Η εξαγορά της επιχείρησης από τα στελέχη της μπορεί να υιοθετηθεί ω; αμυντική στρατηγική, καθώς μπορεί να είναι ικανή να απομακρύνει τυχόν εξαγορά της από πιθανούς ανταγωνιστές. *[Bygrave 1997]*

Όσον αφορά τους κινδύνους που σχετίζονται με τα MBOs, υπάρχουν σημαντικές διαφορές από τα άλλα στάδια ΕΚΥΚ. Λόγω της τεράστιας επέκτασης του θεσμού και της ακόλουθης μεγάλης προσφοράς κεφαλαίων για MBOs, υπάρχει ο κίνδυνος χρηματοδότησης ανεπαρκών και ακατάλληλων, για το σκοπό αυτό, ομάδων στελεχών διοίκησης.

Οι μεγάλες αλλαγές κλίμακας εργασιών και προσβάσεων χρειάζονται μεγάλη προσαρμοστικότητα και ευλυγισία για να αντιμετωπιστούν. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό, ακόμη και από έμπειρα στελέχη μεγάλων επιχειρήσεων. Ένας άλλος κίνδυνος για τη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης, στην οποία εφαρμόζεται επένδυση MBO, αφορά την περίπτωση που η πράξη αυτή είναι περισσότερο απόρροια των επιδιώξεων κάποιων τραπεζών ή χρηματοδοτικών οργανισμών παρά των ίδιων των στελεχών της εταιρείας. Γενικά, η αγορά των MBOs χαρακτηρίζεται από επενδύσεις που κερδοφορούν σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου, ενώ οι αποδόσεις τους δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικές.

Μία τέτοια επιτυχημένη προσπάθεια αποτελεί η περίπτωση της εταιρείας «Δωδώνη». Το 1999, την εταιρεία εξαγόρασε ομάδα επενδυτών, στην οποία συμμετείχαν με 57% η Global Finance, με 25% η Δέλτα Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος, ενώ το υπόλοιπο 18% κάλυψαν οι Σ. Θεοδωρόπουλος και Κ. Αποστολίδης της Chirita, η εταιρεία επενδύσεων Πρόοδος καθώς και ο Γ. Σαββίδης, παλαιός manager της εταιρείας. Ο κ. Σαββίδης ανέλαβε και το management της εταιρείας και παραμένει έκτοτε διευθύνων σύμβουλος. Το βασικό στοιχείο του MBO είναι η ανάληψη του ελέγχου της επιχείρησης από τα στελέχη, με την υποστήριξη εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. *[Βασιλείου Μαρία 2001]*

2. Management BUY-Ins - Εξαγορά της Διοίκησης

Σε αντίθεση με τα MBOs, το Management Buy-in αφορά την εξαγορά επιχείρησης από νέα ομάδα management, η οποία δεν έχει καμμία σχέση με την

συγκεκριμένη εταιρεία στο παρελθόν της. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες- διευθυντές.

Κατά τον EVCA τα MBIs είναι τα κεφάλαια τα οποία δίδονται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός επιχείρησης, για να την εξαγοράσουν με την στήριξη και την κάλυψη των Venture Capitalists= των χορηγών με ΕΚΥΚ

Μία άλλη ειδοποιός διαφορά έγκειται στον εκ φύσεως κίνδυνο που φέρει μία εξαγορά από το εξωτερικό περιβάλλον. Πιο συγκεκριμένα, σε μία εσωτερική εξαγορά (MBO) ο κίνδυνος που αναλαμβάνεται είναι μικρότερος λόγω του ότι η διοικητική ομάδα που παίρνει τα ηνία της επιχείρησης προέρχεται εκ των έσω, το οποίο σημαίνει ότι έχει γνώση της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης-στόχου. Στην περίπτωση όμως του Management Buy-In, λόγω της εξωτερικής προέλευσης της ομάδας management, δεν υπάρχει πλήρη γνώση της εσωτερικής κατάστασης της εταιρείας και γι' αυτό, αυτού του είδους οι εξαγορές λαμβάνουν χώρα συνήθως σε επιχειρήσεις που, καθώς αντιμετωπίζουν κίνδυνο overgearing ή μη ικανοποιητικές πωλήσεις, καταφεύγουν σε περαιτέρω κεφαλαιακή ενίσχυση. Για αυτούς τους λόγους είναι ζωτικής σημασίας η δέουσα προσοχή/ικανότητες εξερεύνησης και χρηματοοικονομικής εμπειρίας των χορηγών επιχειρηματικών κεφαλαιούχων.

Σαν ομοιότητες μπορούμε να αναφέρουμε ότι και τα δύο είδη ΕΚΥΚ απαιτούν μεγάλα ποσά χρηματοδότησης, η περίοδος μέχρι την ρευστοποίηση κυμαίνεται 2-3 χρόνια και η αποπληρωμή της επένδυσης γίνεται είτε με μετρητά είτε με διάθεση κάποιων περιουσιακών στοιχείων.

Τα MBIs είναι πιθανό να είναι περισσότερο επιτυχή στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- Μία ομάδα διοίκησης, με αρκετές επιτυχίες στο ενεργητικό της, που να προέρχεται από τον ίδιο βιομηχανικό κλάδο με την χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Ιδανική περίπτωση θεωρείται να έχει η συγκεκριμένη ομάδα στελεχών προβεί στο παρελθόν σε επένδυση MBO στην εταιρεία που εργαζόταν.
- Μία υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην εταιρεία και να συνεργαστεί ως ομάδα με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα-δύο χρόνια.
- Μία εταιρεία – στόχος, η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης. Επίσης, όταν υπάρχουν αγορές προϊόντων οι οποίες δεν έχουν εκμεταλλευθεί πλήρως από την τρέχουσα διοίκηση και συνήθως βρίσκονται σε

διασπασμένες αγορές όπου μία «στρατηγική – κλειδί» μπορεί να αποφέρει μεγάλα κέρδη και όπου δεν είναι εμφανείς μεγάλες ικανές επιχειρήσεις.

- Όταν υπάρχουν συμπτώματα ανόρθωσης (turnaround symptoms), τα οποία συνήθως αποτελούν το έναυσμα για ένα MBI. Η φάση της ανόρθωσης μπορεί να αποφέρει μεγάλες αποδόσεις για ένα MBI αρκεί η επιχείρηση να μην έχει φτάσει στην τελική της πτώση (να έχει δηλ χάσει την αξιοπιστία της απέναντι στους πελάτες της ή το μακροπρόθεσμο ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα – πιθανώς μέσω τεχνολογικής αχρηστίας). Υψηλή μόχλευση είναι ενάντια σε ένα πετυχημένο MBI εκτός αν πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να ρευστοποιηθούν γρήγορα ώστε να αποπληρωθεί μέρος του παλαιού κυρίως δανείου (senior debt) και έτσι να γίνει ριζική αναδιάρθρωση του, προκειμένου να μειωθεί η επιβάρυνση στις λειτουργικές ταμειακές ροές, από υψηλά κόστη επιτοκίου. [Lorenz 1989 σελ 81,Ξανθάκης 2001]

Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης αφορούν την προσαρμοστική ικανότητα της νέας διοίκησης και τις σχέσεις της με το υφιστάμενο προσωπικό. Πολλές φορές οι πιο δραστικές μέθοδοι από ειδικούς στην αλλαγή πορείας μίας επιχείρησης δεν βρίσκουν εύκολη εφαρμογή από το υπάρχον δυναμικό της. Επίσης τα διαφόρων ειδών προβλήματα που δεν είναι εμφανή στην πριν την εξαγορά έρευνα, καλούν να δοκιμάσουν το βαθμό αντίδρασης και ετοιμότητας της “ανυποψίαστης” καινούργιας διοίκησης. [Lorenz 1989]

2.8 Replacement Capital

Η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης με ΕΚΥΚ είναι εξαγορά μεριδίου απερχόμενου εταίρου.

Πρόκειται για μία λιγότερο συνήθη στις μέρες μας, μορφή χρηματοδότησης που λάμβανε χώρα στην προηγούμενη των USM/OTC εποχή. Ουσιαστικά είναι η περίπτωση μίας χρηματοδότησης επέκτασης που συνδυάζεται με κάποια εξαγορά μεριδίου του ιδρυτή - επιχειρηματία .

Πολλές ΕΚΕΣ επένδυσαν αγοράζοντας ήδη υπάρχουσες μετοχές από επιχειρηματίες ή από τις οικογένειες τους, δίνοντας στα funds δικαιώματα μειοψηφίας.

Ο πωλητής των μετοχών του fund δεν είναι πάντοτε ο επιχειρηματίας ή τα μέλη της ομάδας διοίκησης του. Σε ώριμες ιδιωτικές ή δημόσιες εταιρείες, υπάρχει ένα μεγάλο κομμάτι μετόχων που προέρχονται από κληρονομίες ή από από συμμετοχές διαφόρων οργανισμών (trust dispersals) μέσα στα χρόνια λειτουργίας της εταιρείας. Συχνά τα μη

ενδιαφερόμενα μέλη μιας οικογενειακής επιχείρησης αποζητούν μετρητά πουλώντας τις μετοχές που έχουν στην ιδιοκτησία τους. Ένας άλλος λόγος μπορεί να είναι μία ρήξη σε μία οικογενειακή επιχείρηση ή μία ασυμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων ιδρυτών-μετόχων.

Παρ' ότι το fund στην αρχή μπορεί να είναι απλώς μία αγορά μετοχών η οποία από μόνη της δεν αποτελεί οικονομική ενίσχυση για την επιχείρηση (αντανακλάται μόνο στον τραπεζικό λογαριασμό του ιδρυτή-επιχειρηματία), μπορεί να υπάρξουν πιθανότητες μιας περαιτέρω “money-in” επένδυσης η οποία θα βοηθήσει την επιχείρηση. Έτσι όταν ένας επιχειρηματίας μελετά την πώληση των μετοχών σε ένα επενδυτικό fund θα πρέπει πάντοτε να εκτιμάει την ικανότητα και την προθυμία του fund να παρέχει περαιτέρω χρηματοδότηση. [Lorenz 1989]

Είναι σύνηθες για τους επενδυτές να αγοράζουν κοινές μετοχές από τους πωλητές και μετά να τις μετατρέπουν σε προνομιούχες απολαμβάνοντας ένα σταθερό μέρισμα. Οι μετοχές αυτές συχνά μετατρέπονται πίσω σε κοινές εάν η εταιρεία εισηχθεί ή πωληθεί.

2.9 Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής (Turnaround Finance)

Πρόκειται για εξαγορά και ανόρθωση ζημιογόνου επιχείρησης. Είναι μία σπάνια μορφή των μεταγενέστερων σταδίων χρηματοδότησης και ο αμερικανικός όρος “turnarounds” συχνά στην αγγλική ορολογία αποδίδεται ως “recovery situations”.

Μία τέτοια μορφή επένδυσης σε μία μη εισηγμένη εταιρεία μπορεί να λάβει χώρα στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξης εάν ο επιχειρηματίας απέτυχε να ελέγξει τις ταμειακές ροές του ή έχει μεγαλύτερο χρέος από ίδια κεφάλαια. Το πρόγραμμα που έχει λανσάρει μπορεί να είναι πολύ αισιόδοξο και δαπανηρό, η αγορά μπορεί να είναι αργή για να αφομοιώσει το συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία ή μπορεί να αποδειχθεί ότι υστερεί σε κάποιες «κλειδί» διοικητικές και οργανωτικές δεξιότητες, παρότι είναι ικανός εφευρέτης και τεχνολόγος. Οι καταστάσεις ανόρθωσης εμφανίζονται πιο συχνά στα μεταγενέστερα στάδια της εξέλιξης μιας επιχείρησης όταν δεν υπάρχει εξωτερικός ή επαγγελματίας επενδυτής. Εάν υπήρχαν από την αρχή υποστηρικτές με ΕΚΥΚ, θα είχαν εντοπίσει τα προβλήματα ή ίσως να μην τα είχαν επιτρέψει να εμφανιστούν από την πρώτη στιγμή. Η επένδυση μπορεί επίσης να έχει χαθεί μέσω της εξαγοράς ή της ρευστοποίησης, που στην προκειμένη περίπτωση, δεν υπάρχει καθόλου προοπτική ανάκαμψης – παρότι κάλλιστα μπορεί να υπάρχει η προοπτική για ένα receivership buy-out. [Lorenz 1989]

Ανεξάρτητα από το αν μία εταιρεία που βρίσκεται σε δυσχερή θέση έχει υποστηρικτές, μία χρηματοδότηση στροφής χρειάζεται εξειδικευμένη ικανότητα. Μπορεί να σημαίνει μία δυνατή επαναδιαπραγμάτευση των δανειοληπτικών σχέσεων της επιχείρησης με τις τράπεζες, πιθανώς περιλαμβάνοντας μια συμπεφωνημένη αναβολή των πιστωτών. Πάνω από όλα, όμως, σημαίνει διοικητικές αλλαγές που μπορεί να απαιτούν ο επιχειρηματίας να περιοριστεί σε έναν συμβουλευτικό ρόλο ή και να αφήσει τελείως την επιχείρηση του. Τέλος, επειδή είναι απαραίτητο ένα μεγάλο ποσό επένδυσης προκειμένου να επιβιώσει μία ζημιογόνα εταιρεία, ο έλεγχος της εταιρείας μπορεί να δοθεί σε έναν επιχειρηματικό κεφαλαιούχο, και να επιτευχθεί ένα buy-in. Ο τελευταίος πρέπει να υιοθετήσει μία ενεργή συμμετοχή (hands-on) στο management της εταιρείας, παίζοντας ένα δυναμικό, καθημερινό ρόλο στις διοικητικές αποφάσεις καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης, η οποία μπορεί να διαρκέσει από 6 μήνες έως αρκετά χρόνια. Ο Venture Capitalist όταν έρχεται αντιμέτωπος με μία κατάσταση πιθανούς ανόρθωσης πρέπει να αποφασίσει γρήγορα αν η επιχείρηση έχει γνήσιες προοπτικές όχι απλά να εξυγιανθεί αλλά και να αποτελέσει καρπό μελλοντικών εισροών. (Πιο χαρακτηριστικά, η πληγείσα εταιρεία δεν έχει νόημα να μετατραπεί σε μία “walking wounded” ή “living dead”). Γι' αυτό το λόγο, παρατηρούμε ότι η χρηματοδότηση στροφής αποτελεί το μικρότερο ποσοστό επένδυσης του ΕΚΥΚ.

Αυτό το στάδιο χρηματοδότησης είναι σπάνιο να αναδείξει τους ίδιους μεγάλους νικητές που αναδεικνύονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μίας επιχείρησης. Σε πολλές περιπτώσεις η πληγείσα εταιρεία που ζητά την υποστήριξη του κεφαλαίου στροφής είναι μία ώριμη επιχείρηση που ανήκει σε ένα παραδοσιακό βιομηχανικό κλάδο. Όταν η εταιρεία ανήκει σε ένα σύγχρονο τομέα της βιομηχανίας, μπορεί να έχει χάσει κάποια αγορά ή ένα τεχνολογικό προβάδισμα που είχε πρότινος, και έτσι να μην μπορεί να εκπληρώσει τις αρχικές προοπτικές ανάπτυξης της.

Συνήθως η τελική έκβαση μίας χρηματοδότησης ανόρθωσης για ένα επιχειρηματικό κεφαλαιούχο, είναι η πώληση της σε μία μεγαλύτερη εταιρεία του ίδιου κλάδου. Επιτυγχάνεται ένα μέτριο κεφαλαιακό κέρδος, συνήθως όχι μεγαλύτερο από 2-3 φορές την αρχική επένδυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

3.1 Κριτήρια Αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων

(Από την πλευρά των ΕΚΕΣ)

Οι ΕΚΕΣ χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους επιλογής για τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια, ώστε να αποφύγουν ακατάλληλες τοποθετήσεις. Η διεθνής εμπειρία δείχνει ότι τα επενδυτικά σχέδια που χρηματοδοτούνται από τους κεφαλαιούχους επιχειρηματικών συμμετοχών δεν ξεπερνούν συνήθως το 5%.

Σε γενικές γραμμές, τα απαραίτητα χαρακτηριστικά που μία πρόταση προς χρηματοδότηση πρέπει να ικανοποιεί στο σύνολο της, είναι περιληπτικά τα εξής: Η ιδέα να είναι πραγματικά ανταγωνιστική και να έχει δυναμική να αποφέρει μεγάλα μερίδια αγοράς και πολλά κέρδη, η ομάδα των νέων επιχειρηματιών να γνωρίζει άριστα το χώρο στον οποίο απευθύνεται (domain expertise) και να έχει τα προσόντα να υλοποιήσει την ιδέα μέχρι το τέλος, να υπάρχει ένα ξεκάθαρο business plan για την υλοποίηση της ιδέας με σαφείς και εφικτούς στόχους και, τέλος, να υπάρχει ένα ξεκάθαρο σημείο στο χρόνο κατά το οποίο ο επενδυτής θα μπορέσει να ρευστοποιήσει το μερίδιό του και να πάρει την απόδοση στην οποία στοχεύει. [ne.o Νοεμβρ. 2001] Πιο αναλυτικά τα κριτήρια επιλογής έχουμε:

1. Η ικανότητα των διοικητικών στελεχών να διοικήσει την επιχείρηση θεωρείται σημαντικός παράγοντας, ώστε μια επενδυτική πρόταση να στεφθεί με επιτυχία. Χαρακτηριστικά όταν ένας επιτυχημένος επιχειρηματικός κεφαλαιούχος ρωτήθηκε πώς επιλέγει τις επενδυτικές προτάσεις του, απάντησε: “Management first, management second and management again”. Ο Lorenz σημειώνει ότι η συνταγή της επιτυχίας προέρχεται από έναν “entrepreneur, able technologist and at the same time opportunist businessman”. Η προσωπικότητα της διοίκησης της εταιρείας υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, η προϋπηρεσία της στο χώρο που αναλαμβάνεται το εγχείρημα, η σχετικά μικρή ηλικία της (γύρω στα 30), οι σπουδές της, η υψηλή ενεργητικότητα, η διαίσθηση, οι ηγετικές ικανότητες της, είναι στοιχεία μεγάλης σημασίας για την ΕΚΕΣ.

Κατά τον κ. Κούρτη, Διευθυντή Επενδύσεων της Global Finance, η πιο σημαντική

απόδειξη πίστης των νέων επιχειρηματιών στο business plan τους δημιουργώντας και τα ανάλογα κίνητρα για την ΕΚΕΣ, “...είναι να έχουν ήδη επενδύσει τα δικά τους χρήματα, ανάλογα βέβαια με τις οικονομικές τους δυνατότητες. Ακόμη, να είναι full-time απασχολούμενοι στην υπό επένδυση εταιρεία έχοντας κάνει και μία πολύ καλή προετοιμασία (πιθανόν ύστερα από μήνες προσπάθειας)”. Οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι θα πειστούν περισσότερο για το εγχείρημα ενός νέου επιχειρηματία που είχε περιουσία 10 εκ. και έχει ρίξει τα 5 στην ιδέα του από το αντίστοιχο ενός άλλου που είχε 100 εκ. και έχει ρίξει μόνο τα 10.

Ο Steve Jurvetson, ιδρυτής της Hotmail, ένας από τους πιο ένθερμους επιχειρηματίες επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου στη Silicon Valley, προτού αποφασίσει αν θα χρηματοδοτήσει τον εμπνευστή ενός οράματος, λέγει χαρακτηριστικά: « Το πρώτο πράγμα που ρωτάω είναι: Ποιος νοιάζεται; Ποιος ενδιαφέρεται; Τι διαφορά θα κάνει; Πόσο υψηλά μπορεί να ανέβει; Θέλω να χρηματοδοτώ ιδέες που δεν έχουν οροφή. Το δεύτερο πράγμα που ρωτάω είναι: Πως θα πραγματοποιηθεί αυτό; Πως θα υλοποιηθεί σταδιακά; Ποιος μηχανισμός θα αυξάνει τις αποδόσεις; Μπορεί να διαδοθεί, όπως ένα ιός; Τέλος, θέλω να μάθω πόσο αφοσιωμένος είναι ο εμπνευστής στην ιδέα του. Δεν επενδύω ποτέ σε κάποιον που λέει ότι θα κάνει κάτι διαφορετικό από αυτό με το οποίο ήδη ασχολείται. Το πάθος μετράει περισσότερο από την εμπειρία». Στόχος του αποτελεί ο μεγάλος νικητής και όχι η αποφυγή αποτυχιών. [Βασιλείου Μαρία 2001]

Πρωταρχικό μέλημα των στελεχών της διοίκησης είναι η ανακάλυψη μιας ανεκμετάλλευτης αγοράς και, στη συνέχεια, ο καθορισμός των τρόπων με τους οποίους τα προϊόντα ή υπηρεσίες της επιχείρησης θα προωθηθούν σε αυτήν. Συνήθως οι ΕΚΕΣ δεν χρηματοδοτούν τα προϊόντα που αναζητούν κάποια αγορά αλλά τις επιχειρήσεις εκείνες που απευθύνονται σε αγορές οι οποίες αναζητούν προϊόντα. Έτσι, πολλές φορές, προϊόντα ή υπηρεσίες δεν είναι τόσο σημαντικά για τις ΕΠΕΚ όσο πιστεύουν οι υπεύθυνοι της επιχείρησης. Η ανεκμετάλλευτη αυτή αγορά θα πρέπει να είναι αρχικά όσο το δυνατό μικρή, ώστε να μην προκαλέσει το ενδιαφέρον πιθανών ανταγωνιστών της επιχείρησης και να μπορέσει να επιβιώσει στις αρχικές φάσεις εξέλιξής της. Επίσης θα πρέπει να υπάρχουν προοπτικές (είτε αφανείς είτε που θα παρουσιαστούν στο άμεσο μέλλον) μεγέθυνσής της, έτσι ώστε η επιχείρηση να μπορέσει να αναπτυχθεί όσο το δυνατό περισσότερο.

2. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας αποτελεί η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού επιχειρηματικού σχεδίου (business plan). Το επιχειρηματικό πλάνο είναι ένα

εμπιστευτικό έγγραφο το οποίο περιγράφει το προτεινόμενο προϊόν, την πιθανή του αγορά, καθώς επίσης την τεχνολογία και τους πόρους που θα χρησιμοποιηθούν. Δεν είναι μία ιδέα αποτυπωμένη προς πώληση, αλλά απεικονίζει λογικές προσδοκίες τις οποίες η επιχειρηματική ομάδα και η ΕΚΕΣ θεωρούν ότι είναι δυνατό να πραγματοποιηθούν. Το κείμενο πρέπει να είναι ρεαλιστικό, κατανοητό και πραγματοποιήσιμο και όχι υπερβολικά αισιόδοξο. Οι ΕΚΕΣ ενδιαφέρονται για επενδυτικά σχέδια τα οποία μετασχηματίζουν μία ιδέα υψηλού βαθμού καινοτομίας σε μία επένδυση υψηλού βαθμού αποδοτικότητας. Αν και δεν υπάρχει ένα συγκεκριμένο πρότυπο, ένα επιχειρηματικό σχέδιο θα πρέπει να περιλαμβάνει τα παρακάτω σημεία:

1. Μία περίληψη
2. Περιγραφή της επιχείρησης και του κλάδου
3. Χαρακτηριστικά και πλεονεκτήματα των νέων προϊόντων ή υπηρεσιών
4. Έρευνα και ανάλυση της αγοράς
5. Πρόγραμμα οργάνωσης και διοίκησης της επιχείρησης
6. Πιθανοί κίνδυνοι και προβλήματα
7. Χρηματοοικονομικό Πρόγραμμα
 - Εκτιμώμενο μερίδιο της αγοράς και προβλεπόμενες πωλήσεις
 - Πρόγραμμα σχεδιασμού, παραγωγής και ανάπτυξης των νέων προϊόντων ή υπηρεσιών
 - Πρόγραμμα επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων
 - Πρόγραμμα διοικητικών δαπανών
 - Ταμειακό πρόγραμμα
 - Προβλεπόμενα Αποτελέσματα χρήσης & Ισολογισμοί
 - Ανάλυση Νεκρού Σημείου κύκλου εργασιών
8. Συνολικό χρονοδιάγραμμα
9. Συμπεράσματα

Ο κ. Μητσοτάκης, Διευθύνων Σύμβουλος της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, χαρακτηριστικά λέγει: “ Ένα σωστό business plan πρέπει να καλύπτει μία περιγραφή του προϊόντος ή της υπηρεσίας, μία περιγραφή της αγοράς και του ανταγωνισμού, ξεκάθαρους στόχους για την ανάπτυξη της εταιρείας, μία SWOT analysis (τα δυνατά και αδύνατα σημεία της πρότασης και της κατάστασης στην αγορά), μία πλήρη περιγραφή του background και των ικανοτήτων της διοίκησης, τι έχουν κάνει και γιατί έχουν τη δυνατότητα να φέρουν σε πέρας το επιχειρηματικό σχέδιο και, τέλος, να

συνοδεύεται και από μία λεπτομερή οικονομική κατάσταση πρόβλεψης εσόδων και εξόδων και μία πρόβλεψη για το πότε η εταιρεία θα περάσει στην κερδοφορία”. [ne.o Νοεμβ. 2001, σελ 79]

Κατά τον «γκουρού» του management Gary Hamel «κάθε μέρα της εβδομάδας, οι ΕΚΕΣ λαμβάνουν σωρεία νέων ιδεών από νέα παιδιά, που δεν έχουν ακόμη κλείσει τα 30. Μία εταιρεία επενδύσεων μεσαίου μεγέθους στην Silicon Valley λαμβάνει γύρω στα 5.000 επιχειρηματικά πλάνα κάθε χρόνο». Στην Ελλάδα ο αριθμός των επιχειρηματικών σχεδίων που φθάνουν στα χέρια των ΕΚΕΣ είναι πολύ μικρότερος, αλλά αρκετά υψηλός για το μέγεθος της χώρας μας. «Μέσα στον ένα χρόνο λειτουργίας μας δεχθήκαμε 350 επιχειρηματικές προτάσεις και εγκρίναμε μόνο εννέα» παρατηρεί ο κ. Κυριάκος Μητσοτάκης.

3. Ένας άτυπος αλλά σημαντικός παράγοντας που εξετάζουν οι ΕΚΕΣ είναι και η προσωπική χημεία που θα αναπτυχθεί ανάμεσα στις δύο ομάδες στις διαδοχικές συναντήσεις τους. Φυσικά, και οι ίδιοι οι νέοι επιχειρηματίες πρέπει να αξιολογούν τους υποψήφιους επενδυτές τους με τα ίδια κριτήρια προσωπικής χημείας. Δεν υπάρχει τίποτα χειρότερο από την αναγκαστική συνεργασία με άτομα με τα οποία δεν μπορείς να συνεννοηθείς όπως θέλεις και να νοιώθεις άνεση και εμπιστοσύνη.

4. Ακόμη, τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια πρέπει να παρέχουν τη δυνατότητα αποδέσμευσης σε σύντομο χρονικό διάστημα γιατί η απόδοση των επενδύσεων των περισσότερων ΕΚΕΣ προέρχεται κυρίως από κεφαλαιακά κέρδη, από την πώληση των μετοχών των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων και όχι από τη λήψη μερισμάτων κατά τη διάρκεια τη επένδυσης.. [Βασιλείου Δ. 1996]

5. Επειδή τα μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης (later-stage) μίας επιχείρησης είναι πολύ πιο εύκολο να εξερευνηθούν και διαγνωστούν απ’ ότι τα πρώιμα στάδια στα οποία υπάρχει έντονο καθεστώς αβεβαιότητας και κινδύνου, οι ΕΚΕΣ προτιμούν να επενδύουν μεγαλύτερα ποσά ανά επένδυση από ότι στο παρελθόν σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στα ασφαλέστερα μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης (έντονη απροθυμία στα στάδια σποράς και εκκίνησης), έστω και με χαμηλότερες αποδόσεις. Τις περισσότερες φορές, στα τελευταία στάδια ανάπτυξης ο επιχειρηματικός κεφαλαιούχος καλείται να ενισχύσει με μόνο ένα γύρο χρηματοδότησης πριν την πραγματοποίηση του έργου, σε αντίθεση με

τα πρώιμα στάδια ανάπτυξης όπου ο ίδιος περιμένει να ενισχύσει με αλληπάλληλους γύρους χρηματοδότησης έως ότου να ολοκληρωθεί το επιχειρηματικό πλάνο.

Ένας επαγγελματίας Venture Capitalist προτού επενδύσει θα προβεί σε μία ανάλυση ευαισθησίας, μία συνετή εκτίμηση των μελλοντικών προοπτικών της επιχείρησης που καλείται να χρηματοδοτήσει. Ο αντικειμενικός στόχος του είναι, ακόμη και στη χειρότερη περίπτωση συνδυασμού υποθέσεων, το επιχειρηματικό σχέδιο να είναι ακόμη βιώσιμο και να δίνει ένα επαρκή καρπό απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα στην πρώιμη φάση ανάπτυξης μίας επιχείρησης, ικανοποιητικές πωλήσεις σημαίνει έλλειψη μετρητών λόγω των μεγαλύτερων από το προσδοκώμενο αναγκών στο κεφάλαιο κίνησης και στα έξοδα για πάγια περιουσιακά στοιχεία. Η επιχείρηση στα πρώτα στάδια χρηματοδότησης της, όταν βγαίνει εκτός προϋπολογισμού, συχνά σημαίνει χρηματικά ελλείμματα για να πληρώνει ζημιές που επιμένουν περισσότερο από ότι αναμενόταν.

Από την άλλη, μία πιο ώριμη επιχείρηση μπορεί να δημιουργεί χρηματικό πλεόνασμα εάν αναπτύσσεται γρηγορότερα από ότι αναμενόταν, λόγω επαρκών περιθωρίων, μίας σταθερής θέσης στην αγορά, μειωμένων ανταγωνιστικών απειλών και ενός κόστους υπό έλεγχο. Επίσης, το γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μίας ώριμης εταιρείας είναι απίθανο να είναι τόσο μεγάλος όσο μιας επιτυχημένης νέας επιχείρησης, σημαίνει λιγότερες επιπλέον ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης.

6. Παράγοντες όπως η πιθανότητα εμφάνισης ενός στενού υποκατάστατου του προϊόντος κατά την περίοδο λειτουργίας της εταιρείας, η πιθανότητα αποτυχίας του προϊόντος να ικανοποιήσει τις ανάγκες των χρηστών, οι μη ικανοποιητικές πωλήσεις, η πιθανότητα επιβολής κρατικών περιορισμών, συνεκτιμώνται από την ΕΚΕΣ και συνυπολογίζονται με την προσδοκώμενη απόδοση, ώστε να επιλεγεί τελικά το σχέδιο με τον άριστο συνδυασμό κινδύνου-απόδοσης, ανάλογα με το ύψος του κινδύνου που είναι διατεθειμένη η ΕΚΕΣ να αναλάβει.

7. Το ποσοστό των μετοχών που δίνει η χρηματοδοτούμενη εταιρεία στην ΕΚΕΣ επηρεάζει ουσιαστικά την απόφαση της τελευταίας να επενδύσει ορισμένο ύψος κεφαλαίων στη συγκεκριμένη εταιρεία.

8. Ιδιαίτερο ρόλο παίζει και η διάρθρωση και το περιεχόμενο της συμφωνίας χρηματοδότησης, δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή στα :

- Παροχή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου (preference shares)

- Χάραξη μερισματικής πολιτικής
- Δικαιώματα ψήφου των μετόχων
- Μετατρεψιμότητα άλλων τίτλων σε κοινές μετοχές¹ (preferred ordinary shares)
- Προστασία όρων μετατρεψιμότητας τίτλων
- Δικαιώματα ρευστοποίησης
- Δικαιώματα επαναγοράς μετοχών από τις εταιρείες
- Όροι άσκησης δικαιωμάτων αγοράς μετοχών
- Μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια (convertible bonds)

9. Τέλος, σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση μιας επένδυσης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα είναι η εκτίμηση του οικονομικού “γίνεσθαι” στο μέλλον, καθώς και των επιπτώσεων που θα έχουν οι οικονομικές εξελίξεις στον κλάδο που πρόκειται να επενδυθούν τα κεφάλαια. [Ξανθάκης 2001]

3.2 Επιλογή ΕΚΕΣ από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία

(Από την πλευρά του νέου επιχειρηματία)

Ο επιχειρηματίας που νοιώθει ότι πραγματικά η ιδέα του, το προϊόν ή η υπηρεσία που έχει εμπνευστεί, πραγματικά αποτελεί κάτι καινοτόμο και πρωτοπόρο συμβάλλοντας στην περαιτέρω ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό, έχει καθήκον να πείσει τους υπονήφιους επενδυτές του ότι η ιδέα του είναι σωστή και ότι αξίζει να ρισκάρουν τα χρήματά τους γι' αυτήν. Πρέπει όμως κατ' αρχήν να αναζητήσει ΕΚΕΣ που ειδικεύονται στον κλάδο και ασκούν τις δραστηριότητές τους στη γεωγραφική περιοχή όπου ανήκει η επιχείρησή του. Οι ΕΚΕΣ εξειδικεύονται σε έναν ή περισσότερους τομείς, λόγω της προηγούμενης επιτυχημένης πορείας τους στους τομείς αυτούς ή λόγω της ύπαρξης δικτύων και προσβάσεων από τις οποίες θα μπορούσαν να αντλήσουν εξειδικευμένες γνώσεις και πληροφορίες.

¹ Στις ΗΠΑ η πιο διαδεδομένη μέθοδος επένδυσης ΕΚΥΚ σε start-up επιχειρήσεις είναι μέσω προνομιούχων μετοχών οι οποίες έχουν το δικαίωμα μετατροπής σε κοινές μετοχές (convertible preferred stock). Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών έχουν προτεραιότητα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών σε περίπτωση ρευστοποίησης της επένδυσης λόγω του ότι δεν κατόρθωσε να επιτύχει τους στόχους τους. Επιπλέον, η δυνατότητα μετατροπής παρέχει στην ΕΚΕΣ τη δυνατότητα συμμετοχής στην αυξημένη αξία της επιχείρησης εφόσον φυσικά αυτή κατορθώσει να επιτύχει τους στόχους τους.

Αφού συγκρίνει το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων με αυτά που διαθέτουν οι ΕΚΕΣ σε επιχειρήσεις, οι οποίες βρίσκονται στο ίδιο στάδιο ανάπτυξης, θα πρέπει να αναζητήσει επενδυτές που έχουν γερές οικονομικές πηγές και καλό ιστορικό και να αποταθεί σε αυτούς που έχουν τη δυνατότητα να τον βοηθήσουν και με δεύτερο ή τρίτο γύρο χρηματοδότησης, εάν χρειαστεί. Εταιρείες ΥΕΚ που γνώρισαν δυναμική άνοδο μέσα σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα διαπίστωσαν ότι:

“It is far more important WHOSE money you get than how much you get or how much you pay for it (ΕΚΥΚ)”. Αυτή η προσωπική χημεία ανάμεσα στον venture capitalist και την ομάδα διοίκησης υλοποιεί τη διαδικασία δημιουργίας της προστιθέμενης αξίας και έχει μέγιστη σημασία. *[Bygrave/Timmons 1992 σελ. 208]*

Η συμμετοχή των ΕΚΕΣ στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση μπορεί να γίνει με διάφορες μορφές και συνεπώς θα πρέπει από την αρχή ο επιχειρηματίας να επιλέξει τον κατάλληλο συνδυασμό, έχοντας υπόψη ότι η μορφή της απαιτούμενης χρηματοδότησης επηρεάζει τον επενδυτή θετικά ή αρνητικά. Επίσης, θα πρέπει να ζητηθούν συμβουλές από επιχειρηματίες και επαγγελματίες (δικηγόρους, οικονομικούς συμβούλους, τραπεζίτες) για τον εντοπισμό τυχόν πρόσθετων πηγών χρηματοδότησης.

Υπάρχουν πέντε βασικά σημεία κινδύνου που οι επιχειρηματίες πρέπει να έχουν υπόψιν όταν επιλέγουν να συνεργαστούν με μία ΕΚΕΣ:

1. Όταν η ΕΚΕΣ συμμετέχει σε πάρα πολλές εταιρείες μειώνεται ο ρόλος της σαν σύμβουλος και επενδυτής δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, καθώς έχει πλέον περιορισμένο χρόνο να αφιερώσει.
2. Όταν η ΕΚΕΣ έχει περιορισμένη λειτουργική εμπειρία ή υπερβολικούς χρηματοδοτικούς προορισμούς.
3. Όταν η προϊστορία της ΕΚΕΣ χαρακτηρίζεται από συνεχείς αντικαταστάσεις διοικήσεων στις εταιρείες που αναλαμβάνει να χρηματοδοτήσει, καθώς και από μεγάλο ποσοστό αποτυχημένων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο της.
4. Όταν οι επενδυτές σε μία εταιρεία ΥΕΚ, που βρίσκεται στο μέσο της αναπτυξιακής της πορείας, στρέφουν την προσοχή τους σε μία άλλη επένδυση η οποία χρειάζεται ενεργότερη συμμετοχή, κλονίζοντας έτσι την υποστήριξη τους στην προηγούμενη λόγω έλλειψη χρόνου.
5. Όταν η ΕΚΕΣ πιστεύει ότι θα μπορούσε να διοικήσει καλύτερα την εταιρεία από τους διοικητές ή ιδρυτές της. Συνήθως τέτοιοι επενδυτές διακατέχονται από ψευδαισθήσεις και είναι κακοί συνεργάτες των επιχειρηματιών. *[Bygrave/Timmons 1992]*

3.3 Το ΕΚΥΚ ως παράγων προστιθέμενης αξίας

Οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι κάνουν πολύ περισσότερα πράγματα από το απλά και παθητικά να επενδύουν τα κεφάλαια τους. Αντίθετα, οι χορηγοί του ΕΚΥΚ, θεωρητικά τουλάχιστον, προσθέτουν αξία με την ενεργό συμμετοχή τους στην επιτυχία των επιχειρήσεων τις οποίες χρηματοδοτούν.

Όταν υπάρχει συνεργασία μεταξύ των ΕΚΕΣ και των επιχειρηματιών, οι τελευταίοι μένουν ευχαριστημένοι από την καθοδήγηση, τις επαφές και διασυνδέσεις, το know-how και τη γενικότερη “hands-on” υποστήριξη των χορηγών τους. Αυτό αποτελεί και το βασικό στοιχείο διαφοροποίησης ενός επενδυτή με ενεργό συμμετοχή, όπως η ΕΚΕΣ, από ένα παθητικό επενδυτή χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ή μη. Ενδέχεται όμως να υπάρξει και δυσμενής επίδραση από την εμπλοκή των ΕΚΕΣ, αφού μπορούν να μειώσουν την αξία ή να εμποδίσουν την πρόοδο μιας εταιρείας.

Επίσης σε περιπτώσεις εταιρειών που βρίσκονται στο στάδιο της εκκίνησης, οι επενδυτές προστιθέμενης αξίας δεν κάνουν απλά συμφωνίες για χρηματοδότηση μεταγενέστερων σταδίων αλλά φέρνουν και άλλους επενδυτές, οι οποίοι εκτός από τις χρηματικές τους ενισχύσεις, διασφαλίζουν καταναλωτές, προμηθευτές, μετόχους παρά επιδιώκουν το ατομικό τους συμφέρον.

Η παρουσία σημαντικών ΕΚΕΣ στο πλευρό νεοσύστατων μικρών εταιρειών ενισχύει τη φερεγγυότητα των εταιρειών αυτών τόσο απέναντι στους πελάτες, που είναι όλοι κρίσιμοι στο πρώτο στάδιο, όσο απέναντι και στους πιστωτές τους. Πολλές φορές οι ΕΚΕΣ όχι μόνον πείθουν τους ενδιαφερόμενους, αλλά αποτελούν και πηγές παροχής σημαντικών πελατών, λόγω των προσβάσεων και των πληροφοριών που διαθέτουν.

Πέρα απ' αυτά, οι ΕΚΕΣ παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες γύρω από:

- Έρευνα αγοράς και “industry savvy”
- Παίζουν το δικηγόρο του διαβόλου επισημαίνοντας δαπανηρά λάθη
- Δημιουργία των ανάλογων ψυχολογικών κινήτρων σε περιόδους κρίσης, επιχειρηματικής κουλτούρας,
- Επιλογή προσωπικού [Lorenz 1989]

Σε γενικές γραμμές, οι ρόλοι που αναλαμβάνουν οι ΕΚΕΣ στα πλαίσια της υποστήριξης των εταιρειών ΥΕΚ, μπορούν να συμπεριληφθούν στους εξής:

Στρατηγική: -συνετή διοίκηση
-παροχή υπηρεσιών
-σύμβουλος χρηματοδότησης

Υποστήριξη: -σύμβουλος
-έμπιστος φίλος

Δικτύωση: -στρατολόγηση προσωπικού διοίκησης
-επαγγελματικές επαφές
-βιομηχανική επικοινωνία

Σύμφωνα με μία έρευνα που έγινε στις ΗΠΑ, σε δείγμα 120 εταιρειών, προέκυψαν αρκετά ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις αναφορικά με την εμπλοκή των ΕΚΕΣ στις δραστηριότητες των εταιρειών, πέρα από την απλή χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, οι ρόλοι της υποστήριξης και της δικτύωσης κρίθηκαν πιο απαραίτητοι στα πρώτα στάδια χρηματοδότησης ενώ αργότερα αυξάνεται η βαρύτητα του στρατηγικού σχεδιασμού. Ένας ενδιάμεσος τρόπος παρακολούθησης της επένδυσης, πέρα από την ενεργό συμμετοχή τους, αποτελεί ο διορισμός εκπροσώπων της ΕΚΕΣ στο διοικητικό συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. [Ξανθάκης 2001]

3.4 Τα στάδια διαπραγμάτευσης της συμφωνίας

Μία συμφωνία χρηματοδότησης με επιτυχή κατάληξη ακολουθεί περίπου τα εξής στάδια:

Ο νέος επιχειρηματίας που κάνει την πρόταση πρέπει να προετοιμάσει ένα επιχειρηματικό σχέδιο (business plan), το οποίο να εξηγεί την ιδέα, τον τρόπο υλοποίησης της και πώς αυτή θα καταλήξει σε ένα κερδοφόρο προϊόν ή υπηρεσία.

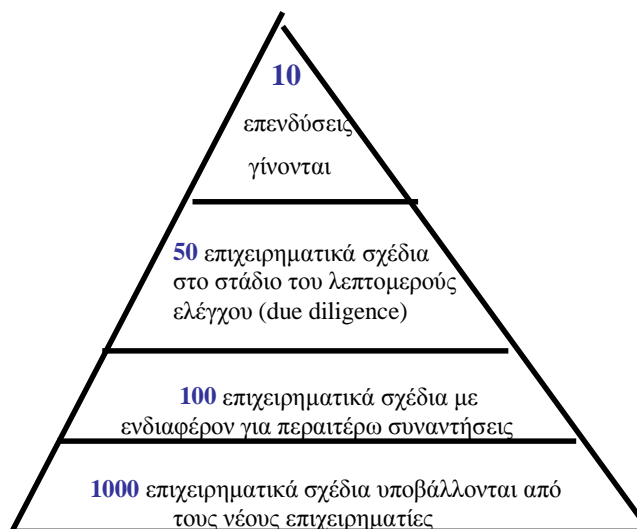
Οι νέοι επιχειρηματίες αποστέλλουν το business plan σε μία ή περισσότερες ΕΚΕΣ. Πρέπει να τονίσουμε ότι δεν είναι απαραίτητο να υπάρχει πρότερη γνωριμία με κάποιο από τα στελέχη των ΕΚΕΣ, είτε προσωπική είτε μέσω τρίτων.

Οι ΕΚΕΣ, επειδή έχουν συνήθως να αξιολογήσουν ένα μεγάλο αριθμό προτάσεων για χρηματοδότηση, με μικρό αριθμό προσωπικού, προκειμένου να διαχειριστούν με αποτελεσματικότητα όλη αυτή τη σωρεία σχεδίων, συντάσσουν ένα ετήσιο

επιχειρηματικό πρόγραμμα που περιέχει τους στόχους τους (των ΕΚΕΣ), έχει τη μορφή πυραμίδας και ονομάζεται “catch entrepreneurs” business plan. Ο βασικός στόχος είναι να χρηματοδοτήσουν τελικά ένα μικρό αριθμό επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας σαν βασικά κριτήρια τον τομέα δραστηριοποίησης της εταιρείας, το προϊόν της, το μέγεθος της, το στάδιο ανάπτυξης της, την πολιτική των επενδύσεων που ακολουθεί και την ανταγωνιστική της θέση στην αγορά. Είναι χαρακτηριστικό ότι το ποσοστό των αιτημάτων για χρηματοδότηση που φτάνουν στο στάδιο διαπραγμάτευσης και του λεπτομερούς ελέγχου δεν ξεπερνά το 5%. (Σχήμα 3 i)

ΣΧΗΜΑ 3 i

The “catch entrepreneurs” business plan



ΠΗΓΗ: David Silver (1985)

Τα στελέχη των ΕΚΕΣ θα μελετήσουν το προτεινόμενο επιχειρηματικό σχέδιο, θα το αναλύσουν πρωτογενώς, και θα αποφασίσουν εάν ενδιαφέρονται να το συζητήσουν περισσότερο. Εάν ναι, τότε θα καλέσουν οι ίδιοι τους νέους επιχειρηματίες για την πρώτη τους συνάντηση. Εάν όχι, θα στείλουν μία ευγενική επιστολή όπου θα εξηγούν τους λόγους για τους οποίους δεν τους ενδιαφέρει να επενδύσουν σε αυτή την ιδέα. Για τις ιδέες που απορρίπτονται δεν έχει κανένα νόημα οι νέοι επιχειρηματίες να επιμένουν με οποιονδήποτε άλλο τρόπο. Ο χώρος αυτός δε λειτουργεί με κριτήρια ρουσφετιού, γνωριμιών, πολιτικών πιέσεων κτλ.

Η πρώτη συνάντηση των νέων επιχειρηματιών με τον υποψήφιο επενδυτή είναι η

πιο κρίσιμη για την επιτυχή κατάληξη της συμφωνίας. Οι νέοι επενδυτές πρέπει να είναι άριστα προετοιμασμένοι και εξαιρετικά προσεκτικοί. Ο Fund Manager έχει υποχρέωση να διασφαλίσει τα χρήματα που του έχουν εμπιστευθεί οι επενδυτές του. Έτσι, ο Fund Manager θα διυλίσει κυριολεκτικά την ιδέα, θα κάνει πολλές και ίσως «σκληρές» ερωτήσεις για να καταλάβει αν πραγματικά η ιδέα αυτή «στέκει», αν έχει τη δυναμική να οδηγήσει σε ένα προϊόν ή υπηρεσία που πραγματικά θα πετύχει όταν θα βγει στην αγορά. Υπάρχουν άφθονες λίστες με ερωτηματολόγια από συμβούλους, ελεγκτικές εταιρείες, σχολές MBA και βιβλία που διερευνούν την κάθε πλευρά μιας επιχείρησης. Οι λίστες αποτελούν το λεγόμενο “Έντυπο Συναλλαγής” το οποίο είναι μία συνοπτική περιγραφή τόσο των βασικών στοιχείων του επιχειρηματικού προγράμματος, όσο και της επιχείρησης που αναζητά χρηματοδότηση. Ο έμπειρος επιχειρηματικός κεφαλαιούχος έχει το δικό του έντυπο καταξιωμένο μέσω της πρακτικής εμπειρίας του.

Είναι καθήκον των νέων επιχειρηματιών να πείσουν τους επενδυτές-χρηματοδότες τους, ύστερα από μακρά και επίμονη συζήτηση ότι η ιδέα τους είναι τελικά σωστή και ότι αξίζει να ρισκάρουν τα χρήματα τους γι’ αυτήν.

Εάν οι νέοι επιχειρηματίες περάσουν επιτυχώς από τη δοκιμασία της πρώτης συνάντησης, τότε θα ακολουθήσουν κι άλλες συναντήσεις όπου ίσως δοθούν περισσότερες διευκρινίσεις, αλλά κυρίως θα ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις για τη συμφωνία. Στο πλαίσιο του business plan, οι νέοι επιχειρηματίες θα ζητήσουν κάποιο χρηματικό ποσό και θα εξηγήσουν τι θα το κάνουν για να υλοποιήσουν την ιδέα τους. Οι νέοι επιχειρηματίες δεν πρέπει να λένε (σε αυτή τη φάση) ποιο ποσοστό της εταιρείας τους είναι διατεθειμένοι να δώσουν για να πάρουν την αιτούμενη χρηματοδότηση. Η αποτίμηση της εταιρείας είναι πάντα καθήκον του επενδυτή, όχι του επιχειρηματία. Οι επενδυτές συνεκτιμώντας όλα τα διαθέσιμα στοιχεία, θα δώσουν την οριστική απάντηση επένδυσης τους στους επιχειρηματίες, και αν αυτή είναι θετική, θα δώσουν τη δική τους αποτίμηση για την εταιρεία προς χρηματοδότηση. Τα επιχειρηματικά κεφάλαια συνήθως δε θέλουν να παίρνουν ποσοστό κάτω από 15-20% αλλά και δεν επιδιώκουν ποσοστό άνω του 35-40%. Είναι πάγια πολιτική των επενδυτών να μην επιδιώκουν πλειοψηφικό έλεγχο της εταιρείας. Ανάλογο με το ποσοστό τους, οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι θα ζητήσουν και μία ή δύο θέσεις στο Δ.Σ. της εταιρείας.

Έχοντας **αποτιμήσει την αξία της επιχείρησης¹** (πριν από την υλοποίηση της επένδυσης), η ΕΚΕΣ υπολογίζει το ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της υπό χρηματοδότηση εταιρείας. Ένα παράδειγμα: (Πίνακας 3 ii)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 ii

Παράδειγμα υπολογισμού του ποσοστού συμμετοχής μιας ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης

Υποθέσεις

Απαιτούμενη αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων της ΕΚΕΣ	= 10 φορές την αρχική επένδυση μέσα σε 5 χρόνια
Εκτίμηση του δείκτη του P/E του κλάδου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης κατά τον 5 ^ο χρόνο	= 10
Κέρδη μετά φόρων (ΚΜΦ) κατά τον 5 ^ο χρόνο	= 250.000.000 δρχ
Πωλήσεις κατά τον 5 ^ο χρόνο	= 2.000.000 δρχ
Αρχική Επένδυση της ΕΚΕΣ	= 100.000.000 δρχ

Υπολογισμοί

Απαιτούμενη συνολική απόδοση	= 10 x 100.000.000 = 1.000.000.000 δρχ
Αξία επιχείρησης κατά τον 5 ^ο χρόνο P/E x ΚΜΦ	= 10 x 250.000.000 = 2.500.000.000 δρχ

Ποσοστό Συμμετοχής = Συνολική Απόδοση / Αξία επιχείρησης =
= 1.000.000.000 / 2.500.000.000 = 0,40 ή 40% του μετοχ. κεφαλαίου

ΠΗΓΗ: Δ. Βασιλείου, “Οι επενδυτικές αποφάσεις των ΕΚΕΣ”, ΔΕΕΤ Δεκέμβριος 1996

Σε αυτή τη φάση αρχίζουν οι ουσιαστικές διαπραγματεύσεις. Οι νέοι επιχειρηματίες έχουν το δικαίωμα να αντικρούσουν την αποτίμηση που κάνει ο επενδυτής αλλά

¹ Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι:

i. Η Μέθοδος της Πραγματικής Καθαρής Θέσης = Στοιχεία Ενεργητικού σε τρέχουσες αξίες – Υποχρεώσεις προς τρίτους (στηρίζεται σε λογιστικές καταστάσεις)

ii. Η Μέθοδος της ΠΑ των Καθαρών Ταμειακών Ροών = $\sum \frac{ΚΤΡ}{(1+i)^t}$ (οι ΕΚΕΣ καθορίζουν ως επιτόκιο προεξόφλησης, την επιθυμητή από αυτές απόδοση).

iii. Ο δείκτης P/E. Η αξία μίας επιχείρησης θα είναι ίση = ΚΜΦ x P/E. (Ο δείκτης P/E εκφράζει τον στόχο των ΕΚΕΣ όσον αφορά τον επιθυμητό πολλαπλασιασμό της αξίας της αρχικής επένδυσης).

τέτοιες αντιρρήσεις πρέπει πάντα να βασίζονται σε πραγματικά δεδομένα και όχι σε υποκειμενικές προσδοκίες. Εδώ ακριβώς βρίσκονται και οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι καθώς υπάρχει το ενδεχόμενο να χαραμίζονται ελπιδοφόρες ιδέες λόγω ασυμφωνίας των δύο πλευρών.

Όταν επέλθει η πολυπόθητη συμφωνία, οι συμβαλλόμενοι υπογράφουν ένα «προσωρινό κείμενο όρων» (term sheet), όπου καταγράφουν τη συμφωνία τους πλήρως αλλά και με προσωρινό τρόπο. Το κείμενο αυτό έχει μόνο περιγραφική ισχύ έως την υπογραφή του οριστικού νομικά δομημένου συμβολαίου και δεν αποτελεί δεσμευτικό συμβόλαιο. Ο επενδυτής δεν αποδεσμεύει κανένα χρηματικό ποσό σε αυτή τη φάση. Θεωρητικά, οποιοδήποτε από τα δύο μέρη έχει το δικαίωμα να σπάσει τη συμφωνία από αυτό το σημείο και μέχρι την οριστική υπογραφή των συμβολαίων. Στην πράξη όμως αυτό συμβαίνει πολύ σπάνια και μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις. Συνήθως και τα δύο μέρη θεωρούν τη συμφωνία οριστική και αρχίζουν να προετοιμάζουν την αποδοχή της επένδυσης και τα πρώτα βήματα υλοποίησης της ιδέας, με την προοπτική ότι τα χρήματα θα αποδεσμευτούν πολύ σύντομα.

Με την υπογραφή του term sheet αρχίζει πυρετωδώς η νομική προετοιμασία του συμβολαίου. Και τα δύο μέρη ορίζουν νομικούς συμβούλους, οι οποίοι διαπραγματεύονται όλες τις λεπτομέρειες ενός συμβολαίου που ορίζει τους όρους και τις συνθήκες της χρηματοδότησης. Το στάδιο αυτό μπορεί να κρατήσει έως και δύο μήνες.

Ταυτόχρονα με τη νομική προετοιμασία των συμβολαίων, ο επενδυτής κάνει έναν προσηκόντως ενδελεχή έλεγχο, το λεγόμενο “due diligence” στην επενδύμενη εταιρεία, δηλαδή αναλύει λεπτομερώς όλο το ιστορικό της εταιρείας και τις συνθήκες της αγοράς. Ο σκοπός του επενδυτή είναι να διαπιστώσει ότι πραγματικά η κατάσταση της εταιρείας και της αγοράς είναι ακριβώς όπως την παρουσίασαν οι επιχειρηματίες στο business plan και στις συζητήσεις που έγιναν μέχρι τότε. Εάν οι επιχειρηματίες έκαναν ειλικρινές δηλώσεις, δεν απέκρυψαν τίποτα το σημαντικό και δεν παραποίησαν στοιχεία, τότε το due diligence γίνεται μία τυπική διαδικασία που ολοκληρώνεται γρήγορα. Είναι βέβαια αυτονόητες οι συνέπειες για τους επιχειρηματίες και για την υπόληψη τους στην αγορά, εάν οι επενδυτές ανακαλύψουν οποιασδήποτε μορφής παρατυπίες ή ψεύδη κατά τη διάρκεια του due diligence. Αξίζει να σημειωθεί ότι κανείς δεν περιμένει από τους νέους επιχειρηματίες να είναι τέλειοι και αλάνθαστοι. Εκείνο που περιμένουν οι επενδυτές είναι να αναφέρουν οι επιχειρηματίες ευθαρσώς τις όποιες αδυναμίες αντιμετωπίζουν, είτε στο business plan, είτε κατά τη διάρκεια των πρώτων συναντήσεων, ώστε να ληφθούν υπόψιν στη σωστή αποτίμηση της εταιρείας. Η μέση διάρκεια της

έρευνας που πραγματοποιεί ο επενδυτής για το παρελθόν της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης είναι 6-8 εβδομάδες,

3.5 Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων

Στα πλαίσια του due diligence, οι ΕΚΕΣ προκειμένου να εκτιμήσουν την ποιότητα των παρεχόμενων οικονομικών στοιχείων της υπό επένδυση εταιρείας και συνεπώς να αναλάβουν ορθά την χρηματοδότηση της, χρησιμοποιούν πολλές μεθόδους αξιολόγησης αποτελώντας η κάθε μία, ανεξάρτητα από τα διαφορετικά αποτελέσματα που αποφέρει, τα πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα της, χρήσιμο εργαλείο για αυτές (τις ΕΚΕΣ) προσφέροντας τους σημαντικές ενδείξεις και πληροφορίες για την πορεία των “πολλά υποσχόμενων” προτεινόμενων επιχειρηματικών σχεδίων. Οι πιο συνήθεις είναι:

- Η μέθοδος του επιτοκίου αποδόσεως επί της λογιστικής αξίας της επενδύσεως (Return On Investment, ROI) βασίζεται στα λογιστικά κέρδη που εκτιμά (μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεων) πως θα έχει η επιχείρηση για τη δεδομένη χρονική περίοδο στην οποία αναφέρεται το business plan της. Συγκεκριμένα:

$$ROI = \frac{\text{Μέσο Ετήσιο Καθαρό Κέρδος}}{\text{Μέσο Κόστος Επένδυσης}}$$

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή μία επένδυση γίνεται αποδεκτή όταν ο άνω συντελεστής απόδοσης (ROI) είναι μεγαλύτερος από εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο ή από μια προκαθορισμένη απόδοση την οποία απαιτεί η ΕΚΕΣ από την επένδυση αυτή. Ο ROI επηρεάζεται από τις πληθωριστικές συνθήκες που επικρατούν στη συγκεκριμένη περιοχή, το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, τους προσωπικούς και εταιρικούς φορολογικούς συντελεστές, καθώς και από τα διάφορα κρατικά προγράμματα υποστήριξης. Στην Αγγλία οι συντελεστές απόδοσης που απαιτούνται κυμαίνονται από 20% (για χρηματοδοτήσεις ώριμων εταιρειών) έως πάνω από 50% (για χρηματοδότηση σποράς ή εκκίνησης).

Η μέθοδος παρά την ευκολία της, παρουσιάζει τα εξής μειονεκτήματα:

1. Δε λαμβάνει υπόψιν τη χρονική αξία του χρήματος.
2. Χρησιμοποιεί τα αναμενόμενα καθαρά κέρδη πριν ή μετά από φόρους και όχι τις καθαρές ετήσιες χρηματοροές της επένδυσης (αγνοεί την απόσβεση ως πηγή ταμειακής εισροής).

3. Δε λαμβάνεται υπόψιν η υπολειμματική αξία, η οποία μπορεί να μειώσει το αρχικό ύψος της επένδυσης ή να αυξήσει την ταμειακή εισροή στο μέλλον. Κατά συνέπεια, το πραγματικό ποσοστό απόδοσης υποτιμάται όταν δε λαμβάνεται υπόψιν στον υπολογισμό η υπολειμματική αξία.

4. Αγνοεί την χρονική ακολουθία των εσόδων.

- Η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης (Payback Period) υπολογίζει τη χρονική διάρκεια που απαιτείται ώστε να ανακτηθεί το αρχικό ύψος της επένδυσης. Ο κανόνας για την αποδοχή της επένδυσης είναι ότι η περίοδος επανείσπραξης που προσδιορίστηκε δεν υπερβαίνει μία μέγιστη περίοδο επανείσπραξης που έχει αποδεχθεί η ΕΚΕΣ προκειμένου να θεωρήσει την επενδυτική πρόταση ως συμφέρουσα. Η συγκεκριμένη μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος καθώς επίσης αγνοούνται οι ταμειακές ροές μετά την περίοδο επανείσπραξης. Εν όψει των αδυναμιών αυτών, οι δύο αυτές μέθοδοι χαρακτηρίζονται ατελείς από τις επόμενες μεθόδους προεξοφλημένων καθαρών χρηματορρών (discounted net cash flow (DCF) methods). Αναλυτικά:

- Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value), όπου

ΚΠΑ = ΠΑ μελλοντικών ταμειακών ροών – Κόστος Επένδυσης

Έτσι, εξ ορισμού όταν η ΚΠΑ > 0 τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή ενώ όταν η ΚΠΑ < 0 τότε η επένδυση απορρίπτεται.

- Ο Δείκτης Αποδοτικότητας (Profitability Index, PI), όπου

$$PI = \frac{\text{ΠΑ Ταμειακών Ροών}}{\text{Αρχική Επένδυση}}$$

Έτσι, αν ο $PI \geq 1$, τότε το επενδυτικό πρόγραμμα εγκρίνεται ενώ αν ο $PI < 1$, τότε το επενδυτικό πρόγραμμα δεν αναλαμβάνεται από τα στελέχη της ΕΚΕΣ.

- Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας ή εσωτερικός βαθμός απόδοσης (Internal Rate of Return, IRR) είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που καθιστά την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών ίση με το κόστος της αρχικής επένδυσης. Με άλλα λόγια το εσωτερικό επιτόκιο αποδόσεως (IRR) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την ΚΠΑ της επένδυσης.

$$\text{Κόστος Επένδυσης} = \sum \frac{\text{Καθαρές Ταμειακές Ροές}}{(1+i)^t}$$

Όταν το προτεινόμενο επιχειρηματικό πρόγραμμα πέσει κάτω από κάποιο όριο απορρίπτεται, και αυτό το ποσοστό ονομάζεται συντελεστής απόρριψης (cutoff rate),

ποσοστό-στόχος, ελάχιστο όριο απόδοσης ή απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Οι ΕΚΕΣ προσδιορίζουν το συντελεστή απόρριψης με το κόστος χρηματοδότησης και το βαθμό κινδύνου ενός επιχειρηματικού σχεδίου. Στη συνέχεια, προβλέπουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές και υπολογίζουν το IRR. Αν το εσωτερικό επιτόκιο αποδόσεως (IRR) υπερβαίνει το συντελεστή απόρριψης, τότε η ΕΚΕΣ δέχεται να αναλάβει την επενδυτική αυτή πρόταση.

Παράδειγμα: Μία εταιρεία έχει ετήσιες ταμειακές ροές 5.000.000 δρχ για 6 χρόνια. Η αρχική επένδυση είναι 20.555.000 δρχ, και ο συντελεστής απόρριψης είναι 10%.

Με βάση τα δεδομένα αυτά, για να βρούμε το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα εξισώσει την ΠΑ των ταμειακών ροών των 6 ετών με την αρχική επένδυση, διαιρούμε τα $20.555.000/5.000.000 = 4,111$ και στη συνέχεια ανατρέχουμε σε έναν πίνακα με παρούσες αξίες προσόδων (ΣΠΑΡ) και βρίσκουμε πολύ εύκολα ότι το 4,111 είναι ο συντελεστής παρούσας αξίας που αντιστοιχεί σε επιτόκιο 12% για 6 περιόδους. Άρα το $IRR = 12%$. Εφόσον $IRR=12\% > \text{Cutoff rate}=10\%$, το συγκεκριμένο επιχειρηματικό πλάνο θα γίνει αποδεκτό από την ΕΚΕΣ.

Για τα προγράμματα με κυμαινόμενες ετήσιες ταμειακές ροές, η διαδικασία γίνεται με παρατηρήσεις και πειράματα με τη βοήθεια ηλεκτρονικού υπολογιστή. Πιο αναλυτικά, οι ταμειακές ροές πρέπει να προεξοφληθούν με διάφορα επιτόκια ώσπου να βρεθεί το επιτόκιο που θα εξισώνει την ΠΑ τους με την αρχική επένδυση.

Παράδειγμα: Μία ΕΚΕΣ μελετά μία επένδυση με προβλεπόμενες ετήσιες ταμειακές ροές για τα επόμενα 3 χρόνια 1.000.000, 4.000.000 και 5.000.000 δρχ αντίστοιχα. Το κόστος της αρχικής επένδυσης είναι 7.650.000 δρχ και το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης (cut-off rate) 11%.

Με βάση τα δεδομένα αυτά, πρέπει να προεξοφλήσουμε κάθε ταμειακή ροή ξεχωριστά. Αρχίζουμε π.χ. από το 10% και βρίσκουμε την ΠΑ των ταμειακών ροών για καθένα από τα 3 χρόνια και μετά τις προσθέτουμε.

<u>Έτος</u>	<u>Ταμειακή Ροή</u>	<u>ΣΠΑ στο 10%</u>	<u>ΠΑ της Ταμειακής Ροής</u>
1	1.000.000	0,909	909.000
2	4.000.000	0,826	3.304.000
3	5.000.000	0,751	<u>3.755.000</u>

Σύνολο ΠΑ = 7.968.000

Οι παραπάνω υπολογισμοί δείχνουν ότι οι ΠΑ των ταμειακών ροών και για τα 3 χρόνια είναι 7.968.000 δρχ, ποσό μεγαλύτερο από την αρχική επένδυση των 7.650.000 δρχ.

Κατά συνέπεια το προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να αυξηθεί για να βρούμε μία ΠΑ που θα πλησιάζει περισσότερο την αρχική επένδυση. (Η ΠΑ μειώνεται όταν αυξάνεται το προεξοφλητικό επιτόκιο). Έτσι δοκιμάζουμε με προεξοφλητικό επιτόκιο 12%.

<u>Έτος</u>	<u>Ταμειακή Ροή</u>	<u>ΣΠΑ στο 12%</u>	<u>ΠΑ της Ταμειακής Ροής</u>
1	1.000.000	0,893	893.000
2	4.000.000	0,797	3.188.000
3	5.000.000	0,712	<u>3.560.000</u>

Σύνολο ΠΑ = 7.641.000

Με προεξοφλητικό επιτόκιο 12% η ΠΑ των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι σχεδόν ίση με την αρχική επένδυση των 7.650.000 δρχ. Αυτό μας λέει ότι το IRR του προγράμματος είναι πολύ κοντά στο 12% και αφού ο συντελεστής απόρριψης = 11%, το επενδυτικό πρόγραμμα θα αναληφθεί από την ΕΚΕΣ.

Το εσωτερικό επιτόκιο αποδόσεως (IRR) είναι η πιο δημοφιλής μέθοδος στο χώρο του επιχειρηματικού κεφαλαίου γιατί, πέρα από το ότι λαμβάνει υπόψιν τη χρονική αξία του χρήματος, είναι περισσότερο κατανοητό καθώς εκφράζεται ως ποσοστό αναμενόμενων αποδόσεων στα κεφάλαια που επενδύονται, και επίσης περισσότερο χρήσιμο καθώς επιτρέπει την άμεση σύγκριση επενδύσεων διαφορετικού μεγέθους και διάρκειας λειτουργικής ζωής. Γι' αυτό το λόγο η Επιτροπή Αξιολόγησης (Valuation Committee) έχει επιλέξει το IRR ως το πιο κατάλληλο μέτρο σύγκρισης απόδοσης (performance benchmark). [Π.Ευθύμογλου 1996 και A.Groppelli & Ehsan Nikbakht 1996]

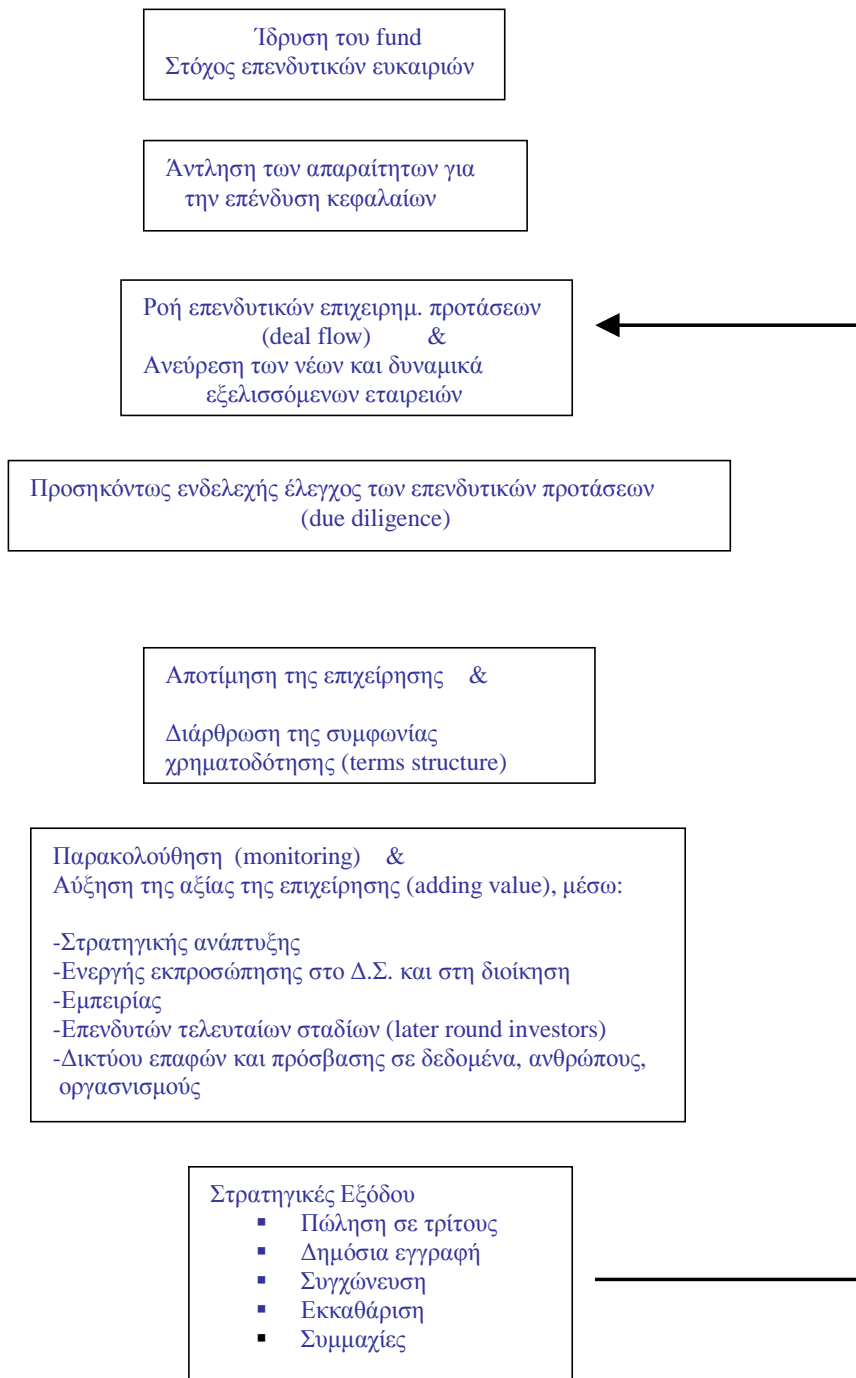
Όταν ολοκληρωθεί ο προσεκτικός αυτός έλεγχος και ετοιμαστούν τα συμβόλαια, έρχεται η πολυπόθητη στιγμή των οριστικών υπογραφών και της αποδέσμευσης των χρημάτων από τον επενδυτή προς τον τραπεζικό λογαριασμό του επενδύομένου. Η ημέρα των υπογραφών είναι μία ημέρα γιορτής για την εταιρεία και μία ημέρα επιτυχίας για τους επενδυτές. Όλοι μαζί ξεκινούν τη δύσκολη προσπάθεια της υλοποίησης του οράματος των νέων επιχειρηματιών στην πράξη.

Όλη αυτή η διαδικασία, από την πρώτη υποβολή του επιχειρηματικού σχεδίου μέχρι την οριστική υπογραφή του συμβολαίου, μπορεί να διαρκέσει 6-9 μήνες. [Διονάτος Οκτώβρ. 2001]

Συνοπτικά, μπορούμε να πούμε ότι οι ΕΚΕΣ ακολουθούν κατά βάση την παρακάτω διαδικασία επένδυσης (σχήμα 3.γ) με καινοτομικό κεφάλαιο, διαδικασία που διαρκεί 5-10 χρόνια προκειμένου να δρέψουν τους καρπούς της πολισιχιδούς αυτής πορείας τους

ΣΧΗΜΑ 3 iii

Κλασική Διαδικασία Επένδυσης με ΕΚΥΚ



3.6 Κίνδυνος και Αποδόσεις

Έχει παρατηρηθεί ότι οι πεισσότερες ΕΚΕΣ δεν κατατάσσουν τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια σε κατηγορίες κινδύνου. Αντιθέτως, ο κίνδυνος φαίνεται να ενσωματώνεται με έναν υποκειμενικό μάλλον τρόπο στη συνολική αξιολόγηση. Επιπλέον, ο υπολογισμός του κινδύνου γίνεται μεμονωμένα για το κάθε επενδυτικό έργο και δεν λαμβάνεται υπόψιν η επίδραση του κινδύνου του προτεινόμενου επενδυτικού σχεδίου στο συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου των ΕΚΕΣ. Με άλλα λόγια, οι ΕΚΕΣ δεν φαίνεται να υποστηρίζουν τη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου¹.

Οι ΕΚΕΣ υπολογίζουν την απόδοση την οποία απαιτούν από τις επενδύσεις τους προσθέτοντας συνήθως δύο συστατικά:

- ◆ Το επιτόκιο βάσης (base rate), το οποίο είναι η απόδοση την οποία απαιτούν οι ΕΚΕΣ από μία σχετικά ασφαλή επένδυση και
- ◆ Το πριμ κινδύνου (risk premium), το οποίο προστιθέμενο στο επιτόκιο βάσης αποζημιώνει τις ΕΚΕΣ για την ανάληψη πρόσθετου κινδύνου.

Το risk premium εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος των οποίων είναι το στάδιο ανάπτυξης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Σύμφωνα και με τη θεωρία χρηματοδότησης, τα κεφάλαια πρωιμότερων σταδίων όπως σποράς, εκκίνησης, αναμένεται να δώσουν μεγαλύτερες αποδόσεις, λόγω του υψηλότερου κινδύνου που ενσωματώνουν σε σχέση με τα κεφάλαια μεταγενέστερων σταδίων. Έτσι, επενδύσεις λ.χ. σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης προϊόντων και αγορών, παρουσιάζουν στην πράξη μεγαλύτερες ευκαιρίες από επενδύσεις MBO σε εταιρίες με ώριμα προϊόντα και ανεπτυγμένες αγορές.

Παράλληλα, κάποιοι άλλοι παράγοντες που έχουν μία μικρότερη επίδραση στο risk premium αποτελούν οι εξής:

- Ο επενδυτικός ορίζοντας
- Η ανάπτυξη της τεχνολογίας που χρησιμοποιείται
- Η εμπειρία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης σχετικά με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται [Βασιλείου, Δεκέμβρ. 1996]

¹ Η σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου υποστηρίζει ότι όταν προσθέτουμε ένα επενδυτικό έργο σε ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από άλλα επενδυτικά έργα, είναι πιο σημαντική η συνδιακύμανση (Covariance) των αποδόσεων του επενδυτικού αυτού έργου με τις αποδόσεις των άλλων επενδυτικών έργων του χαρτοφυλακίου, απ' ό,τι η διακύμανση (Variance) των αποδόσεων του έργου αυτού. Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου είναι το σύνολο των κινδύνων που έχουν μεμονωμένα το καθένα από τα επενδυτικά έργα του χαρτοφυλακίου.

Όσον αφορά τον επενδυτικό ορίζοντα, μπορούμε να πούμε ότι, όσο παλαιότερο είναι ένα επενδεδυμένο κεφάλαιο (fund), δηλαδή όσο πιο πολλά χρόνια μεσολαβούν από την έναρξη της επένδυσης, τόσο η αξία του αναμένεται να αυξάνεται, καθώς οι εταιρείες στις οποίες έχει επενδύσει αναπτύσσονται. [Ξανθάκης 2001, σελ 144]

Τέλος, το μέγεθος του fund είναι ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει τις αποδόσεις. Παρατηρήθηκε ότι τα μικρά κεφάλαια (<25εκ \$), καθώς και τα μεγάλα (>50εκ \$), αποδίδουν υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα μεσαία κεφάλαια (25-50εκ\$). Αυτό συμβαίνει, επειδή οι επενδυτές μικρού μεγέθους εξειδικεύονται σε περιορισμένους τομείς και εστιάζουν το ενδιαφέρον τους σε ένα τμήμα της αγοράς, στο οποίο γίνονται ειδικοί. Αντίθετα, οι μεγάλες εταιρείες λειτουργούν αποδοτικά και σε ευρύτερη βάση, λόγω του υψηλότερου επαγγελματισμού που υπάρχει στη στελέχωση και γενικότερα στην οργάνωση τους.

Οι ΕΚΕΣ αναζητούν επενδύσεις από τις οποίες αναμένουν να έχουν υψηλή απόδοση. Σε ένα χρονικό ορίζοντα 5-8 χρόνων, η αγορά περιμένει από ένα ΕΚΥΚ να πετυχαίνει αποδόσεις της τάξης του 30% ετησίως. Αυτή ξεπερνάει βέβαια τις μέσες αποδόσεις 5-8% που περιμένει κανείς από ομόλογα ή τις αποδόσεις περίπου 10-20% (κατά μέσο ετήσιο όρο) από τα χρηματιστήρια, έχει όμως πολύ υψηλότερο ρίσκο. [ne.o Νοέμβρ 2001]

Ένεκα της γενικότερης επικρατούσας κρίσης, πολλές ΕΚΕΣ προσπαθούν να μειώσουν το κίνδυνο στις επενδύσεις τους διαφοροποιώντας το χαρτοφυλάκιό τους. Έτσι προτιμούν να: α) επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης, β) επενδύουν σε πολλές επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων, γ) επενδύουν σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, δ) επιτρέπουν τη συμμετοχή στα επενδυτικά προγράμματα τους και άλλων επενδυτών ΕΚΥΚ.

Συνοψίζοντας, μία έρευνα με δείγμα 200 ΕΚΕΣ από πέντε χώρες (ΗΠΑ, Αγγλία, Γαλλία, Βέλγιο και Ολλανδία) έδειξε ότι α) οι ΕΚΕΣ απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για χρηματοδοτήσεις πρώιμων φάσεων ανάπτυξης των επιχειρήσεων (επέκταση) από ό,τι με τα μεταγενέστερα στάδια (ΜΒΟ), β) οι ανεξάρτητες (independents) ΕΚΕΣ αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ό,τι οι ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές ομίλων ή μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (captives), και γενικότερα, ότι οι υψηλότερες απαιτούμενες αποδόσεις σχετίζονται με τις ΕΚΕΣ που παρέχουν πιο ουσιαστική ανάμιξη και συμμετοχή στις εταιρείες ΥΕΚ, έχουν μικρότερη αναμενόμενη διάρκεια επένδυσης και τέλος, τοποθετούνται στις ΗΠΑ και στην Αγγλία εν συγκρίσει με τις υπόλοιπες χώρες του δείγματος. [Manigart, Waele, Wright ... July 2002]

3.7 Ρευστοποίηση χρηματοδότησης ΕΚΥΚ (Exit routes)

Ο κύριος και αντικειμενικός σκοπός ενός επιχειρηματικού κεφαλαιούχου, όταν επενδύει, είναι η πραγματοποίηση ουσιαστικών κεφαλαιακών κερδών. Γι' αυτό οι αποτελεσματικοί μηχανισμοί εξόδου είναι ζωτικής σημασίας για την ΕΚΕΣ¹.

Ο χρόνος που χρειάζεται για να αποδεσμευτεί μια ΕΚΕΣ από την επένδυση της ποικίλλει από 2-10 χρόνια. Επίσης, η έξοδος μπορεί να είναι εκούσια ή μη. Πέρα από τις εκούσιες στρατηγικές εξόδου, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι μη εκούσιες είναι συχνά αποτέλεσμα εξαγοράς ή ρευστοποίησης αποτυχημένων επενδυτικών προσπαθειών. Άλλες φορές πάλι μία εκούσια έξοδος αναζητείται ωσάν η μόνη εναλλακτική λύση στην αποτυχία. Σε αυτές τις περιπτώσεις είναι πιθανό να υπάρχει μία ζημία στο κόστος της επένδυσης, όχι όμως τόσο μεγάλη όσο θα συνέβαινε στην περίπτωση μίας εξαγοράς ή μίας ρευστοποίησης. [Lorenz 1989, σελ 127]

Μόλις η μεταβατική αναπτυξιακή φάση μίας επιχείρησης πλησιάζει προς το τέλος της και οι υψηλοί ρυθμοί απόδοσης αρχίζουν να βαίνουν φθίνοντες, η επένδυση ρευστοποιείται. Η ρευστοποίηση γίνεται πολύ πριν η επιχείρηση φτάσει στο ζενίθ της (ορισμένες φορές και δη στις ΗΠΑ, πωλούνται επιχειρήσεις που δεν έχουν φτάσει το νεκρό σημείο), συνήθως όταν τα κεφαλαιακά κέρδη ανά περίοδο φτάσουν στο μέγιστο και πραγματοποιείται με τους εξής τρόπους:

1. Πώληση μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου (IPO)
2. Πώληση σε τρίτη εταιρεία (trade sale)
3. Πώληση μετοχών στους μετόχους της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (company buyback)
4. Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή-ΕΚΕΣ
5. Χρηματοδότηση από μία παραδοσιακή πηγή (τράπεζα)
6. Ρευστοποίηση – Εκκαθάριση (liquidation)

Οι τρεις πρώτοι τρόποι είναι και οι συνηθέστεροι, ενώ ελάχιστες είναι οι περιπτώσεις που ο ίδιος ο επιχειρηματίας αγοράζει τελικά ολόκληρη την επιχείρηση. Μελέτη σε 433

¹ Οι επενδύσεις ΕΚΥΚ ενέχουν σοβαρή αβεβαιότητα σε αρκετά επίπεδα – η πρόσθεση όμως αβεβαιότητας στις συνθήκες εξόδου, έχει μία όλως ιδιαίτερη βαρύτητα καθώς αποτελεί τη βάση της επίτευξης κερδών, η οποία θα πρέπει να είναι σε κάποιον βαθμό διασφαλισμένη. Αλλιώς η επένδυση ΕΚΥΚ είναι πιθανό να μη αναληφθεί.

επενδύσεις ΕΚΥΚ στις Η.Π.Α. τη χρονική περίοδο 1978-1987 έδειξε ότι οι περισσότερες ΕΚΕΣ δεν αντιμετωπίζουν την έκδοση μετοχών στην πρωτογενή αγορά σαν μια στρατηγική εξόδου. Έτσι, πριν από την έκδοση μετοχών οι ΕΚΕΣ κατείχαν κατά μέσο όρο το 34% των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, αμέσως μετά την έκδοση των μετοχών το ποσοστό συμμετοχής τους μειώθηκε στο 25% για να σταθεροποιηθεί ένα χρόνο αργότερα στο 18%. [Βασιλείου Σεπτ. 1995]

Πιο αναλυτικά έχουμε:

1. Εισαγωγή σε χρηματιστηριακή αγορά. Η μορφή αυτή ρευστοποίησης της επένδυσης μέσω της διάθεσης των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές (Unlisted Security Market, the main Stock Exchange, OTC) είναι η πιο διαδεδομένη και η πιο αποδοτική μέθοδος.

Όταν η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση έχει αναπτυχθεί σε σημείο που να χρειάζεται σημαντικά νέα κεφάλαια, είναι πιθανό να αποφασισθεί η πώληση των μετοχών της στο κοινό. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με πώληση νέων μετοχών στην πρωτογενή αγορά (primary market) είτε με πώληση υπαρχουσών μετοχών στη δευτερογενή αγορά (secondary market). Τις περισσότερες φορές οι εταιρείες ΥΕΚ εισάγουν τις μετοχές τους στην ΝΕΧΑ (over-the-counter-market) όπου οι προϋποθέσεις εισαγωγής είναι λιγότερες αυστηρές.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα εισαγωγής των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά είναι τα εξής :

- Άντληση κεφαλαίων για επέκταση για τον επιχειρηματία
- Εμπορεύσιμες μετοχές διαθέσιμες για εξαγορές
- Υψηλότερες αποδόσεις έναντι των άλλων στρατηγικών εξόδου
- Ενίσχυση του status της εταιρείας τόσο στον κλάδο της όσο και στις αγορές της
- Όφελος των υπαλλήλων από σενάρια διανομής «πραγματικών» μετοχών
- Δυνατότητα στους παλιούς μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά, αποκομίζοντας κέρδη κεφαλαίου

Από την άλλη, τα κυριότερα μειονεκτήματα αποτελούν:

- Πιθανή απώλεια ελέγχου / μη επιθυμητές προσφορές
- Εξονυχιστική έρευνα από τους μετόχους και τον τύπο

- Μεγάλη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα κέρδη και μερίσματα
- Υψηλό κόστος εισαγωγής (έξοδα εγγραφής και διάθεσης)
είτε στην Κύρια Αγορά είτε στη NEXA

Δυστυχώς, όπως επισημαίνει ο κ. Κυριάκος Μητσοτάκης, Διευθύνων Σύμβουλος της “Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών”, η αρνητική συγκυρία στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν ευνοεί στην παρούσα φάση την εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο και κατά συνέπεια έχει καταστήσει την έξοδο από επενδύσεις venture capital πιο δυσχερή.

2. Πώληση σε τρίτους (trade sale). Είναι η δεύτερη σε συχνότητα μορφή αποδέσμευσης της ΕΚΕΣ από την επένδυση της. Πρόκειται για εξαγορά του μεριδίου της ή ολόκληρης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης από μία μεγάλη εταιρεία η οποία έχει εντυπωσιαστεί από τα αποτελέσματα ή τις προοπτικές της επιχείρησης ΥΕΚ.

Πολλές φορές μία μεγαλύτερη εταιρεία, η οποία ενδιαφέρεται για το προϊόν της εταιρείας ΥΕΚ και θέλει να επιτύχει μεταφορά τεχνογνωσίας από την εταιρεία ΥΕΚ σε αυτήν, εκφράζει πρόταση για αγορά του μεριδίου συμμετοχής της ΕΚΕΣ ή ολόκληρης της εκκολλημένης εταιρείας. Έτσι, και από την άλλη πλευρά, είναι πιθανό για μία μέτρια νέα επιχείρηση η οποία λειτουργεί σε έναν κλάδο που ευνοείται και ακμάζει, να πετύχει μεγαλύτερη αποτίμηση εξόδου με την πώληση της σε μία τέτοια μεγαλύτερη εταιρεία από ό,τι με την εισαγωγή της σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, καθώς θα έχει την υποστήριξη της έμπειρης και του ίδιου χώρου εξαγοράζουσας εταιρείας και όχι κάποιων παθητικών επενδυτών που απλώς ακολουθούν και επηρεάζονται από τις εκάστοτε τάσεις της αγοράς. Η νέα επιχείρηση “εκμεταλλεύεται” με τη σειρά της τη βεβαιότητα που τρέφει η εξαγοράστρια εταιρεία για τη συνεισφορά της εταιρείας ΥΕΚ σ’ αυτήν (την εξαγοράστρια).

Η μέθοδος αυτή είναι μία καλή επιλογή για τον επιχειρηματία εάν ληφθεί ακόμα υπόψιν η αποφυγή της επίσημης γραφειοκρατικής διαδικασίας και του κόστους που συνεπάγεται η πρώτη μέθοδος (κόστος εισαγωγής στην αγορά τίτλων, αμοιβές χρηματιστών, αναδόχων, συμβούλων, παρακολούθηση κτλ)

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, όταν πρόκειται για πώληση σε τρίτη εταιρεία, συχνά υπάρχει το πρόβλημα ότι θα πρέπει να γίνει μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρείας (συνά μεγαλύτερου του 50,1%), έχοντας ως αποτέλεσμα την απώλεια ελέγχου της εταιρείας από τον επιχειρηματία-εμπνευστή. Συνεπώς, η αντιμετώπιση των

επιχειρηματιών ως προς τις επιχειρήσεις τους έχει σημασία, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδίως σε χώρες μέσου επιπέδου ανάπτυξης, η σύνδεση του ιδιοκτήτη-διευθυντή με την επιχείρηση του είναι πολύ μεγάλη και συναισθηματική.

3. Στην περίπτωση αυτή οι κύριοι μέτοχοι της χρηματοδοτούμενης εταιρείας επαναγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της ΕΚΕΣ, καταβάλλοντας σε αυτήν το ανάλογο τίμημα (**company buybacks**).

Η επαναγορά του μεριδίου της ΕΚΕΣ και η τιμή άσκησης, μπορούν κάλλιστα να καθοριστούν στο αρχικό συμβόλαιο συνεργασίας, ορίζοντας σε αυτό, είτε το χρονικό διάστημα είτε κάποιο προσυμφωνημένο ποσό από τα κέρδη, που θα λειτουργήσουν ως ένδειξη για να λάβει χώρα η εξαγορά του μεριδίου της ΕΚΕΣ. Πολλές φορές η τιμή εξαγοράς της εταιρείας καθορίζεται από πριν, ως ποσοστό των πωλήσεων του προηγούμενου έτους επί ένα πολλαπλασιαστή ή ως πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών του προηγούμενου έτους.

4. Πρόκειται για μεταβίβαση του μεριδίου της ΕΚΕΣ **σε άλλη εταιρεία ίδιας μορφής**, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς τη χρηματοδότηση και τη στήριξη των εργασιών της εταιρείας ΥΕΚ.

5. Στο στάδιο αυτό ανάπτυξης της επιχείρησης είναι πιθανό μία **παραδοσιακή πηγή χρηματοδότησης**, όπως μία τράπεζα, να είναι διατεθειμένη να αντικαταστήσει τον επιχειρηματικό κεφαλαιούχο εξαγοράζοντας τη συμμετοχή του στην επιχείρηση.

6. Η **εκκαθάριση** της εταιρείας μπορεί να επιβάλλεται εκ των πραγμάτων όταν η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση δεν κατορθώνει να επαληθεύσει τις φιλοδοξίες της. Με την εκκαθάριση, συνήθως μετά από δικαστική απόφαση, πωλούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και περιέρχονται στην κυριότητα της ΕΚΕΣ με σκοπό την κατά το δυνατό επανάκτηση των επενδυμένων κεφαλαίων από μέρος της. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η αξία της εταιρείας ΥΕΚ μπορεί να είναι υψηλότερη, όταν υπολογίζεται με τη μέθοδο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και όχι με τη μέθοδο της παρούσας αξίας των καθαρών μελλοντικών εισροών της.

Η ρευστοποίηση αποσκοπεί στην ελαχιστοποίηση της ζημίας και αποτελεί την έσχατη μέθοδο που θα πρέπει να προλαμβάνεται εγκαίρως από τις ΕΚΕΣ είτε με την

“hands-on” συμμετοχή τους είτε με χρηματοδότηση ΜΒΙ αντιμετωπίζοντας εκ νέου (νέα ομάδα management) την ισχύουσα προβληματική κατάσταση.

Τέλος, η αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους είναι δυνατό να γίνει και με συνδυασμό των παραπάνω μεθόδων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ – ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ

Η ψυχή της λειτουργίας του θεσμού του ΕΚΥΚ αποτελείται από τρία συστατικά: την ανεύρεση επιχειρηματικών σχεδίων ιδιαίτερου επενδυτικού ενδιαφέροντος, τα απαραίτητα προς επένδυση κεφάλαια και την απόδοση αυτών των επενδυμένων κεφαλαίων. Κατά τον Bygrave, από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα τρία προαναφερθέντα συστατικά είναι οι αγορές κεφαλαίου (capital markets), η κυβερνητική πολιτική (government policies), οι τεχνολογικές εξελίξεις (technologies) και οι βιομηχανίες (industries).

Ωστόσο, η ανάπτυξη του θεσμού τόσο σε ποσοτικό όσο και σε ποιοτικό επίπεδο προϋποθέτει την ύπαρξη και ομαλή λειτουργία μίας σειράς παραγόντων που σχετίζονται με το περιβάλλον δραστηριοποίησης των ΕΚΕΣ καθώς και των εταιρειών ΥΕΚ του χαρτοφυλακίου τους.

Έτσι μπορεί να γίνει ένας διαχωρισμός των παραγόντων σε εκείνους που αφορούν το γενικό πλαίσιο λειτουργίας του ΕΚΥΚ και συνθέτουν το θεσμικό και νομικό κυρίως πλαίσιο δραστηριοποίησης του (μακροπεριβάλλον), - π.χ. το φορολογικό καθεστώς - και σε εκείνους τους οποίους μπορεί η κάθε ΕΚΕΣ να επηρεάσει προκειμένου να αναπτύξει τη δραστηριότητα της (μικροπεριβάλλον) – π.χ. η ενεργός συμμετοχή των ΕΚΕΣ προς τις χρηματοδοτούμενες εταιρείες. Πιο αναλυτικά έχουμε:

Μακροπεριβάλλον

1.Φορολογικοί παράγοντες: Με τη θέσπιση κατάλληλων φορολογικών κινήτρων ενθαρρύνονται οι επενδυτές να αναλάβουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου, οι οποίες συνήθως χαρακτηρίζονται και από υψηλές αναπτυξιακές διαχύσεις. Ως εκ τούτου, η ευνοϊκή μεταχείριση των κεφαλαιακών κερδών ενισχύει την ευθεία χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, υποσύνολο της οποίας είναι το ΕΚΥΚ. Στις ΗΠΑ η αναδιάρθρωση του φορολογικού συστήματος του 1978, που μείωνε το φορολογικό συντελεστή από 49% σε 28%, στάθηκε ένας από τους βασικότερους παράγοντες για την ταχύτατη ανάπτυξη του καινοτομικού κεφαλαίου στη δεκαετία του 1980. Επίσης, άλλες μορφές φορολογικών κινήτρων αποτελούν η συμμετοχή των επιχειρηματικών

κεφαλαιούχων για μακροχρόνιες μετοχικές τοποθετήσεις¹, η φορολογία κατά την είσοδο στη χρηματιστηριακή αγορά, η οποία αφορά την πλειοψηφία των επενδύσεων καινοτομικού κεφαλαίου, η ειδική φορολογία των εξαγορών επιχειρήσεων από διευθυντικά στελέχη (MBO και MBI) καθώς και φορολογική έκπτωση των ζημιών κεφαλαίου των επενδυτών από ανεπιτυχείς τοποθετήσεις. Πολλές φορές οι κεντρικές τράπεζες καλύπτουν μέρος της ζημίας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περιορισμοί που συνοδεύουν τις φορολογικές διευκολύνσεις όπως και οι γραφειοκρατικές διαδικασίες δύσκολα μπορούν να συνυπάρξουν με τη δυναμική φύση του επιχειρηματικού κεφαλαίου.

2. Το «λειτουργείν και το ευρύθμωσ λειτουργείν» των κεφαλαιαγορών: Οι επενδύσεις ΕΚΥΚ γίνονται με αντικείμενο την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών και το ύψος των κεφαλαιακών κερδών εξαρτάται από τις συνθήκες εξόδου από την επένδυση. Έτσι, η κεφαλαιαγορά, ως βασική δίοδος αποεπενδύσεων και ως πεδίο δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, αποτελεί τον παράγοντα που προσδιορίζει τις προσδοκίες των αποδόσεων και επομένως και τις δυνατότητες ανάπτυξης των χρηματοδοτήσεων ΕΚΥΚ. Οι θεσμικοί κανόνες που διέπουν τη λειτουργία της, επηρεάζουν το εφικτό της εισαγωγής, και οι συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργεί και ο χαρακτήρας της προσδιορίζουν τα περιθώρια εσόδων από την είσοδο μίας εταιρείας σε αυτές. Κι αυτό γιατί μία δυναμική χρηματιστηριακή αγορά επιτρέπει την πλήρη αξιοποίηση των κεφαλαιακών στοιχείων μίας νέας εταιρείας. Κατά κανόνα, οι μεγαλύτερες τιμές για μία νέα εταιρεία επιτυγχάνονται με την εισαγωγή της σε μία χρηματιστηριακή αγορά, αφ' ενός επειδή οι συνθήκες που επικρατούν αναφορικά με την αγορά των τίτλων της είναι ανταγωνιστικές και αφ' ετέρου γιατί οι προσδοκίες από μία εταιρεία που έχει δείξει ιδιαίτερο δυναμισμό, μεταφράζονται σε συγκριτικά υψηλό τίμημα για την απόκτηση τίτλων της. Αντίθετα η περίπτωση μίας ατροφικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε εγκατάλειψη ενός σημαντικού αριθμού επιχειρηματικών σχεδίων, λόγω της ύπαρξης κινδύνου μικρών ή/και αβέβαιων αποδόσεων. Στις λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές, που χαρακτηρίζονται από περιορισμένο «βάθος», συχνά

¹ Στη Μ. Βρετανία τα Business Expansion Scheme funds εξασφάλιζαν φορολογικά πλεονεκτήματα για χρήματα που επενδύονται για πέντε τουλάχιστον χρόνια με όριο τις 40.000 λίρες ανά εταιρεία, εφόσον δεν αντιπροσώπευαν ποσοστό μεγαλύτερο του 30% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Στις ΗΠΑ τα SBIC εξασφάλιζαν μεταξύ άλλων χαμηλότερο κεφαλαιακό φόρο, υπό την προϋπόθεση ότι η επένδυση δεν υπερβαίνει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, η οποία έπρεπε να είναι μικρομεσαία (ως 6 εκ. δολάρια Καθαρή Θέση). (Ιακωβίδης Μέρος Α', σελ 156)

παρατηρείται προτίμηση σε εταιρείες ενός είδους ή τομέα ή ακόμη και ανορθολογική συμπεριφορά, στοιχεία που επηρεάζουν τις δυνατότητες ανάπτυξης του ΕΚΥΚ και τα κριτήρια χρηματοδότησης επιχειρηματικών σχεδίων. [Ιακωβίδης, Μέρος Β'1992, σελ 9 και 10]

3. Ειδική θεσμική πρόνοια για το ΕΚΥΚ: Σε αρκετές χώρες υπάρχει ειδική νομοθεσία για τις ΕΚΕΣ η οποία αποσκοπεί στην κατοχύρωση της λειτουργίας τους, καθώς και στην προώθηση των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους μέσω της θέσπισης κινήτρων που δεν θα μπορούσαν να ενταχθούν στο φορολογικό πλαίσιο. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες υπάρχει υψηλό ποσοστό επιχορήγησης (επιδότησης) επί του ποσού που κάθε φορά επενδύεται από τις ΕΚΕΣ σε επιχείρηση ΥΕΚ του ειδικού νόμου-πλαισίου. Στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι 20%.

4. Επιχειρηματική κουλτούρα: Οι επενδύσεις ΕΚΥΚ είναι χρηματοδότηση προσώπων όσο και επιχειρηματικών σχεδίων, με κύριο κριτήριο το management. Η επιτυχία της κάθε επένδυσης εξαρτάται από την ικανότητα ορισμένων ανθρώπων να μεταμορφώσουν μία ελπιδοφόρα πρόταση σε πετυχημένη επιχείρηση, στο να κατορθώσουν να πραγματοποιήσουν τα δύσκολα σχέδια τους υπό το καθεστώς έντονης αβεβαιότητας.

Ένα ιδιαίτερο στοιχείο της επιχειρηματικής νοοτροπίας είναι η αντιμετώπιση της έννοιας του κέρδους και αν τα επιχειρηματικά στελέχη διατίθενται να διατρέξουν κινδύνους. Ένας από τους λόγους της καθυστερημένης ανάπτυξης του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη είναι ότι το χρηματικό κέρδος δεν ήταν τόσο ευρέως αποδεκτή κοινωνική αξία όσο στις ΗΠΑ. Στην Ευρώπη το κυνήγι του κέρδους, που συνεπάγεται η εμπλοκή σε μία επένδυση καινοτομικού κεφαλαίου, δεν εντύγχανε ιδιαίτερης κοινωνικής επιβράβευσης και, ως εκ τούτου, ήταν κοινωνικά περισσότερο αποδεκτό ένα ικανό επιχειρηματικό στέλεχος να σταδιοδρομεί σε μία αναγνωρισμένη επιχείρηση ακόμη και αν αυτό σήμαινε χαμηλά περιθώρια κέρδους. Αντίθετα στις ΗΠΑ η επίτευξη μεγάλων κερδών με τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, παίρνει ενίοτε τη μορφή κοινωνικών προτύπων, όπως στην περίπτωση των Steve Jobs και Steve Wozniac, ιδρυτών της Apple Computers¹. Η προσκόλληση σε ασφαλείς σταδιοδρομίες μέσα σε μεγάλες επιχειρήσεις και η

¹ Η περίπτωση της Apple είναι μία από τις διασημότερες περιπτώσεις “success stories” η οποία στηρίχθηκε στο επιχειρηματικό κεφάλαιο της Silicone Valley. Η σήμερα πανίσχυρη Apple είχε αρχίσει από ένα μικρό εργαστήριο σε ένα γκαράζ της Καλιφόρνιας πριν από τρεις δεκαετίες.

διστακτικότητα ικανών στελεχών να διακινδυνεύσουν μόνοι τους, έστω και με την πιθανότητα σοβαρών κερδών, δρα ανασταλτικά για το ΕΚΥΚ. Παράδειγμα αποτελεί η Γερμανία, η οποία, παρ' όλο το οικονομικό και τεχνολογικό προβάδισμα της, έχει ως πρώτιστο κριτήριο την ασφάλεια περιορίζοντας την δυνατότητα ανάπτυξης του επιχειρηματικού κεφαλαίου.

5. Το επίπεδο της τεχνολογίας και το ρεύμα των καινοτομιών: Κάθε επένδυση με ΕΚΥΚ περιέχει μία καινοτομία η οποία μπορεί να αφορά ένα καινούργιο (ή διαφοροποιημένο) προϊόν, μία νέα διαδικασία παραγωγής ή ένα νέο τρόπο διάθεσης και εμπορίου. Έτσι, το επίπεδο τεχνολογικής ανάπτυξης και η πολιτική απέναντι στην τεχνολογία, επηρεάζουν κατά συνέπεια τις δυνατότητες ανάπτυξης του ΕΚΥΚ.

Οι ευκαιρίες για «πρωτότυπη» τεχνολογική δράση και δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών υπάρχουν ως επί το πλείστον στις ανεπτυγμένες τεχνολογικά οικονομίες.

Από την άλλη, η κρατική τεχνολογική πολιτική μπορεί να δημιουργήσει πλεονεκτήματα – άμεσα και έμμεσα – για τις επενδύσεις ΕΚΥΚ. Άμεσα, με την ευθεία στήριξη των τεχνολογικών δραστηριοτήτων (επιχορηγήσεις, ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση, δυνατότητα υποστήριξης στο τεχνικό – επιστημονικό επίπεδο) και έμμεσα, με τη δημιουργία εξωτερικών οικονομιών (υποδομή, υπηρεσίες) και με τη δημιουργία κλαδικής εξειδίκευσης σε τεχνολογικούς τομείς, η οποία έχει ως αποτέλεσμα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στο διεθνές εμπόριο, ζωτικής σημασίας για την επιβίωση του ΕΚΥΚ και για τη δημιουργία συνθηκών οικονομιών κλίμακας που μπορούν να αυξήσουν την απόδοση των τεχνολογικών επενδύσεων.¹ [Γακωβίδης Μέρος Β'1992]

6. Βαθμός ανοίγματος οικονομίας: Ο βαθμός ανοίγματος μίας οικονομίας, δηλ. ο βαθμός ολοκλήρωσης της στην παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε ευθεία αναλογία με τις δυνατότητες επέκτασης του ΕΚΥΚ. Όσο μεγαλύτερο είναι το άνοιγμα, τόσο ευκολότερη καθίσταται η εξαγωγική δραστηριότητα σε ανταγωνιστικά πλαίσια. Η καινοτομία που σχετίζεται με το επιχειρηματικό κεφάλαιο αποτελεί αρκετές φορές νέα σύλληψη/ εφαρμογή, όχι μόνο σε τοπικό/εθνικό αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι περιορισμένες διαστάσεις μιας εθνικής αγοράς συνιστούν σοβαρά εμπόδια για την πλειοψηφία των επενδύσεων ΕΚΥΚ, με την έννοια ότι, ενώ είναι πρωτοπόρες στον

¹ Η απόσβεση και οι αποδόσεις των τεχνολογικών επενδύσεων εξαρτώνται εν πολλοίς από την ύπαρξη μίας αρκετά μεγάλης και δυναμικής τεχνολογικής αγοράς, η οποία να μπορεί να απορροφήσει τα προϊόντα που παράγονται σε ικανοποιητικές τιμές.

τομέα τους, δεν έχουν τα περιθώρια της μεγέθυνσης που απαιτούνται για να αποβούν πολύ κερδοφόρες. Η απόσβεση του κεφαλαίου, του κινδύνου που αναλήφθηκε και της έρευνας και της τεχνολογίας που ενσωματώθηκε απαιτούν συχνά την ύπαρξη διεθνούς πεδίου δράσης, όπου δεν θα υπάρχουν παρεμβάσεις που θα αλλοιώνουν τις τιμές. Έτσι, δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι η επέκταση του ΕΚΥΚ έγινε συγχρόνως με την ευρωπαϊκή ενοποίηση. Οι συνθήκες βαθμιαίου ανοίγματος μέσα στην ΕΟΚ έδωσαν στις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να επεκταθούν πέρα από τα περιορισμένα εθνικά τους σύνορα.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον στοιχείο που δίνει την ευκαιρία για καινοτομικές επενδύσεις αποτελεί η παρατηρούμενη διεθνής κατάτμηση της παραγωγικής διαδικασίας, η τάση δηλαδή να μην γίνεται όλη η κατασκευή ενός προϊόντος σε μία χώρα. Η τάση αυτή έχει σαν αποτέλεσμα να διευρύνεται ο κύκλος των δυνητικών επενδύσεων ΕΚΥΚ.

7. Ρόλος Πιστωτικού Συστήματος: Ο ρόλος του πιστωτικού συστήματος επηρεάζει τον καθορισμό των ορίων επέκτασης του ΕΚΥΚ. Όσο μεγαλύτερη είναι η σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη στήριξη των επενδύσεων, τόσο διευρύνεται το φάσμα των χρηματοδοτήσεων, άρα και των χρηματοδοτήσεων σχεδίων υψηλού κινδύνου. Επίσης, όσο πιο ελεύθερα λειτουργεί το χρηματοπιστωτικό κύκλωμα, χωρίς να μπαίνει στην υπηρεσία γενικότερων δομών ή στόχων, τόσο μεγαλύτερες είναι και οι δυνατότητες επέκτασης του ΕΚΥΚ¹.

Ένας άλλος εξίσου σημαντικός παράγοντας ανάπτυξης του ΕΚΥΚ αποτελεί το «βάθος»² του τραπεζοπιστωτικού συστήματος. Πιο αναλυτικά, σε ένα σύστημα που

¹ Στην Ελλάδα π.χ. το χρηματοπιστωτικό σύστημα κατευθύνεται κρατικά για να διασφαλίσει την επιβίωση της βιομηχανικής δυναμικής και άρα υπακούει σε εσωτερικούς περιορισμούς οι οποίοι εμποδίζουν την ανάπτυξη δραστηριοτήτων του ΕΚΥΚ. Παρομοίως, στην Ιαπωνία το πιστωτικό σύστημα είναι ενταγμένο στον ευρύτερο οικονομικό σχεδιασμό που γίνεται σε ένα υψηλό επίπεδο, και που, με το σύστημα των υπεργολαβιών, περικλείει σχεδόν το σύνολο της οικονομίας. Έτσι, αυτόνομες χρηματοδοτήσεις νέων, μικρών και επιθετικών επιχειρήσεων αποκλείονται, οπότε και το ΕΚΥΚ καταδικάζεται σε ατροφία.

² Το «βάθος» του χρηματοπιστωτικού συστήματος αναφέρεται σε ορισμένα ποιοτικά χαρακτηριστικά. Ένα «ρηχό» τραπεζοπιστωτικό σύστημα είναι ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από περιορισμένο βαθμό ανάπτυξης, από έλλειψη πολλών εναλλακτικών μορφών και οργανισμών τοποθετήσεων κεφαλαίου και χρηματοδότησης επενδύσεων. Ένα τέτοιο σύστημα κυριαρχείται από περιορισμένο αριθμό ιδρυμάτων που μπορούν να επιβιώνουν ασκώντας ολιγοπωλιακή συμπεριφορά, σε αντίθεση με το αντίστοιχο «βαθύ» σύστημα, το οποίο περιλαμβάνει πολλούς διαφοροποιημένους οργανισμούς που προσφέρουν εξειδικευμένες υπηρεσίες σε μία σχετικά ανταγωνιστική αγορά.

χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο «βάθος», έχουμε από τη μία πλευρά, θετική επίδραση από το γεγονός ότι το ΕΚΥΚ μπορεί να διαδραματίσει το ρόλο του σε ευνοϊκό περιβάλλον, ως μέρος ενός ευέλικτου συστήματος, τόσο από πλευράς προσφοράς κεφαλαίων όσο και από πλευράς αντιμετώπισης του ζητήματος της χρηματοδότησης από τους επιχειρηματίες, και από την άλλη, το αυτό γεγονός - ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι «βαθύ» , μπορεί να σημαίνει ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες που θα μπορούσε να ικανοποιήσει το ΕΚΥΚ είναι περιορισμένες καθώς ο χώρος παρέμβασης του επικαλύπτεται από άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία ή ότι η προσφορά επιχειρηματικών κεφαλαίων υπερβαίνει τη ζήτηση, και άρα ότι οι αποδόσεις του είναι περιορισμένες σε ένα κορεσμένο χώρο³

8. Καθεστώς επιτοκίων: Η συγκέντρωση κεφαλαίων για επένδυση στις εταιρείες ΥΕΚ είναι αποτέλεσμα του ενδιαφέροντος των χρηματοδοτικών πηγών-θεσμικών επενδυτών, πλούσιων ιδιωτών κτλ.- οι οποίες διοχετεύουν κεφάλαια στις ΕΚΕΣ, όταν ο αναμενόμενος μέσος συντελεστής απόδοσης του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των ΕΚΕΣ είναι αρκετά μεγαλύτερος από τα επιτόκια, των τίτλων σταθερής απόδοσης του Δημοσίου (ΕΓΕΔ) για παράδειγμα. Έτσι, προσφέρεται ικανοποιητική αμοιβή για τον κίνδυνο που οι επενδυτές αυτοί αναλαμβάνουν. Ως εκ τούτου, μία δραστική μείωση των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου θα ενίσχυε τη συγκέντρωση κεφαλαίων στο χώρο του ΕΚΥΚ. [*Ξαnthάκης 2001, σελ 126*] Από την άλλη, είναι εύλογο ότι, καθώς τα επιτόκια των τίτλων σταθερής απόδοσης του Δημοσίου (ΕΓΕΔ) είναι ενδεικτικά του κόστους ενός τραπεζικού δανείου, τα υψηλά επιτόκια μπορεί να καταστήσουν τις πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης όπως τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών περισσότερο ελκυστικές σε νεοαναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. [*Bygrave / Timmons 1992, σελ 265*]

9. Δραστηριότητες Παραοικονομίας: Η ύπαρξη και η λειτουργία της παραοικονομίας θεωρείται συχνά ως σημαντικό στοιχείο στην εκτίμηση των δυνατοτήτων του ΕΚΥΚ, τόσο λόγω των επιπτώσεων της στη λειτουργία και τις δυνατότητες ανάπτυξης του

³ Στις αγορές με σημαντικό «βάθος» το φαινόμενο του κορεσμού αντιμετωπίζεται με την εξειδίκευση των ΕΚΕΣ, η οποία αμβλύνει τις ανταγωνιστικές πιέσεις και επιτρέπει ένα υψηλό επίπεδο αποδόσεων (αγορά ΗΠΑ).

ΕΚΥΚ, όσο και γιατί αποτελεί δείκτη επιχειρηματικής συμπεριφοράς, περιβάλλοντος και νοοτροπίας.¹

Οι επενδύσεις ΕΚΥΚ είναι ριζικά διάφορες με τις τοποθετήσεις στην παραοικονομία. Η μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίου και η σοβαρή εμπλοκή, η προσεκτική παρακολούθηση και η υψηλή καινοτομία έρχονται σε αντίθεση με τις δυνατότητες των γρήγορων, εντυπωσιακών και κυρίως εύκολων κερδών της παραοικονομίας. Κατά συνέπεια, οι πρωτογενείς επιδράσεις της παραοικονομίας στο ΕΚΥΚ δεν είναι σημαντικές. Παρ' όλα αυτά, η ύπαρξη σοβαρής έκτασης παραοικονομίας μπορεί να παίζει σημαντικό ρόλο λόγω των επιδράσεων που μπορεί να έχει στην τιμή του χρήματος, ήτοι στο επιτόκιο: εφόσον στο σύνολο της οικονομίας υπάρχει σημαντικό arbitrage επιτοκίων, η ύπαρξη κερδοσκοπικών αποδόσεων με χαμηλούς κινδύνους στο χώρο της παραοικονομίας ανεβάζει το επίπεδο αναμενόμενων αποδόσεων των επενδύσεων για κάθε βαθμό κινδύνου.

10. Ο ρόλος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ): Πιο συγκεκριμένα, εάν οι ΜΜΕ αποτελούν μοχλό τεχνολογικής ανανέωσης, όπως στις ΗΠΑ, όπου οι τεχνολογικές ανανεώσεις ξεκινούν συχνά από τις ΜΜΕ, τότε προφανώς οι επενδύσεις ΕΚΥΚ έχουν ένα πρόσφορο πεδίο δράσης. Αν από την άλλη οι ΜΜΕ αποτελούν μονάδες χαμηλής παραγωγικότητας και χαμηλής προστιθέμενης αξίας, αν χαρακτηρίζονται από το φασόν και τεχνολογική υστέρηση, τότε οι ευκαιρίες για επενδύσεις ΕΚΥΚ θα είναι μάλλον περιορισμένες για κάθε επίπεδο τεχνολογικής ανάπτυξης. Η υιοθέτηση, βέβαια, των επωφελών για το ΕΚΥΚ, ρόλων από τις ΜΜΕ συνδέεται άρρηκτα από τις κυβερνητικές ρυθμίσεις, οι οποίες θα προωθούν τον εκσυγχρονισμό των νέων αυτών εταιρειών και θα επιχειρούν να τις καταστήσουν από ουραγούς, φορείς της ανανέωσης.

Μικροπεριβάλλον

1. Προσέγγιση ενεργού συμμετοχής: Το κλειδί της επιτυχίας και της δημιουργίας αξίας βρίσκεται στην ενεργό υποστήριξη και συμμετοχή της ΕΚΕΣ στη νεοσυσταθείσα εταιρεία (incubatee). Οι συμβουλές σε θέματα χρηματοδότησης, προσωπικού, ανάπτυξης και προώθησης προϊόντων, διανομής κλπ, καθώς και τα δίκτυα πληροφοριών και

¹ Οι επενδυτικές ευκαιρίες στην παραοικονομία είναι κατά κανόνα περιορισμένου χρηματοδοτικού ύψους, παρουσιάζουν μέτριο επίπεδο κινδύνου, με ικανοποιητικές αποδόσεις. Έχουν, δε, το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό ότι απαιτούν βραχυπρόθεσμη δέσμευση κεφαλαίου

διασυνδέσεων του ΕΚΥΚ, μπορεί να είναι καθοριστικά για την προοπτική ανάπτυξης μιας επενδυτικής ιδέας.

2. Εμπειρία και προσεκτική επιλογή: Η μετατροπή μιας ιδέας σε επιτυχημένη επιχείρηση προϋποθέτει εμπειρία σε θέματα όπως οργανωτικά, έρευνας της αγοράς, ανάπτυξης πωλήσεων, επίγνωσης των ιδιαιτεροτήτων των κλάδων στους οποίους επενδύουν, προκειμένου με αυτό τον τρόπο να αξιολογηθούν και να εκτιμηθούν σωστά τα διάφορα προτεινόμενα σενάρια δυναμικής εξέλιξης, μεγέθυνσης και απόδοσης.

3. Δίκτυα των ΕΚΕΣ και κοινοπρακτικές επενδύσεις: Το δίκτυο γνωριμιών και πολύτιμων πληροφοριών, συμβουλών αυξάνει στην αποτελεσματικότητα των χρηματοδοτούμενων εταιρειών. Επίσης, η θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων για τις κοινοπρακτικές επενδύσεις αυξάνει το επενδυτικό ενδιαφέρον των ΕΚΕΣ και συμβάλλει στη μεγέθυνση του κλάδου καινοτομικού κεφαλαίου.

4. Μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας: Οι χορηγοί του καινοτομικού κεφαλαίου, προκειμένου να δρέψουν την μέγιστη δυνατή απόδοση των πολύχρονων κόπων τους, θα πρέπει να ορίζουν μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες 8-10 χρόνων, όταν η εταιρεία που χρηματοδοτούν φτάσει σε στάδιο ωριμότητας.

4.2 Επιπτώσεις του ΕΚΥΚ στην οικονομία

Η λειτουργία και ανάπτυξη του θεσμού του ΕΚΥΚ έχει σημαντικές άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις στο οικονομικό γίγνεσθαι. Οι άμεσες επιπτώσεις συνίστανται στη στήριξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας των χρηματοδοτούμενων εταιρειών, ενώ οι έμμεσες, που συχνά είναι και σημαντικότερες, αναφέρονται στις επιπτώσεις που έχει η επιχειρηματική δράση των επενδύσεων με ΕΚΥΚ σε γενικότερα στοιχεία της οικονομικής δραστηριότητας (τεχνολογική οργάνωση, αντιμετώπιση του επιχειρηματικού κινδύνου, αντιμετώπιση στις μετοχικές επενδύσεις, τρόπος μικροοικονομικής οργάνωσης κτλ). Μία άλλη διάκριση αφορά τις επιπτώσεις σε μικροοικονομικό έναντι των περιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο. Στην πρώτη

περίπτωση γίνεται λόγος για τις επιδράσεις που έχει η χρηματοδότηση ΕΚΥΚ στην οργάνωση, λειτουργία και προώθηση των επιχειρήσεων, ενώ στη δεύτερη γίνεται λόγος για τις επιδράσεις του θεσμού του ΕΚΥΚ στο σύνολο της οικονομίας και ιδιαίτερα σε βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η απασχόληση και το επίπεδο του εισοδήματος.

Μικροοικονομικές επιπτώσεις

ΑΜΕΣΕΣ

- Η χρηματοδότηση του ΕΚΥΚ συνεπάγεται μία πολύ πιο “επαγγελματική” οργάνωση των επιχειρήσεων από το μέσο όρο. Οι ΕΚΕΣ με την ενεργή υποστήριξη τους αποσκοπούν στη βέλτιστη δυνατή αξιοποίηση του δυναμισμού και των πλεονεκτημάτων των “εκκολαπτόμενων” εταιρειών, δημιουργώντας προστιθέμενη αξία μέσω της υποστήριξης τους σε θέματα στρατηγικού προγραμματισμού, marketing και πωλήσεων, οικονομικού προγραμματισμού και ελέγχου, και εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων διοίκησης. Με άλλα λόγια οι ΕΚΕΣ βοηθούν τις εταιρείες που δεν έχουν ακόμα καθιερωθεί με την προσφορά αυτού ακριβώς που τους λείπει: της κατάλληλης οργανωτικής και επιχειρησιακής τεχνογνωσίας. Οι χρηματοδοτήσεις «στροφής», οι εξαγορές των επιχειρήσεων από στελέχη συνδυάζονται σχεδόν πάντα με ριζική αλλαγή της οργάνωσης και των στρατηγικών τους.

- Το ΕΚΥΚ λειτουργεί ως μηχανισμός επιλογής και στήριξης των δυναμικότερων ευκαιριών. Οι ΕΚΕΣ μέσα από οργανωμένα δίκτυα πληροφοριών και συμβούλων συμβάλλουν στην καλύτερη πληροφόρηση των επιχειρηματιών, αυξάνοντας τις δυνατότητες τους για τη λήψη ορθών, επενδυτικών, χρηματοδοτικών αποφάσεων.

- Η πιο αυτονόητη μορφή επίδρασης του ΕΚΥΚ σε μικροοικονομικό επίπεδο είναι η μεγέθυνση της παραγωγής, των απασχολούμενων κεφαλαίων και δυνητικά των πωλήσεων και του μεριδίου αγοράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας στον κλάδο της. Οι ΕΚΕΣ αυξάνουν την παραγωγικότητα της νεοσυσταθείσας επιχείρησης υψηλού κινδύνου με την ορθολογικότερη χρήση και αξιοποίηση των πόρων της.

ΕΜΜΕΣΕΣ

- Το ΕΚΥΚ προσφέρει στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις ένα καινούργιο ρόλο:

από ουραγοί της οικονομικής δραστηριότητας λόγω του μικρού μεγέθους τους, γίνονται πρωτοπόρες χάρη στην ευελιξία τους. Το ΕΚΥΚ, με την ενίσχυση της ανάληψης κινδύνου, τη στήριξη σε μετοχικά δάνεια, τις ιδιαίτερα υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις, την ενθάρρυνση τεχνολογικών ή άλλων καινοτομικών μορφών επενδύσεων, θέτει νέα πρότυπα επιχειρηματικής συμπεριφοράς και νοοτροπίας παροτρύνοντας τους επίδοξους επιχειρηματίες να «τολμούν» υλοποιώντας τις ενδιαφέρουσες-καινοτόμες ιδέες τους.

- Σε επίπεδο επιχείρησης, το καινοτομικό κεφάλαιο επιτρέπει στην εταιρεία ΥΕΚ να πραγματοποιήσει τις αναγκαίες επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού χωρίς την επαύξηση του χρηματοδοτικού κινδύνου λόγω δανεισμού. Έτσι, η καινοτομική χρηματοδότηση στη συνήθη της μορφή, στη μορφή συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο, έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνει τα ίδια κεφάλαια των εταιριών ΥΕΚ και συνεπώς το δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια, το οποίο σημαίνει υψηλότερο βαθμό αυτοχρηματοδότησης και υγιέστερη κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιριών ΥΕΚ.

- Ως συνέχεια των άνω, οι επιχειρηματίες μαθαίνουν να συνυπάρχουν με μετόχους-χρηματοδότες και το ΕΚΥΚ λειτουργεί ως εγγυητής διανοίγοντας το δρόμο στις νέες δυναμικές επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια τόσο από τον τραπεζικό χώρο, όσο και από την κεφαλαιαγορά. Έτσι, η διάθεση μιας τράπεζας να χρηματοδοτήσει μια νεοσύστατη εταιρεία πιθανότατα να αυξηθεί κατακόρυφα μετά από τη συμμετοχή και υποστήριξη μιας ΕΚΕΣ σε αυτήν. Οι προμηθευτές ενδέχεται να χαλαρώσουν την εισπρακτική τους πολιτική, πιστεύοντας στη δυναμική άνοδο των εργασιών της εταιρείας ΥΕΚ, με την προσδοκία μιας ευρύτερης, ποσοτικά συνεργασίας στο μέλλον. Ανάλογη στάση μπορεί να ακολουθήσουν και οι πελάτες της «προστατευόμενης» πλέον εταιρείας.

- Ακόμη, εάν μία εταιρεία αντλούσε τα απαραίτητα, για τη μεγέθυνση των δραστηριοτήτων της, κεφάλαια με τραπεζικό δανεισμό, θα πλήρωνε τόκους, οι οποίοι με τη μορφή χρηματοοικονομικών εξόδων θα βάρυναν τα αποτελέσματα χρήσης της, και επομένως θα παρουσίαζε υψηλότερο συνολικό κόστος. Αντίθετα, τα μερίσματα προς τους μετόχους-ΕΚΕΣ δεν θεωρούνται κόστος αλλά διανεμόμενο κέρδος. Έτσι, βελτιώνεται ο δείκτης P/E (τιμή/κέρδη ανά μετοχή), η εικόνα της εταιρείας ΥΕΚ, όπως προκύπτει από τον ισολογισμό της, και γίνεται ευκολότερη η ικανοποίηση των προϋποθέσεων για την εισαγωγή των τίτλων της σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, εξασφαλίζοντας έτσι και οι ίδιες οι ΕΚΕΣ ομαλές διεξόδους αποεπενδύσεων τους.

▪ Η ανταγωνιστικότητα του παραγόμενου προϊόντος μιας εταιρείας είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, μεταξύ των οποίων η τιμή, η ποιότητα του προϊόντος, η διαθεσιμότητα, η συσκευασία κλπ. Η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ δημιουργεί προϋποθέσεις για ανταγωνιστικούς χειρισμούς σε θέματα τιμολόγησης (λόγω μείωσης κόστους, οικονομιών κλίμακας) και ταυτόχρονα, μέσω της ενεργού συμμετοχής, συμβάλλει στο στρατηγικό σχεδιασμό πρακτικών για θέματα που αφορούν την παραγωγή, την προώθηση, αυξάνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα του προϊόντος. [Ξανθάκης 2001 και Ιακωβίδης Μέρος Β' 1992]

Μακροοικονομικές επιπτώσεις

- Το ΕΚΥΚ λειτουργεί ως **μοχλός οικονομικής ανανέωσης**¹. Η λειτουργία αυτή επιτυγχάνεται τόσο από την επιβράβευση της ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου (την ενίσχυση δηλ. της ροπής ανάληψης κινδύνου στη σφαίρα της παραγωγής), όσο και από την ενίσχυση των χρηματοδοτήσεων υψηλού κινδύνου (την αριστοποίηση δηλ. του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μέσου προώθησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας).

Μελέτες που αναφέρονται στις διασυνδέσεις μεταξύ της καινοτομίας, της μεταφοράς τεχνολογίας και της επιχειρηματικότητας κατέληξαν στο κοινό συμπέρασμα ότι η καινοτομία από μόνη της δεν είναι σε θέση να τροφοδοτήσει τη διαδικασία οικονομικής μεγέθυνσης. Έναν επαρκή συνδυασμό των τριών παραπάνω στοιχείων αποτελεί η επενδυτική πρακτική του ΕΚΥΚ.

- **Αύξηση συνόλου επενδύσεων:** Η ανεύρεση και επιχειρηματική αξιοποίηση νέων ιδεών και εφευρέσεων λειτουργεί ως μοχλός για την επέκταση των επενδύσεων μιας οικονομίας.

- **Αύξηση της απασχόλησης-μείωση της ανεργίας:** Οι επενδύσεις σε νέα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας έχουν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεγάλων βιομηχανικών μονάδων. Συνεπώς, δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας, μειώνεται η ανεργία, ιδιαίτερα στα εξειδικευμένα επαγγέλματα που έχουν σχέση με την

¹ Σημειώνεται πως το ΕΚΥΚ δεν ανταγωνίζεται τις άλλες μορφές χρηματοδοτήσεων αλλά τις συμπληρώνει. Όσοι χρηματοδοτούνται με ΕΚΥΚ δεν θα μπορούσαν με άλλο «επίσημο» τρόπο να βρουν χρηματοδότη. Η ύπαρξη χρηματοδοτήσεων ΕΚΥΚ ενισχύει, άλλωστε, μεσοπρόθεσμα τον όγκο των άλλων τραπεζικών εργασιών, με την προαγωγή νέων δυναμικών επιχειρήσεων που θα εισαχθούν στο πιστωτικό κύκλωμα

τεχνολογία, χρηματοδότηση κλπ. Ακόμη, με την αλλαγή της σύνθεσης του εργατικού δυναμικού υπέρ των επαγγελματιών που απαιτούν υψηλή εξειδίκευση, μακροχρόνιες σπουδές, ενδέχεται να ασκηθούν αυξητικές πιέσεις στο μέσο ύψος των ονομαστικών μισθών όλων των εργαζομένων της οικονομίας.

Το 4% των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ που χρηματοδοτήθηκαν από ΕΚΥΚ δημιούργησαν το 45% νέων θέσεων εργασίας. Τάση, η οποία αποτυπώνεται και σε έρευνα που δημοσιοποιήθηκε στις ΗΠΑ, και η οποία αναφερόμενη στην πενταετία 1995 - 2000 χαρακτηρίζει τις επενδύσεις venture capital σε εταιρείες τεχνολογικής κατεύθυνσης ως "κλειδί" για την ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας.

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα των ερευνητών, μόνο μέσα στην πενταετία 1995 - 2000 επενδύθηκαν περί τα 192 δισ. δολάρια (73 τρισ. δραχμές περίπου) σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, που περιλάμβαναν τοποθετήσεις στους τομείς των τηλεπικοινωνιών, του λογισμικού, αλλά και σε online υπηρεσίες. Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, το ότι η μία στις εννιά νέες θέσεις εργασίας, αλλά και το 11% του αμερικανικού ΑΕΠ το 2000 «γεννήθηκε» από εταιρείες, οι οποίες υποστηρίχθηκαν από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών. [NetBusiness 11/07/02]

Μία έρευνα που έγινε στην Αμερική από το 1980-2000 από την DRI-WEFA, για κάθε 1000\$ σε περιουσιακά στοιχεία, έδειξε ότι οι εταιρείες που υποστηρίζονται από την αρχή με ΕΚΥΚ, πέρα από το ότι δημιουργούν θέσεις εργασίας και έσοδα, είχαν περισσότερες πωλήσεις, πλήρωναν περισσότερους φόρους, έκαναν περισσότερες εξαγωγές και επένδυναν περισσότερο στην έρευνα και ανάπτυξη (R&D) από ό,τι άλλες δημόσιες επιχειρήσεις. (Πίνακας 4i)

Συγκεκριμένα, για το έτος 2000, οι εταιρείες που υποστηρίχθηκαν από ΕΚΥΚ πλήρωσαν 58,8δισ \$ σε φόρους, εξήγαγαν αγαθά και υπηρεσίες αξίας 21,7δισ \$ και δαπάνησαν 157,3δισ \$ για έρευνα και ανάπτυξη (R&D).

ΠΙΝΑΚΑΣ 4i

Συνεισφορά για κάθε \$1000 σε περιουσιακά στοιχεία για την περίοδο 1980-2000				
	Πωλήσεις	Φόροι (federal)	Εξαγωγές	R&D
Εταιρείες που ενισχύονται με ΕΚΥΚ	\$634	\$14	\$138	\$44
Άλλ.δημόσ.εταιρείες	\$391	\$ 5	\$ 72	\$15
ΠΗΓΗ: DRI-WEFA				

Στη Μ. Βρετανία, μία μεγάλη έρευνα έδειξε ότι ο αριθμός των εργαζομένων σε εταιρείες που υποστηρίζονται από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια πέντε χρόνια κατά 29% έναντι ενός εθνικού ρυθμού ανάπτυξης μόλις 2%. Περίπου 2,7 εκατομμύρια εργαζόμενοι στην Μ. Βρετανία υπολογίζεται ότι έχουν προσληφθεί από εταιρείες που ενισχύονται από ΕΚΥΚ, αριθμός που ισοδυναμεί με 15% του τρέχοντος εργατικού δυναμικού στον ιδιωτικό φορέα.

Επίσης, η ίδια έρευνα καταλήγει στο ότι εταιρείες που υποστηρίζονται από επιχειρηματικά κεφάλαια, τονώνουν την οικονομία καθώς αυξάνουν

- τις πωλήσεις κατά 27% το χρόνο,
- τις εξαγωγές κατά 27% έναντι ενός εθνικού ρυθμού ανάπτυξης μόλις 4,4%
- τις επενδύσεις κατά 24% έναντι μίας εθνικής αύξησης 8,8%

Το 87% των επιχειρήσεων, αναγνώρισαν ότι δεν θα είχαν κατορθώσει να επιβιώσουν ή θα είχαν αναπτυχθεί με πολύ πιο αργούς ρυθμούς, αν δεν ήταν η ενεργή συμμετοχή και βοήθεια των ΕΚΕΣ. Πάνω από τα ¾ των επιχειρήσεων εκτίμησαν τη συμβολή των ΕΚΕΣ όχι μόνο όσον αφορά την πλευρά χρηματοδότησης αλλά και την παροχή συμβουλών τους σε διοικητικά, χρηματοοικονομικά θέματα, προσωπικού καθώς επίσης και την πρόσβαση σε δίκτυα γνωριμιών και πληροφοριών. [*“The Economic Impact of Private Equity in the UK”*), BVCA publications, research and press releases]

- **Πηγή διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας:** Σύμφωνα με τον J.A.Schumpeter και τη θεωρία των καινοτομιών που διατύπωσε, οι διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας προέρχονται από τις καινοτομίες που εισάγουν οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν τα κέρδη τους. Ο Schumpeter παρατηρεί ότι, ενώ οι εφευρέσεις γίνονται με ομαλό ρυθμό στη διάρκεια ενός χρονικού διαστήματος, η εμπορική εφαρμογή τους συγκεντρώνεται χρονικά και αυτό αποτελεί την αιτία των οικονομικών διακυμάνσεων. Ο Schumpeter προσθέτει ότι η ανάκαμψη στην οικονομία αρχίζει από τότε που η μεγάλη μάζα των επιχειρηματιών, τους οποίους ονομάζει “μιμητές”, θα ακολουθήσει το παράδειγμα κάποιων ρισοκίνδυνων επιχειρηματιών, που εφάρμοσαν πρώτοι τις νέες εφευρέσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα με επιτυχία. Στο σημείο αυτό ο ρόλος του ΕΚΥΚ στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής εφαρμογής των νέων εφευρέσεων είναι καθοριστικός.

- **Ανακατανομή παραγωγικών πόρων:** Με τη λειτουργία του ΕΚΥΚ αρκετοί

πόροι, οι οποίοι αλλιώς θα χρησίμευαν για κάλυψη οφειλών του δημοσίου, αποθεματικών τραπεζών κλπ, κατευθύνονται σε παραγωγικές χρήσεις, λόγω της δυνητικά υψηλής αμοιβής του κινδύνου που συνδέεται με τις επενδύσεις αυτές.

- **Αλλαγή διάρθρωσης επενδύσεων:** Η ενθάρρυνση των επενδυτικών τολμημάτων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας από το ΕΚΥΚ έχει ως αποτέλεσμα μια διαρθρωτική αλλαγή όχι μόνο στη σφαίρα της κυκλοφορίας των αγαθών, αλλά και σε αυτή των επενδύσεων για την παραγωγή τους, υπέρ των κλάδων υψηλής τεχνολογίας και συγκέντρωσης κεφαλαίου.

Από την άλλη, το ΕΚΥΚ θεωρείται μια επιτυχημένη μέθοδος προαγωγής των τεχνολογικών δραστηριοτήτων, γεγονός σημαντικό δεδομένης της αυξανόμενης βαρύτητας της τεχνολογίας στον καθορισμό της οικονομικής ισχύος. Η υψηλή αυτή «τεχνολογική περιεκτικότητα» των επενδύσεων ΕΚΥΚ επιδρά θετικά στην οικονομία κατά τους ακόλουθους τρόπους:

- **Αύξηση τεχνολογικών επενδύσεων:** Η λειτουργία μιας αγοράς καινοτομικού κεφαλαίου δημιουργεί μία χρήσιμη δίοδο για τη στήριξη των τεχνολογικών επενδύσεων και για την αξιοποίηση της τεχνολογικής εφευρετικότητας. Ο δυναμισμός αυτών των επενδύσεων, αλλά και οι υψηλές δυνητικές απολαβές μπορούν να προσελκύσουν ανθρώπους και ιδέες και να αξιοποιήσουν ένα «υλικό» που υπό άλλες συνθήκες (απροθυμία άλλων φορέων χρηματοδότησης π.χ. τράπεζες) θα παρέμενε λανθάνον ή μη πλήρως και σωστά χρησιμοποιημένο. Με την αύξηση των τεχνολογικών επενδύσεων παρατηρείται μία στροφή ή μετάβαση από τα απλά βιομηχανικά πρότυπα (γνωστά ως every man's goods) στα τεχνολογικά συνθετότερα προϊόντα (γνωστά ως rich man's goods) τα οποία συνιστούν ως ένα μεγάλο βαθμό την εμπορική δύναμη μιας οικονομίας και οριοθετούν τα περιθώρια ανάπτυξης της.

- **Εξωτερικές οικονομίες:** Η ύπαρξη και λειτουργία του θεσμού του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών μέσα από τις τεχνολογικές επενδύσεις που υποστηρίζει, δημιουργεί εξωτερικές οικονομίες στις ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις οι οποίες ενσωματώνουν και αυτές σημαντική τεχνολογία. Τα προϊόντα δηλ των εταιρειών ΥΕΚ συχνά διευκολύνουν το παραγωγικό έργο άλλων εταιρειών – όπως μία καινοτομική μέθοδος παραγωγής με θετικά αποτελέσματα στο κόστος παραγωγής κλπ.

- **Έρευνα-ανάπτυξη (R&D) και τεχνολογική πρόοδος:** Η λειτουργία μιας

αγοράς ΕΚΥΚ ευνοεί τη δυνατότητα αυτόνομης ανάπτυξης ορισμένων τεχνολογικών προγραμμάτων, και έτσι δίνεται ή δυνατότητα μιας ορθολογικότερης συνολικής κατανομής της “έρευνας και ανάπτυξης” (R&D). Σε συναθροιστικό επίπεδο η έρευνα για τεχνολογικές και καινοτομίες και αποδοτικές εφευρέσεις αποτελεί μοχλό ανάπτυξης της τεχνολογίας και του επιπέδου υποδομής μιας οικονομίας. Άλλη μία έμμεση επίπτωση ενδέχεται να είναι η εντονότερη σύνδεση των πανεπιστημίων, ερευνητικών κέντρων, ινστιτούτων κλπ με την παραγωγική διαδικασία και την επενδυτική δραστηριότητα.

Εκτός από τις επιπτώσεις σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο, υπάρχουν και άλλοι τομείς στους οποίους έχει επιδράσει το ΕΚΥΚ, όπως η εξασφάλιση της οικονομικής ελευθερίας και ιδιαίτερα της ελευθερίας «του επιχειρείν» για όλους τους πιθανούς επενδυτές που έχουν παραγωγικές ιδέες, άσχετα με την περιουσιακή τους κατάσταση. Συνάμα, οι επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας κάνουν προσιτά στο καταναλωτικό κοινό νέα προϊόντα, ικανοποιώντας, έτσι, ορισμένες μορφές λανθάνουσας ζήτησης, με αποτέλεσμα την αύξηση της ευημερίας του κοινού, όπως τσιγάρο χωρίς πίσσα και νικοτίνη κλπ.

Β΄ ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΗ ΚΑΙ ΕΓΧΩΡΙΑ ΚΛΙΜΑΚΑ

5.1 Ο θεσμός στις ΗΠΑ

Η κοιτίδα του venture capital εντοπίζεται στις ΗΠΑ και η Μέκκα αυτού, όπως φαίνεται και στον ακόλουθο πίνακα, στη Silicon Valley, (πίνακας 5α) που είναι μία κοινότητα πανεπιστημίων, εταιρειών παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων και ανήσυχων επιχειρηματιών. Στην καρδιά αυτής της κοιλάδας βρίσκονται τρεις διασυνδεδεμένες αγορές: μία αγορά ιδεών, μία αγορά επιχειρηματικού κεφαλαίου και μία αγορά ταλέντων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5α

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΚΥΚ ΣΤΙΣ ΗΠΑ				
ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΧΗ				
04/01/2002 - 06/30/2002				
No.	Περιοχή	Εταιρείες	Συμφωνίες	Επενδύσεις(\$εκ)
1	Silicon Valley	213	215	1974.2
2	New England	116	117	767.5
3	Southeast	72	72	427.9
4	Midwest	56	57	239.5
5	NY Metro	54	54	243.3
6	DC/Metroplex	46	46	278.2
7	Texas	42	42	293.5
8	Northwest	41	41	275.9
9	LA/Orange County	36	36	294.0
10	San Diego	35	35	338.9
11	Colorado	25	25	141.5
12	Philadelphia Metro	23	23	192.3
13	SouthWest	20	20	65.0
14	North Central	19	19	80.7
15	South Central	10	10	57.3
16	Unknown	4	4	16.0

17	Upstate NY	2	2	15.5
18	AK/HI/PR	1	1	1.9
-	ΣΥΝΟΛΟ	815	819	5703.3

ΠΗΓΗ: 2002 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey

Από τις αρχές έως τα μέσα της δεκαετίας του '90, ο θεσμός του ΕΚΥΚ λειτούργησε αποδοτικά και καθιέρωσε τον κλάδο της χρηματοδότησης με επιχειρηματικό κεφάλαιο ως έναν ώριμο παράγοντα της παγκόσμιας οικονομίας.

Από το 1996 και μετά, η αλματώδης ανάπτυξη του internet και της αμερικανικής οικονομίας αλλά και οι πετυχημένες εισαγωγές στο χρηματιστήριο εταιρειών Internet όπως η Netscape, η Yahoo, η eBay κλπ, έφεραν έναν άνευ προηγουμένου πυρετό ενδιαφέροντος για ό,τι είχε να κάνει με νέες ιδέες γύρω από αυτό που ονομάστηκε “νέα οικονομία”. Τα φαινόμενα που παρατηρήθηκαν στα 2-3 χρόνια που ακολούθησαν είναι γνωστά: Μέσα σε 6 μήνες, ο Nasdaq ανέβηκε από τις 2.600 στις 5.000 μονάδες και οι εισηγμένες εταιρείες της νέας οικονομίας είχαν αστρονομικές αποτιμήσεις. Ακόμη και ζημιόγρονες εταιρείες 200-2.000 ατόμων, με τζίρους μερικών δεκάδων εκ. δολαρίων, άξιζαν στο χρηματιστήριο (Πίνακας 5β) περισσότερο από μεγάλες κερδοφόρες πολυεθνικές με δεκάδες χιλιάδες υπαλλήλους και τζίρους δις δολαρίων. Παγκοσμίως ιδρύθηκαν έως και 5.000 dot.com start-up εταιρείες. Αυτή όμως η εξωπραγματική φούσκα ήταν αναπόφευκτο να σκάσει τόσο απότομα όσο δημιουργήθηκε. Μέσα σε ένα χρόνο, ο Nasdaq κατρακύλησε πίσω στις 2.000 μονάδες. Εκτός από τους μεμονωμένους επενδυτές που έχασαν περιουσίες στο Nasdaq, τεράστιες ζημιές είχαν και οι ΕΚΕΣ που υποστήριξαν απλόχερα τα αποτυχημένα σχήματα. Μερικά VC των ΗΠΑ ανέφεραν αρνητικές αποδόσεις της τάξης του -70% έως και -200% για τη χρονιά του 2000. [*ne.o*, *Νοέμβρ. 2001, σελ 70*]

ΠΙΝΑΚΑΣ 5β

ΤΟ ΕΚΥΚ ΣΤΗΡΙΞΕ ΤΗΝ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ (IPO) ΣΤΙΣ ΗΠΑ			
Ανά έτος			
As of 06/30/2002			
Έτος	Εταιρείες	Ποσό άντλησης από Δημόσιες εγγραφές Amount (\$εκ)	Ολική αποτίμηση της εταιρείας μετά από τη Δημόσια εγγραφή (\$εκ)
1992	116	3782.0	20730.8
1993	226	8411.4	28549.5
1994	171	5124.4	19860.7
1995	209	9613.2	40011.6
1996	281	14664.5	75272.9
1997	140	5495.5	25635.3
1998	78	4735.2	21690.6
1999	271	25080.7	158411.7
2000	261	27660.0	141241.8
2001	41	3489.9	18004.0
2002	18	2149.3	8106.5

© 2002 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey

Πιο αναλυτικά, μέσα στο 1998 και 1999, είχαν επενδυθεί μέσω του θεσμού του ΕΚΥΚ, τόσα κεφάλαια, όσα είχαν επενδυθεί κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 ετών, και μάλιστα αντιστοιχούσαν στα $\frac{3}{4}$ των κεφαλαίων ΕΚΥΚ που είχαν επενδυθεί διεθνώς. Μόνο το 1999, επενδύθηκαν κεφάλαια 56 δις δολαρίων έναντι του 1992 που ήταν μόνο 4 δις δολάρια. Μόνο το πρώτο τρίμηνο του 2000, το μεγαλύτερο ποσό (22,7 δις) επενδύθηκε σε νεοσύστατες εταιρείες (start-up), σε σύγκριση με το πρώτο τρίμηνο του 1999, όπου το αντίστοιχο ποσό ήταν 6,2 δις δολάρια. Η μανία αυτή είχε τις ρίζες της στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Από τις 63 εταιρείες που είχαν χρηματοδοτηθεί από ΕΚΕΣ το τέταρτο τρίμηνο του 1993, οι 26 είχαν εισαχθεί στο χρηματιστήριο τέλη του 1998. Ένας επενδυτής που είχε επενδύσει σε μία από αυτές τις εταιρείες, στην τιμή εισαγωγής της στο χρηματιστήριο, υπολογίζεται ότι πρέπει να είχε αποδόσεις της τάξης

του 1700% τέλη του 1998! Ένα παράδειγμα αποτελεί η εταιρεία Hotmail που η ενώ αρχική της επένδυση ήταν 300.000 δολάρια, εξαγοράστηκε από τη Microsoft αντί 400 εκ. δολλαρίων! [Βασιλείου Μαρία 2001]

ΠΙΝΑΚΑΣ 5γ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΚΥΚ ΣΤΙΣ ΗΠΑ			
ΑΝΑ ΤΡΙΜΗΝΟ			
Τρίμηνο	Αριθμός Συμφωνιών	Μέσος όρος ανά συμφωνία (\$ εκ)	Σύνολο Επενδύσεων (\$εκ)
1999-1	947	7.14	6759.16
1999-2	1382	8.41	11622.78
1999-3	1498	9.05	13550.35
1999-4	1979	12.28	24308.5
2000-1	2224	13.24	29451.46
2000-2	2245	13.09	29393.59
2000-3	2033	13.25	26930.34
2000-4	1876	12.13	22759.89
2001-1	1401	9.64	13503.91
2001-2	1363	8.74	11916.43
2001-3	1108	7.9	8753.67
2001-4	1039	8.15	8472.89
2002-1	832	7.74	6441.09
2002-2	857	7.02	6016.56

ΠΗΓΗ :PricewaterhouseCoopers/Venture Economics/National Venture Capital Association MoneyTree Survey

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα των ερευνητών, μόνο μέσα στην πενταετία 1995 - 2000 επενδύθηκαν περί τα 192 δισ. δολάρια (73 τρισ. δραχμές περίπου) σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, που περιλάμβαναν τοποθετήσεις στους τομείς των τηλεπικοινωνιών, του λογισμικού, αλλά και σε online υπηρεσίες. Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, το ότι η μία στις εννιά νέες θέσεις εργασίας, αλλά και το 11% του αμερικανικού ΑΕΠ το 2000 «γεννήθηκε» από εταιρείες, οι οποίες υποστηρίχθηκαν από κεφάλαια Venture Capital.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5δ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΚΥΚ ΣΕ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΩΝ ΗΠΑ			
ΑΝΑ ΧΡΟΝΟ			
As of 06/30/2002			
Χρόνος	Εταιρείες	Συμφωνίες	Επενδύσεις(\$εκ)
1992	1108	1484	4163.0
1993	993	1269	4012.2
1994	1018	1284	4091.6
1995	1633	1986	7785.1
1996	2199	2754	12025.7
1997	2673	3336	16704.2
1998	3613	4345	22210.3
1999	4611	5824	56465.6
2000	6599	8405	108754.8
2001	4005	4932	42910.6
2002	1535	1645	12122.6

ΠΗΓΗ: PricewaterhouseCoopers/Venture Economics/
National Venture Capital Association MoneyTree Survey

Ο κλάδος που παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κινητικότητα εξακολουθεί να είναι εκείνος του λογισμικού-Πίνακας 5ε-(σταθερά κατά την τελευταία διετία), ενώ αυξανόμενο ενδιαφέρον συγκεντρώνουν οι τομείς των βιομετρικών συστημάτων, καθώς και οι εταιρείες τηλεπικοινωνιών και ιατρικών μηχανημάτων.

Όμως, ο επιχειρηματικός χορός και το “ξέφρενο γλέντι” δεν έμελλε να κρατήσει για πολύ ακόμη. Οι χαμογελαστοί Venture Capitalists της Silicon Valley, αλλά και ολόκληρης της Αμερικής, έχασαν σύντομα το χαμόγελο τους με την πρώτη πτώση του NASDAQ, που μετέτρεψε το γλέντι σε κυνήγι διάσωσης του χαμένου θησαυρού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5ε

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΚΥΚ ΣΤΙΣ ΗΠΑ				
ΑΝΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ ΚΛΑΔΟ				
04/01/2002 - 06/30/2002				
Νο.	Κλάδος	Εταιρείες	Συμφωνίες	Επενδύσεις(\$εκ)
1	Λογισμικό	198	199	1016.0
2	Λιανική	90	90	394.2
3	Βιοτεχνολογία	80	81	958.4
4	Τηλεπικοινωνίες	74	75	656.5
5	Ιατρ. Μηχανήματα & εξοπλισμός	73	73	556.2
6	Δίκτυα	57	57	633.4
7	IT Υπηρεσίες	50	50	359.8
8	Βιομηχανική/Ενέργεια	33	33	138.4
9	Semiconductors	30	31	283.9
10	MME	28	28	160.5
11	Υπολογιστές	27	27	185.3
12	Υγεία	19	19	144.1
13	Καταναλωτικά προϊόντα	14	14	55.1
14	Χρηματοοικονομικά	14	14	71.8
15	Ηλεκτρονικά	10	10	34.9
16	Business Products and Services	10	10	27.1
17	Λοιπά	8	8	27.6
-	ΣΥΝΟΛΟ	815	819	5703.3

ΠΗΓΗ : 2002 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey

Μέχρι και σήμερα, οι ΕΚΕΣ στις ΗΠΑ εξακολουθούν να είναι εγκλωβισμένες καθώς τα ποσά τα οποία συγκέντρωσαν, μέσω των δημοσίων εγγραφών, κινούνται σε απογοητευτικά επίπεδα. Όπως προκύπτει, μάλιστα, από τα συγκριτικά στοιχεία της τελευταίας διετίας, το γ' τρίμηνο του 2002 διεκδικεί την πρώτη θέση από πλευράς χειρότερων επιδόσεων διετίας (μέχρι πρότινος τα πρωτεία κατέχει το τρίτο τρίμηνο του 2001).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5στ

ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑ ΤΡΙΜΗΝΟ (1999 - γ' τριμ. 2002)						
Χρόνος	Συγχωνεύσεις & Εξαγορές	Ποσά (\$εκ)	Δημόσιες Εγγραφές	Ποσά (\$εκ)	Συν	Συνολική Αξία Αποεπενδύσεων
1999-1	48	2,819.93	25	1,690.10	73	4,510.03
1999-2	61	5,284.45	67	4,871.00	128	10,155.45
1999-3	60	6,348.07	70	5,087.40	130	11,435.47
1999-4	68	22,926.42	83	7,147.70	151	30,074.12
1999 Total	237	37,378.86	245	18,796.20	482	56,175.06
2000-1	93	23,809.36	76	8,284.60	169	32,093.96
2000-2	91	26,380.42	49	3,793.80	140	30,174.22
2000-3	70	7,894.79	68	6,347.00	138	14,241.79
2000-4	53	9,806.65	21	1,585.50	74	11,392.15
2000 Total	307	67,891.21	214	20,010.90	521	87,902.11
2001-1	70	8,046.00	8	500.10	78	8,546.10
2001-2	93	3,382.49	8	662.50	101	4,044.99
2001-3	88	3,721.32	5	279.90	93	4,001.22
2001-4	85	1,938.34	13	1,393.70	98	3,332.04
2001 Total	336	17,088.15	34	2,836.20	370	19,924.35
2002-1	67	1,629.20	3	306.10	70	1,935.30
2002-2	77	1,958.53	12	1,260.60	89	3,219.13
2002-3	70	1,803.84	1	30.00	71	1,833.84
2002 Total	214	5,391.57	16	1,596.70	230	6,988.27
ΠΗΓΗ: Thomson Venture Economics / National Venture Capital Association						

Σύμφωνα με την Thomson Venture Economics και τον Οργανισμό National Venture Capital Association (NVCA), καθ' όλη τη διάρκεια του περασμένου έτους, μόλις 34 επιχειρήσεις με την υποστήριξη επιχειρηματικού κεφαλαίου, όδυσαν για αρχική δημόσια εγγραφή, με αποτέλεσμα να αντληθούν 2,8 δισ. δολάρια που αντιπροσώπευαν μόλις το 1/3 του συνόλου των αρχικών δημοσίων εγγραφών. Αυτό αποτελεί διαμετρικά αντίθετη περίπτωση με ό,τι συνέβη το 2000, όταν 214 αρχικές

δημόσιες εγγραφές άντλησαν 20 δισ. δολάρια καλύπτοντας τα 2/3 του συνόλου, στις ΗΠΑ. [*NAYTEMΠΟΡΙΚΗ 9/01/2002*]

Η εικόνα στο πρώτο τρίμηνο του 2002 ήταν μία από τις χειρότερες που έχει παρουσιάσει ο κλάδος στην τελευταία διετία: Τα ποσά που συγκέντρωσαν οι αμερικανικές ΕΚΕΣ, μέσω της εξόδου τους από κάποιες επενδύσεις, υποχώρησαν κατά 40% σε σύγκριση με το αντίστοιχα ποσά του τέταρτου τριμήνου του 2001. Σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2001, η υποχώρηση ήταν μεγαλύτερη, της τάξεως του 77%. Συνολικά, στους τρεις πρώτους μήνες του 2002 συγκεντρώθηκαν περί το 1,96 δισ. δολάρια (μέσω δημόσιων εγγραφών και εξαγορών & συγχωνεύσεων) από 3,3 δισ. δολάρια το τέταρτο τρίμηνο του 2001 και 8,7 δισ. δολάρια στο πρώτο τρίμηνο του 2001. [*Net Business 16/05/02*]

Το γ' τρίμηνο του 2002, 70 εταιρείες που τροφοδοτήθηκαν από ΕΚΥΚ εξαγοράστηκαν για 1,8 δισ. δολάρια και μόνο μία εταιρεία πέτυχε αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο. Ο αριθμός των εξαγορών των υπό χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ εταιρειών, και τα ποσά που αντλήθηκαν από αυτές τις συναλλαγές κυμαίνονταν στα ίδια επίπεδα των προηγούμενων τριμήνων. Έτσι, τα νούμερα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, κατά το γ' τρίμηνο του 2002, παρουσίασαν μία ελαφρά πτώση σε σχέση με το β' τρίμηνο (όπου 77 εταιρείες άντλησαν \$1,96 δισ), και μία μικρή άνοδο σε σχέση με το α' τρίμηνο (όπου 67 εταιρείες συγκέντρωσαν \$1,63 δισ). [*nvca.com / ventureeconomics.com*]

Με τον κλάδο να κινείται, πλέον, σε λιμνάζοντα νερά, υπό την γενικότερη, μάλιστα, αβεβαιότητα που επικρατεί ως προς τη χρονική στιγμή της ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας, τα κέρδη των ΕΚΕΣ εξακολουθούν να καταγράφουν απώλειες: Από το πρώτο τρίμηνο του 2000 έως το πρώτο τρίμηνο του 2002, η συνολική αξία των εξόδων εταιρειών VC από τις επενδύσεις τους (είτε μέσω δημόσιων εγγραφών, είτε μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων) υποχώρησε κατά 93%!

Βασικά θύματα της συγκυρίας είναι οι καινούργιες επενδύσεις σε εταιρείες της νέας οικονομίας (κυρίως, επενδύσεις πληροφορικής), οι οποίες, όχι απλώς δυσκολεύονται να χρηματοδοτηθούν στα πρώτα στάδια της ανάπτυξής τους, αλλά αντιμετωπίζουν και σοβαρά εμπόδια ως προς τη συγκέντρωση κεφαλαίων, μέσω δεύτερων ή και τρίτων κύκλων χρηματοδότησης. [*Net Business 11/07/02*]

Ως εκ τούτου, οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ, που αποτελούν και το βαρόμετρο όσον αφορά την πορεία του κλάδου διεθνώς, βρίσκονται

"εγκλωβισμένες". Η ύφεση και η συνεχή αστάθεια στην αγορά, η παρατεταμένη αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία, καθιστά ολοένα και δυσκολότερη την έξοδο των επιχειρηματικών κεφαλαίων από τις επενδύσεις στις οποίες έχουν ήδη προχωρήσει, παρεμποδίζοντας έτσι την επανενεργοποίηση των κεφαλαίων προς νέες επενδύσεις.

“Δεν αποκλείεται να περάσουν αρκετά οικονομικά τρίμηνα -ίσως, και χρόνια- έως ότου νέες εταιρείες τεχνολογικής κατεύθυνσης που τροφοδοτούνται από τα venture capital, να βρεθούν στο κατώφλι των χρηματιστηριακών αγορών”. Με τη δυσοίωση αυτή εκτίμησε, ο επικεφαλής του National Venture Capital Association (NVCA) στις ΗΠΑ, σχολίασε τον απογοητευτικό απολογισμό του κλάδου στο τέλος του 2001, ο οποίος χρησιμοποιεί, πλέον, καθαρά τακτική επιβίωσης, στα μέσα της αρνητικής οικονομικής συγκυρίας.

Παρά, πάντως, τη γενικότερα απογοητευτική εικόνα, διακρίνονται ελπιδοφόρα στοιχεία, όπως είναι η σταθεροποίηση των αποτιμήσεων, καθώς και η καλή απόδοση που παρουσιάζουν όσες εταιρείες έχουν εισέλθει στη χρηματιστηριακή αγορά. Υπό αυτές τις συνθήκες και εν όψει της αναμενόμενης ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας στους επόμενους μήνες, παράγοντες της διεθνούς αγοράς Private Equity δεν διστάζουν να κάνουν λόγο για σημαντική βελτίωση της κατάστασης. Και, όπως επισημαίνουν, υπάρχουν αρκετές ποιοτικές εταιρείες οι οποίες υπόσχονται σημαντικά κέρδη, όταν οι συνθήκες ευνοήσουν την είσοδό τους στο χρηματιστήριο. *[Net Business 01/05/02]*

5.2 Ο θεσμός στην Ευρώπη

Η ευρωπαϊκή σκηνή είναι η δεύτερη σε σημασία και σε βαθμό περιοχή εξάπλωσης και ανάπτυξης του ΕΚΥΚ, ικανή να συναγωνιστεί την αμερικανική αγορά, διαγράφοντας καθ' όλη τη δεκαετία του '80 και '90 μία αύξουσα πορεία με την πρωτοκαθεδρία ακόμη φανερότερη και στις μέρες μας στην Αγγλία. (Σχήμα 5ζ)



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

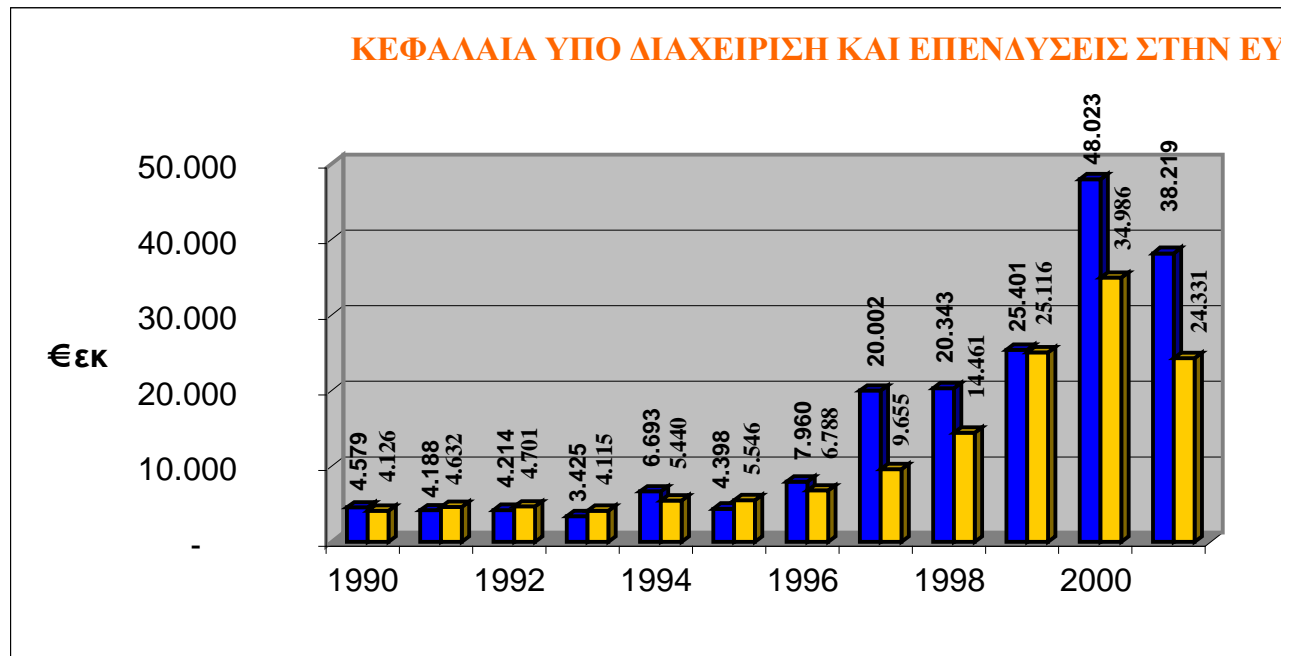
ΠΙΝΑΚΑΣ 5η

**ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ
ΑΝΑ ΧΩΡΑ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ (2001)**

ΧΩΡΕΣ	ΑΝΤΙΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΕΠΕΝΔΕΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
Αγγλία	20.485	6.926
Γαλλία	5.492	3.287
Γερμανία	3.713	4.435
Ιταλία	1.875	2.185
Σουηδία	1.815	2.043
Ισπανία	751	1.199
Ολλανδία	716	1.887
Ελβετία	667	243
Βέλγιο	651	410
Δανία	494	331
Φιλανδία	407	257
Νορβηγία	366	279
Ιρλανδία	210	145
Πολωνία	176	150
Αυστρία	137	147
Πορτογαλία	118	108
Ουγγαρία	60	143
Ελλάδα	51	104
Τσεχική Δημοκρατία	24	26
Ισλανδία	6	18
Σλοβακία	5	9
ΣΥΝΟΛΟ	38.219	24.331

ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

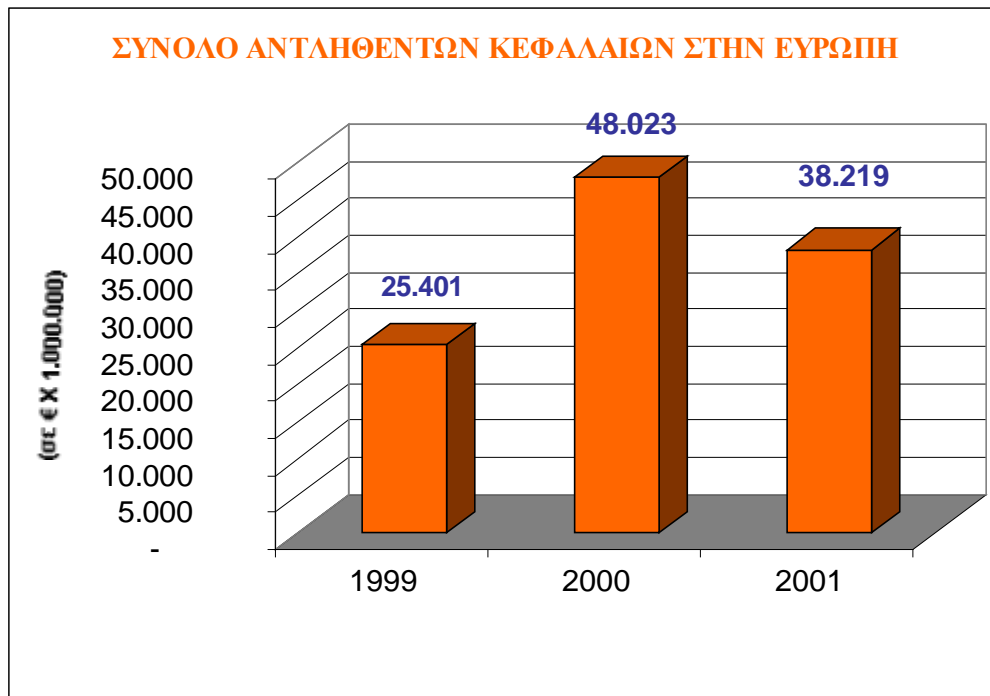
ΣΧΗΜΑ 50



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

Το ενθαρρυντικό όμως αυτό σκηνικό άλλαξε μετά το “boom” του 1999, και σταδιακά για τα σημερινά δεδομένα έχουμε: Τα συνολικά ευρωπαϊκά κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν για τις επενδύσεις μετοχικού κεφαλαίου το 2001, αυτά έφθασαν τα € 38,2 δις συμπεριλαμβανομένου και των κεφαλαιακών κερδών σημειώνοντας μία πτώση της τάξεως του 20% από το ρεκόρ όλων των προηγούμενων ετών, τα € 48 δις που συγκεντρώθηκαν προς άντληση το 2000.

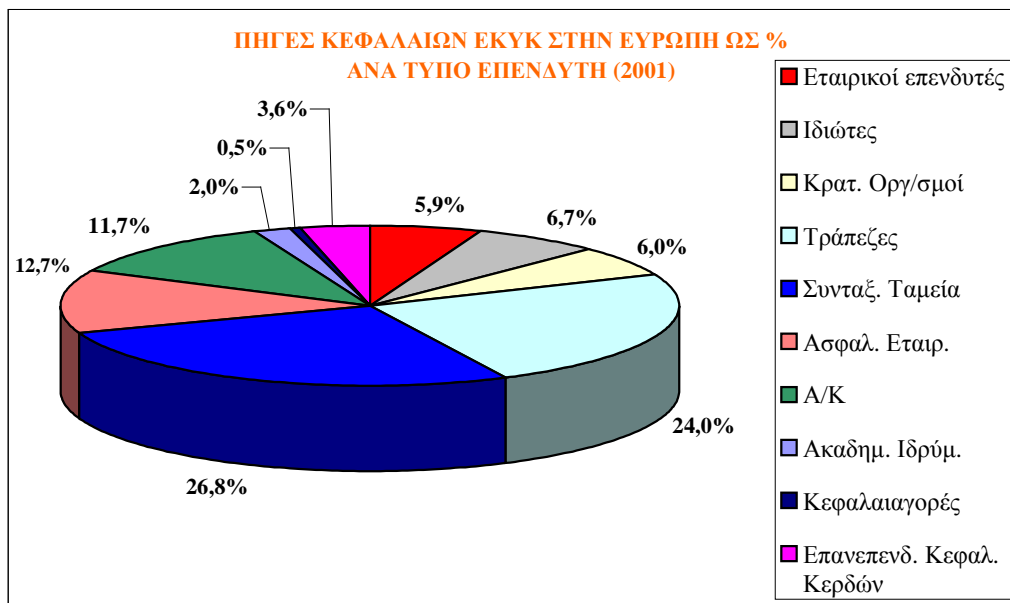
ΣΧΗΜΑ 5ι



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

Αξίζει να σημειωθεί πως τα ηνία των επενδύσεων διατήρησαν τα συνταξιοδοτικά ταμεία τα οποία χρηματοδότησαν επενδύσεις ύψους 9,8 δις. ευρώ. Το ποσό αυτό αντιστοιχεί στο 26,8% των συνολικών κεφαλαίων που συγκέντρωσαν το 2001 οι ευρωπαϊκές εταιρείες Private Equity, με τις τράπεζες να συνεισφέρουν το 24% και τις ασφαλιστικές το 13%. Όπως, μάλιστα, προκύπτει από τα στοιχεία και των προηγούμενων ετών, οι επενδύσεις εκ μέρους των συνταξιοδοτικών ταμείων στον κλάδο του Private Equity αυξάνονται διαρκώς σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες -στο πλαίσιο πάντοτε των επιτρεπτών ορίων που καθορίζονται από την νομοθεσία του κάθε κράτους - καθιστώντας κατά τον τρόπο αυτό τα Pension Funds σε βασική πηγή χρηματοδότησης της αγορά Private Equity. [EVCA, Yearbook 2002]

ΣΧΗΜΑ 5κ



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

ΠΙΝΑΚΑΣ 5λ

**ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΚΥΚ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ
ΑΝΑ ΤΥΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΗ**

(€x 1000)

	2000	2001
Εταιρικοί Επενδυτές	4.787.360	2.154.160
Ιδιώτες	3.269.779	2.428.029
Κρατικοί Οργανισμοί	2.444.958	2.190.771
Τράπεζες	9.554.114	8.735.023
Συνταξιοδοτικά Ταμεία	10.654.717	9.776.204
Ασφαλιστικές εταιρείες	5.687.227	4.622.410
Α/Κ	5.017.284	4.268.328
Ακαδημαϊκά ιδρύματα	197.928	744.787
Κεφαλαιαγορές	552.726	198.244
Λοιπά	1.844.149	1.298.700
Επανεπενδ. Κεφαλ. Κερδών	4.013.148	1.802.115
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΝΤΛΗΘ. ΚΕΦΑΛΑΙΑ	48.023.389	38.218.772

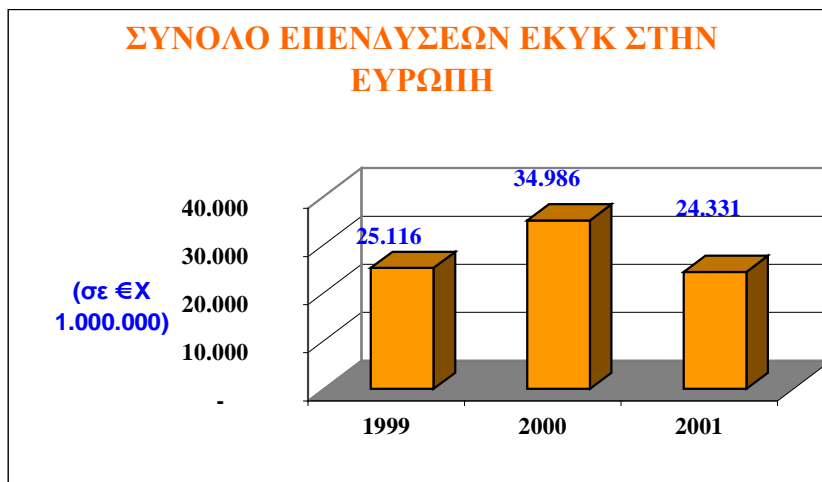
ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 200

Ούτως ή άλλως, οι επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου χαρακτηρίζονται από μακροπρόθεσμο ορίζοντα (όπως, επίσης, και οι τοποθετήσεις των χρημάτων των συνταξιοδοτικών ταμείων), εντός του οποίου υποστηρίζεται ότι μπορούν να απορροφηθούν οι τυχόν διακυμάνσεις των αγορών, να εξισορροπηθούν τα αναλαμβανόμενα ρίσκα και να εξασφαλιστούν εν τέλει αξιοπρεπείς αποδόσεις.

Μία από τις χώρες η οποία επενδύει σημαντικό μέρος των συνταξιοδοτικών της ταμείων σε Private Equity είναι η Βρετανία. Οι βρετανικές, μάλιστα, ΕΚΕΣ σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του EVCA ηγήθηκαν του συνόλου των επενδύσεων του κλάδου και στο 2001, συγκεντρώνοντας περί τα 7 δισ. ευρώ (που αναλογεί περίπου στο 1/3 των συνολικών κεφαλαίων που εισέρευσαν στην ευρωπαϊκή αγορά Private Equity τον προηγούμενο χρόνο).

Το 2001 ήταν από τις χειρότερες στην ιστορία των επενδυτών ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου. Στο σύνολο τους, οι επενδύσεις του Private Equity στην Ευρώπη μειώθηκαν κατά 31% φτάνοντας τα €24,3 δισ από τα €34,9 δισ το 2000. Προσπαθώντας να συνέλθουν από την πρόσφατη οικονομική κρίση, οι περισσότερες ΕΚΕΣ κράτησαν κλειστά τα «πορτοφόλια» τους, με ελάχιστες εξαιρέσεις. Το κλίμα οικονομικής αναταραχής που επικράτησε το 2001 έπιασε απροετοίμαστους τους Ευρωπαίους επιχειρηματικούς κεφαλαιούχους. [ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ 5/1/2002]

ΣΧΗΜΑ 5μ



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

Κάποια ενδεικτικά στοιχεία του αρνητικού κλίματος αντικατοπτρίζονται στον αριθμό και την αξία της «διαγραφής» - πρόκειται για την περίπτωση όπου το επιχειρηματικό ταμείο σταματάει να επενδύει σε μια εταιρεία και υπολογίζει την αξία της ως μηδενική.

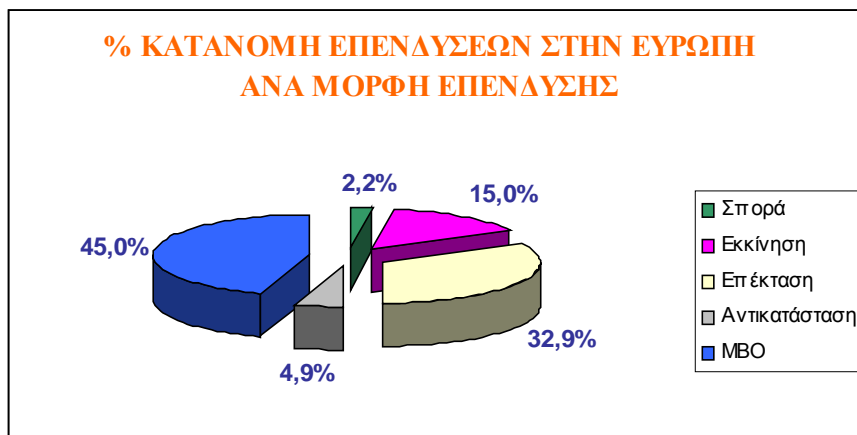
Έτσι το 2001, οι ΕΚΕΣ κατέγραψαν 2,8 δισ ευρώ από τη διαγραφή 1654 εταιρειών, έναντι 689 εκ ευρώ από διαγραφή 896 εταιρειών το 2000, με βάση τα στοιχεία του EVCA. [EVCA, Yearbook 2002, σελ 86]

Το 2001, το συνολικό ποσό των αποεπενδύσεων (divestments) αυξήθηκε κατά 37% στα € 12,5 δις από τα € 9,1 δις τον προηγούμενο χρόνο. Η πώληση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας σε τρίτους (trade sale) συνεχίζει να είναι η πιο δημοφιλής μέθοδος εξόδου η οποία αυξήθηκε κατά 41% από €3 δις σε €4,2 δις, με μικρότερο όμως αριθμό αποεπενδύσεων 1534 (από 1542 το 2000).

Ακόμη όμως και εκείνες οι επενδύσεις που δεν διεγράφησαν δημιούργησαν αρκετά προβλήματα στις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου. Με τις χρηματιστηριακές αγορές να έχουν ουσιαστικά κλείσει τις πόρτες τους στις αρχικές δημόσιες εγγραφές (μειώθηκαν κατά 56%, από 249 σε 47 εταιρείες), οι ΕΚΕΣ βρέθηκαν αντιμέτωπες με το επώδυνο δίλημμα είτε να διοχετεύσουν περισσότερα χρήματα στις εταιρείες είτε να τις διαγράψουν. [EVCA, Yearbook 2002, σελ 86]

Κατά το 2001, οι Ευρωπαίοι venture capitalists επένδυσαν μόλις 3,6 δισ. ευρώ σε εταιρείες πρώιμου σταδίου (ποσοστό 17% από το ολικό), ποσό κατά 38% χαμηλότερο από τα 5,8 δισ. ευρώ που επενδύθηκαν την αντίστοιχη περίοδο του 2000, με βάση τον EVCA (ΣΕΛ 75) Το ποσοστό των εξαγορών έναντι του συνολικού ποσού, αυξήθηκε από 41% σε 45%, όμως το ποσό που επενδύθηκε μειώθηκε από 14,4 σε 10,9 δις ευρώ.

ΣΧΗΜΑ 5v



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

Κάμψη της τάξης του 37,5% (Πίνακας 5ξ) σημείωσαν και οι επενδύσεις Private Equity και Venture Capital στον τεχνολογικό τομέα το 2001, σύμφωνα με την τελευταία μελέτη του EVCA αποτυπώνοντας την αρνητική διεθνή χρηματοοικονομική συγκυρία. Παρ' όλα αυτά, το ύψος των επενδύσεων στον τεχνολογικό τομέα ανήλθε σε 6,8 δις. ευρώ, εκ των οποίων τα μισά απορροφήθηκαν από εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και, ιδίως, στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών. Οι επενδύσεις στη βιοτεχνολογία, αν και παρέμειναν σε επίπεδα υψηλότερα εκείνων του 1999, υποχώρησαν σε σχέση με το 2000 και διαμορφώθηκαν σε 844 εκατ. ευρώ. [Net Business 13/06/02] Ο κλάδος των καταναλωτικών προϊόντων συνεχίζει να απολαμβάνει τη «μερίδα του λέοντος» των επενδύσεων (€3,7 δις), αλλά με μία πτώση 41,6% σε σχέση με τα 6,4 δις ευρώ του 2000. [EVCA, Yearbook 2002, σελ 76]

ΠΙΝΑΚΑΣ 5ξ

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΑΝΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ ΚΛΑΔΟ		
ΚΛΑΔΟΙ	2000 (€x 1000)	2001 (€x 1000)
Επικοινωνίες	4.818.126	3.372.118
Υπολογιστές	4.660.342	2.990.571
Ηλεκτρονικά	1.356.319	576.994
Βιοτεχνολογία	1.017.185	843.672
Ιατρ./ Υγεία	2.767.514	1.629.278
Ενέργεια	248.426	685.529
Καταναλωτικά	6.463.101	3.771.746
Βιομηχ. Προϊόντα	3.494.188	2.010.334
Χημικά	1.023.394	1.631.396
Αυτοματισμοί	720.860	271.775
Αλλ. Κατασκευές	3.264.158	1.491.381
Μεταφορά	413.755	564.255
Χρηματοοικονομικά	642.879	626.830
Αλλ. Υπηρεσίες	1.963.850	1.421.569
Αγροτικά	85.916	97.840
Κατασκευές	625.185	1.473.807
Λοιπά	1.420.553	872.265
ΣΥΝΟΛΟ	34.985.751	24.331.360
ΕΠΕΝΔ. ΥΨΗΛ. ΤΕΧΝ.	10.976.494	6.858.170

ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

Η εξασφάλιση νέας χρηματοδότησης αναμένεται να είναι ιδιαίτερα δύσκολη για αρκετές εταιρείες. Οι ΕΚΕΣ ευελπιστούν ότι μόλις αρχίσει η ανάκαμψη της οικονομίας

θα είναι σε θέση να αποχωρήσουν από ορισμένες επενδύσεις, ωθώντας τις αποδόσεις και πάλι σε θετική περιοχή και ενθαρρύνοντας την επενδυτική δραστηριότητα. Όμως το τριψήφιο ποσοστό απόδοσης της εποχής της ευημερίας του διαδικτύου αποτελεί μακρινή ανάμνηση.

Έτσι και για το α' τρίμηνο του 2002, σύμφωνα με ερευνητικά στοιχεία που παρουσίασαν η Ernst & Young και η VentureOne, οι Ευρωπαίοι επενδυτές επιχειρηματικού κεφαλαίου τοποθέτησαν το πρώτο τρίμηνο μόλις 1,184 δισ. ευρώ σε εταιρείες, ποσό κατά 32% χαμηλότερο από τα 1,745 δισ. ευρώ του τετάρτου τριμήνου του 2001. Έναντι του δευτέρου τριμήνου του 2000 -τότε που οι εταιρείες είχαν συγκεντρώσει το ποσό-ρεκόρ των 5,649 δισ. ευρώ- οι επενδύσεις έχουν υποχωρήσει σε ποσοστό 79%. [NAYTEMΠΟΡΙΚΗ 25/05/2002]

5.3 Ο θεσμός στην Ελλάδα

5.3.1 Πορεία του θεσμού και στρατηγική των ελληνικών ΕΚΕΣ

Ο θεσμός του ΕΚΥΚ είναι μία σχετικά νέα μορφή χρηματοδότησης, η οποία εμφανίστηκε στις ΗΠΑ μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Στην Ευρώπη, ο κλάδος των επιχειρηματικών συμμετοχών «μετανάστευσε» πριν από περίπου 50 χρόνια, αλλά άρχισε να αναπτύσσεται, ουσιαστικά, τη δεκαετία του '80. Στην Ελλάδα, αρχίζει να αναπτύσσεται στις αρχές της δεκαετίας του '90, με τη δημιουργία της πρώτης διδάξασας και μεγαλύτερης στο είδος της μέχρι σήμερα εταιρείας, της "Global Finance", από τον κ. Άγγελο Πλακόπιτα, πρωτοπόρο στην ανάπτυξη του Venture Capital και του Private Placement στην Ελλάδα, τον επονομαζόμενο «γκουρού» των επιχειρηματικών συμμετοχών. Η πλειοψηφία των υπολοίπων ΕΚΕΣ ιδρύθηκε μόλις τα τελευταία 2-3 χρόνια ως απόηχος των εξελίξεων στο εξωτερικό.

Η χρηματοδότηση μέσω του θεσμού του ΕΚΥΚ έχει οδηγήσει σε εντυπωσιακή ανάπτυξη τις περισσότερες επιχειρήσεις που την αξιοποίησαν. Πολλές από τις μεγαλύτερες σήμερα ελληνικές επιχειρήσεις (Γερμανός, Chipita, Goody's, Δέλτα, Όμιλος Χατζηιωάννου, LogicDIS, Inform Λύκος κ.ά.) έσπευσαν να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα που τους προσέφερε το επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κινδύνου για την ανάπτυξη είτε των εσωτερικών είτε των διεθνών δραστηριοτήτων τους με προφανή αποτελέσματα.

Παρά τα πρώτα θετικά αποτελέσματα, η μεγάλη αύξηση του χρηματιστηρίου την περίοδο 1998-1999 λειτούργησε ανασταλτικά για την ανάπτυξη του θεσμού, που παρουσιάζει πάλι μεγάλη αύξηση τα τελευταία δύο χρόνια. *[Βασιλείου Μαρία 2001]* Το χρηματιστήριο δεν αφήνει αδιάφορες τις ΕΚΕΣ γιατί «δρα ανταγωνιστικά», καθώς αποτελεί πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις εταιρείες. Όποιες λοιπόν είναι σε θέση να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο, αποφεύγουν να απευθυνθούν σε εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Από την άλλη όμως πλευρά του νομίσματος, “οι venture capitalists δεν λειτουργούν ανεξάρτητα από τη χρηματιστηριακή αγορά.” παρατηρεί ο κ. Βλάσης Γεωργάτος, Διευθύνων Σύμβουλος της «Γρηγόρης Μικρογεύματα». Η άνοδος του ΧΑΑ πριν από το Σεπτέμβριο του 1999, όπως και στις ΗΠΑ η άνοδος του NASDAQ, αποτελούσε εγγύηση για τους επιχειρηματικούς κεφαλαιούχους καθώς μέσω του χρηματιστηρίου θα εξασφάλιζαν τις απαραίτητες αποδόσεις. Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι μέσα στο 1999 οποιαδήποτε εταιρεία εισερχόταν στο ΧΑΑ είχε εντυπωσιακή πορεία τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης της μετοχής της, εξασφαλίζοντας εξίσου σημαντικές αποεπενδύσεις για τα Venture Capital που τις είχαν στηρίξει. Έτσι, όπως αναφέρει ο κ. Μητσοτάκης από την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, “φτάσαμε στο σημείο, λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά από την υπερβολική συμπεριφορά του Χρηματιστηρίου, τα Venture Capital να εξασφαλίζουν μεγάλες αποδόσεις, όταν επένδυναν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής τους και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο ΧΑΑ. Αυτό συνέβαινε αντίθετα με τον κανόνα που λέει ότι όσο σε πιο πρώιμο στάδιο επενδύσεις, τόσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο και επομένως και η απόδοση που πρέπει να προσμένεις. Το αποτέλεσμα είναι να αυξηθούν οι επενδυτές που ήθελαν να επενδύσουν σε ένα Venture Capital, ελπίζοντας ότι οι αποδόσεις εκείνης της εποχής θα μπορούσαν να επαναληφθούν στο διηνεκές. Η αύξηση των ΕΚΕΣ έφερε περισσότερους στο «κυνήγι» των καλών εταιρειών και κατέστησε πιο δύσκολο τον εντοπισμό αξιόλογων επενδυτικών ευκαιριών”. *[Μητσοτάκης Κυρ. 1/10/2000]*

Αυτή όμως η τακτική εκμετάλλευσης του “boom” του ΧΑΑ απέφερε τα επιθυμητά έως το φθινόπωρο του 1999. Ο κ. Αλυσανδράτος (Vectis Capital) συμπληρώνει ότι “μέχρι πριν 2-3 χρόνια, ο τραπεζικός δανεισμός ήταν πολύ ακριβός. Όριμες εταιρείες με αρκετή διείσδυση στην αγορά που ήθελαν να αναπτυχθούν δεν έβρισκαν φθηνά δανειακά κεφάλαια και έτσι αναγκάζονταν να καταφύγουν σε μετοχικά

κεφάλαια. Έτσι, τα ελληνικά Venture Capital «καλόμαθαν» στο να επενδύουν σε ώριμες επιχειρήσεις με χαμηλότερο ρίσκο. *[Μητσοτάκης Κυρ. 1/10/2000]*

Στο σημείο αυτό, πρέπει όμως να αναφέρουμε εμβόλιμα και τις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν στην επιχειρηματική κουλτούρα μεταξύ Ευρώπης (μαζί με την Ελλάδα) και ΗΠΑ. Κατά τον κ. Κούρτη, Διευθυντή Επενδύσεων της Global Finance, οι Ευρωπαίοι είναι περισσότερο συντηρητικοί, «πιστοί» στη μεγάλη επιχείρηση, και λιγότερο διαθέσιμοι για επιχειρηματικές «περιπέτειες». Η Ευρώπη έχει μεγάλη δυσκολία να χειριστεί το start-up και το μεγάλο ρίσκο που αυτό συνεπάγεται. Το νομικό καθεστώς για τη χρεοκοπία είναι πολύ αυστηρό και οι συνέπειες της χαρακτηρίζουν πολύ αρνητικά και ακολουθούν τους επιχειρηματίες για το υπόλοιπο της καριέρας τους. Στην Αμερική, εάν υπάρχει και κάποια χρεοκοπία στο παρελθόν του επιχειρηματία, τότε θεωρείται περισσότερο έμπειρος. Τέλος, η έρευνα και η ανάπτυξη νέων προϊόντων στην Ευρώπη γίνονται είτε στα πανεπιστήμια είτε στις μεγάλες εταιρείες. Στις ΗΠΑ, μόνο η ιδέα ξεπηδά από το πανεπιστήμιο, ενώ η εμπορική αξιοποίηση γίνεται μέσα από ιδιωτική επιχειρηματική προσπάθεια των πρωτεργατών-επιστημόνων. *[ne.o Νοέμβρ. 2001, σελ 82]*

Στην Ελλάδα τα συμπτώματα της γενικότερης παγκόσμιας κρίσης έγιναν επίσης ορατά. Ο κ. Αλυσανδράτος (Vectis Capital) αναφέρει: “Η ύφεση που υπάρχει είναι πλέον ορατή από όλους τους κλάδους. Οι επιχειρηματίες είναι σε κατάσταση άμυνας, δεν αναλαμβάνουν “εκκολαπτόμενα” ρίσκα και έτσι δεν βρίσκουμε και εμείς όσες ευκαιρίες βρίσκαμε παλιότερα. Η ροή των ευκαιριών έχει εξασθενήσει σημαντικά”.

Κατά τον κ. Χατζησάρρο (Alpha Ventures) οι ελληνικές εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών “προτιμούν να επενδύουν στη φάση που υπάρχει ήδη ένα προϊόν και χρειάζεται να βγει στην παραγωγή, και όχι στη φάση σχεδιασμού και ανάπτυξης του”. Έτσι, λαμβάνοντας υπόψιν τη γενικότερη επικρατούσα αρνητική συγκυρία και την πιο συντηρητική αυτή νοοτροπία των ελληνικών ΕΚΕΣ, το ελληνικό venture capital έχει αναδειχθεί σε «ατμομηχανή» της επέκτασης ελληνικών εταιρειών στα Βαλκάνια ή στην Α. Ευρώπη, όπως οι “Μύλοι Αγίου Γεωργίου” και η “Neoset”. «Κατά τον ίδιο: “...λόγω έλλειψης βάθους της χρηματιστηριακής αγοράς σε νέες επιχειρηματικές προσπάθειες, στρεφόμαστε σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδια expansion ή restructuring, οι οποίες έχουν ήδη ένα καλό όνομα και εδραιωμένα προϊόντα στην αγορά, καλό management και απλώς χρειάζονται μία ένεση equity για περαιτέρω εξάπλωση ή εξυγίανση”.

Άλλες φορές, πάλι, είναι δύσκολο να ορίσει κανείς ακριβώς αν πρόκειται για στάδιο επέκτασης ή εκκίνησης. Για παράδειγμα, μία ελληνική εταιρεία μπορεί να είναι

μία start-up εταιρεία στην περιοχή των Βαλκανίων αλλά στην πραγματικότητα να είναι μία εγκαθιδρυμένη στο χώρο της επιχείρησης, η οποία διαθέτει την τεχνογνωσία και εμπειρία στον τομέα της και απλά επιθυμεί να επεκτείνει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες και στο εξωτερικό.

Ο κ. Γρίσπος και Χριστογιάννης από την Alpha Trust Innovation, συμπληρώνουν ότι “σίγουρα η επιθυμία για ανάληψη σχετικά μεγάλου κινδύνου δεν είναι πλέον τόσο μεγάλη όσο παλαιότερα, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δε σκοπεύουμε να χρηματοδοτήσουμε νέες, αναπτυσσόμενες εταιρείες”. Και συνεχίζει: “Εξετάζουμε αναλυτικά εκείνες τις περιπτώσεις όπου υπάρχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, αλλά παράλληλα αναζητούμε την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί κύκλο εργασιών. Με άλλα λόγια, δε θέλουμε να λείπει από τη διοίκηση ο ζήλος για επίτευξη πωλήσεων στην Ελλάδα και σε ξένες αγορές”.

Ο κ. Μητσοτάκης συμπληρώνει: “Εμείς, ως Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, είμαστε διατεθειμένοι να επενδύσουμε σε start-ups επιχειρήσεων, δηλαδή σε επιχειρήσεις που ακόμη δεν έχουν δείξει το πρώτο δείγμα γραφής τους, υπό την προϋπόθεση ότι θα πεισθούμε για την ποιότητα της διοικητικής ομάδας και τη βιωσιμότητα του επιχειρηματικού τους σχεδίου. *[Μητσοτάκης Κυρ. 1/10/2000]*

Όμως, οι ζημιόγρονες συνέπειες της υπερκατανάλωσης και των υπερβολών στις ΗΠΑ στο τέλος της περασμένης δεκαετίας, και φυσικά της φούσκας του NASDAQ δεν επηρέασαν το ίδιο τον ελληνικό επιχειρηματικό κόσμο, καθώς όπως ο κ. Κούρτης χαρακτηριστικά λέγει: “Εμάς δεν μας συγκίνησαν οι σειρήνες της «Νέας Οικονομίας» χωρίς στόχους και προσδοκίες. Δεν κάναμε επενδύσεις στο χώρο του internet. Στο χώρο της τεχνολογίας η έμφαση μας εντοπίζεται στη δημιουργία προϊόντων υψηλής προστιθέμενης αξίας. Στην Ελλάδα κρίνουμε ότι τέτοιες είναι οι εταιρείες software και υπηρεσιών και εκεί κάναμε τις περισσότερες επενδύσεις”. *[ne.o, Ιούλιος 2002]* Η τεχνολογία ελκύει την προσοχή και των εν Ελλάδι επιχειρηματικών κεφαλαιούχων, “...έχοντας όμως διδαχθεί από την πρόσφατη αμερικανική εμπειρία, η επιλογή γίνεται πολύ προσεκτικά. Στην Ελλάδα το πρώτο εξάμηνο του 2000 μόνο πέντε εταιρείες του τομέα της τεχνολογίας έλαβαν χρηματοδότηση μέσω ΕΚΥΚ”.

Ο αριθμός των τεχνολογικών εταιρειών που χρηματοδοτούνται με το ΕΚΥΚ αναμένεται να αυξηθεί χάρη στη δημιουργία του «Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας» (TANEO), που ιδρύθηκε από το υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, και θα σχολιαστεί στο επόμενο κεφάλαιο.

Ιδιαίτερης σημασίας για τις ΕΚΕΣ αποτελούν και τα μέτρα που ανακοίνωσε το ΥΠΕΘΟ για τη στήριξη της επιχειρηματικότητας στο περιβάλλον της νέας οικονομίας, μερικά από τα οποία είναι:

Φορολογικές ελαφρύνσεις

- Η μείωση του φορολογικού συντελεστή ως και 10 ποσοστιαίες μονάδες για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες που συγχωνεύονται ή εξαγοράζει η μία την άλλη, για δύο χρόνια
- Κατάργηση της φορολογίας του 17% στο venture capital νέας οικονομίας και επιβολή ενός μικρού φόρου της τάξεως του 3/1.000 επί του ενεργητικού τους.

[Αν. Καραμήτσος, 26-08-2001]

Ρυθμίσεις για τη διευκόλυνση έναρξης δραστηριότητας επιχειρήσεων

- Απλούστευση διαδικασιών για την ίδρυση επιχειρήσεων όλων των νομικών μορφών
- Περιορισμός της απαίτησης χρήσης φορολογικής ενημερότητας σε 50% των περιπτώσεων έναρξης νέων εταιρειών
- Ηλεκτρονική υποβολή δηλώσεων για όλες τις επιχειρήσεις

Κεφαλαιαγορά

- Κίνητρα για την ανάπτυξη των ΕΚΕΣ μέσω του ΤΑΝΕΟ
- Ενίσχυση του αναπτυξιακού νόμου 2601/98, που έχει δημιουργήσει 16.000 νέες θέσεις εργασίας την τελευταία πενταετία στην αγορά
- Λειτουργία της ΝΕΧΑ
- Δημιουργία οργανωμένης δευτερογενούς αγοράς εταιρικών ομολόγων για τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης των εταιρειών κ.ά.
- Επιπλέον αποφασίστηκαν η ενθάρρυνση των stock options (επενδυτική πρωτοβουλία), η διάθεση 750δισ δρχ για την ανάπτυξη της “κοινωνίας της πληροφορίας” και η σύσταση νομοπαρασκευαστικής επιτροπής για ό,τι αφορά τις εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις. [*“Τα μέτρα του ΥΠΕΘΟ για τη στήριξη της επιχειρηματικότητας στη νέα οικονομία” in.gr 28/07/2000*]

5.3.2 Μορφές Επενδύσεων του ελληνικού ΕΚΥΚ

Πιο αναλυτικά, οι επενδύσεις στο χώρο του ΕΚΥΚ έχουν πέσει σε χειμερία νάρκη. Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία, το 2001 έγιναν συνολικά λιγότερες από το

1/3 των επενδύσεων που είχαν γίνει το 2000. Επιπλέον, οι ΕΚΕΣ προτίμησαν να στηρίξουν με νέο χρήμα όσες από τις παλιές τους επενδύσεις έκριναν ότι θα καταφέρουν να ξεπεράσουν την κρίση και θα επιζήσουν. Εστίασαν την προσοχή τους σχεδόν αποκλειστικά σε αυτές, κλείνοντας τις ζημιογόνες και ανέλπιδες επενδύσεις τους και αρνούμενοι να στηρίξουν καινούργιες προτάσεις μέχρι να περάσει η γενικότερη κρίση. Σήμερα είναι εξαιρετικά δύσκολο για μία ομάδα των επιχειρηματιών να βρει χρήματα για τον πρώτο γύρο χρηματοδότησης. [ne.o, Ιούλιος 2002]

Σύμφωνα με την έκθεση για το 2001 του European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), το συνολικό ποσό που συγκεντρώθηκε προς επένδυση (amount raised) από τις ελληνικές εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου έφτασε μόλις τα 51 εκ ευρώ σε σύγκριση με τα 305 εκ ευρώ (100 δις δρχ) το 2000 (26 δις δρχ το 1999). Γεωγραφικά, η Ελλάδα αποτελεί την πρωταρχική πηγή των κεφαλαίων και το 2001 με ποσοστό 77% περίπου των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων σε σύγκριση με το 66% το 2000.

Συγκεκριμένα, το 86,7% των συνολικών χρημάτων που συγκεντρώθηκαν προς επένδυση προήλθε από τις τράπεζες και το υπόλοιπο 13,3% από τα Ταμεία Συνταξιοδότησης και τα κεφαλαιακά κέρδη. (Σχήμα 5i)

ΣΧΗΜΑ 5i

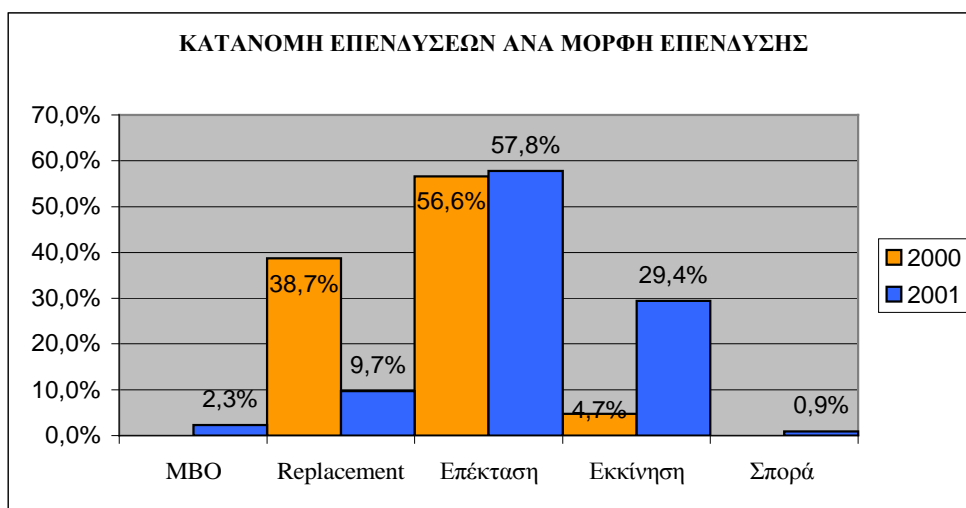


ΠΗΓΗ : EVCA, Yearbook 2002

Το 2001, εμφανώς επηρεασμένο από το αρνητικό κλίμα οικονομικής συγκυρίας και επένδυσης, το συνολικό ποσό που επενδύθηκε (amount invested) σημείωσε πτώση της τάξεως του 47% από τον προηγούμενο χρόνο – από 195 εκ ευρώ (2000) σε 104 εκ ευρώ (2001). Ο αριθμός των επενδύσεων επίσης έπεσε από 78 σε 49.

Όσον αφορά τα στάδια χρηματοδότησης, το στάδιο της επέκτασης συνεχίζει και το 2001 να απολαμβάνει το μεγαλύτερο μερίδιο από το συνολικό ποσό που επενδύθηκε, σε ποσοστό 57,8% (56,6% το 2000), ενώ παρατηρούμε μία στροφή στο ποσοστό που επενδύθηκε σε start-up εταιρείες, το οποίο έφτασε το 2001 το 29,4% του συνολικού ποσού, έναντι μόλις του 4,7% το 2000. Η εξαγορά μεριδίων απερχόμενου εταίρου (replacement capital) αναλογεί μόνο στο 9,7% έναντι του 38,7% το 2000. Τέλος, οι εξαγορές (2,3%) και το κεφάλαιο σποράς (0,9%) αποτελούν μειοψηφία. (Σχήμα 5ii)

ΣΧΗΜΑ 5 ii



ΠΗΓΗ : EVCA, Yearbook 2002

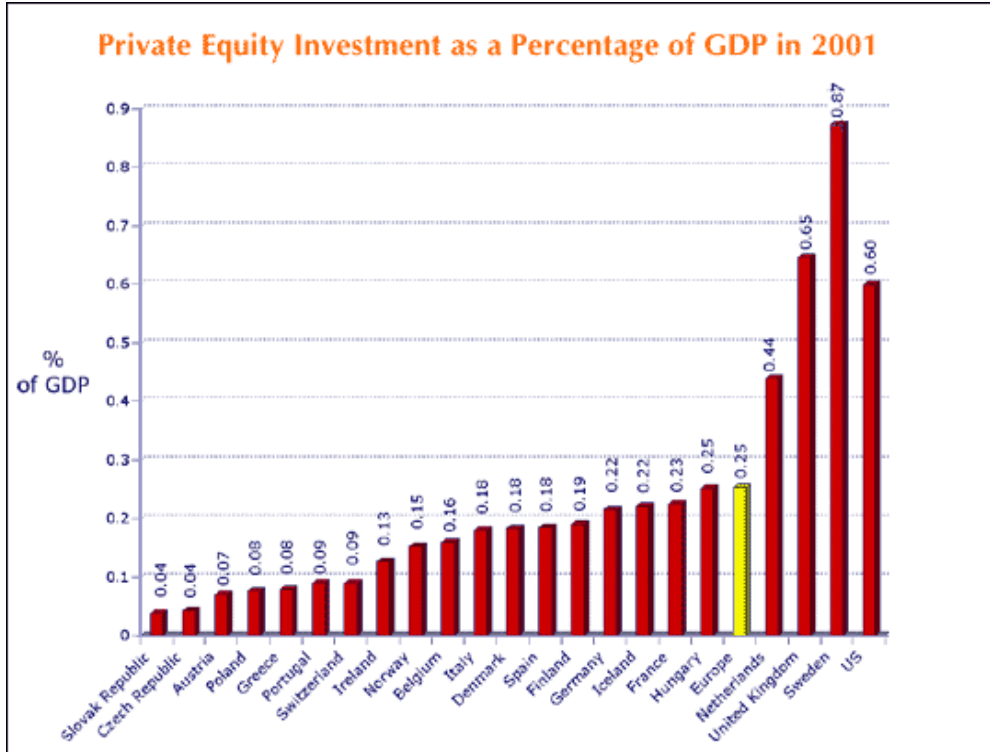
Για την τελευταία θέση στην κατάταξη μεταξύ των υπολοίπων ευρωπαϊκών χωρών «μάχεται» η Ελλάδα ως προς τη διοχέτευση κεφαλαίων σε επενδύσεις Private Equity¹, αλλά και ως προς το ύψος των πραγματοποιούμενων επενδύσεων ως ποσοστό του εγχώριου ΑΕΠ. (Σχήμα 5iii)

Κατά τον κ. Κούρτη, Διευθυντή Επενδύσεων της Global Finance, στην Ευρώπη και στην Ελλάδα η συντριπτική πλειοψηφία των κεφαλαίων ιδιωτικών επενδύσεων (private equity) απευθύνεται σε επενδύσεις σε μεγάλες, ώριμες ή γοργά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Το ποσοστό του «καθαρούαιμου» venture capital (δηλ επενδύσεις σε ιδέες, στη δημιουργία νέων εταιρειών ή και σε νεαρές εταιρείες στη φάση της αρχικής ανάπτυξης τους) είναι πολύ περιορισμένο, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στις ΗΠΑ. [*ne.o Νοεμβρίου 2001, σελ 82*]

¹ Το Private Equity είναι ένας γενικευμένος όρος, ο οποίος εμπεριέχει επενδύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα σε επιχειρηματικά "έμβρυα" (start - ups) έως και εξαγορές ποσοστών, ήδη, εγκαθιδρυμένων στον επιχειρηματικό κόσμο εταιρειών.

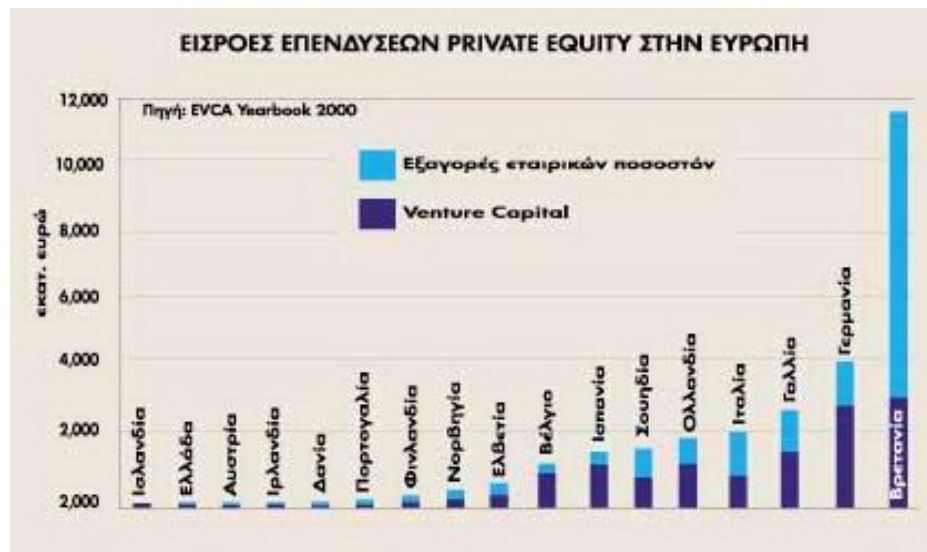
Όσον αφορά το στάδιο σποράς (seed capital) και την έρευνα (R&D projects), είναι ελκυστικά αλλά δύσκολο να εφαρμοστούν καθώς οι ελληνικές ΕΚΕΣ αποστρέφονται τον υπερβολικό κίνδυνο.

ΣΧΗΜΑ 5iii



ΠΗΓΗ: EVCA, Yearbook 2002

ΣΧΗΜΑ 5iv



Οι εξαγορές αποτελούν ένα νέο πεδίο ενασχόλησης για το ελληνικό κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών. Ένας από τους λόγους έλλειψης των MBOs στην Ελλάδα είναι το γεγονός ότι οι ελληνικές εταιρείες είναι αρκετά «νεαρές» ενώ τα MBOs συνήθως λαμβάνουν χώρα όπου υπάρχουν δεύτερες και τρίτες γενεές ιδιοκτητών.

Μία άλλη ενδιαφέρουσα οπτική γωνία του ελληνικού venture capital αποτελεί η κατανομή των επενδύσεων ανά κλάδο. Έτσι, από τον παρακάτω πίνακα βλέπουμε ο κλάδος με τα καταναλωτικά προϊόντα (Consumer Related) κυριαρχεί έναντι των άλλων κλάδων, και σε αριθμό (15) και σε αξία (40.276.000 ευρώ και ποσοστό 38,8% του συνολικού ποσού επενδύσεων), και ο λόγος για αυτό είναι κυρίως το γεγονός ότι η πλειοψηφία των επενδύσεων στα Βαλκάνια και στην Ανατολική Ευρώπη αφορά καταναλωτικά αγαθά. (Σχήμα 5v)

ΣΧΗΜΑ 5v

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΑΝΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟ ΚΛΑΔΟ				
Κλάδος	2000 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%	2001 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%
Επικοινωνίες	60.058	30,8	28.282	27,2
Υπολογιστές	55.868	28,7	6.623	6,4
Ιατρικά	858	0,4	7.105	6,8
Ενέργεια	-		301	0,3
Καταναλωτικά	14.289	7,3	40.276	38,8
Άλλες Βιομ. Κατασκ	51.868	26,6	-	-
Βιομηχ. Παραγωγή	-	-	3.717	3,6
Μεταφορά	5.061	2,6	4.816	4,6
Χρημ/κά	-	-	1.198	1,2
Άλλες υπηρεσίες	2.205	1,1	5.298	5,1
Αγροτικά	4.729	2,4	6.233	6,0
Λοιπά	65	-	-	-
ΣΥΝΟΛΟ	195.002	100,0	103.850	100,0
Υποσύνολο Υψηλής Τεχνολογίας	115.926	59,4	15.945	15,4

ΠΗΓΗ : EVCA, Yearbook 2002

Οι εγχώριες επενδύσεις αντιπροσώπευαν το 44,3% των συνολικών επενδύσεων, ενώ οι επενδύσεις σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες μειώθηκαν στο 39,6% των συνολικών επενδύσεων από το 64% που αντιπροσώπευαν το 2000. Εν αντιθέσει, οι επενδύσεις στις μη Ευρωπαϊκές χώρες αυξήθηκαν σε ποσοστό 16,1% από 5,4% το 2000, επαληθεύοντας τη νέα περιοχή ενδιαφέροντος και δραστηριοποίησης της ελληνικής επιχειρηματικότητας. (Πίνακας 5 vi)

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 vi

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	2000 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%	2001 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%
Εγχώριες	59.674	30,6	45.988	44,3
Σε άλλ. ευρωπ. χώρες	124.734	64,0	41.127	39,6
Σε μη - ευρωπ.χώρες	10.594	5,4	16.375	16,1
ΣΥΝΟΛΟ	195.002	100,0	103.850	100,0

ΠΗΓΗ : EVCA, Yearbook 2002

Η παρακολούθηση της επένδυσης (monitoring) και η δημιουργία προστιθέμενης αξίας στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση μέσω της ενεργού (hands-on) συμμετοχής της ΕΚΕΣ, αποτελούν ζωτικής σημασίας βήματα για την αποτελεσματική λειτουργία του θεσμού. Έτσι, σε επενδύσεις στις μη ευρωπαϊκές χώρες (π.χ. Ρωσία), η προσέγγιση των ΕΚΕΣ με τις προαναφερθείσες λειτουργίες είναι περισσότερο αναγκαία και γίνεται σε στενότερο και πιο εντατικό βαθμό, γεγονός που υπαγορεύεται από τις εκεί ιδιαίτερες επικρατούσες συνθήκες. Συγκεκριμένα, η “Εμπορική Κεφαλαίου” διατηρεί τρίμηνη αναφορά και κάθε αλλαγή στο επιχειρηματικό σχέδιο των επενδύσεων αυτών γίνεται κατόπιν δικής της έγκρισης. Σε αυτό συμβάλλει και η αποστολή ενός έμπειρου συνεργάτη στην «εκκολαπτόμενη» εταιρεία προκειμένου να την βοηθήσει και να τη στηρίξει πιο ουσιαστικά αντιμετωπίζοντας μαζί τις εκάστοτε δυσκολίες. Για την “Global Finance” η εμμονή στην hands-on προσέγγιση επιφέρει στην «προστατευόμενη» εταιρεία τις πιο κερδοφόρες στρατηγικές αφού επιλέγονται από καταρτισμένα και έμπειρα στελέχη της αγοράς (προσωπικό της ΕΚΕΣ). Πρακτικά, η εμπλοκή αυτού του είδους περιλαμβάνει αντιπροσώπηση στις συνελεύσεις του Δ.Σ., μηνιαίες αναφορές και συνεχείς επαφές με τη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Τέλος, ο κ. Χατζησάρρος από την “Alpha Ventures” δηλώνει ότι το monitoring είναι περισσότερο

εκτεταμένο όταν υπάρχουν συγκεκριμένα προβλήματα ενώ μια hands-off προσέγγιση ακολουθείται όταν όλα βαίνουν καλά. Συμμετέχουν στις συνελεύσεις του Δ.Σ. και κρατούν τριμηνιαίες αναφορές. Χαρακτηριστικά, "...εάν η "investee" εταιρεία meets the defined targets we step back, αν όχι, υιοθετούμε μία πιο στενή προσέγγιση".

Ενδιαφέρον, τέλος, παρουσιάζουν και οι αποδεσμεύσεις των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους. Πιο αναλυτικά, τα ολικά divestments αυξήθηκαν σε κόστος από 18 εκ € σε 26 εκ € το 2001, ενώ ο αριθμός των αποεπενδύσεων μειώθηκε από 66 σε 19. Όπως βλέπουμε από τον πίνακα (Πίνακας 5 vii) το 2001, η πιο προτιμητέα έξοδος είναι το trade sale με ποσοστό 63,7% του ολικού ποσού των divestments εν συγκρίσει με το 27,4% το 2000. Επίσης, το 2001, παρότι το ποσό του divestment μέσω της δημόσιας εγγραφής αυξήθηκε σε 8 εκ € από 5 εκ € το 2000, ο αντίστοιχος αριθμός των divestments μειώθηκε από 59 (2000) σε 11 (2001) λόγω των μη ευνοϊκών χρηματιστηριακών συνθηκών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 vii

Στρατηγικές Εξόδου	2000 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%	Αριθμός Αποεπενδύσεων	2001 Ποσά Επένδυσης (σε €x 1000)	%	Αριθμός Αποεπενδύσεων
Πώληση σε τρίτους	4.789	27,4	4	16.838	63,7	7
Δημόσια Προσφορά	4.632	26,5	59	7.940	30,1	11
^ Δημόσια Εγγραφή (IPO)	-			4.933		2
^ Πώληση τμήματος εισηγμ. εταιρείας στο ευρύ κοινό (Sale of Quoted Equity)	4.632		59	3.008		9
Διαγραφή	5.143	29,5	2	1.638	6,2	1
Πώληση σε άλλη ΕΚΕΣ	2.889	16,6	1	-	-	-
Πώληση σε Χρημ/κό Ίδρυμα	-					
ΣΥΝΟΛΟ	17.543	100,0	66	26.416	100,0	19

Πηγή: EVCA, Yearbook 2002

5.4 Νομικό πλαίσιο

Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '90 δεν υπήρχαν οι προϋποθέσεις που θα επέτρεπαν στην Ελλάδα να συμπλεύσει κατά τη δεκαετία του '80 με τα άλλα ευρωπαϊκά κράτη στην ανάπτυξη του θεσμού του ΕΚΥΚ και στη συνεπαγόμενη στήριξη και προώθηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Δεν είχε αναπτυχθεί το θεσμικό και φορολογικό καθεστώς για την ίδρυση των ΕΚΕΣ ούτε και η κατάλληλη οργάνωση και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Δύο κρατικοί μηχανισμοί, ο ΕΟΜΜΕΧ (Ελληνικός Οργανισμός ΜικροΜεσαίων Επιχειρήσεων και Χειροτεχνίας) και η ΓΓΕΤ (Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας), λειτούργησαν ουσιαστικά στη δεκαετία του '80 ως οιονεί υποκατάστατα ΕΠΕΚ προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια οι καινοτόμοι ιδιώτες-εφευρέτες, έστω και από κρατικές και κοινοτικές πηγές, για να υλοποιήσουν τα σχέδια τους. Ο ΕΟΜΜΕΧ προσέφερε στοιχειώδη βοήθεια, στο επίπεδο των τεχνικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών και στο επίπεδο της χρηματοδοτικής υποστήριξης, με επιχορηγήσεις και άτοκα δάνεια σε επιχειρήσεις εκμετάλλευσης ελληνικών καινοτομικών και εφευρέσεων. Η ΓΓΕΤ ανέπτυξε μηχανισμό παροχής γνωμοδοτήσεων για τη χορήγηση επιδοτήσεων και δανείων σε επενδυτές υψηλής τεχνολογίας.

Ωστόσο, παρά τα κάποια δείγματα προώθησης της καινοτομίας στη χώρα μας, ήταν και ασύνηθες σχήμα να προσπαθούν δημόσιοι φορείς και επιχειρήσεις να δραστηριοποιηθούν σε ένα τομέα που κατ' εξοχήν αποτελεί πεδίο ιδιωτικής πρωτοβουλίας. Επίσης, κάποιες παράλληλες πρωτοβουλίες ελληνικών επενδυτικών ή αναπτυξιακών τραπεζών (ΕΤΕΒΑ, ΕΤΒΑ) δεν έφεραν ικανοποιητικά αποτελέσματα καθώς υπήρξαν δυσκολίες στην εκτίμηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, μακροσκελείς γραφειοκρατικές διαδικασίες, προτίμηση κυρίως στα μεγάλα σχέδια για την εξυπηρέτηση αναπτυξιακών στόχων, και έλλειψη εξειδίκευσης στη χρηματοδότηση μεταποιητικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, με την πάροδο του χρόνου οι μεγάλες ελλείψεις σε παροχή ΕΚΥΚ, καθώς και οι επιδράσεις που δέχθηκε η χώρα από τις διεθνείς κινήσεις και τη δραστηριοποίηση και ανάπτυξη του ΕΚΥΚ, οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας εξειδικευμένων φορέων για την παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου. [Ξανθάκης 2001]

Ο Έλληνας νομοθέτης εισήγαγε το venture capital στην ελληνική έννομη τάξη, πρώτη φορά με τον Ν. 1775/1988, ενώ ακολούθησε ο Ν. 2367/1995, όπως

τροποποιήθηκε από τα άρθρα 20 και 21 του Ν. 2789/2000, που αποτελεί και το ισχύον σήμερα δίκαιο. Ας σημειωθεί ότι βάσει της θεμελιώδους αρχής της ελευθερίας των συμβάσεων, το ΕΚΥΚ ήταν δυνητικά ελευθέρως επινοήσιμο από τα υποκείμενα δικαίου. Η χαλεπή, όμως, πραγματικότητα της ελληνικής οικονομίας δεν επέτρεψε την ελεύθερη εμφάνιση του στις συναλλαγές ως απόρροια εξεύρεσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, και έτσι επιβλήθηκε η θέσπιση του διά κανόνων δικαίου.

Το κύριο χαρακτηριστικό της νομοθετικής ρύθμισης του ΕΚΥΚ είναι, αφενός, η συνειδητή επιλογή της ελεύθερης διαμόρφωσης της σύμβασης παροχής του, από τα συμβαλλόμενα μέρη, αφετέρου η σχοινοτενής ρύθμιση των φορέων παροχής του. Η επιλογή αυτή, που επιδοκιμάζεται από τη νομική θεωρία, στηρίζεται στη φύση του ΕΚΥΚ που διαμορφώνεται από οικονομικούς όρους οι οποίοι δεν είναι πάγιοι σε όλες τις περιπτώσεις. Συνεπώς, η σύμβαση παροχής ΕΚΥΚ συνιστά αρρυθμιστη σύμβαση, όπως και οι περισσότερες σύγχρονες μορφές συμβάσεων χρηματοοικονομικής φύσεως.

Αντιθέτως, τόσο με τον καταργηθέντα Ν. 1775/1988 όσο και με τον Ν. 2367/1995, ρυθμίστηκε λεπτομερώς το πλαίσιο λειτουργίας των φορέων παροχής venture capital, με κύριο στόχο την απονομή δημοσίων ενισχύσεων και κινήτρων σε αυτούς τους φορείς. Η εξαντλητική ρύθμιση δικαιολογήθηκε και από την υψηλού κινδύνου δραστηριότητα τους και από την ομοιάζουσα φύση τους με τα πιστωτικά ιδρύματα, χαρακτηριστικά που απαιτούσαν τη θέσπιση επαρκών εποπτικών και ελεγκτικών μηχανισμών.

Ν. 1775/1988

Ο θεσμός των ΕΠΕΚ εισήχθη στην Ελλάδα με τους Ν.1775/88 και Ν.2166/93, που αποτελεί τροποποίηση του πρώτου. Πιο αναλυτικά, με το Ν. 1775/1988 θεσπίστηκε ως φορέας παροχής του ΕΚΥΚ, η Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ). Οι ΕΠΕΚ ήταν ανώνυμες εταιρείες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 500 εκ δραχμές, που καταβάλλονταν μόνο σε μετρητά, και είχαν αποκλειστικό σκοπό την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων τεχνολογίας και καινοτομίας¹ μέσω της παροχής

¹ Επενδύσεις «Υψηλής Τεχνολογίας και Καινοτομίας» λογίζονται εκείνες που αποσκοπούν στην ανάπτυξη ή παραγωγή:

α. Νέων ή βελτιωμένων προϊόντων και υπηρεσιών

β. Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων παραγωγής

γ. Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων οργάνωσης και

δ. Νέων χρήσεων προϊόντων και υπηρεσιών (ΑΠΟΦ. ΥΠΕΘΟ/ΥΠΒΕΤ Αριθ: 3923/1.3.1989, ΦΕΚ Β')

του επιχειρηματικού κεφαλαίου σε επιχειρήσεις που θα έπρεπε να έχουν υποχρεωτικά τη νομική μορφή της Α.Ε. ή της ΕΠΕ. Οι ΕΠΕΚ απολάμβαναν ενός καθεστώτος δημοσίων ενισχύσεων, εξειδικευμένων σε επιχορηγήσεις και φορολογικές ελαφρύνσεις, ή και φοροαπαλλαγές.

Συγκεκριμένα, οι ΕΠΕΚ επιχορηγούνταν με το 30% της συμμετοχής τους στις επιχειρήσεις που αναλάμβαναν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, είχαν το δικαίωμα έκπτωσης ποσοστού 3% από το ποσό του υπολοίπου στις 31 Δεκεμβρίου κάθε έτους των συμμετοχών τους στις άνω επιχειρήσεις, καθώς επίσης, τα κέρδη από την πώληση μετοχών και εταιρικών μεριδίων και οι τόκοι που προέρχονταν από ομολογίες, απαλλάσσονταν από το φόρο εισοδήματος και εμφανίζονταν σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών από την πώληση χρεογράφων. Η αγορά πάντως αντέδρασε με επιφύλαξη απέναντι στο πλαίσιο του Ν. 1775/1988, μιας και οι προϋποθέσεις αποδοχής και εδραίωσης του venture capital στην ελληνική οικονομία έλειπαν ολωσδιόλου. *[Μούζουλας Σπ. 1997]*

Ο νόμος αυτός, παρά το ότι ήταν ο πρώτος που εισήγαγε τον θεσμό του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα, δεν επέφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα, καθώς περιελάμβανε ορισμένους περιοριστικούς για την ανάπτυξη του θεσμού, όρους.

Συγκεκριμένα, τα προβλήματα του Ν. 1778/1988 ήταν τα εξής:

- Ο περιορισμός του σκοπού των ΕΠΕΚ στην προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, στερούσε από αυτές τη δυνατότητα μείωσης του επιχειρηματικού κινδύνου, με τη διενέργεια, δευτερευόντως και άλλων επενδύσεων καθώς και την ανάληψη άλλων κερδοφόρων συμμετοχών σε άλλους κλάδους και τομείς. (Τροποποιήθηκε με το άρθρο 8 του Ν.2166/93, όπου διευρύνθηκαν οι επενδύσεις των ΕΠΕΚ, περιορίζοντας τον αρχικό τους σκοπό σε ποσοστό τουλάχιστον 51% του χαρτοφυλακίου τους). *[Μούζουλας Σπ. 1997]*

- Για τη λήψη της επιχορήγησης απαιτούνταν ένας ιδιαίτερα μεγάλος όγκος εντύπων ο οποίος δημιουργούσε μία αυστηρή, χρονοβόρα και πολύπλοκη γραφειοκρατική διαδικασία. *[Μούζουλας Σπ. 1997, σελ. 6]*

- Η καθιέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνεργασία με το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, ως εποπτικές αρχές, δημιουργούσε πεδίο σύγκρουσης αρμοδιοτήτων μεταξύ των δύο, καθώς η γενική διατύπωση της διάταξης ήταν ιδιαίτερα ασαφής και δεν επέτρεπε την ακριβή οριοθέτηση των εξουσιών της κάθε εποπτικής αρχής. *[Μούζουλας Σπ. 1997, σελ. 35]*

N. 2367/1995

Αποτέλεσμα όσων προαναφέρθησαν αποτελεί το ισχύον νομικό πλαίσιο, όπως αυτό θεσπίζεται στον Ν. 2367/1995, το οποίο προβλέπει ως φορέα παροχής venture capital την Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και το πλαίσιο λειτουργίας τους ρυθμίζεται συνολικά, ενώ αποφεύγονται παραπομπές από νόμο σε νόμο. Σύμφωνα με την παραπάνω νομοθεσία, ορίζεται ως ΕΚΕΣ μία ανώνυμη εταιρεία που έχει ως σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα, των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Ο Υπουργός Εμπορίου είναι αυτός που εξετάζει εάν μια εταιρία τηρεί τις προϋποθέσεις να χαρακτηριστεί ΕΚΕΣ και να υπαχθεί στο Ν2367/95, ενώ ο ίδιος ελέγχει τις ήδη υπάρχουσες ΕΚΕΣ.

Η συγκεκριμένη νομοθεσία δίνει τη δυνατότητα σε μια ΕΚΕΣ:

- να επενδύει σε συμμετοχές (μετοχές Α.Ε. ή εταιρικά μερίδια Ε.Π.Ε.) στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο,
- να επενδύει σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές που εκδίδονται από επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, ενώ η μετατροπή τους πρέπει να πραγματοποιείται εντός τριών ετών από την απόκτησή τους,
- να παρέχει εγγύηση σε τρίτους για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχει,
- να τοποθετεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και βραχυχρόνιες κινητές αξίες σε δραχμές ή συνάλλαγμα,
- να παρέχει τις υπηρεσίες της στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις (για την έρευνα αγοράς, την ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, την οργάνωσή τους κλπ.),
- να συμμετέχει κατ' εξαίρεση στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο,
- να αναθέτει με σύμβαση διαχείρισης σε εξειδικευμένες εταιρείες την εκπλήρωση των σκοπών της και τη διαχείριση της περιουσίας της.

Ορίζεται ως ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου το 1 δισεκατομμύριο δραχμές (περίπου σε 2.930.000 ευρώ), ενώ οι μετοχές της είναι ονομαστικές και μπορούν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο αξιών. Φυσικά ή νομικά πρόσωπα δεν επιτρέπεται να κατέχουν (άμεσα ή έμμεσα) πάνω από το 30% των μετοχών μιας ΕΚΕΣ εκτός από τα πιστωτικά ιδρύματα για τα οποία το ποσοστό της συμμετοχής τους (άμεσης ή έμμεσης) μπορεί να φτάσει και το 65%.

Πολύ σημαντικές είναι οι διατάξεις του Ν. 2367/1995 για τα κίνητρα που παρέχει η πολιτεία με σκοπό τη σύσταση και λειτουργία ΕΚΕΣ. Οι ενισχύσεις αυτές παρέχονται είτε υπό τη μορφή επιχορήγησης των συμμετοχών είτε υπό τη μορφή φοροελαφρύνσεων ή και φοροαπαλλαγών. Το ύψος της επιχορήγησης ορίζεται μέχρι ποσοστού 20% του ποσού της συμμετοχής. Ο νομοθέτης θεωρεί ως συμμετοχή, την καταβολή μετοχικής ή εταιρικής εισφοράς σε αύξηση κεφαλαίου των υφισταμένων εταιρειών, ή σε ίδρυση νέων επιχειρήσεων, και να αφορά επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η συμμετοχή μπορεί να συνίσταται και σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές, αλλά τότε αυτή η επένδυση δεν θα επιχορηγείται. Τα τεχνικοοικονομικά και άλλα κριτήρια για το χαρακτηρισμό μιας επένδυσης ως υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας καθορίζονται με απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Βιομηχανίας, Ενέργειας και Τεχνολογίας ενώ η απόφαση για τη λήψη της επιχορήγησης λαμβάνεται από τον υπουργό της Εθνικής Οικονομίας. [Αγγελόπουλος 2002]

Οι υποχρεώσεις της, συμπεριλαμβανομένου και το 50% των συνολικών εγγυήσεων σε τρίτους για τη δανειοδότηση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, δεν θα πρέπει να ξεπερνούν τα ίδια κεφάλαιά της. Σε αντίθετη περίπτωση υποχρεούται η ΕΚΕΣ στο πρώτο εξάμηνο της επόμενης διαχειριστικής χρήσης να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο, ώστε να αποκατασταθεί η σχέση των ιδίων κεφαλαίων προ τις υποχρεώσεις.

Επίσης, οι ΕΚΕΣ είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ελεγμένες από ορκωτούς λογιστές, ενώ μετά το κλείσιμο της τρίτης χρήσης πρέπει να έχουν και να διατηρούν συνεχώς επενδεδυμένο σε συμμετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων τους. Εάν κάτι από όσα προαναφέρθηκαν, σε αυτήν αλλά και στην προηγούμενη παράγραφο, δεν τηρηθεί από κάποια ΕΚΕΣ, τότε αυτή χάνει αυτόματα τα πλεονεκτήματα (επιχορηγήσεις, φοροαπαλλαγές και φορολογικά κίνητρα) που αναφέρονται συγκεκριμένη νομοθεσία.

Η ΕΚΕΣ επενδύει τα κεφάλαια της σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται και εδρεύουν στην Ελλάδα και οι μετοχές των οποίων, προκειμένου για ΑΕ, δεν είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ ή στη ΝΕΧΑ. Σκοπός της διάταξης είναι προφανής. Η πλέον συνήθης ρευστοποίηση της συμμετοχής της ΕΚΕΣ θα προκύπτει από την εισαγωγή των μετοχών της χρηματοδοτούμενης στο εκάστοτε χρηματιστήριο. Η εποπτεία της ΕΚΕΣ διεξάγεται από τον υπεύθυνο υπουργό για θέματα εμπορίου.

Πάσης φύσεως κέρδη που πραγματοποιεί μια ΕΚΕΣ, εφόσον διανέμονται, υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος ίσο με 15%, χωρίς άλλη φορολογική υποχρέωση των

δικαιούχων ενώ τα μη διανεμενόμενα κέρδη (κέρδη που η ΕΚΕΣ πραγματοποιεί από την πώληση ή ανταλλαγή συμμετοχών) απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο. Οι ρυθμίσεις αυτές ισχύουν εφόσον η ΕΚΕΣ έχει επενδύσει τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές και πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρ. 6, παρ. 6, δηλ. συμμετέχει στις παραπάνω επιχειρήσεις για τουλάχιστον 4 έτη και το ποσοστό ελέγχου της στις επιχειρήσεις αυτές δεν υπερβαίνει το 45% σε όλη τη διάρκεια της συμμετοχής.

Οι Ν.1775/88 και Ν.2166/93 καταργούνται και αντικαθίστανται από την παραπάνω νομοθεσία μετά την πάροδο δύο ετών. Στο χρονικό αυτό διάστημα όσες ΕΚΕΣ (ή ΕΠΕΚ) επιθυμούν, μπορούν να ζητήσουν να υπαχθούν στο Ν2367/95, ώστε να επωφεληθούν από τις παροχές που προαναφέρθηκαν. Έτσι σήμερα οι ΕΚΕΣ διέπονται από τη συγκεκριμένη νομοθεσία και συμπληρωματικά από τις διατάξεις που ισχύουν για τις ανώνυμες εταιρείες.

Σύμφωνα με τον ΕVCA [*Yearbook 1999*], τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει αυτός ο νόμος συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- Δεν επιτρέπεται κανένας μέτοχος να κατέχει πάνω από το 30% των μετοχών της ΕΚΕΣ – με εξαίρεση τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (μέχρι το 65%), ιδιαίτερα περιοριστικό γιατί αποκλείονται βασικές πηγές χρηματοδότησης των ιδίων των ΕΚΕΣ. (άρθρ.6)
- Δεν επιτρέπεται η ΕΚΕΣ να επενδύει άνω του 20% των ιδίων κεφαλαίων της στην ίδια επιχείρηση (άρθρ. 6)
- Μετά το κλείσιμο της τρίτης χρήσης της, η ΕΚΕΣ υποχρεούται να έχει συνεχώς επενδεδυμένο ποσοστό τουλάχιστον 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές του άρθρ. 5, παρ. 2α και 3 και μετατρέψιμες ομολογίες του άρθρ. 5, παρ. 2β., δύσκολα επιτεύξιμο, δεδομένου ότι είναι δυνατόν ενίοτε οι επενδύσεις ως ποσοστό να μειώνονται. (άρθρ. 6)
- Μία ΕΚΕΣ δεν επιτρέπεται να επενδύει σε κτηματικές, οικοδομικές και κατασκευαστικές εταιρείες, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών, τυχερών παιχνιδιών και χρηματοπιστωτικών εργασιών, αθλητικά σωματεία και οργανισμοί, καθώς και επιχειρήσεις Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης. (άρθρ.5)
- Απαιτείται συμμετοχή της ΕΚΕΣ στην επιχείρηση τουλάχιστον για 4 χρόνια προτού ενεργοποιηθούν τα φορολογικά ευεργετήματα, και παράλληλα αυτή η συμμετοχή πρέπει να είναι μειοψηφική (να μην υπερβαίνει το 45% σε όλη τη

διάρκεια της συμμετοχής) - περιορίζοντας σημαντικά τις δραστηριότητες της ΕΚΕΣ (άρθρ. 8)

- Η γραφειοκρατία και οι διαδικασίες που απαιτούνται για την έγκριση της επιχορήγησης είναι το ίδιο περίπλοκες όπως και με τον προηγούμενο νόμο.
- Μόνο η συμμετοχή των ΕΚΕΣ σε επιχειρήσεις με έδρα εντός της ελληνικής επικράτειας τυγχάνει αντικείμενο επιχορήγησης και φορολογικών απαλλαγών. (άρθρ. 1)
 - Τα funds του ΕΚΥΚ πρέπει να είναι κλειστού τύπου με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 1 δις δρχ, νούμερο που μας παραπέμπει σε τραπεζικούς οργανισμούς και συντηρητικές τοποθετήσεις με βάση τον κίνδυνο και όχι τις εν δυνάμει προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. [Γεωργόπουλος 1991 και Καπερώνης 1987]

Ο πρόσφατος **Ν. 2789/2000** διαφοροποίησε τη φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ σε 20% σε κάθε περίπτωση, απαλλάσσοντας έτσι τα μερίσματα που διανέμουν στους μετόχους τους στο τέλος κάθε χρήσης από πρόσθετη επιβάρυνση, καταργώντας τις παραπάνω προϋποθέσεις του Ν. 2367/1995 για να ισχύουν οι ευνοϊκές ρυθμίσεις, και εισάγοντας τη δυνατότητα αμοιβών και ποσοστών επί των κερδών για τα στελέχη των ΕΚΕΣ, καθώς και έκπτωσης κάποιων παγίων εξόδων. [Ξανθάκης 2001 και EVCA, Yearbook 2001]

Συμπερασματικά ας σημειωθεί ότι οι συνθήκες της ελληνικής αγοράς μόλις τώρα διαμορφώνονται θετικές για τη λειτουργία της αγοράς του ΕΚΥΚ. Μάλιστα με τη θέσπιση του Ταμείου της Νέας Οικονομίας, το Ταμείο Νέας τεχνολογίας αλλά και τη ΝΕΧΑ, η ανάπτυξη του διαγράφεται ευνοϊκότερη. Κεντρική, δε, είναι η στρατηγική σημασία που αποδίδει στο venture capital η Ευρωπαϊκή Ένωση, σε σημείο ώστε η οικονομική σύγκλιση των κρατών-μελών, αλλά και η μελλοντική θωράκιση έναντι του αμερικανικού ανταγωνισμού, να συνδέεται μεταξύ των άλλων και με την εδραίωση της αγοράς του στον ευρωπαϊκό χώρο. [Αγγελόπουλος 2002]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Σήμερα, στο χώρο του Ελληνικού επιχειρηματικού κεφαλαίου δραστηριοποιούνται περίπου 15 εταιρίες, εκ των οποίων οι 10 άρχισαν να λειτουργούν τα τελευταία δύο χρόνια, διαχειρίζοντας συνολικά πάνω από 100 δις δρχ. Σημαντικές πρωτοβουλίες, πέρα από τον Όμιλο της ΕΤΕ, ο οποίος δραστηριοποιείται μέσω της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, έχουν αναλάβει και οι όμιλοι των τραπεζών Alpha, EFG Eurobank-Ergasias και Εμπορικής μέσω των θυγατρικών τους Alpha Ventures, Global Finance και Εμπορικής Κεφαλαίου αντίστοιχα. Η πλειοψηφία των παρακάτω εταιριών, λόγω της ιδιομορφίας της Ελληνικής αγοράς, δραστηριοποιούνται στους περισσότερους τομείς της αγοράς, ενώ ορισμένες έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν και επιχειρηματικές δραστηριότητες στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο των Βαλκανίων και της Ανατολικής Μεσογείου. Πιο αναλυτικά έχουμε:

► Global Finance

Ο κ. Α. Πλακόπιτας θεωρείται από τα στελέχη της αγοράς ως ο άνθρωπος που έπαιξε τον σημαντικότερο ρόλο στην ανάπτυξη του Venture Capital και του Private Placement στην Ελλάδα δημιουργώντας στις αρχές της δεκαετίας του 1990 τη μεγαλύτερη σήμερα εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών του χώρου, την “Global Finance”. Η εταιρεία ξεκίνησε τη δράση της στην Ελλάδα το 1991, με κεφάλαια ξένων θεσμικών επενδυτών, κυρίως αμερικανικά, οι οποίοι διέβλεψαν προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής αγοράς σε πολλά επίπεδα. Η εν λόγω εταιρεία πραγματοποίησε την πρώτη επένδυση της το 1992 στην μεγαλύτερη σήμερα αλυσίδα fast food στην Ελλάδα, την Goody’s, και από τότε έχει πραγματοποιήσει με επιτυχία πλέον των 40 επενδύσεων εκ των οποίων 27 στην ελληνική αγορά και 15 στην Ανατολική Ευρώπη. Στόχος αποτελεί και η Δυτική Ευρώπη σε συνεργασία πάντα με ελληνικές εταιρείες που επιθυμούν να κτίσουν γέφυρες. Μερικές από τις επενδύσεις της Global Finance αφορούν στις εισηγμένες πλέον στο ΧΑΑ, Ένδυση, Chipita, Αφοι Χατζηγιάννου, Μπουτάρης, DIS, Eurodrip, Sea Farm Ionian, Babyland, Γρηγόρης Μικρογεύματα, Επιφάνεια κ.ά.

Από το 1992 μέχρι σήμερα η Global Finance έχει διαθέσει στις εταιρείες που επένδυσε το ποσό των 230-250 εκ € περίπου και όπως σημειώνει κ. Κούρτης, Διευθυντής

Επενδύσεων, η εν λόγω εταιρεία είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει οποιασδήποτε μορφής και ύψους επένδυση, ακόμη και επενδύσεις MBO και MBI. Για την Global Finance, αυτό που μετρά στην επιλογή της προς επένδυση εταιρείας, είναι η θέση της στην αγορά που δραστηριοποιείται – αν είναι δηλαδή market leader ή αν έχει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα – , το ισχυρό management, το πόσο ικανός είναι ο επιχειρηματίας, τι αποδόσεις έχει η εταιρεία που διευθύνει, ενώ σε όλες τις εταιρείες που έχει επενδύσει διαδραματίζει ενεργό ρόλο στη διοίκηση κάνοντας crisis management και όχι day to day management. *[Αντιόπη Σχοινά 4/10/2002]*

Η Global Finance, η οποία επενδύει κυρίως σε ώριμες εταιρείες, κατατάσσεται στα Private Equity Funds, είναι της μορφής Διαχείρισης Κεφαλαίων “Fund Management Company”, έχει γραφεία στην Αθήνα, τη Σόφια και το Βουκουρέστι και το Κίεβο, και απασχολεί 30 άτομα προσωπικό, εκ των οποίων τα 15 είναι επαγγελματίες. Στο τέλος του 2001 τα κεφάλαια υπό διαχείριση ήταν 129.310.118 €. Η εταιρεία συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των εκκολαπτόμενων επιχειρήσεων, έχοντας ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών (minority equity holder), επενδύοντας το λιγότερο 200.000 € και το μέγιστο 1.200.000 €

Τα δύο funds της Global Finance που επενδύονται αυτήν την περίοδο είναι το Global Capital Investors II που επικεντρώνεται σε επενδύσεις στην εγχώρια αγορά και τα Black Sea Fund LP(BSF) και EuroMerchant Balkan Fund (SICAV), που πραγματοποιεί επενδύσεις στην περιοχή των Βαλκανίων, Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Το **Global Capital Investors II**, (ολοκλήρωσε τις επενδύσεις του τον Απρίλιο του 2000) το οποίο επενδύεται αυτήν την περίοδο, αποτελεί το μεγαλύτερο fund που «τρέχει» στην ελληνική αγορά (ελληνικά και ξένα κεφάλαια ύψους 200εκ €). Δίνει αυξημένη έμφαση σε εταιρίες τεχνολογίας και media, συνεχίζοντας την επιτυχημένη επενδυτική στρατηγική της εταιρείας και εκμεταλλεύοντας τις πολλαπλές ευκαιρίες της αγοράς. «Αποδέκτες» του fund είναι η NetMed NV, η Yioula και η Zephyr Telecommunications. *[Ελευθερία Αρλαπάνου, Net Business 24/02/2002 και website: globalfinance.gr]*

Το **Black Sea Fund LP** ξεκίνησε τον Αύγουστο του 1998, διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 55.357.143 € και επενδύει στη Βουλγαρία και Ρουμανία, την Ουκρανία και Ρωσία, και άλλες πέντε μικρότερες χώρες, απολαμβάνοντας τις αναδυόμενες ευκαιρίες των πρώιμων μεταβατικών οικονομιών, ανακαλύπτοντας και ενισχύοντας (είτε σε κεφάλαιο είτε σε τεχνογνωσία) τις τοπικές, πολλά υποσχόμενες, επιχειρήσεις, και

δίνοντας, σε πολλές περιπτώσεις, στις ελληνικές δυναμικές εταιρείες, το λεγόμενο “first mover advantage”. Έμφαση δίνεται στην παράπλευρη επένδυση με τους στρατηγικούς επενδυτές (strategic partners), οι οποίοι είναι επιτυχημένες ελληνικές ή ξένες επιχειρήσεις, προκειμένου να αξιοποιηθούν και εξαπλωθούν όσον το δυνατόν περισσότερο και ορθότερα οι τοπικές επενδύσεις.

Το χαρτοφυλάκιο του **Black Sea Fund** περιλαμβάνει εταιρείες όπως η Γερμανός Telecom, η Chipita Russia, η Chipita Bulgaria, η Chipita Poland, η Delta Romania, η Yalos και η Sicomed.

Πρόσφατα [*Ημερησία 20/09/2002*] ανακοινώθηκε η επένδυση ύψους 100 εκ δολαρίων από κοινού της Global Finance και της Alpha Ventures για τη συμμετοχή τους στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ASBISC Enterprises Limited, η οποία ειδικεύεται στο χονδρικό εμπόριο και τη διανομή εξαρτημάτων ηλεκτρονικών υπολογιστών, ηλεκτρονικών μέσων αποθήκευσης και δικτύων και απευθύνεται κυρίως στις αναδυόμενες αγορές της Ανατολικής Ευρώπης.

Από το ποσό αυτό, 6 εκατ. δολ. καταβλήθηκαν από το Black Sea Fund της Global Finance, και τα υπόλοιπα 4 εκατ. δολ. από το Alpha Equity Fund της Alpha Ventures. Η Global Finance είχε την ευθύνη της αξιολόγησης, του συντονισμού και της ολοκλήρωσης της συνολικής επένδυσης ύψους 10 εκατ. δολαρίων.

Τα προηγούμενα funds είναι:

Το **Baring Hellenic Ventures**, που ξεκίνησε το Νοέμβριο του 1991 με συνολικό κεφάλαιο 4.935.118 € και επενδύθηκε έως το 1996, αποτέλεσε ένα από τα πιο επιτυχή funds της Ευρώπης. Η επένδυση αυτή επικεντρώθηκε σε αναπτυσσόμενες εταιρείες με μια σταθερή πορεία και ένα δυνατό όνομα στην αγορά. Μεταξύ των εταιρειών που περιέχει συγκαταλέγονται η Goody’s, η Chipita, η Babyland, ο Γερμανός, η Επιφάνεια, η Eurodrip και η DIS. [*Μαλλιάρια Νένα , 24-09-2000*]

Το **Global Capital Investors LP**, (συνολικό κεφάλαιο 50εκ δολάρια) που ξεκίνησε το 1997, επενδύθηκε κατά την διάρκεια του 2000 και ακολούθησε την πολιτική του Baring Hellenic Ventures (ιδιωτικές, γρήγορα αναπτυσσόμενες, καθιερωμένες στο χώρο τους εταιρείες). Επικεντρώθηκε όμως περισσότερο στον τομέα της τεχνολογίας, σε ελληνικά εγχειρήματα που επεκτείνονται στο εξωτερικό ενώ έφερε στο επιχειρηματικό προσκήνιο τα MBO’s. Μεταξύ των «παιδιών» του GCI είναι η Γρηγόρης

Μικρογέυματα, η Logic DIS, η Δωδώνη, η Μπουτάρης και η Profile Systems. [Μαλλιάρη Νένα, 24-09-2000]

Το **EuroMerchant Balkan Fund**, (27.300.000 δολάρια) ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 1994 και σε συνδυασμό με το BSF συγκέντρωσαν κεφάλαια 90 εκατ. δολαρίων. Επικεντρώθηκε στη Βουλγαρία και Ρουμανία, δύο σχετικά μεγάλες γειτονικές μας χώρες με πολύ σημαντικές οικονομικές δυνατότητες και προοπτικές. Επίσης εξερεύνησε ευκαιρίες προς αξιοποίηση στην Ουκρανία και Ρωσία. Και τα δύο προαναφερθέντα funds υποστηρίζονται από διεθνείς οργανισμούς, όπως EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) και IFC (International Finance Corporation), καθώς και από έλληνες και ξένους μεγάλους επενδυτές του ιδιωτικού φορέα. Το χαρτοφυλάκιο του EBF περιλαμβάνει εταιρείες όπως η Chipita Bulgaria, Delta Romania, Neoset Balkans, Yalos, Axxon Romania και Titan / Moara Loulis. [Net Business 24/02/2002]

Οι επενδύσεις στην Ελλάδα είναι οι εξής:

Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ελληνικών εταιρειών

Ελληνικό χαρτοφυλάκιο	Τομέας	Επενδύθηκαν	Εισαγωγή
Goodys	Αλυσίδα fast food	1992	ASE
Endysi	Ενδύματα	1992	ASE
Chipita	Παραγωγή snacks	1992	ASE
Mark Aalen	Οπτικά	1993	-
Eriphania	Εταιρικές εκτυπώσεις / εκδόσεις	1993	ASE
Maxim	Βαφή & τελείωμα υφασμάτων	1994	ASE
Mangos	Ψηφιακή διαδικασία εικόνας & ήχου	1994	-
Babyland	Αλυσίδα παιχνιδιών	1995	ASE
Eurodrip	Άρδευση	1995	ASE2
DIS	Software	1995	ASE
Panagia	Κλινική	1996	ASE
Germanos	Συστήματα ενέργειας, τηλεπικοινωνίας, τεχνολογίας	1996	ASE
Hadjioannou	Παραγωγή λάστιχου	1998	ASE
Dioakinisis	Logistics	1998	ASE2

Grigoris	Snacks	1998	ASE
Computer Logic	Software	1998	ASE
Eurodrip Inc	Άρδευση (US θυγατρική)	1998	-
Dodoni	Παγωτά	1999	-
Sea Farm Ionian	Ιχθυοκαλλιέργειες	1999	ASE
Boutari	Παραγωγή κρασιού και μπίρας	1999	ASE3
Profile Systems	Εξειδικευμένες software εφαρμογές	1999	ASE2
Information Dynamics	Systems Integration	1999	ASE2
Temenos Holdings	Business Software	2000	SWX
Zephyr Telecommunications Inc	IP Τηλεπικοινωνίες	2000	-
NetMed BV	Pay-TV, Interactive-TV, internet	2000	-
Yioula Glassworks SA	Παραγωγή γυαλιού	2001	-
Lanitis Developments Ltd	Integrated Leisure Resort	2002	CSE

ASE: Athens Stock Exchange; SWX: Swiss Stock Exchange; CSE: Cyprus Stock Exchange;

1 approval obtained, IPO pending

2 file submitted, approval pending

3 holding company is listed

Οι επενδύσεις στην Α. Ευρώπη είναι:

Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο στην Α. Ευρώπη

Χαρτοφυλάκιο Α. Ευρώπης	Συνέταιρος	Τομέας	Επενδύθηκαν	Χώρα
Chipita Bulgaria	Chipita	Παραγωγή snacks	1996	Bulgaria
Delrom	Δέλτα	Παραγωγή / Διανομή παγωτού	1996	Romania
Romcolor	Πλαστικά Κρήτης	Πλαστικά	1996	Romania
Neoset Balkans	Neoset	Έπιπλα	1996	Romania
Axxon Romania	Γερμανός	Πωλήσεις/Διανομή καταναλωτικ. αγαθών	1996	Romania
Balkan Restaurants	Goody's Fast-food	Αλυσίδα fast food	1997	Bulgaria
Stind	Youla/Frigoglass	Παραγωγή μπουκαλιών	1997	Bulgaria
Steelmet	ETEM	Παραγωγή αλουμινίου	1998	Bulgaria
Titan/Moara Loulis	Κυλινδρόμυλοι Λούλη	Αλεύρι & αρτοποιείο	1998	Romania

Chipita Poland	Chipita	Παραγωγή snacks	1999	Poland
Chipita Romania	Chipita	Παραγωγή snacks	1999	Romania
Sicomed	Galenica	Φαρμακευτικά	1999	Romania
MobilRom	France Telecom	Τηλεπικοινωνίες	2001	Romania
ASBISC Enterprises Limited	-	IT Διανομή	2002	Russia

► Alpha Ventures

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι η πρώτη ιδιωτική εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ελλάδα. Είναι θυγατρική του Ομίλου της Alpha Bank και αποτελεί μέρος της επενδυτικής τραπεζικής του Ομίλου. Η εταιρεία επενδύει σε νέες δυναμικά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, μη εισηγμένες, συνήθως ως συνέταιρος και όχι ως δανειστής μετέχοντας απευθείας στο μετοχικό τους κεφάλαιο, βοηθά ενεργά τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει (hands-on συμμετοχή) και έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα συνεργασίας (άνω των 3 ετών). Η εν λόγω εταιρεία μπορεί να προσελκύσει συνεπενδυτές από την Ελλάδα ή το εξωτερικό ή να οργανώσει δανειακή χρηματοδότηση σε διμερή ή κοινοπρακτική βάση.

Η επενδυτική διοικητική ομάδα αποτελείται από 5 έμπειρα στελέχη στην ανάπτυξη επιχειρήσεων και με μία μόνιμη παρουσία στο Βουκουρέστι δύο Ρουμάνων συμβούλων επενδύσεων με ανάλογη εμπειρία στη ρουμανική αγορά. Γεωγραφικά, η Alpha Ventures επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κατά δεύτερο λόγο σε ελληνικές εταιρείες που εξαπλώνουν τα πλοκάμια τους στα Βαλκάνια, την Κύπρο και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Τα επενδυτικά κριτήρια της συνοψίζονται ως εξής:

- Ικανή ομάδα διοικήσεως με επιτυχημένη σταδιοδρομία και επιχειρηματική εμπειρία στο συγκεκριμένο κλάδο.
- Δραστηριοποίηση σε δυναμικά αναπτυσσόμενη και δυναμικά μεγάλη αγορά.
- Ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σύγκριση με τις λοιπές εταιρείες του κλάδου.
- Καινοτόμο προϊόν ή υπηρεσία που μπορεί να καλύψει καλύτερα τις υφιστάμενες ή νέες ανάγκες της αγοράς.

Η εταιρία λειτουργεί με καθαρώς επιχειρηματικά κριτήρια αποβλέποντας να είναι οικονομικά υγιής και επικερδής και να εξελίσσεται διαχρονικά με βάση τις επικρατούσες συνθήκες και ανάγκες της αγοράς. Στο τέλος του 2001 τα κεφάλαια υπό διαχείριση ήταν 59εκ €. Στη διάρκεια του 2001 σημειώθηκε σημαντική πρόοδος στη διαδικασία αναδιοργάνωσης της, η οποία κινήθηκε στους εξής άξονες: Στην εφαρμογή εσωτερικών διαδικασιών και συστημάτων MIS για την καλύτερη παρακολούθηση των επενδύσεων και την ορθολογικότερη διαχείριση των χρηματοοικονομικών και ανθρωπίνων πόρων, στην ίδρυση νέου επενδυτικού χαρτοφυλακίου, του **Alpha Equity Fund**, στην ανάπτυξη νέων επενδυτικών δραστηριοτήτων και στην αναδιάρθρωση με πιο ορθολογικό τρόπο του υφισταμένου χαρτοφυλακίου επενδύσεων. [[website:www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)]

Τα αποτελέσματα της εταιρίας για το έτος 2001 είναι αρνητικά και δημιουργήθηκαν λόγω των προβλέψεων υποτιμήσεων των παλαιών συμμετοχών της. Σημειώνεται ότι η Alpha Ventures συμμετέχει κατά 5,44% στο **Danube Fund**, στο οποίο συμμετέχουν επίσης η Alpha Bank κατά 17,7% και η European Bank for Reconstruction and Development κατά 20%.

	2001	2000
Ενεργητικό	9.282	12.100
Ίδια κεφάλαια	8.913	11.915
Κέρδη προ φόρων	(4.613)	(32,28)

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ την 31.12)

Ο Όμιλος πρόσφατα ίδρυσε ένα νέο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο (fund), το **Alpha Equity Fund**, τη διαχειριστική ευθύνη του οποίου έχει η Alpha Ventures. Το Alpha Equity Fund αποτελεί την αιχμή της επενδυτικής δραστηριότητας του Ομίλου στο χώρο του Private Equity/Venture Capital, με προοριζόμενα προς επένδυση κεφάλαια 44εκ €. Μέχρι τώρα από το εν λόγω fund έχουν γίνει δύο επενδύσεις: στην εταιρεία “Βασιληάς ΑΕ” (Ηλεκτρικές μικροσυσκευές) που δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και στην προαναφερθείσα “ASBISC Enterprises Limited” με δίκτυο διανομής και πωλήσεων στην περιοχή της πρώην ΕΣΣΔ και της Κ. Α. Ευρώπης.

Ένα άλλο fund που έχει πλήρως επενδυθεί είναι το **Alpha Ventures Fund** το οποίο διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 2,8 δις δρχ. Οι κύριες πηγές χρηματοδότησης του

είναι η Alpha Bank και η Alpha Finance. Το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από επενδύσεις που έχουν γίνει κατά βάση στον ελληνικό χώρο και αποτελούν τις εξής:

Εταιρείες	Τομέας	Ποσό Επένδυσης (Δρχ x 1.000.000)	Χώρα
Inform Λύκος	Εκτυπωτική	210	Ελλάδα
Indigo	Ενδύματα-jeans	200	Ελλάδα, Αλβανία
Prismatech	Θέρμανση- κλιματιστικά	300	Ελλάδα
Coffe Connections	Βιομηχανία καφέ	140	Ελλάδα
Ελληνική Επιστημονική	Υπολογιστές	100	Ελλάδα
Autoservice Hellas	Επισκευές αυτοκινήτων	300	Ελλάδα
Forthe-com	Ηλεκτρονικό εμπόριο	35	Ελλάδα
Grafo	Παραγωγή εκτυπωτικών	150	Ελλάδα
Viomagn	Παραγωγή πυρότουβλων	350	Ελλάδα
Ιχθυοκαλλιέργειες Κεφαλονιάς	Ιχθυοκαλλιέργειες	185	Ελλάδα
Greene Elxan- Athlete's Foot	Αθλητικά υποδήματα	75	Ελλάδα
Vatech/Europear	Ενοικιάσεις αυτοκινήτων	780	Ελλάδα
Goldair	Προσωπικό εδάφους (για αποσκευές)	30	Ελλάδα
Bucharest Corporate Center	Κτήριο γραφείων	260	Ρουμανία
Starfoods	Παραγωγή croissants και snacks	19	Ρουμανία

■ Οι επενδύσεις που έχουν ρευστοποιηθεί

► Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Μεγάλη επίσης εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, η οποία ιδρύθηκε το 1999 με έδρα την Αθήνα, αλλά ουσιαστικά ξεκίνησε τη δραστηριότητα της το 2000. Μαζί με τις NBGI Private Equity Ltd και NBGI Jersey Ltd ανήκει στον όμιλο της **NBG International** (του οποίου η ΕΕΣ είναι θυγατρική 100%), - το διεθνή επενδυτικό βραχίονα της ΕΤΕ με έδρα στο Λονδίνο που έχει αναλάβει την διαχείριση της δραστηριότητας Private Equity.

Η ΕΕΣ αποσκοπεί στην δημιουργία υπεραξιών, ενισχύοντας την κεφαλαιακή δομή των εταιριών στις οποίες επενδύει και δίδοντας προτεραιότητα στην επανεπένδυση των κερδών με στόχο τη γρηγορότερη ανάπτυξη. Ως επί το πλείστον, οι επενδύσεις αφορούν την απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών, στρατηγική που έχει ως αποτέλεσμα ο κύριος μέτοχος να εξακολουθεί να ασκεί τη διοίκηση της εταιρίας. Σκοπός της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι η ρευστοποίηση των συμμετοχών της μέσα σε ένα ορίζοντα 3-6 ετών, είτε μέσω του εισαγωγής των εκκολαπτόμενων εταιριών στο Χρηματιστήριο, είτε μέσω της πώλησης της συμμετοχής της σε στρατηγικό επενδυτή ή στους κύριους μετόχους της εταιρίας. [website: www.nbgvc.gr]

Σύμφωνα με τον κ. Μητσοτάκη, Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας, η ΕΕΣ διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 135εκ € απευθείας, 100εκ € μέσω της NBGI Private Equity στο Λονδίνο και έχει επιπλέον 15εκ € υπό έμμεση διαχείριση. Η εταιρεία έχει αναλάβει τη διαχείριση της δραστηριότητας του Ομίλου της ΕΤΕ στην Ελλάδα, την ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και της Δ. Ευρώπης στον βαθμό που εμπλέκονται ελληνικές επιχειρήσεις. Η ΕΕΣ εξετάζει επενδύσεις σε όλους τους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας (πλην ναυτιλίας και real estate). Κατά τον κ. Μητσοτάκη, δίνεται έμφαση στην υψηλή τεχνολογία, όπου υπάρχουν πολλά περιθώρια ανάπτυξης και ανάλογες ανάγκες ΕΚΥΚ, ενώ στην ελληνική αγορά υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για τον τομέα των υπηρεσιών. Σκοπός της ΕΕΣ, όπως επισημαίνει ο Διευθυντής Επενδύσεων της , ο κ. Κουκουζέλης, είναι “...θέλουμε να αποκτήσουμε μία θέση αντάξια της ηγετικής θέσης που κατέχει η Εθνική Τράπεζα, στο χρηματοπιστωτικό σύστημα τόσο της Ελλάδος όσο και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης”.

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών διαχειρίζεται σήμερα τρία funds:

- ❖ Το πρώτο, το **NBG Greek Fund**, έχει εγκεκριμένο προς επένδυση κεφάλαιο

44 εκατ.ευρώ και επενδύει σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις (εισηγμένες και μη, start-up ή ήδη υπάρχουσες επιχειρηματικές οντότητες που χρειάζονται κεφάλαια ανάπτυξης για την υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων) στην Ελλάδα ή μαζί με ελληνικές επιχειρήσεις στη Δ. Ευρώπη, κυρίως στον κλάδο των υπηρεσιών, τον ευρύτερο κλάδο των τροφίμων και το λιανεμπόριο. Ήδη έχουν πραγματοποιηθεί επενδύσεις συνολικού ύψους 19 εκατ. ευρώ σε 8 εταιρίες ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια εκτιμάται ότι θα έχουν επενδυθεί στη διάρκεια των επομένων 18 μηνών. Το ύψος της συμμετοχής ανά εταιρία κυμαίνεται από 1-9εκ € με χρηματοδότη τον όμιλο της ΕΤΕ. Ενδεικτική επένδυση η Agris AEBE, η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο της παραγωγής και εμπορίας πιστοποιημένων σπόρων και αγροτικών εφοδίων, με έδρα την Θεσσαλονίκη.

❖ Το δεύτερο, το **NBG Balkan Fund**, που μετονομάστηκε σε **NBG Emerging Europe**, έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 30εκ € Έχει ήδη επενδύσει σε 3 εταιρίες κεφάλαια που ξεπερνούν τα 5 εκατ. ευρώ. Το Emerging Europe Fund αναζητεί μη εισηγμένες και ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε όλους τους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην ευρύτερη περιοχή της βαλκανικής, της Κ. και Α. Ευρώπης, την Τουρκία και την Αίγυπτο, και βρίσκονται σε οποιοδήποτε στάδιο του επιχειρηματικού τους κύκλου. Η ρευστοποίηση των συμμετοχών υπολογίζεται κατά μέσο όρο σε ένα επενδυτικό ορίζοντα 3-5 ετών. Η επένδυση ανά εταιρία κυμαίνεται από 1-5εκ € που προέρχονται από τον όμιλο της ΕΤΕ. Σε αρκετές περιπτώσεις το NBG Balkan Fund προτιμάει να επενδύει από κοινού με κάποιον στρατηγικό επενδυτή που θα συνεισφέρει, εκτός από τα κεφάλαια, την τεχνογνωσία και τους ανθρώπινους πόρους για την επιτυχή υλοποίηση της επένδυσης. Με την εξέλιξη του οικονομικού περιβάλλοντος στις χώρες των Βαλκανίων, το επενδυτικό ενδιαφέρον έχει αρχίσει να στρέφεται από την δημιουργία νεοσύστατων εταιριών, προς εξαγορές μεριδίων τοπικών εταιριών. Ενδεικτική επένδυση είναι η Doverie Brico/Mr Bricolage, η οποία έχει ως στόχο την ανάπτυξη αλυσίδας καταστημάτων Do-It-Yourself στη Βουλγαρία και στις γειτονικές χώρες.

❖ Το τρίτο, το **NBG Technology Fund**, ιδρύθηκε στα μέσα του 2001 και έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 60 εκατ. ευρώ. Επενδύει αποκλειστικά σε εταιρίες τεχνολογίας, Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα, τα Βαλκάνια και την υπόλοιπη Ευρώπη. Στόχος είναι η αξιοποίηση των ευκαιριών στις αναδυόμενες τοπικές

αγορές τεχνολογικής ανάπτυξης με τη διεύρυνση των επαφών και της εξειδίκευσης πάνω στις περιοχές αυτές. Στο συνολικό κεφάλαιο του fund συμμετέχουν επίσης το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (EIF) και η Γενική Τράπεζα. Οι επενδύσεις του συγκεκριμένου Ταμείου εκτιμάται ότι θα ολοκληρωθούν σε τέσσερα έτη.

Αντιπροσωπευτικές επενδύσεις είναι: η Theta Microelectronics Inc, η οποία ειδικεύεται στο σχεδιασμό ολοκληρωμένων κυκλωμάτων για ασύρματη μεταφορά δεδομένων και φωνής (WLAN), και η Forth Photonics, spin-off του Ιδρύματος Τεχνολογίας και Έρευνας (ITE) στην Κρήτη, η οποία κατασκευάζει καινοτόμες απεικονιστικές διαγνωστικές τεχνολογίες (κολποσκόπιο) καθώς επίσης και μια καινοτόμο κάμερα για την επιστημονική ανάλυση έργων τέχνης. *[NAYTEMΠΟΡΙΚΗ 9/05/2002 και Αντιόπη Σχοινά 4/10/2002]*

Η ΕΕΣ εξετάζει επενδύσεις και στη Δ. Ευρώπη ή οπουδήποτε αλλού στον κόσμο αλλά μόνο από κοινού με ελληνικές εταιρείες ή με διεθνώς επιτυχημένους Έλληνες επιχειρηματίες. Η ίδρυση από την Εθνική εταιρείας παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων και στο Λονδίνο, την **NBGI Private Equity**, η οποία διαχειρίζεται κεφάλαια 100 εκατ. ευρώ (συστήθηκε τον Ιούνιο του 2000), συμβάλλει στην ενίσχυση των νεοϊδρυθεισών μικρομεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στη Δυτική Ευρώπη. Συγκεκριμένα, η ΕΕΣ έχει συνεπενδύσει με την NBGI Private Equity στην easyCar (πρώην easyRentaCar), μία πανευρωπαϊκή, χαμηλού κόστους εταιρεία ενοικίασης αυτοκινήτων, που την πλειοψηφία της κατέχει ο επιχειρηματίας Στέλιος Χατζηγιάννου.

Πέρα από τα παραπάνω, η ΕΕΣ συμμετέχει με ένα δισ.δρχ. και στην πρωτοβουλία της δημιουργίας της εταιρίας “Καινοτομικές Επιχειρήσεις ΑΕ” με τη διακριτική επωνυμία “Θερμοκοιτίδα iVen”, μαζί με τους ομίλους Λεβέντη, Μαρτίνου και Alpha Bank με σκοπό να απευθυνθεί στην αγορά κεφαλαίων πρώιμης φάσης ανάπτυξης (seed capital) και να υποστηρίξει νεοσύστατες εταιρίες στην ταχύτερη επίτευξη των στόχων τους. *[NAYTEMΠΟΡΙΚΗ 9/05/2002 και website:www.nbgvc.gr]*

Τέλος, η ΕΕΣ, μετά την συμφωνία που υπέγραψε πρόσφατα η Εθνική Τράπεζα μαζί με την J.P. Morgan και τον Όμιλο Dogus (μέσω της θυγατρικής του Garanti Securities), για την συμμετοχή της με συνολική επένδυση 15εκ \$ στο Turkish Private Fund, αποκτά την δυνατότητα να εξετάζει από κοινού με τοπικό εταίρο πιθανή συμμετοχή της σε επενδύσεις ελληνικών συμφερόντων στην Τουρκία.

► Εμπορική Κεφαλαίου

Η Εμπορική Κεφαλαίου ιδρύθηκε το 1994 και είναι θυγατρική εταιρεία της Εμπορικής Τραπέζης. Είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου με έδρα την Αθήνα και άλλα 6 γραφεία στη Μόσχα, στο Κίεβο, στη Βουδαπέστη, στη Σόφια, στην Κωνσταντινούπολη και στη Λευκωσία, απασχολώντας περισσότερους από 30 επαγγελματίες επενδύσεων της αγοράς με κεφάλαια προς διαχείριση ύψους 200.000.000 € [EVCA, Yearbook 2002]

Η Εμπορική κεφαλαίου επικεντρώνεται σε γρήγορα αναπτυσσόμενους τομείς, με υψηλές προοπτικές ανάπτυξης, και συμμετέχει σε επενδύσεις που υπόσχονται να εξελιχθούν σε διεθνώς ανταγωνιστικές και να αποδώσουν σημαντικά κέρδη. Το χρονικό διάστημα που η Εμπορική Κεφαλαίου συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των “incubatees” κυμαίνεται μεταξύ δύο και οκτώ ετών με στόχο την ενίσχυση της επιχείρησης και τη βελτίωση των προοπτικών της. Οι τομείς στους οποίους επενδύει είναι εταιρείες τροφίμων και ποτών, κατασκευαστικών υλικών, καταναλωτικών αγαθών, τηλεπικοινωνιών, λιανική, υπηρεσίες και τεχνολογία. [Μαλλιάρια Νένα 24-09-2000 και Ενημερωτικό φυλλάδιο]

Η εταιρεία βλέπει την περιοχή της Ανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου σαν μια ενοποιημένη οικονομική περιοχή που προσφέρει μεσαίες και μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες. Επίσης επενδύει στην Κ. και Α. Ευρώπη καθώς και στη Β. Αμερική.

Διαθέτοντας ένα δυνατό δίκτυο επαφών καθώς και μία ομάδα από υψηλής μόρφωσης και μεγάλης εμπειρίας επαγγελματίες σε όλη την περιοχή, απολαμβάνει μία συνεχή φήμη ενεργού επενδυτή μετοχικού κεφαλαίου ο οποίος προσθέτει σημαντική αξία στα εγχειρήματα του. Κατά την Εμπορική Κεφαλαίου ο σωστός συνδυασμός δεξιοτήτων, τεχνογνωσίας και επαρκών κεφαλαίων ελαχιστοποιεί τους κινδύνους και αναδεικνύει επικερδείς επιχειρήσεις. Η συμμετοχή της Εμπορικής Κεφαλαίου σε ένα επιχειρηματικό σχέδιο εξετάζεται πολύ σοβαρά μόνο αν το προτεινόμενο εγχείρημα περιλαμβάνει:

- Μια πολύ δυνατή διοικητική ομάδα με μία αποδεδειγμένη πορεία στον κλάδο με τον οποίο σχετίζεται
- Μία δυναμικά μεγάλη και δυναμικά αναπτυσσόμενη αγορά
- Ένα ή πρωτοπόρο προϊόν, τεχνολογία ή υπηρεσία που ικανοποιεί σε μεγαλύτερο βαθμό τις υπάρχουσες ή νέες ανάγκες

- Ευθυγράμμιση της διοίκησης της εταιρείας με τους εταιρικούς στόχους και προσδοκίες, τις μεθόδους εφαρμογής και εξόδου.

Τέλος, η προετοιμασία μίας λεπτομερούς και εμπειριστατωμένης επιχειρηματικής πρότασης είναι αναγκαία προϋπόθεση για την Εμπορική Κεφαλαίου.

Κατά βάση η εν λόγω εταιρεία αποκτά ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών των επιχειρήσεων που χρηματοδοτεί, επενδύοντας ποσά από 1-10 εκ € σε ένα επενδυτικό ορίζοντα από 2-7 χρόνια και ρευστοποιώντας τη συμμετοχή της με μία προσυμφωνημένη μέθοδο εξόδου. Η Εμπορική Κεφαλαίου, από την έναρξη των εργασιών της έχει επενδύσει 174,2 εκ. € σε 59 επιχειρήσεις.

Η κατανομή των επενδύσεων της Εμπορικής Κεφαλαίου φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

SECTORS	REGIONS					TOTAL
FOOD & BEVERAGES	5	4	3	1		13
BLDG MATERIALS. PACKAGING	3	1	2			6
RETAIL. OTHER CONSUMER RELATED	10		1	1	1	13
FINANCIAL. OTHER SERVICES	6	3				9
TECHNOLOGY. TELECOMS	4	1		2	5	12
OTHER FUNDS	2		1	1	2	6
TOTAL	30	9	7	5	8	59

Η αποεπένδυση σε 18 εταιρείες από αυτές έχει πετύχει σημαντικές αποδόσεις. [*website: comcap.gr*]

**ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ
ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΘΕΙ**

Babyland (Παιχνίδια)
BIB (Επενδυτική Τράπεζα)
ComQuest (Υπηρεσίες Επικοινωνιών)
Delcom (Παγωτά)
Κυριακίδης (Μάρμαρα & Γρανίτες)
Marfin Momentum (Διαχείριση Χαρτοφ/κίου)
Marfin Magnum (Διαχείριση Χαρτοφ/κίου)
Netgain (Internet incubator)
Παναγία (Κλινική)
Quest Wireless (Τηλεπικοινωνίες)
Rhodes Casino (Casino)
Σαλαμής (Τουρισμός)
Sit-Kyros (Αξεσουάρ σπιτιού)
Smelter (Ιατρικός εξοπλισμός)
Μόλοι Αγ. Γεωργίου (Δημητριακά)
Star Cinemas (Multiplex Cinemas)
Synko (Πουλερικά)
Temenos (Τραπεζικό Software)

Οι τρέχουσες επενδύσεις της Εμπορικής Κεφαλαίου είναι οι κάτωθι: [[website:comcap.gr](http://website.comcap.gr)]

ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Μιχαηλίδης Εμπορικές Επιχειρήσεις (Επεξεργασία Καπνού)
Μιχαηλίδης Γεωργικές Επιχειρήσεις (Επεξεργασία Καπνού)
Αδάμης (Ψάρια)
Alphagraphics Franchise Development Ltd (Εκτυπωτικές Υπηρεσίες/Digital Publishing)
Altan (Παραγωγή ζυμαρικών)
Ce Com (Fiber Optic Transmition)
Chipita East Europe (Snacks)
CRC Health Corporation (Αποθεραπεία απλών εθισμών)
Cream Line (Μπισκότα με φουντούκια, πραλίνα και σοκολάτες)
Decon (Γυάλισμα πλοίων)
Delta Bulgaria (Παγωτά)
Ecoturn (Βιομηχ. Panels από ανακυκλωμένα πλαστικά)
Egetgoing (Αποθεραπεία απλών εθισμών)
Euromart (Cash & Carry Stores)
Famadar Cartona (Χαρτόκουτες)
Fibran (Θερμαντική μόνωση, άλλα κατασκευαστικά υλικά)
Flora (Γλυκίσματα)
Gecor Investments (Ξυλεία)
Helen's Club (Γυναικεία ρούχα)
Helbio (Ενέργεια από βιομάζα)
Incuriam (Κατασκευές)
Isiklar Ambalaj (Χειροποίητες τσάντες)
Itsmobile (Συστήματα κινητών)
Kyr-Com (Real Estate)

Mobifon (Κινητή τηλεφωνία)
Mr Snack (Αλυσίδα Fast Food)
Newsat Holdings (Δορυφορικές επικοινωνίες)
Parametru (Γαλακτομικά προϊόντα)
Paynet (Συστήματα ηλεκτρονικών πληρωμών)
Promota Hellas (Promotional & Business Gifts)
Σεϊτανίδης (Ηλεκτρικές συσκευές)
Σπάτα (Real Estate)
Theta Microelectronics (Ηλεκτρ. Κυκλώματα)
Total Care Network (Ιατρικές υπηρεσίες)
Βενέτης (Snacks & γλυκίσματα)
Vitamina (Τροφές σε κονσέρβες)
Zephyr Telecommunications (Τηλεπικοινωνίες)

Άλλα επενδυτικά χαρτοφυλάκια της εταιρείας αποτελούν:

Το **Baring Communications Equity Emerging Europe**, που απευθύνεται σε μη εισηγμένες εταιρείες τηλεπικοινωνιών, ΜΜΕ και ΙΤ στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη.

Το **GMT Communication Partners II**, που απευθύνεται πάλι στον ίδιους τομείς δραστηριότητας με το προηγούμενο fund, με τη διαφορά όμως ότι επενδύει στις ανεπτυγμένες οικονομίες της Δ. Ευρώπης.

Το **Ukraine Fund**, που ιδρύθηκε το 1994 με σκοπό να ενισχύσει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται στην πρώιμη φάση ανάπτυξης τους (early-stage financing), πετυχαίνοντας έτσι την πρόσβαση σε μία καλή πηγή δυνατών συνεργασιών.

Το **Zero stage capital VII**, που σχηματίστηκε από μία πρωτοπόρα εταιρεία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου με έδρα το Καίμπριτζ και τη Μασσαχουσέτη, επενδύοντας στο διαδίκτυο, ΙΤ, τηλεπικοινωνίες και ιατρική τεχνολογία. [*website:www.comcap.gr*]

Εκτός όμως από τις προαναφερθείσες ΕΚΕΣ που διαχειρίζονται κεφάλαια από Τράπεζες, στην ελληνική αγορά δραστηριοποιούνται και εταιρείες που διαχειρίζονται κεφάλαια ιδιωτών και μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων.

➔ Η **Vectis Capital**, εταιρεία διαχείρισης επιχειρηματικών κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών (Fund Management Company), είναι μέλος του Ομίλου Λεβέντη και διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 26,5εκ € (9 δις δρχ) με συνεπενδυτές την Alpha Bank και τον Όμιλο Μαρτίνου.

Η Vectis Capital, σύμφωνα με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και Γενικό Διευθυντή κ. Διονύση Αλυσανδράτο, επενδύει με χρονικό ορίζοντα από 3 έως 5 χρόνια κεφάλαια, το ύψος των οποίων κυμαίνεται ανάμεσα στις 882,4 χιλιάδες € έως και 2,353 χιλιάδες € ενώ βασικά κριτήρια για την υλοποίηση της επένδυσης αποτελούν:

- "Δυνατή" Διοικητική Ομάδα.
- Ποιοτικό, καινοτόμο Προϊόν/Υπηρεσία.
- Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης.
- Δραστηριότητα σε δυναμικό και αναπτυσσόμενο κλάδο.
- Συνθήκες για σημαντική Κερδοφορία/Απόδοση Κεφαλαίου.

Πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρίες στις οποίες συμμετέχει, τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της, όσο και τις συνέργειες των τριών ομίλων/επενδυτών των κεφαλαίων της. Τα παραπάνω στοιχεία συμβάλλουν ουσιαστικά στη δημιουργία επιτυχημένων και γοργά αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων. [*website:www.vectis.gr*]

Ανάλογα με το στάδιο ωρίμανσης που βρίσκεται η εταιρία ή η επιχειρηματική ιδέα, η Vectis Capital μπορεί να δώσει αρχικό κεφάλαιο (start-up ή seed capital) ή κεφάλαιο ανάπτυξης (development capital). Για την αποπληρωμή της, η Vectis Capital, δε στηρίζεται σε εμπράγματα ασφάλειες, αλλά στα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει.

Η Vectis Capital έχει επενδύσει μέχρι σήμερα 12 εκ. € σε ένα σύνολο 9 επενδύσεων σε κλάδους όπως των logistics, πληροφορικής, αλυσίδας διαχείρισης περιπτέρων, μία αγορά που όπως επισημαίνει ο κ. Αλυσανδράτος είναι ίση με αυτή των supermarket, ενώ στοχεύοντας στην αγορά των ψητοπωλείων, το μέγεθος της οποίας είναι τεράστιο και ανυπολόγιστο, προχώρησε σε επένδυση στην “Ελληνικός Γύρος ΑΕ” σε συνεργασία με την εταιρεία “Νίκας”. Σύμφωνα με τον κ. Αλυσανδράτο στην ελληνική αγορά υπάρχουν τομείς – κλάδοι οι οποίοι μπορούν στο άμεσο μέλλον να αποδώσουν

σημαντικές υπεραξίες όπως είναι αυτοί του εξειδικευμένου εμπορίου, των τροφίμων, των χημικών, του εξειδικευμένου τουρισμού, της εκπαίδευσης και των logistics. [Αντιόπη Σχοινά 4/10/2002]

Συγκεκριμένα, η εν λόγω εταιρεία διαχειρίζεται το **ALC Novelle Investments** fund που επικεντρώνεται στην Ελλάδα και περιλαμβάνει τις ακόλουθες επενδύσεις:

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ - ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ

Εταιρία	Κλάδος / Δραστηριότητα	Ποσό Επένδυσης
	ΚΟΥ-ΚΟΥ Α.Ε. Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης	€ 1.467.351
	DD-Synergy Α.Ε. Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAP	€ 440.205
	IDEAL SYSTEMS Α.Ε. Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων	€ 2.201.027
	Ελληνικός Γύρος Α.Ε. Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων	€ 698.459
	Αίολος Logistics Services Α.Ε. Διανομή και εμπορία Α ύλων και τροφίμων σε εταιρίες μαζικής εστίασης	€ 880.411
	Iven Α.Ε. Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων και επιχειρηματικών ιδεών	€ 1.467.351
	Pizza Fan Α.Ε. Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού.	€ 1.467.351
	Mantis Πληροφορική Α.Ε. Α.Ε. Λύσεις Warehouse Management Software και Customer interaction	€ 1.467.351



Η Alpha Trust Innovation A.E.K.E.S. (Ανώνυμη Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2000 με 11 εκ. € υπό διαχείριση. Ιδρύθηκε με σκοπό να επενδύει σε τεχνολογία και σε εταιρείες πρώιμου σταδίου, αλλά τελευταία εξετάζει και προτάσεις από πιο παραδοσιακούς κλάδους που υπόσχονται όμως υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Συμμετέχει ενεργά και επενδύει σε όλα τα στάδια ωρίμανσης αναπτυσσόμενων μη εισηγμένων εταιρειών (early-stage financing, expansion capital, bridge finance) που δραστηριοποιούνται σε τομείς όπως πληροφορική, ενέργεια, τηλεπικοινωνίες, βιομηχανία, ιατρικές επιστήμες, τρόφιμα και ποτά. Οι εταιρείες στις οποίες επενδύει έχουν κάποια ή όλα τα παρακάτω γνωρίσματα:

- Υψηλή ποιότητα στελεχών
- "Μοναδικότητα", καινοτομία ή τεχνολογική αξία
- Δυναμική αγορά
- Δυνατότητα πωλήσεων και εκτός Ελλάδος

Η διαχείριση της Alpha Trust Innovation έχει ανατεθεί σε ομάδα της Alpha Trust ΑΕΠΕΥ του Ομίλου Alpha Trust, η οποία εξειδικεύεται στον εντοπισμό, ανάλυση, πραγματοποίηση και παρακολούθηση επενδύσεων σε καινοτόμες επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

Η Alpha Trust Innovation επενδύει κατά μέσο όρο €1 εκ. συμμετέχοντας μειοψηφικά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών. Απώτερος σκοπός είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 5 χρόνων ανάλογα με την πορεία της εταιρίας. Η αποεπένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο ή, κατόπιν συναίνεσης με τη διοίκηση και τους μετόχους, μέσω μεταβίβασης των συμμετοχών της Alpha Trust Innovation σε τρίτους.

Η Alpha Trust Innovation (με το ομώνυμο fund) έχει επενδύσει στις παρακάτω εταιρίες, που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξής τους:

- **Logisys AE - Management Buy-In**, η οποία παρέχει υπηρεσίες αποθήκευσης και διανομής για λογαριασμό τρίτων - 3rd party logistics - έχοντας διαμορφώσει μοντέρνα κέντρα logistics στη Μαγούλα Αττικής και στη Θεσσαλονίκη. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 25% του μετοχικού κεφαλαίου της.

- **Vector Informatics Systems AE – Early-Stage**, η οποία εξειδικεύεται στη

δημιουργία και εγκατάσταση ολοκληρωμένων πληροφοριακών συστημάτων στο χώρο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της.

- **Harmony Cruises A.N.E. – Early-Stage**, η οποία δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διαχείριση μικρών υπερπολυτελών κρουαζιερόπλοιων (mega-yachts).

Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 25% του μετοχικού κεφαλαίου της.

- **Γνώμων Πληροφορική ΑΕ - Early-Stage**, η οποία προσφέρει υπηρεσίες εγκατάστασης πληροφοριακών συστημάτων και διαχείρισης έργων με κύρια μέχρι σήμερα αγορά αυτή της Βόρειας Ελλάδας. Μεταξύ των πελατών της «Γνώμων» συμπεριλαμβάνονται η Alumil Μυλωνάς, η Kunststoff και ΜΕΛ αλλά και αρκετοί δημόσιοι οργανισμοί. Κύριος μέτοχος στη Γνώμων είναι η εισηγμένη στη ΝΕΧΑ εταιρεία “Ευρωσύμβουλοι ΑΕ”. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της. [*website: www.alphatrust.gr*]

▶ Επιπρόσθετα στην αγορά δραστηριοποιείται η **Ιθάκη ΕΚΕΣ**, (**Ulysses Finance, Ithaca Ventures**) η οποία ιδρύθηκε το 1999, με μετόχους θεσμικούς επενδυτές, δυναμικές εταιρείες και επιτυχημένους επιχειρηματίες από όλους τους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας και αποτελεί το πρώτο ανεξάρτητο (non-captive) Ελληνικό κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών.

Απευθύνεται σε υγιείς δυναμικές και αναπτυσσόμενες εταιρείες που εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, η διοίκηση των οποίων χαρακτηρίζονται από έμπνευση, σύγχρονες μεθόδους διοίκησης και επιχειρηματικότητα Παρέχοντας επιχειρηματικά κεφάλαια, η ΙΘΑΚΗ ΕΚΕΣ:

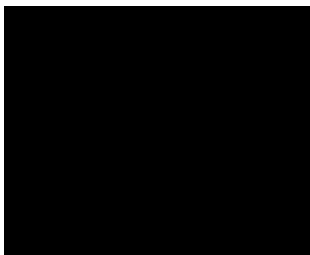
- Συμμετέχει απευθείας στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών, αποσκοπώντας στη σημαντική αύξηση της αξίας τους μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα
- Αποβλέπει σε απόκτηση μειοψηφικής συμμετοχής, χωρίς να εμπλέκεται κατά κανόνα στην καθημερινή διοίκηση των εταιρειών που συμμετέχει
- Αποκτά μεσο-μακροπρόθεσμες συμμετοχές με χρονικό ορίζοντα από 3 έως 7 χρόνια συμβάλει ουσιαστικά στη δημιουργία συνεργιών και νέων επιχειρηματικών ευκαιριών για τις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει
- Μοιράζεται τον ίδιο επενδυτικό κίνδυνο με τους επιχειρηματίες και δεν στηρίζεται σε εγγυήσεις και εξασφαλίσεις

- Προσβλέπει σε υψηλές αποδόσεις από επίτευξη υπεραξιών λόγω της αύξησης της κεφαλοποίησης των χρηματοδοτούμενων εταιρειών

Η ΙΘΑΚΗ ΕΚΕΣ παρέχει ενεργή και διαρκή υποστήριξη στις εταιρείες που συμμετέχει. Τις περισσότερες φορές ένα ή και περισσότερα στελέχη της συμμετέχουν στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιρειών του χαρτοφυλακίου της, συνεισφέροντας γόνιμο προβληματισμό, συμβουλές και τεχνογνωσία αιχμής.

Σημαντικό κριτήριο συμμετοχής αποτελεί, επίσης, η δυνατότητα εξόδου της ΙΘΑΚΗ ΕΚΕΣ και ρευστοποίησης της συμμετοχής της σε εύλογο χρονικό διάστημα, είτε μέσω του χρηματιστηρίου είτε μέσω ιδιωτικής συναλλαγής. *[website: www.intermall.com.gr/ulysses/]*

Έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις αξίας 300 εκ. δρχ έκαστη, στην εταιρεία εμπορίας παιδικών ρούχων Λητώ και σε μία εταιρεία πληροφορικής, και εξετάζει πιθανόν μελλοντικές συμμετοχές της σε 10 εταιρείες που ανήκουν στους κλάδους πληροφορικής, τηλεπικοινωνιών, ηλεκτρονικού εμπορίου και ένδυσης. *[Κρυσταλλάκος 29-07-2000]*



Μία άλλη κατηγορία επαγγελματικών επενδυτών για επενδύσεις σε αρκετά πρώιμα στάδια (seed, start-up capital) είναι και οι θερμοκοιτίδες (incubators). Στο εξωτερικό, οι incubators τυπικά αναλαμβάνουν να επενδύσουν σε τάξεις μεγέθους από 0,5-2 εκ. \$, ενώ οι venture capitalists αναλαμβάνουν τις επενδύσεις των 5 εκ. \$ και άνω. Στην Ελλάδα, κατά τον κ. Σκαπέρδα, Διευθύνοντα Σύμβουλο, “ένας incubator αναλαμβάνει να επενδύσει σε μία νέα ιδέα σε πολύ πιο πρώιμο στάδιο από ό,τι ένα venture capital. Συνήθως ο incubator παρέχει τα πρώτα 40-100 εκ. που είναι απαραίτητα για το ξεκίνημα της νέας εταιρείας” (τα venture capitals σχεδόν ποτέ δεν ασχολούνται με προτάσεις επένδυσης για λιγότερο από 100 εκ). Το Σεπτέμβριο του 2001 ανακοινώθηκε η ίδρυση του πρώτου “καθαρόαιμου” incubator – η εταιρεία **Innovative Ventures** ή **iVen** – που έρχεται να καλύψει την ανάγκη της αρχικής επένδυσης και της επαγγελματικής υποστήριξης της νεοσύστατης εταιρείας στα πρώτα κρίσιμα βήματα της.

Η εταιρεία **Καινοτόμες Επιχειρήσεις Α.Ε. (iVen)** είναι θερμοκοιτίδα καινοτόμων ιδεών με σκοπό τη μετεξέλιξη τους σε επιτυχημένες εταιρείες και η δημιουργία της αποτελεί κοινή προσπάθεια της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών και της Vectis Capital (ΕΚΕΣ των ομίλων Alpha Bank, Λεβέντη και Μαρτίνου). Διαχειρίζεται ένα ποσό περίπου 7εκ. € από το οποίο περίπου το 40% (3εκ €) θα επιδοτηθεί από το πρόγραμμα «ΕΛΕΥΘΩ» του Γ'ΚΠΣ, του υπουργείου Ανάπτυξης)[*ne.o Ιούλιος 2002*]. Η iVen συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο νέων ή υφιστάμενων εταιρειών, με επένδυση που φτάνει έως και 300.000 ευρώ.

Ως incubator, πέρα από τη χρηματοδότηση, η iVen προσφέρει στους συμμετέχοντες και μία σειρά από άλλες υπηρεσίες υποστήριξης όπως:

- Κτιριακές εγκαταστάσεις: Η εταιρεία έχει στη διάθεση της ένα χώρο 450 τ.μ. στην Καλλιθέα, ο οποίος διαθέτει σύγχρονο εξοπλισμό και τεχνολογικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων γραμμών πρόσβασης στο internet, τηλεφωνικά κέντρα κτλ. Στο χώρο αυτό μπορούν να φιλοξενηθούν μέχρι οκτώ εταιρείες σε αυτόνομα γραφεία.
- Στρατηγική καθοδήγηση και δίκτυο επαφών: Σε αυτό βοηθούν τα στελέχη της iVen καθώς καθοδηγούν τα στελέχη των εκκολαπτόμενων εταιρειών ενώ ταυτόχρονα τους παρέχουν πληροφορίες για επαφές με την αγορά που τους ενδιαφέρει.
- Φοροτεχνική, λογιστική και νομική υποστήριξη: Σε συνεργασία με την PricewaterhouseCoopers παρέχονται υποστηρικτικές υπηρεσίες σε οικονομικά και νομικά θέματα.
- Υπηρεσίες εξεύρεσης προσωπικού και στελεχών: Βοηθά τις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει τόσο στην εύρεση στελεχών όσο και στην αξιολόγηση τους ώστε να επιλέξουν τους κατάλληλους για τις θέσεις που τους χρειάζονται.
- Συμβουλευτικές υπηρεσίες σε θέματα πληροφορικής με τη συνεργασία της Microsoft και της Ideal Systems. Η Microsoft, ως τεχνικός συνεργάτης, παρέχει στις εταιρείες τεχνογνωσία, διεθνείς επαφές, μειωμένες τιμές στα προϊόντα της καθώς και τη δυνατότητα συμμετοχής στο τεχνολογικό πάρκο της Microsoft στη Γαλλία. [*ne.o Νοεμβρ 2001 και ΚΕΡΔΟΣ, 21/9/2001*]

Γενικά, η αποστολή του incubator είναι να ιδρύσει και να μεγαλώσει τη νέα εταιρεία τόσο, ώστε να φτάσει με επιτυχία μέχρι την πόρτα του ΕΚΥΚ για να ζητήσει πλέον, με σωστή υποδομή και επαγγελματική προετοιμασία, την πρώτη ευμεγέθη επένδυση που θα

της επιτρέπει να αναπτυχθεί και να επιβληθεί στην αγορά. Στη χώρα μας, όπου έχουμε πολλούς αξιόλογους ερευνητές σε κρατικά και άλλα ερευνητικά ιδρύματα, οι οποίοι μπορούν μεν να συλλαμβάνουν νέες πρωτοποριακές ιδέες αλλά δε γνωρίζουν πώς θα τις μετατρέψουν σε επιτυχείς εταιρείες, πράγματι γίνεται πολύτιμος ο ρόλος του incubator.

“Η εταιρεία όμως αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο να βάλει λουκέτο”, όπως αναφέρει χαρακτηριστικά ο κ. Σκαπέρδας, εξαιτίας της σημαντικής καθυστέρησης της χρηματοδότησης από το Γ΄ ΚΠΣ. Οι ιθύνοντες του υπουργείου Ανάπτυξης ανακάλυψαν ότι για να εκταμειθούν χρήματα για αυτό το μέτρο θα πρέπει πρώτα να δώσει τη σχετική έγκριση η Επιτροπή Ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης. *[Κύρας Κοτζιά 17/9/2002]*

▶ **Η Notos Consultants S.A.**, ιδιωτικών συμφερόντων (limited company), διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 30.500.000 € και ιδρύθηκε το 2000, με σκοπό να παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες στα διάφορα funds επιχειρηματικού κεφαλαίου που επενδύουν στη Νότια και Ανατολική Ευρώπη. Αυτή την περίοδο έχει υπό την επίβλεψη της την “Eikon Partners”, η οποία είναι διαχειρίστρια εταιρεία του Eikon Capital. Επικεντρώνεται σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που χρειάζονται μία σημαντική υποστήριξη στη διοίκηση τους, προκειμένου να πραγματοποιήσουν τους επιθυμητούς επιχειρηματικούς τους στόχους. *[EVCA, Yearbook 2002]*

▶ **Η e-Vision** είναι εταιρεία συμμετοχών, θυγατρική του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς. Πρόκειται για τη βασική εταιρεία μέσω της οποίας υλοποιείται η στρατηγική του ομίλου για ισχυρή επιχειρηματική παρουσία στο χώρο του e-business.

Η εταιρεία επιδιώκει να εξασφαλίσει για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, μέσω των συμμετοχών της και σε συνεργασία με τις τεχνολογικές διευθύνσεις της τράπεζας, τις καλύτερες υποδομές και στρατηγικές συμμαχίες, δίνοντας προτεραιότητα σε ό,τι δημιουργεί συνέργιες και συμπληρωματικότητα με την κύρια τραπεζική δραστηριότητα.

Οι συμμετοχές της e-Vision στις ακόλουθες εταιρείες έχουν ως εξής:

- Συμμετέχει με ποσοστό 50,1% στο κεφάλαιο της Exodus AE η οποία δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη εφαρμογών internet, e-business και new media.

- Ίδρυσε και συμμετέχει με ποσοστό 99% στην e-Phonia ΑΕ η οποία παρέχει υπηρεσίες τηλεπικοινωνιακής υποστήριξης, υπηρεσίες cross-selling και telemarketing (outsourcing call center) 24 ώρες το 24ωρο, 365 ημέρες το χρόνο, αλλά και συμβουλευτικές υπηρεσίες σε επιχειρήσεις που επιθυμούν να δημιουργήσουν το δικό τους (in-house) call center.
- Συμμετέχει με ποσοστό 66% στην εταιρεία ταχυμεταφορών Interattica ΑΕ που παρέχει υπηρεσίες courier στην Ελλάδα και σε όλο τον κόσμο.
- Συμμετέχει με ποσοστό 40% στην Project Online ΑΕ, η οποία παρέχει υπηρεσίες χρήσης συστημάτων διαχείρισης έργων μέσω internet.
- Τέλος, συμμετέχει στην ανώνυμη πολυμετοχική εταιρεία “Πάρκο Υψηλής Τεχνολογίας Ακρόπολις” μαζί με άλλες επιχειρήσεις του Συνδέσμου Επιχειρήσεων Πληροφορικής Ελλάδος (ΣΕΠΕ). Χρηματοοικονομικός σύμβουλος της εταιρείας είναι η Τράπεζα Πειραιώς. [*ne.o Ιούλιος 2002*]

► **Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων** (Hellenic Business Development & Investment Corporation – HBDIC)

Η εταιρεία ιδρύθηκε τον Ιανουάριο του 1988 ως μέρος των αντισταθμιστικών ωφελειών από την “αγορά του αιώνα” (προμήθεια αεροσκαφών F-16 και F-110 από το ελληνικό Δημόσιο). Σκοπός της εταιρείας είναι να εξασφαλίσει, μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα, άμεσα και ουσιαστικά οφέλη για την ελληνική οικονομία και βιομηχανία και να βελτιώσει το ισοζύγιο πληρωμών. Η εταιρεία διαθέτει τα κεφάλαια της για την ανάπτυξη συναλλαγματοφόρων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως τη σύσταση νέων επιχειρήσεων ή τη συμμετοχή σε υφιστάμενες, τη σύσταση μικτών επιχειρήσεων (joint ventures), τη μεταφορά τεχνολογίας, την παροχή υπηρεσιών σε τεχνικά και εμπορικά θέματα καθώς και κάθε άλλη νόμιμη δραστηριότητα η οποία συνδέεται με τους σκοπούς της εταιρείας.

Ανάμεσα στα βασικά κριτήρια επιλογής μιας επιχείρησης προς χρηματοδότηση, δεν συγκαταλέγονται μόνο τα κέρδη και ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης IRR, αλλά και κοινωνικά κριτήρια όπως η ανάπτυξη ανταγωνιστικών τεχνολογιών, η εστίαση στην περιφέρεια, σε περιοχές όπου το ποσοστό ανεργίας είναι αυξημένο, η ανάπτυξη δραστηριοτήτων που στοχεύουν στην αύξηση των εξαγωγών και η μείωση των εισαγωγών.

Το προσωπικό της αποτελείται από 10 άτομα ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας είναι: Lockheed Martin (62,42%), General Electric (20,23%), Northrop Grumman (12,35%), Ελληνικό Δημόσιο (5%)

Το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων ανέρχεται στο τέλος του 2001 ανέρχεται στα 30.000.000 € με ελάχιστο ποσό επένδυσης τα 380.000 € και μέγιστο τα 3.000.000 € Η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων έχει εμπειρία 14 ετών και είναι η πρώτη εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών που ιδρύθηκε στην Ελλάδα εστιάζοντας στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και επενδύοντας σε όλα τα στάδια ωρίμανσης μιας επιχείρησης είτε με τη μορφή συμμετοχής (minority equity) είτε με τη μορφή μετατρέψιμων δανείων (convertible bonds). Από τη σύσταση της η εν λόγω εταιρεία έχει επενδύσει το ποσό των 41.673 εκ. € σε 33 εταιρείες σε διάφορους τομείς όπως καταναλωτικά προϊόντα, βιομηχανική αυτοματοποίηση, βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες, υψηλή τεχνολογία και πληροφορική, φαρμακευτικά-ιατρικά προϊόντα κ.ά. Οι τρέχουσες επενδύσεις της συνοψίζονται στις εξής: [Απολογισμός Χρήσεως 2001 και EVCA, Yearbook 2002]

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΣΕ ΧΙΛ ΔΡΧ)	ΤΡΟΠΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ
ΝΗΡΕΥΣ (Θαλάσσιες Ιχθυοκαλλιέργειες)	780.126	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 2%
ΛΑΒΙΦΑΡΜ (Ανάπτυξη, προώθηση, παραγωγή, εισαγωγή και διακίνηση φαρμάκων)	28.062	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 0,6%
ΟΞΥΜΑΧΟΝ (Κατασκευή διακοσμητικών κεραμικών)	561.223	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 8,406%
Ε-ΝΑ (Συστήματα λογισμικού και αυτοματοποίησης)	13.590	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 6%
С²Т (Κέντρο δοκιμών ηλεκτρομαγνητικής συμβατότητας EMC)	440.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΟΛΥΜΠΙΚ ΜΑΡΙΝ (Μαρίνα λιμενισμού 2.100 σκαφών)	500.000	Μετατρέψιμο δάνειο

ΦΕΙΔΑΣ (Βιομηχανία υποδημάτων)	500.000	Δάνειο
ΑΚΤΗ ΒΡΑΥΡΩΝΟΣ (Ξενοδοχειακές επιχειρήσεις)	350.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΑCT (Μονάδα παραγωγής αναλώσιμων και συσκευών ηλεκτρονικού πολέμου)	600.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΣΤΥΓΑ (Εμφιάλωση μεταλλικού νερού)	150.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΘΡΑΚΗ ΠΑΛΛΑΣ (Ξενοδοχειακές επιχειρήσεις και συνεδριακό κέντρο)	967.730	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 23% & Μετατρέψιμο δάνειο
ΑΡΛΙΝ (Ξενοδοχειακές επιχειρήσεις)	580.000	Συμμετοχή στο κεφάλαιο 30% & Δάνειο
ΚΑΛΥΨΩ (Μονάδα παραγωγής βιολογικού άλατος κι άλλων μπαχαρικών)	230.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΓΑΛΒΑΝΙΣΤΗΡΙΑ ΕΛΛΑΔΟΣ (Μονάδα γαλβανισμού μετάλλων εν θερμώ)	80.000	Μετατρέψιμο δάνειο
ΡΗΑRMA PLUS (Παροχή υπηρεσιών και προϊόντων σε φαρμακεία)	435.000	Μετατρέψιμο δάνειο

Πλην των ιδιωτικών ΕΚΕΣ, μια σειρά άλλων δραστηριοτήτων τον τελευταίο καιρό αναμένεται να δώσουν περαιτέρω ώθηση στον τομέα της χρηματοδότησης start-up επιχειρήσεων. Μία από αυτές είναι η κρατική πρωτοβουλία της δημιουργίας του «Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας» ΤΑΝΕΟ.

Το **ΤΑΝΕΟ** είναι ένα Fund-of-funds που επενδύει μόνο σε VC funds, και όχι σε μικρομεσαίες καινοτόμες επιχειρήσεις, σε ποσοστό 50% και συμμετέχει στις αναμενόμενες αποδόσεις με τους ίδιους όρους που συμμετέχουν και οι υπόλοιποι

επενδυτές του fund. Τα funds στα οποία συμμετέχει το TANEΟ πρέπει να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, κατά προτίμηση σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης, οι οποίες θα αναπτύσσουν τεχνολογίες ή θα ασχολούνται με εφαρμογές νέων τεχνολογιών. Τα VC funds στα οποία επενδύει περιλαμβάνουν:

- Ιδιωτικά VCs, διοικούμενα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια
- ΕΚΕΣ (Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών)
- ΑΚΕΣ (Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών)

Αν και πρωτοποριακή σαν ιδέα - τουλάχιστον για τη χώρα μας, αφού σηματοδοτεί μία αλλαγή στην κρατική παρέμβαση στην οικονομική ζωή – η σχεδίαση και η υλοποίηση του TANEΟ βασίστηκε στα πρότυπα και τη φιλοσοφία, σύμφωνα με τον κ. Γιώργο Κινητή, Αντιπρόεδρο Δ.Σ. & Διευθύνοντα Σύμβουλο TANEΟ, του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (European Investment Fund), του UK High Technology Fund και του ισραηλινού YOZMA.

Η TANEΟ ΑΕ θα επιχορηγείται από τον κρατικό προϋπολογισμό, τα έσοδα των ιδιωτικοποιήσεων, την εκποίηση άλλων περιουσιακών στοιχείων και την εκχώρηση δικαιωμάτων. Στόχος του νέου ταμείου, το οποίο «προοικίστηκε» για τα επόμενα τέσσερα χρόνια με 150 δις δρχ, είναι να προσελκυστούν ιδιωτικά κεφάλαια για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων στο χώρο της νέας οικονομίας. Το TANEΟ θα συνεπενδύσει με ιδιώτες στη δημιουργία εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι οποίες θα επενδύουν με τη σειρά τους σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Το TANEΟ παίρνει το μεγαλύτερο ρίσκο στην επένδυση, κάτι που σημαίνει ότι αν, κατά τη ρευστοποίηση, το fund χάσει χρήματα, το TANEΟ χάνει περισσότερα χρήματα από ότι το VC fund. Όσον αφορά το ύψος της επένδυσης, θα επενδύει μέχρι 1 εκ. ευρώ ανά μικρομεσαία εταιρεία (όπως αυτή ορίζεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση).

Ταυτόχρονα, η προσπάθεια του TANEΟ θα ενισχυθεί και από την προώθηση των διαρθρωτικών, τις ιδιωτικοποιήσεις, τις μεταρρυθμίσεις της δημόσιας διοίκησης, την αξιοποίηση του Γ΄ Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και τέλος, από την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και προσέλκυσης ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα, με φορολογικά κίνητρα για τις συγχωνεύσεις

Κατά τον κ. Κούρτη, Διευθυντή Επενδύσεων της Global Finance, οι άνωθεν περιορισμοί ως προς το προφίλ των επενδύσεων που θα συμμετέχει το TANEΟ, δυσκολεύουν την εξεύρεση ιδιωτικών κεφαλαίων, “...γιατί οι ιδιώτες και οι ξένοι επενδυτές διστάζουν να επενδύσουν στην ελληνική αγορά σε νέες εταιρείες παραδοσιακών τομέων που εμφανίζουν πολύ υψηλό ρίσκο ή σε ανάπτυξη και χρήση

νέων τεχνολογιών όπου η Ελλάδα δεν έχει καμμία παράδοση. Επομένως, είτε θα πρέπει να μπουν εξειδικευμένοι θεσμικοί επενδυτές που κατανοούν πλήρως το ρίσκο τέτοιων επενδύσεων, είτε ιδιώτες επενδυτές μεγάλης περιουσιακής θέσης οι οποίοι έχουν και άλλα κίνητρα πέραν των κεφαλαιακών αποδόσεων. Με τη σημερινή του μορφή θεωρώ ότι το TANEΟ δύσκολα θα κινητοποιήσει σημαντικά κεφάλαια, είτε από το εξωτερικό είτε από το εσωτερικό, που θα εκτίνασσαν την ελληνική επιχειρηματικότητα στα επίπεδα άλλων προηγμένων κρατών”.

Παρ’ όλα αυτά, «Η ανταπόκριση στην πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος υπερέβη κάθε προσδοκία» (πάνω από 35 αιτήσεις) ανέφερε εκπρόσωπος του υπουργείου της Εθνικής Οικονομίας. Η αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία όχι μόνο δεν φαίνεται να επέδρασε αρνητικά, αλλά αντίθετα κινητοποίησε τους παράγοντες της αγοράς προς την ανεύρεση εναλλακτικών μορφών επενδύσεων, όπως το ΕΚΥΚ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΚΥΚ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Σε αντίθεση με τις ραγδαίες εξελίξεις της νέας οικονομίας στο εξωτερικό, ο τομέας της ιδιωτικής χρηματοδότησης νέων καινοτόμων εταιρειών στην Ελλάδα παραμένει ακόμα σε εμβρυακό στάδιο συναντώντας τις αρχικές δυσκολίες που πηγάζουν από τη δυσπιστία των νέων επιχειρηματιών και την προτίμηση των ΕΚΕΣ να επενδύουν σε ώριμες εταιρείες παρά σε υψηλού κινδύνου νέες επιχειρηματικές προσπάθειες. Ευθύς αμέσως παρουσιάζουμε μία πιο αναλυτική προσέγγιση του θέματος.

Η οικογενειακή νοοτροπία των Ελλήνων επιχειρηματιών που, ναι μεν αρχίζει να εξαλείφεται αλλά δεν παύει να αποτελεί ακόμη, μία μελανιά στην ομαλή λειτουργία του θεσμού. Ακόμα και σήμερα όποιος έχει μία καινοτόμο ιδέα, στην οποία πιστεύει ακράδαντα, προσπαθεί να τη χρηματοδοτήσει από την προσωπική του περιουσία, υποθηκεύοντας σπίτια και δανειζόμενος από συγγενείς και φίλους. Οι επιχειρηματίες είναι γενικά απρόθυμοι να αφήσουν τον έλεγχο¹ του δικού τους «επιτεύγματος» σε τρίτους και δεν παρέχουν την απαραίτητη πληροφόρηση στους “εισβολείς” -κατ’ αυτούς- επιχειρηματικούς κεφαλαιούχους, αδυνατώντας πολλές φορές να κατανοήσουν ότι μία μετοχική χρηματοδότηση μπορεί να είναι καλύτερη επιλογή από ένα δάνειο. Σύμφωνα με τον κ. Lavant (Εμπορική Κεφαλαίου) “από πολύ παλιά οι επιχειρηματίες και ακόμη και οι πιο επιτυχημένοι ήταν απρόθυμοι να μετατρέψουν της επιχειρήσεις τους σε ΕΠΕ ή να τις εισάγουν στο χρηματιστήριο από φόβο μήπως χάσουν τον έλεγχο τους”. Στην Ελλάδα, η άγνοια που υπάρχει γύρω από τον πραγματικό τρόπο λειτουργίας και τις επιδιώξεις ενός επαγγελματία επενδυτή-χρηματοδότη, η έλλειψη μιας σωστής διαπαιδαγώγησης για τις πραγματικές προθέσεις και απαιτήσεις των ΕΚΕΣ σε συνδυασμό με τις προκαταλήψεις που γεννά η μακραίωνη παράδοση των Ελλήνων ως μικρεμπόρων (δηλαδή η νοοτροπία του να μην εμπιστευόμαστε κανέναν, ούτε τους συμμετόχους μας ούτε τα ίδια τα στελέχη και τους υπαλλήλους μας, και η αντίληψη ότι όλοι θέλουν να μας ρίξουν και να μας κλέψουν), δημιουργεί παρά πολλά προβλήματα

¹ Στο ενδεχόμενο μεταπώλησης του μεριδίου της επιχείρησης που έχει η ΕΚΕΣ, συχνά υπάρχει το πρόβλημα ότι θα πρέπει να γίνει πώληση σημαντικού μέρους της εταιρείας (συχνά μεγαλύτερου του 50,1%, άρα και του μεριδίου του επιχειρηματία – εμπνευστή με αποτέλεσμα αυτός να χάνει τον έλεγχο της εταιρείας του. Η αντιμετώπιση επομένως των επιχειρηματιών ως προς τις επιχειρήσεις τους έχει σημασία, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδίως σε χώρες μέσου επιπέδου ανάπτυξης, η σύνδεση του manager με την επιχείρηση του είναι πολύ πιο «προσωπική» από ότι «επαγγελματική». (Ιακωβίδης Β' ΜΕΡΟΣ : “Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου”, ΕΕΤ 1992)

συννενόησης και γίνεται αφορμή να μη γίνονται τελικά συμφωνίες για επενδύσεις σε ιδέες που ίσως πράγματι θα άξιζε να υποστηριχθούν.

Ένα άλλο πρόβλημα που επισημάνθηκε, είναι ο φόβος που έχουν οι νέοι επιχειρηματίες ότι, αν πουν την ιδέα τους σε κάποιο “ξένο”, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να τους την “κλέψει”. Είναι ένας φόβος που έχει τη ρίζα του στην ίδια τη νοοτροπία του μικρέμπορα που πρέπει διαρκώς να φυλάγεται από τους πάντες. Οι νέοι επιχειρηματίες πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι οι ΕΚΕΣ καθώς και άλλοι οργανισμοί όπως η e-Vision και iVen, που δεν είναι venture capital funds με την “κλασική” έννοια του όρου, είναι επαγγελματικοί οργανισμοί οργανωμένοι με αυστηρά ποιοτικά πρότυπα και η δουλειά τους δεν είναι να οικειοποιούνται ιδέες τρίτων αλλά να επενδύουν σε εταιρείες με σκοπό να πετυχαίνουν καλές αποδόσεις για τα κεφάλαια τους. Μία σκέτη ιδέα είναι εντελώς άχρηστη σε μία ΕΚΕΣ εάν δεν έχει και τους ανθρώπους που την πιστεύουν για να την “τρέξουν”.

Σύμφωνα με τον κ. Στράτο από την Alpha Trust Innovation, “λόγω μικρού μεγέθους της αγοράς είναι λιγότερες οι προτάσεις που έρχονται ως εμάς. Πρέπει οι ιδέες στην ιδιαιτερότητα και την καινοτομία τους να είναι τόσο ισχυρές ώστε να μην καταπατηθούν από τον ανταγωνισμό του εξωτερικού. Από την άλλη, τα διαθέσιμα κεφάλαια στην Ελλάδα είναι λίγα για το μέγεθος της οικονομίας, επειδή ο θεσμός είναι σχετικά νέος αλλά και επειδή υπάρχουν και θεσμικοί περιορισμοί. Σήμερα στην Ελλάδα σε μεγάλο βαθμό μόνο ιδιώτες μπορούν να συνεισφέρουν κεφάλαια σε ένα VC fund, ενώ το νομικό και θεσμικό πλαίσιο των ασφαλιστικών ταμείων δεν επιτρέπει εύκολα τη συμμετοχή τους VC. Στο εξωτερικό, τα ασφαλιστικά ταμεία είναι οι κυριότεροι χρηματοδότες των VC funds”.

Δυστυχώς, όμως, η ελληνική αγορά παρουσιάζει και αρκετές στρεβλώσεις που δεν ενθαρρύνουν την αυτόνομη ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, ειδικά στους κλάδους της νέας οικονομίας, οι οποίες δεν έχουν καμία σχέση με τη διαθεσιμότητα ή όχι κεφαλαίων.

«Πληγή» για την ανάπτυξη του κλάδου στην Ελλάδα είναι η απουσία σαφών συνδετικών κρίκων μεταξύ των κέντρων ερευνών στα πανεπιστήμια και της αγοράς, τόσο για την εύρεση κεφαλαίων όσο και για την εμπορευματοποίηση των ιδεών που παράγονται στα εκπαιδευτικά ιδρύματα. Ο κ. Μητσοτάκης αναφέρει ότι υπάρχει έλλειψη συνολικής θεσμικής στήριξης καινοτόμων πρωτοβουλιών. “...π.χ., δεν υπάρχει ουσιαστικό νομικό πλαίσιο για την εμπορευματοποίηση καινοτόμου έρευνας στα πανεπιστήμια (spin-offs). Η εξαιρετικά αυστηρή νομοθεσία περί πτωχεύσεων (από τις

αυστηρότερες στην Ευρώπη) συχνά αποθαρρύνει νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες. Η σχετική νομοθεσία περί stock options, το μόνο ουσιαστικό κίνητρο που μια νέα επιχείρηση υψηλής τεχνολογίας μπορεί να δώσει στους εργαζομένους της, παραμένει ακόμη ασαφής και έχει εφαρμοστεί στην πράξη μόνο σε ελάχιστες περιπτώσεις”.

Ο κ. Μητσοτάκης, συνεχίζοντας, αναγνωρίζει ως εμπόδιο ανάπτυξης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων τα συχνά φαινόμενα ολιγοπωλιακών καταστάσεων. “Μια δυναμικά αναπτυσσόμενη μικρομεσαία επιχείρηση έχει συχνά να αντιμετωπίσει φαινόμενα αθέμιτου ανταγωνισμού από μεγαλύτερες και καλύτερα δικτυωμένες επιχειρήσεις. Το κράτος οφείλει να διασφαλίσει με κάθε τρόπο ότι οι νέες αγορές που αρχίζουν να αναπτύσσονται στους κλάδους των πληροφοριών και επικοινωνιών είναι πραγματικά ελεύθερες και ανταγωνιστικές, και ότι οι νέες εταιρείες θα παίξουν με τους ίδιους όρους με τους μεγάλους του κλάδου. Αν στις αγορές αυτές αφεθούν να κυριαρχήσουν λίγοι μεγάλοι παίκτες, οι οποίοι εκμεταλλεύονται το μέγεθός τους και τις προσβάσεις τους δεν επιτρέπουν σε μικρές νέες εταιρείες να αναπτυχθούν δυναμικά και αυτόνομα, τότε το μέλλον της δυναμικά αναπτυσσόμενης μικρομεσαίας επιχείρησης στη χώρα μας θα διαγραφεί ζοφερό”. *[Κυρ. Μητσοτάκης 26-11-2000]*

Το μικρό μέγεθος της ελληνικής αγοράς είναι μία εστία προβληματισμού. Μπορεί να υπάρχουν αξιόλογες ιδέες και προϊόντα αλλά δεν μπορούν να αποφέρουν τα πολλά υποσχόμενα αποτελέσματα τους καθώς η αγορά είναι κορεσμένη με άλλα παρεμφερή ή υποκατάστατα αυτών. Πάνω σε αυτό, τα στελέχη των ΕΚΕΣ δηλώνουν ότι η αγορά για ελληνικά προϊόντα δεν είναι πραγματικά κορεσμένη εάν κοιτάξουμε πέρα από τα σύνορα μας. Κατά αυτούς η Ελλάδα πρέπει να επωφεληθεί της ιστορικής και γεωγραφικής της θέσης και οι ελληνικές εταιρείες πρέπει να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους στις χώρες της Α. Ευρώπης και των Βαλκανίων, εκμεταλλεύοντας τις ευκαιρίες των γειτονικών αυτών αγορών.

Ένα άλλο ανασταλτικό στοιχείο που επικρατεί στον τεχνολογικό χώρο, σύμφωνα με τον κ. Τραχάνη, Διευθυντή Επενδύσεων της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, είναι ότι “η ελληνική αγορά τεχνολογικών εγχειρημάτων έχει να προσφέρει ποσότητα και ποιότητα τεχνικά εκπαιδευμένου προσωπικού αλλά παρουσιάζει φοβερή έλλειψη διοικητικού προσωπικού που να γνωρίζει πώς να στήσει και να μεγαλώσει μία επιχείρηση”. Επίσης συμπληρώνει: “έχουμε μεγάλο βαθμό εσωστρέφειας: Δεν υπάρχουν στελέχη που να γνωρίζουν πώς να στήσουν επιχειρήσεις με παγκόσμια εμβέλεια. Υπάρχει ακόμη έλλειψη μεγάλων τεχνολογικών σχημάτων που θα αποτελούσαν τα φυτώρια στελεχών και τεχνολογιών και θα οδηγούσαν σε spin-offs”.

Στον ίδιο χώρο, ο κ. Σκαπέρδας συμβουλεύει να κρατήσουμε τα μαθήματα από το παρελθόν. “...όσον αφορά το internet, να συνδυάσουμε dot.com με brick and mortar”. Επισημαίνει ότι ευκαιρίες για επενδύσεις τεχνολογίας υπάρχουν αρκετές και καλές “... όμως υπάρχει το πρόβλημα ότι αυτές οι απόπειρες δε χωράνε στον ελληνικό χώρο, δηλαδή η εμπορική τους αξιοποίηση δεν μπορεί να γίνει αποκλειστικά στην Ελλάδα”. Συνιστά να ακολουθήσουμε το παράδειγμα των Φιλιππίνων, της Ινδίας, που παρόλο είναι λιγότερο ανεπτυγμένες από την Ελλάδα, έχουν δημιουργήσει την υποδομή για έρευνα και τεχνολογία την οποία μεταπωλούν στο εξωτερικό χωρίς να τη χρησιμοποιούν για εσωτερική χρήση. Η Ελλάδα, έχοντας φτηνό και καλό εργατικό δυναμικό, πρέπει να προσελκύσει και ξένους επενδυτές ούτως ώστε να δημιουργηθεί η υποδομή για την εγχώρια παραγωγή τεχνολογίας. [ne.o, Ιούλιος 2002]

Κάτι άλλο που αντιμετωπίζουν οι έλληνες Venture Capitalists είναι η έλλειψη βάθους στις επιχειρηματικές προτάσεις με αποτέλεσμα να μην είναι βιώσιμες. Από την πλευρά των επιχειρηματικών κεφαλαιούχων υπάρχει η διάθεση να κάνουν επενδύσεις σε νέες ιδέες και νέα προϊόντα, οι προτάσεις που τους έρχονται, κατά τον κ. Αλυσανδράτο (Vectis Capital), “...στην πλειοψηφία τους παρουσιάζουν μία διάθεση για αντιγραφή, για τεμπελιά, για εύκολο πλουτισμό, να πάρουν μία αντιπροσωπεία από το εξωτερικό, να κάνουν cut-and-paste κάτι άλλο, δεν έρχονται με πεποίθηση να πουν ότι έχουν μία πρωτοποριακή ιδέα και θέλουν την ανάλογη υποστήριξη”. Επί του ιδίου θέματος ο κ. Σκαπέρδας, Διευθύνων Σύμβουλος της iVen, συμπληρώνει: “Τα business plan είτε δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα είτε δεν είναι σωστά επεξεργασμένα. Επίσης, αντί να συγκεντρώνονται σε μία-δύο βασικές υπηρεσίες ή προϊόντα, πλατειάζουν σε προσπάθειες για να κατακτήσουν όλο τον κόσμο...”. Στην Ελλάδα οι μόνοι που γνωρίζουν πρακτικά τι σημαίνει ένα σωστό business plan είναι οι ίδιοι οι επαγγελματίες επενδυτές και όσοι έχουν αποφοιτήσει από MBA πανεπιστημίων του εξωτερικού. Όλοι οι υπόλοιποι που γνωρίζουν καλά το χώρο τους και μπορεί να έχουν αξιόλογες ιδέες δε γνωρίζουν πώς να δομήσουν ένα επαγγελματικό business plan. [ne.o Νοεμβρ. 2001, σελ 80]

Επιπρόσθετα παρατηρείται το γεγονός ότι οι έλληνες επιχειρηματίες δεν έχουν την επιχειρηματική συναίσθηση του τι μπορούν να καταφέρουν και μέχρι πού μπορούν να φτάσουν. (Χατζησάρρος, Αναλυτής Επενδύσεων, Alpha Ventures) Πολλές φορές οι νέοι επιχειρηματίες έχουν εξωπραγματικές και αστήρικτες απόψεις για την αποτίμηση των εταιρειών τους. Σπανίζουν τα αξιόλογα και καλά καταρτισμένα στελέχη με έντονη αίσθηση του επιχειρηματικού πνεύματος. Συχνά οι εταιρείες έχουν την εμφάνιση ότι διαθέτουν μία μεγάλη διοικητική ομάδα αλλά στην ουσία ένα «πεφωτισμένο» άτομο

περιβάλλεται από ανδρείκελα που ακολουθούν τυφλά χωρίς καμμία παρέμβαση ή αντιπρόταση. Οι ελληνικές ΕΚΕΣ το θεωρούν αυτό ωςάν ένα εμπόδιο από τη μία, για την ανάπτυξη των εκκολαπτόμενων εταιρειών και από την άλλη, για τους ίδιους τους εαυτούς τους, καθώς θυσιάζουν το ολιγομελές προσωπικό τους για να διευθύνουν τις εταιρείες που αναλαμβάνουν.

Βέβαια σε κάθε απαρίθμηση των αρνητικών παραγόντων για την ορθότερη λειτουργία ενός συστήματος ή θεσμού, όπως στην προκειμένη περίπτωση, δεν είναι σωστό να ρίχνουμε την ευθύνη μόνο στη μια πλευρά.

Όταν προηγουμένως αναφέραμε την έλλειψη του λεγόμενου “business acumen” των Ελλήνων επιχειρηματιών, αυτή η έλλειψη δεν είναι μονομερής αλλά, αυτονόητα, αγκαλιάζει και τους κόλπους των ΕΚΕΣ αφού και αυτές πλαισιώνονται από τα ίδια στελέχη που καλούνται να κινητοποιήσουν με επιτυχή τρόπο τα γρανάζια της νέας επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα. Έτσι, στο Venture Capital FORUM επισημάνθηκε η έλλειψη εμπειρίας των στελεχών των ΕΚΕΣ.

Συμπληρωματικό με τα παραπάνω αποτελεί και η διαπίστωση ότι «τα θρανία δεν κάνουν επιχειρηματίες». Η ζοφερή πραγματικότητα έσβησε τον μύθο. Ενώ υπάρχει ένα μεγάλο νούμερο στελεχών με αξιόλογες σπουδές - πανάκεια κατά πολλούς -, εντούτοις υπάρχει μία έλλειψη σε πραγματικά έμπειρους και καταξιωμένους επαγγελματίες. Στην απειρία των στελεχών των ΕΚΕΣ έρχεται να προστεθεί το γεγονός ότι κανένα από τα στελέχη που καλούνται να δώσουν απτές, πρακτικές και ουσιαστικές λύσεις στα προβλήματα των νέων εκκολαπτόμενων εταιρειών δεν έχει υπάρξει ποτέ ο ίδιος επιχειρηματίας βιώνοντας προσωπικά και από κοντά τις δυσκολίες που παρουσιάζονται, δίνοντας εκ των προτέρων τις πολυπόθητες κατευθύνσεις-κλειδιά προλαβαίνοντας τυχόν λαθεμένες τοποθετήσεις των νέων επιχειρηματιών. Το παράδοξο είναι ότι καλούνται να μεταλαμπαδεύσουν τα φώτα τους όταν πολλές φορές και οι ίδιοι μαθαίνουν κοντά στις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν. *[ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ 1/12/2001]*

Η αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία δεν ευνοεί στην παρούσα φάση την εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ -την πιο “δημοφιλή” στρατηγική εξόδου- και κατά συνέπεια έχει καταστήσει την έξοδο από επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου πιο δυσχερή. Έτσι οι συμφωνίες εξαγορών εξελίσσονται ως ο πιο προσφιλέστερος και βιώσιμος τρόπος εξόδου από επενδύσεις ΕΚΥΚ. *[Net Business 13/12/01]*

Το γεγονός ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ δείχνουν προτίμηση στα μεταγενέστερα στάδια χρηματοδότησης (στάδιο επέκτασης, στάδια εξυγίανσης) έναντι των πρώιμων (κεφάλαιο σποράς, κεφάλαιο εκκίνησης) θέτει ένα πρόβλημα. Σύμφωνα με τον κ.

Αλυσανδράτο, Γενικό Διευθυντή της Vectis Capital, “το περιβάλλον ύφεσης αντενδείκνυται για επενδύσεις σε start-ups: Όταν κάνεις κάποια επένδυση, σίγουρα θα γίνουν και λάθη και, για να συγχωρήσει η αγορά αυτά τα λάθη, πρέπει να βρίσκεται σε ανάπτυξη, να βγάζουν και οι πελάτες σου αρκετά χρήματα ώστε να έχουν περιθώριο να δείξουν ανοχή. Το ίδιο ισχύει και για τα δάνεια που θα χρειαστείς να πάρεις αλλά και για οτιδήποτε άλλο”. Αυτή η έλξη των ελληνικών επιχειρηματικών κεφαλαιούχων προς τις σχετικά αναπτυγμένες εταιρείες, στερεί, πολλές φορές, σε πρωτοποριακές ιδέες ή προϊόντα να αξιοποιηθούν σωστά πραγματοποιώντας υψηλές αποδόσεις για τους επενδυτές τους. Ως εκ τούτου, ο κ. Αλυσανδράτος συμπληρώνει: “...όπως στην Αγγλία, όπου με επενδύσεις κάτω από 1 εκ. λίρες δεν ασχολείται κανείς, έτσι και στην Ελλάδα για επενδύσεις της τάξεως 100.000 – 300.000 € (seed capital) δεν υπάρχει ενδιαφέρον. Πιθανόν οι ιδέες να είναι καλές αλλά δεν μπορείς να τις υποστηρίξεις”.

Τα παραπάνω φυσικά απορρέουν, κατά τον κ. Τραχάνη, Διευθυντή Επενδύσεων της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, αφ’ ενός στο Δημόσιο από την καθυστέρηση του ανοίγματος του Γ’ ΚΠΣ και αφετέρου στον ιδιωτικό τομέα από τις συνέπειες της χρηματιστηριακής κατάρρευσης. Έτσι οι επιχειρηματίες είναι σε κατάσταση άμυνας, δεν αναλαμβάνουν αβέβαια τολμηρά εγχειρήματα - που όμως υπάρχει πιθανότητα να αποβούν πολύ προσοδοφόρα - και δεν επεκτείνονται, με αποτέλεσμα η ροή των ευκαιριών και η απόδοση των επενδύσεων τους να έχει εξασθενήσει σημαντικά. Οι ελληνικές ΕΚΕΣ, καθώς έχουν περιορισμένο αριθμό στελεχών και συνεπώς μπορούν να ασχοληθούν με περιορισμένο αριθμό ευκαιριών, δείχνουν ενδιαφέρον σε πιο εγγυημένες τοποθετήσεις και προτιμούν να κάνουν λιγότερες αλλά μεγαλύτερες επενδύσεις, άνω του ενός εκατομμυρίου € για να πετύχουν τις αποδόσεις που χρειάζονται με το μικρότερο διαχειριστικό κόστος. [*ne.o, Ιούλιος 2002, σελ 69*] Καταλυτικά προς την κατεύθυνση αυτή μπορεί να δράσει το κράτος με την παροχή κινήτρων κυρίως μέσω της επιδότησης του υψηλού ρίσκου που συνοδεύει επενδύσεις αυτής της κατηγορίας. Η εξέλιξη αυτή κρίνεται απαραίτητη προκειμένου να πάρει εμπρός ο μηχανισμός των Venture Capital στην εγχώρια αγορά.

Κατά τον κ. Μητσοτάκη: “Πολλές φορές η κοινοτική χρηματοδότηση σπρώχνει τις εταιρείες σε ένα μοντέλο ανάπτυξης το οποίο δεν ταιριάζει με τη σωστή φιλοσοφία.: να χτίζεται μία εταιρεία που είναι ανταγωνιστική στον ευρωπαϊκό και παγκόσμιο χώρο. Λειτουργεί σαν «εύκολο χρήμα» το οποίο μπορεί να είναι καλό για τη γενικότερη οικονομία, αλλά δε διευκολύνει τις εταιρείες που το χρησιμοποιούν να γίνουν πραγματικά ανταγωνιστικές”.

Ακόμη ένα σημείο που αξίζει να σημειωθεί είναι οι Έλληνες επιχειρηματίες χάνουν ένα μεγάλο κομμάτι από τα κίνητρα τους όταν κάποιος τρίτος εμπλέκονται στην όλη διαδικασία. Η ευκαιρία του γρήγορου κέρδους ελαχιστοποιείται καθώς οι ΕΚΕΣ ακολουθούν αυστηρούς κανόνες, τους οποίους εγγυώνται ότι οι εκκολαπτόμενες εταιρείες κρατούν. Ένα σχετικό παράδειγμα που συμβαίνει στην Ελλάδα θα μπορούσε να είναι τα ανησυχητικά ποσά φοροδιαφυγής. Κάποιες εταιρείες, καθώς δεν ελέγχονται, συχνά δεν αναφέρουν τα πραγματικά κέρδη τους. Όμως με την παρουσία των “τρίτων”-επιχειρηματικών κεφαλαιούχων, αυτές οι “δημιουργικές” ικανότητες καταπνίγονται. Ωστόσο, μερικοί Venture Capitalists ισχυρίζονται ότι τέτοιου είδους εταιρείες “...are myopic and will not flourish in the long run in any case, and therefore we ’d prefer not to get involved”.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΕΚΥΚ

8.1 ΔΙΕΘΝΩΣ

Η παγκόσμια οικονομία μπορεί να βρίσκεται ακόμα σε αδιέξοδα, ωστόσο οι καινοτομίες, οι νέες ιδέες φαίνεται πως εξακολουθούν να αποτελούν «καυτό εμπόρευμα». Όλοι εκείνοι που έχουν τις καλύτερες ιδέες, ανεξάρτητα από το αν εργάζονται σε επιχειρήσεις ή αυτοαπασχολούνται, εξακολουθούν να βρίσκουν κεφάλαια για χρηματοδότηση. Πολλές επιχειρήσεις εξακολουθούν να δαπανούν για έρευνα και ανάπτυξη (R&D), ενώ υπάρχουν πολλές ΕΚΕΣ που χρηματοδοτούν καινοτόμες νεοσύστατες επιχειρήσεις.

Παρά την μείωση στις επενδύσεις ιδιωτικού μετοχικού και επιχειρηματικού κεφαλαίου καθώς και στην άντληση κεφαλαίων το 2001 σχετικά με το 2000, η Ευρώπη, λόγω των αναπτυσσόμενων και συγκλινουσών εθνικών οικονομιών της, υπόσχεται ακόμη αρκετά ελκυστικές ευκαιρίες για επενδύσεις μεσο-μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, γεγονός που καταμαρτυρούν οι ακόλουθοι παράγοντες.

■ «Ουδέν κακόν αμιγές καλού». Ο κ. Φριού -στέλεχος της βρετανικής κοινοπραξίας Elderstreet Partners, που δραστηριοποιείται επενδύοντας σε start-up εταιρείες λογισμικού - πιστεύει πως μια ύφεση είναι η πλέον ιδανική περίοδος για επενδύσεις και σχεδιάζει να χρηματοδοτήσει 5-6 επιχειρήσεις που ξεκινούν φέτος. Το γεγονός ότι η αγορά εμφανίζεται στάσιμη ίσως, στην ουσία, να αποτελεί στοιχείο που ωθεί την καινοτόμο σκέψη, επειδή οι επιχειρήσεις μπορούν να εστιάσουν τις δραστηριότητές τους στον καλύτερο προσδιορισμό ιδεών, αντί να ανησυχούν για την πορεία των πωλήσεων, προσθέτει ο κ. Φριού. *[ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 17/05/2002]*

Χαρακτηριστικά αναφέρει ο Max Levchin, Chief Technology Officer της Paypal, εταιρείας ηλεκτρονικών πληρωμών: “Γνωρίζω αρκετούς νέους σε ηλικία επιχειρηματίες στο χώρο του internet που είτε ρευστοποίησαν τα κέρδη τους είτε είχαν μεγάλη επιτυχία το 98 και το 99 και αποφάσισαν να μείνουν για λίγο εκτός χώρου. Πολλοί από αυτούς διανύουν ακόμη μόλις τη δεύτερη δεκαετία της ζωής τους και είμαι σίγουρος ότι θα επανέρθουν με νέες ιδέες”.

■ Η αυξανόμενη ζήτηση για επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου στη Δυτική Ευρώπη. Η Δ. Ευρώπη χαρακτηρίζεται από εκτεταμένη R&D δραστηριότητα καθώς επίσης και από αυξημένες εκδόσεις επιστημονικών και τεχνολογικών περιοδικών.

Πράγματι, τα τελευταία χρόνια ο αριθμός των εκδόσεων από Ευρωπαίους επιστήμονες και μηχανικούς έχει υπερβεί τον αντίστοιχο αριθμό της Αμερικής, και ο ρυθμός ανάπτυξης συνεχίζει να είναι πολύ μεγαλύτερος στην Ευρώπη. Επίσης, την τελευταία δεκαετία έχουν αρχίσει αρκετές πρωτοβουλίες από πανεπιστημιακά ιδρύματα και κυβερνητικά σχήματα να υποστηρίζουν την μετατροπή της έρευνας σε βιώσιμες επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα η δημιουργία του κρατικού ΤΑΝΕΟ, στη Γερμανία η αυξανόμενη κρατική πρωτοβουλία για τη δημιουργία πανεπιστημιακών spin-outs και του “Centre of Entrepreneurship” στο Πανεπιστήμιο του Μονάχου, στην Ολλανδία η σύσταση του “Innofonds” fund-θερμοκοιτίδας από το πανεπιστήμιο της Twente, στο Βέλγιο η υποστήριξη και προώθηση της τεχνολογικής και ερευνητικής υποδομής του Πανεπιστημίου της Louvain μέσω μιας επενδυτικής οργάνωσης, και άλλες ανάλογες κινήσεις στη Σουηδία, Μ. Βρετανία και Ιρλανδία. Όλα αυτά αποδεικνύουν τις ελκυστικές επιχειρηματικές ευκαιρίες που υπόσχεται η τεχνολογική αυτή εκμετάλλευση. *[EVCA, Yearbook 2002. σελ 11]*

Συγκεκριμένα, ο Φίλιπ Άντερσον, καθηγητής ειδικευμένος σε θέματα επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, στη γαλλική σχολή Insead, τονίζει: «Η μεγάλη πλειονότητα των καινοτομιών εμφανίζεται στο χαμηλότερο σημείο ενός οικονομικού κύκλου, επειδή όταν ο κόσμος στριμώνχεται τότε βγαίνουν και οι μεγαλύτερες ιδέες». Ο ίδιος, μάλιστα, πιστεύει πως σήμερα στην Ευρώπη υπάρχουν περί τις 150 «γερές ιδέες» που δεν έχουν βρει χρηματοδοτικά κεφάλαια. *[ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 17/05/2002]*

■ Το χαμηλό επίπεδο των επενδύσεων ΕΚΥΚ στην Ευρώπη σε σχέση με τον πληθυσμό και το ΑΕΠ της, παράλληλα με τα παρακάτω εμφανή πλέον σημάδια ωρίμανσης του (ΕΚΥΚ) αποτελούν ενδείξεις ότι υπάρχουν μεγάλες προοπτικές για το venture capital. Πιο αναλυτικά:

- Ο επιχειρηματικός κόσμος γίνεται ολένα πιο αισιόδοξος και πρόθυμος να αναλάβει ρίσκα. Οι ρόλοι των επιτυχημένων-πρότυπων επιχειρηματιών έχουν δημιουργήσει μία καινούργια κουλτούρα και στάση στην επιχειρηματική δραστηριότητα του ευρωπαϊκού χώρου, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στον αριθμό των ευρωπαϊκών IT εταιρειών που χρηματοδοτούνται από επιχειρηματικά κεφάλαια, ο οποίος αυξήθηκε από 1.100 το 1996 σε 4.400 το 2000, σύμφωνα με τον οργανισμό EVCA. *[EVCA, Yearbook 2002, σελ 12]* Έτσι και στην Ελλάδα, οι επιχειρηματίες, συμμετέχοντας στην ομάδα πλέον των ισχυρών και ακολουθώντας τα βήματα και τις προσταγές της ΕΕ, σταδιακά αρχίζουν να αποβάλλουν το στίγμα της συντηρητικής οικογενειακής νοοτροπίας, είναι περισσότερο καταρτισμένοι και ικανοί να καταλάβουν την ανάγκη να διευθύνουν τις

επιχειρήσεις τους αποτελεσματικά, ακόμη και αν αυτό σημαίνει βοήθεια από εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων.

- Τελευταία παρατηρούνται τάσεις ενοποίησης ανάμεσα στα ευρωπαϊκά χρημαστήρια. Πρόσφατες εξελίξεις αφορούν τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Παρισιού, του Άμστερνταμ και των Βρυξελλών για τη δημιουργία του Euronext, τις συμφωνίες συνεργασίας μεταξύ του Euronext και του χρηματιστηρίου του Ελσίνκι, τη συγχώνευση μεταξύ του Euronext και του χρηματιστηρίου της Πορτογαλίας, καθώς επίσης και τη συγχώνευση του Γερμανικού και Ελβετικού χρηματιστηρίου Δικαιωμάτων (Options) και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures). Αυτές οι τάσεις θα οδηγήσουν σε δυνατές κεφαλαιαγορές, προσφέροντας επιπλέον υπηρεσίες και αυξημένη ρευστότητα και θα ενισχύσουν την ανάληψη υψηλού ρίσκου καινοτομικών εγχειρημάτων από τις ΕΚΕΣ, αφού θα παρέχουν εγγυημένες μεθόδους αποεπένδυσης.

- Ο αυξανόμενος βαθμός ενοποίησης της ευρωπαϊκής οικονομίας. Το ευρωπαϊκό κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών παραμένει περιορισμένο στα εθνικά σύνορα της κάθε μίας ΕΚΕΣ. Όμως σταδιακά η επέκταση του ενδιαφέροντος των ΕΚΕΣ εκτός των εθνικών τους συνόρων και η δημιουργία κοινοπραξιών μεταξύ τους για την ενθάρρυνση διακρατικών επενδύσεων, έχει ως αποτέλεσμα τη διεθνοποίηση των υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεων. Έρευνες έχουν δείξει ότι οι κοινοπρακτικές επιτυχημένες επενδύσεις, με διαφορετικής εθνικής προέλευσης χρηματοδότες (ΕΚΕΣ), αφενός μεν, υιοθετούν μία πραγματικά παγκόσμια άποψη και δεν έχουν την τάση να συγκεντρώνονται μόνο στις τοπικές αγορές, αφετέρου δε, δίνουν την ευκαιρία στους επιχειρηματικούς κεφαλαιούχους να αποκτήσουν μεγαλύτερη εμπειρία, καθώς το δίκτυο και η γνώση από διαφορετικές επιχειρηματικές οντότητες ανά τον κόσμο είναι ανεκτίμητης αξίας.

[EVCA, Yearbook 2002,σελ 13]

8.2 ΕΛΛΑΔΑ

Ο πρώτος χρόνος της συμμετοχής της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, το 2001, χαρακτηρίζεται από συνθήκες αστάθειας και αβεβαιότητας στην παγκόσμια οικονομία. Η παρατεταμένη πετρελαϊκή κρίση, η επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας, η συνεχιζόμενη στασιμότητα της ιαπωνικής οικονομίας, η αδυναμία των διεθνών κεφαλαιαγορών, οδήγησαν τους διεθνείς οργανισμούς να αναθεωρήσουν τις προβλέψεις τους για το 2001 σε μια δυσμενέστερη κατεύθυνση. Οι προβλέψεις για την αύξηση της

οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωζώνη κυμαίνονται σήμερα στο 2,5%, έναντι 3,5% το περασμένο φθινόπωρο.

Παρά τις αρνητικές αυτές διεθνείς εξελίξεις, η ελληνική οικονομία συνεχίζει να επιδεικνύει επενδυτικό και αναπτυξιακό δυναμισμό, και μάλιστα με επιταχυνόμενους ρυθμούς, σε συνθήκες οικονομικής σταθερότητας. Η δραστική μείωση των επιτοκίων, οι φοροελαφρύνσεις, η μεγάλη εισροή κοινοτικών πόρων, καθώς και η αποτελεσματικότητα της οικονομικής και, ιδιαίτερα, της δημοσιονομικής πολιτικής, προμηνύουν ευοίωνες προοπτικές και για τις επενδύσεις με ΕΚΥΚ.

Φυσικό επακόλουθο, το «ξελόγιασμα» πολλών επενδυτών να τοποθετήσουν κεφάλαια στην ελληνική οικονομία. Ο χώρος του καινοτομικού κεφαλαίου αγγαλιάζει καθώς προσελκύονται ολοένα και περισσότεροι επενδυτές, αποκτώντας έτσι πρόσβαση σε έναν αξιοσέβαστο αριθμό κεφαλαίων. Ακόμη, με την πτώση των επιτοκίων οι τράπεζες παύουν να θεωρούν τόσο προσοδοφόρα τη χορήγηση δανείων και έτσι στρέφονται προς την χρηματοδότηση των ΕΚΕΣ ως ένα εναλλακτικό χώρο επένδυσης και κέρδους. Στα πλαίσια εξάλλου του νέου τραπεζικού «ήθους» να παρέχουν βελτιωμένες και πιο ολοκληρωμένες υπηρεσίες, ανήκει και η παροχή των «στρατευμένων» στην ανάπτυξη και καινοτομία, επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Μέχρι πρόσφατα το ενδιαφέρον των ΕΚΕΣ, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, συγκεντρώνονταν πρωτίστως σε εταιρείες που είχαν ήδη μία προϊστορία και όδευαν προς το ΧΑΑ, παρά να αναλάβουν το ρίσκο της χρηματοδότησης και «καθοδήγησης» νεοϊδρυόμενων ή άλλων εταιρειών που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο. Το γεγονός αυτό συντέλεσε ώστε να δημιουργηθεί η εικόνα ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ δεν αναλαμβάνουν ρίσκα και πάνε για τη «γρήγορη έξοδο», με ορίζοντα την είσοδο της επιχείρησης στο χρηματιστήριο για να καρπωθούν τις υπεραξίες.

Όμως η πτωτική εξέλιξη των χρηματιστηριακών αγορών, η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και η εισαγωγή του ευρώ ως ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος σηματοδοτεί μία νέα εποχή. Οι ΕΚΕΣ αναμένουν περαιτέρω καρπούς, διαδραματίζοντας καθοριστικό ρόλο στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, στην επέκταση σε νέους τομείς δραστηριότητας και στη διεξόδωση σε νέες αγορές. Επίσης, οι ΕΚΕΣ πλέον δίνουν μεγάλη σημασία και στην παρακολούθηση των βημάτων διεθνοποίησης των ελληνικών εταιρειών. Οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι θα πρέπει να μπορούν να ανταποκρίνονται τόσο στην προοπτική επένδυσης σε οποιαδήποτε αγορά της Ευρώπης, όσο και κατά την είσοδο ξένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα. [Γ. Διονάτος 2001]

Μία άλλη ελπιδοφόρα προοπτική του ελληνικού venture capital είναι η πλημμύρα των MBOs που λαμβάνουν χώρα στην Ευρώπη αυτό το χρονικό διάστημα. Σε αυτό ακριβώς το σημείο, η πείρα και η γνώση των venture capitalists θα αποδειχθεί πολύτιμης σημασίας, καθώς η παροχή συμβουλών και η διάθεση των απαραίτητων κεφαλαίων, θα βοηθήσει αισθητά και ουσιαστικά στην ομαλή και ευκολότερη επίτευξη των εξαγορών αυτών.

Τα Βαλκάνια αποτελούν υψίστης σημασίας περιοχή για το μέλλον του ελληνικού επιχειρηματικού κεφαλαίου. Αντιπροσωπεύουν την ευκαιρία εξάπλωσης σε καινούργιες αγορές και επιχειρηματικούς ορίζοντες. Ο κ. Αλυσανδράτος (Vectis Capital) αναφέρει: “Πρέπει να στραφούμε σε περιοχές όπως τα Βαλκάνια, την Α. Ευρώπη και την Αίγυπτο για να εξασφαλίσουμε νέες αγορές. Δεν έχουμε την πολυτέλεια του χρόνου και του χρήματος να περιμένουμε, πρέπει να εκμεταλλευτούμε τους παραδοσιακούς δεσμούς μας με τις περιοχές αυτές και να δεισδύσουμε στις αγορές τους τώρα που είναι ακόμη σχετικά αδιάβατες και ανέπαφες”.

Επίσης, παρά τα διάφορα κωλύματα που δημιουργεί το νομικό πλαίσιο, οι τροποποιήσεις των εκάστοτε νόμων περί της λειτουργίας του θεσμού, αποτελούν ένα δείγμα καλής θέλησης της κυβέρνησης να βελτιώσει την ισχύουσα κατάσταση και να ασχοληθεί με τα κακώς κείμενα του χώρου.

Ο εκσυγχρονισμός του χρηματιστηρίου και η δημιουργία της NEXA δίνουν την ευκαιρία από τη μια, στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις να εισαχθούν, αντλώντας περαιτέρω κεφάλαια για την μεγέθυνση τους, και από την άλλη στις ΕΚΕΣ να αναλάβουν καινοτόμες επενδύσεις πετυχαίνοντας υψηλές αποδόσεις μέσω πιο αξιόπιστων μεθόδων εξόδου.

Όσον αφορά την ύπαρξη ευκαιριών προς επένδυση, τα στελέχη των ΕΚΕΣ αποφαινόμενοι ότι “... έχουμε ολόκληρους κλάδους της οικονομίας οι οποίοι είναι στη φάση της αναδιάρθρωσης, όπως για παράδειγμα το λιανικό εμπόριο”. Οι ΕΚΕΣ στρέφονται και σε άλλους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, πέραν των εταιρειών τεχνολογίας καθώς έπειτα από μία περίοδο υπερπροσφοράς καταγράφεται η ανάγκη για αφομοίωση των επενδύσεων αυτών από τις επιχειρήσεις. Επίσης, όπως σημειώνει ο κ. Στράτος (Alpha Trust Innovation) “...είμαστε αισιόδοξοι: Υπάρχουν παράγοντες που διέπουν τη χώρα και την οικονομία στις σημερινές συνθήκες που βεβαιώνουν ότι η καινοτομική τεχνολογία και η πληροφορική θα γνωρίσουν σύντομα άνθιση”. Άλλοι τομείς σε παρόμοια τροχιά αλλά με μεγαλύτερη καθυστέρηση είναι οι τηλεπικοινωνίες, η ενέργεια, τα media κλπ.

Ο κ. Καψάσκης, Διευθυντής Επενδύσεων της Εμπορικής Κεφαλαίου, στηρίζει την αισιοδοξία του για το μέλλον του ΕΚΥΚ στα Venture Capital Fora που έχουν γίνει μέχρι τώρα. Συγκεκριμένα λέει: “Στο πρώτο, που έγινε το 1999, απογοητεύτηκα επειδή το 60% των πλάνων αφορούσαν αντίγραφα της γνωστής εταιρείας ηλεκτρονικών δημοπρασιών e-Bay, σε βαθμό τέτοιο που να θεωρεί κανείς ότι όλοι ήθελαν να κάνουν δημοπρασίες... Πέρσι (2001) ήταν καλύτερα και φέτος ακόμη καλύτερα. Είδαμε αυθεντικές νέες ιδέες και ερευνητές από πανεπιστήμια και άλλα ερευνητικά κέντρα που αντιμετωπίζουν πλέον σοβαρά την πιθανότητα να αναπτύξουν τα προγράμματα τους σε εμπορική βάση. Αυτό αποτελεί εξαιρετικά θετική εξέλιξη”. *[ne.o Ιούλιος 2002]*

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα τελευταία χρόνια, ο κλάδος της ιδιωτικής χρηματοδότησης νέων ιδεών γύρω από τη νέα οικονομία έφερε μια κοσμογονία ριζικών αλλαγών στα παγκόσμια οικονομικά δρώμενα, με μεγάλες θετικές αλλά και αρνητικές συνέπειες.

Το σοκ που υπέστη το πιο δυναμικό κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας είναι τόσο βαρύ που θα περάσουν ακόμα λίγα χρόνια μέχρι να ξεπεραστεί εντελώς. Όμως, και τα διδάγματα που βγήκαν είναι πραγματικά πολύτιμα. Πολλά στελέχη από όλους τους τομείς της οικονομίας κατάλαβαν πλέον ποιες είναι οι πραγματικές συνιστώσες μιας πετυχημένης επένδυσης και μιας πετυχημένης πορείας για μια νέα επιχείρηση. Μέσα στο αρνητικό κλίμα των τελευταίων ετών, νέοι επιχειρηματίες ετοιμάζουν προσεκτικά καινούργιες πιο σωστά επεξεργασμένες, ιδέες για πραγματικά καινοτόμα τεχνολογικά προϊόντα που έχει ανάγκη η αγορά, ενώ οι ΕΚΕΣ ψάχνουν πλέον με αγωνία για τις σωστές εκείνες επενδύσεις που θα τους επιτρέψουν να αποσβέσουν τις ζημιές και τις υπερβολές του παρελθόντος. *[ne.o, Νοέμβρ. 2001, σελ 70]*

Στη χώρα μας λίγοι “επαΐοντες” παρακολούθησαν από μακριά τις κοσμογονικές αλλαγές (ίσως επηρεασμένοι αρνητικά και από το τότε σκάσιμο της «φούσκας» του ΧΑΑ) που έγιναν με εκπληκτική ταχύτητα στις ανεπτυγμένες οικονομίες του εξωτερικού, αλλά, προτού προλάβουν να συντονιστούν, τα πάντα είχαν τελειώσει. Προστατευθήκαμε βέβαια από τις αρνητικές συνέπειες που είχε το «σκάσιμο της φούσκας» της νέας οικονομίας, αλλά από την άλλη χάσαμε την ευκαιρία να ενσωματώσουμε δημιουργικά τα διδάγματα που αποκόμισαν οι άλλες ανεπτυγμένες κοινωνίες από την άνοδο και την πτώση. Το “boom και bust” του ΧΑΑ που προηγήθηκε δημιούργησε από τη μια, έντονη διάθεση για νέα επιχειρηματικά σχήματα, αποκτώντας πλούσια τεχνογνωσία για χρηματοοικονομικά θέματα, αλλά από την άλλη δημιούργησε το λάθος κίνητρο του εύκολου πλουτισμού. Έτσι, στη χώρα μας ο χώρος της ιδιωτικής χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων, το περίφημο venture capital παραμένει ακόμα τυλιγμένο σε πέπλο μυστηρίου, προκαταλήψεων και ελλιπούς ενημέρωσης.

Στην Ελλάδα εξακολουθούμε, σε μεγάλο ποσοστό, να στηρίζουμε τις ελπίδες για κάτι δικό μας, κάτι νέο και πρωτοποριακό, είτε στην υποθήκευση της περιουσίας μας και στην οικονομική υποστήριξη από συγγενείς και φίλους είτε παραμένουμε δέσμοι της θεσιθηρίας στο Δημόσιο ή της αναζήτησης του εύκολου χρήματος των κρατικών και

κοινοτικών επιχορηγήσεων. Και η πραγματικότητα αυτή γίνεται ολοένα και πιο αντιφατική όσο περισσότερο αναλογίζεται κανείς ότι υπάρχουν στη χώρα μας όλες οι απαραίτητες προϋποθέσεις που θα επέτρεπαν τη δυναμική ανάπτυξη της νέας οικονομίας σε σωστές βάσεις. Υπάρχει πληθώρα αξιόλογων και καλά καταρτισμένων στελεχών, έντονη αίσθηση του επιχειρηματικού πνεύματος (οι Έλληνες από αιώνες είναι έμποροι, μεταπράτες και πετυχημένοι επιχειρηματίες) και αρκετά ιδιωτικά κεφάλαια που, με την αρωγή του κράτους, επαρκούν για τη θεμελίωση σταθερής ανάπτυξης και παραγωγής εγχώριας τεχνολογίας που να είναι ανταγωνιστική σε παγκόσμιο επίπεδο.

Το ΕΚΥΚ έχει αναπτυξιακό χαρακτήρα, μέσω παροχής του οποίου προωθείται η νέα επιχειρηματικότητα που στηρίζεται στη γνώση, στην έρευνα και στην καινοτομία. Βοηθά τους νέους επιχειρηματίες στη βελτίωση της οργάνωσης, στην επιβολή εσωτερικής πειθαρχίας, στην αναζήτηση αποτελεσμάτων και στη σταδιακή αναγνώριση της έννοιας της “αξίας των μετόχων” (shareholders value), που διαφέρει πολύ από τη νοοτροπία της κλασσικής μικρομεσαίας επιχείρησης. Πέρα από την παροχή των απαραίτητων κεφαλαίων ο επιχειρηματικός κεφαλαιούχος γίνεται ο νέος σύμβουλος και “φύλακας άγγελος” της εταιρείας. Είναι αυτό που ακριβώς στο εξωτερικό καλείται “έξυπνο χρήμα”.

Αποτελεί, δε, ένα καθ’ όλα ανταγωνιστικό και συνεπώς οικονομικό προϊόν, ιδίως προς τον τραπεζικό δανεισμό, από τη στιγμή που δεν συνεπάγεται επαχθείς, εμπράγματα και προσωπικές, ασφάλειες του τελευταίου (π.χ. υποθήκη)

Ένα άλλο χαρακτηριστικό του ΕΚΥΚ είναι ότι απαιτεί συνδρομή συγκεκριμένων δομικών οικονομικών, αλλά και θεσμικών, προϋποθέσεων προκειμένου να αναπτυχθεί και να εδραιωθεί. Το κυριότερο εξ αυτών είναι η ύπαρξη επιχειρηματικού κλίματος στην αγορά και επιχειρηματικής κουλτούρας στα δρόντα υποκείμενα. Ακολούθως, απαιτείται συγκροτημένη πολιτική έρευνας και τεχνολογίας, ύπαρξη ώριμης χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς, καθώς και θέσπιση ειδικών παράλληλων χρηματαγορών (βλέπε: στις ΗΠΑ την Over the Counter Market, στη Βρετανία την Unlisted Securities Market, στη Γαλλία τη Second Marche, στη Γερμανία τη Neue Markt, στην Ελλάδα τη NEXA). Σαν απόφθεγμα μπορεί να ειπωθεί ότι η ανάπτυξη της αγοράς ΕΚΥΚ βρίσκεται σε ευθεία αναλογία με τον βαθμό ολοκλήρωσης μιας οικονομίας. [Αγγελόπουλος 2002]

Συνοπτικά, για τα ελληνικά δεδομένα, αυτό που τελικά προκύπτει είναι ότι:

- Παρόλη την κρίση που επικρατεί στον επενδυτικό χώρο και στην οικονομία γενικότερα, τα ελληνικά VCs φαίνεται να έχουν καταφέρει να κάνουν αρκετές επιτυχημένες start-ups και καινοτόμες επενδύσεις, αποφεύγοντας τις παγίδες των

«ανώριμων» dot.com. Η επιτυχημένη αυτή εμπειρία αποτελεί τουλάχιστον ένα θετικό σημείο αναφοράς και ελπίδα για μεγαλύτερη δραστηριοποίηση όταν παρέλθει η κρίση.

- Οφείλουμε να αναφέρουμε την προτίμηση των ελληνικών ΕΚΕΣ σε ώριμες εταιρείες με σταθερά οικονομικά στοιχεία, είτε σε εταιρείες που εμφανίζουν προοπτικές εισόδου στο χρηματιστήριο (χωρίς αυτό πλέον να φαντάζει και ως η καλύτερη των προοπτικών), αρνούμενες να πάρουν μεγαλύτερα ρίσκα. Επίσης, μεγάλου ενδιαφέροντος πλέον αποτελούν οι τοποθετήσεις με ΕΚΥΚ στις αγορές των Βαλκανίων και της Α. Ευρώπης. Στην ελληνική αγορά υπάρχει σημαντική έλλειψη όσον αφορά στη χρηματοδότηση των τεχνολογικών start-ups, αλλά, φυσικά, αποτελεί αναφαίρετο δικαίωμα του κάθε χρηματοδότη να επιλέγει την εταιρεία στην οποία θα επενδύσει τα χρήματά του.

- Ουσιαστικά υπάρχει μία μόνο επιχειρηματική θερμοκοιτίδα, η iVen, που στρέφεται αποκλειστικά σε εταιρείες start-up με έμφαση στην τεχνολογία και την νέα οικονομία. Δυστυχώς, όμως, ενώ η θερμοκοιτίδα αυτή θα επιχορηγούνταν από τα κονδύλια του προγράμματος «Ελευθώ» του υπουργείου Ανάπτυξης, δεν έχει υπάρξει ακόμη πρόοδος για την υπογραφή της οριστικής σύμβασης και την εκταμίευση των κονδυλίων. Αποτέλεσμα, το προσωρινό «πάγωμα» της δραστηριότητας της εταιρείας και, σε περίπτωση που δεν βρεθεί σύντομα λύση, το κλείσιμο της μοναδικής αυτής επενδυτικής οδού. Σε μία τέτοια τροπή του πράγματος, ο συνδυασμός του αρνητικού επενδυτικού κλίματος, των προβλημάτων της οικονομίας και του κατωτάτου ορίου του ενός εκατομμυρίου ευρώ που έχουν άτυπα καθιερώσει οι θεσμικοί Venture Capitalists στη χώρα μας, θα πνίξουν στη γένεση τους τις απόπειρες να ιδρυθούν και να χρηματοδοτηθούν νέες εταιρείες βασισμένες σε καινοτόμες ιδέες. [*ne.o Ιούλιος 2002, σελ 71*]

- Οι καλές επιχειρηματικές ιδέες που μπορούν να χρηματοδοτηθούν είναι λίγες, ενώ ακόμα λιγότερα είναι τα αξιόλογα επιχειρηματικά πλάνα που θα κεντρίσουν το ενδιαφέρον των ΕΚΕΣ. Άξιον αναφοράς αποτελεί το γεγονός ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ, όταν πρόκειται για ιδέα αξιόλογη και πρωτοποριακή, προθυμοποιούνται να βοηθήσουν τις εταιρείες πρώιμων σταδίων στην κατάρτιση ενός business plan, κάτι που στο εξωτερικό δεν ισχύει, αφού το επιχειρηματικό πλάνο αποτελεί ευθύνη και μέλημα του επιχειρηματία.

- Ενώ στο εξωτερικό οι πάντες γνωρίζουν πότε πρέπει να προσεγγίσουν ένα μετοχικό κεφάλαιο και τι πρέπει να περιμένουν από αυτό, στην Ελλάδα υπάρχει ακόμα μεγάλη άγνοια, προκαταλήψεις και λάθος νοοτροπία. Η νοοτροπία του Έλληνα είναι να

νοιώθει λίγο «ζητιάνος», όταν πηγαίνει να ζητήσει χρήματα . Οι ΕΚΕΣ θα πρέπει να βοηθούν τους νέους επιχειρηματίες να αποβάλουν αυτό το συναίσθημα, στοχεύοντας, αφ' ενός στην προώθηση των ιδεών της νέας οικονομίας και των σωστών μεθόδων επαγγελματισμού και επιχειρηματικότητας και αφ' ετέρου στη διοργάνωση ενός εκπαιδευτικού προγράμματος «νέου επιχειρείν» που θα απευθύνεται είτε σε φοιτητές τεχνολογικών ή οικονομικών σχολών είτε σε στελέχη επιχειρήσεων είτε σε όποιον (κατάλληλα εκπαιδευμένο και γνώστη του χώρου του) έχει κάποιες καινοτόμες ιδέες αλλά δε γνωρίζει τι πρέπει να κάνει παραπέρα.

- Τέλος, η κυβέρνηση έχει λάβει ειδικά μέτρα για την τόνωση της επιχειρηματικότητας στη χώρα μας. Τα ειδικά μέτρα είναι κυρίως φορολογικού χαρακτήρα - σημαντική μείωση φόρου την πρώτη διετία, πριμοδότηση - επιδότηση της νέας απασχόλησης και τρίτον απαλλαγή ουσιαστικά των κερδών τα οποία κατανέμονται σε επενδύσεις. Η κυβέρνηση προσβλέπει στη δημιουργία ισχυρών επιχειρηματικών μονάδων, που θα είναι σε θέση να ανταγωνιστούν στο ευρωπαϊκό και το παγκόσμιο επίπεδο με την ολοκλήρωση ενός κύματος συγχωνεύσεων στην ελληνική οικονομία. Ενισχύει την επιστημονική έρευνα και έτσι, οι δωρεές προς επιστημονικά ερευνητικά κέντρα, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και σε ερευνητικούς και τεχνολογικούς φορείς, δεν υπόκειται σε κανένα φόρο, απαλλάσσονται πλήρως προκειμένου να ενισχυθεί η ιδιωτική χρηματοδότηση αυτών των σημαντικών για την οικονομία δραστηριοτήτων. Επιπλέον, η κυβέρνηση παρεμβαίνει μέσω της θεσμοθέτησης μηχανισμών όπως για παράδειγμα το ΤΑΝΕΟ που φιλοδοξεί να καλύψει το κενό του early stage financing λειτουργώντας στο μοτίβο παρεμφερών ευρωπαϊκών μηχανισμών, και τροποποιεί ορισμένες διατάξεις του νόμου 2843/2000 για το ΤΑΝΕΟ, ώστε να έχει τη δυνατότητα να επενδύει σε ελληνικές επιχειρήσεις μέσω εταιρειών, που είναι εγκατεστημένες στην Ε.Ε. Υπάρχουν εταιρείες στην Ε.Ε. που επενδύουν σε ελληνικές επιχειρήσεις. Στο πλαίσιο αυτό θα μπορεί να ενισχύονται και από το δικό μας ΤΑΝΕΟ ακριβώς για να επιταχύνουμε τη ροή κεφαλαίων στην Ελλάδα, ιδιαίτερα σε χώρους υψηλής τεχνολογίας και σε χώρους της νέας οικονομίας. *[ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΗ ΤΥΠΟΥ ΓΙΑΝΝΟΥ ΠΑΠΑΝΤΩΝΙΟΥ ,ΥΠ.ΕΘ.Ο. ΓΡΑΦΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ 7/09/2001]*

Εν κατακλείδι, πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχει ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας όπου επικεντρώνεται στα προβλήματα του θεσμού, με αποτέλεσμα το μέλλον του ελληνικού επιχειρηματικού κεφαλαίου να περιγράφεται με πιο ζοφερά χρώματα από ότι στην πραγματικότητα είναι. Δεν πρέπει όμως να μας διαφεύγει το γεγονός ότι αυτή η απαισιοδοξία προέρχεται από συγκρίσεις με άλλες χώρες που είναι

πρωτοπόρες στο είδος του ΕΚΥΚ. Οι συγκρίσεις αυτές είναι αναπόφευκτες και ως ένα βαθμό ωφέλιμες, αλλά πάντοτε πρέπει να έχουμε υπόψιν τους διαφορετικούς κοινωνικοοικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες οι οποίοι καθορίζουν την ανάπτυξη του θεσμού στις διάφορες χώρες. Το ΕΚΥΚ π.χ. στην Ελλάδα ποτέ δεν θα μπορέσει να ακολουθήσει τα βήματα της γιγαντιαίας ανάπτυξης της Αμερικής και το μέλλον του δεν θα πρέπει να προεξοφληθεί ως αποτέλεσμα αυτών των συγκρίσεων. Γι' αυτό κατά τη γνώμη μου, με τις επικρατούσες συνθήκες, οικονομικές, κοινωνικοπολιτικές και κοινωνιολογικές, το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών έχει καταξιωθεί στην συνείδηση της ελληνικής επιχειρηματικής κοινότητας ως ένας ουσιαστικός μοχλός χρηματοδότησης γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων και οι προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης του, είναι εξαιρετικά θετικές.

“Ο πλούτος δημιουργείται στο σταυροδρόμι όπου συναντιούνται από τη μια, η αχαλίνωτη φαντασία με το κνήγι ανεύρεσης ευκαιριών για κεφάλαια, και από την άλλη, οι ελεύθεροι σκεπτόμενοι άνθρωποι.”

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Textbooks

- **Bovaird Chris** “Introduction to Venture Capital Finance”, London 1990, Pitman Publishing
- **Brigham E./ Gapenski L./ Ehrhardt M.** “Financial Management – Theory and Practise”, USA 1999, 9th edition Harcourt, Inc
- **Bygrave William / Timmons Jeffrey** “Venture capital at the crossroads”, Boston, Massachusetts 1992, Harvard Business School Press
- **Bygrave William** “The Portable MBA in entrepreneurship”, New York 1997, John Wiley & Sons, Inc
- **EVCA 2000** “ Private Equity Guidebook – Central & Eastern Europe”
- **Gompers Paul / Lerner Josh** “The venture capital cycle”, Cambridge 1999 MIT Press
- **Lake Rick / Lake Ronald** “Private Equity and Venture Capital: a practical guide for investors and practitioners”, London Euromoney 2000
- **Lorenz Tony** “Venture capital today: a practical guide to the venture capital market”, Cambridge 1989, 2nd edition Woodhead – Faulkner
- **Silver David** “Venture capital – The complete guide for investors”, USA 1985, John Wiley & Sons, Inc

Journals-Aricles

- **J. Freear / J. Sohl / W. Wetzel** “Angels and non-angels: Are there differences?” Journal of Business Venturing: Volume 9, Issue 2, March 1994
- **Gifford Sharon** “Limited attention and the role of the venture capitalist” Journal of Business Venturing: Volume 12, 1997
- **B. Elango / V. Fried / R. Hisrich / A. Polonchek** “How venture capital firms differ” Journal of Business Venturing: Volume 10, 1995

- **Norton E. / Tenenbaum B.** “Specialisation versus diversification as a venture capital strategy” Journal of Business Venturing: Volume 8, Issue 5, September 1993
- **S. Manigart / K.Waele / M.Wright / K. Robbe / P. Desbrieres / H. Sapienza / A. Beekman** “Determinants of required return in venture capital investments: a five country study” Journal of Business Venturing: Volume 17, Issue 4, July 2002
- **Colin Mason-Richard Harrison** “The UK clearing banks and the informal VC market”: International Journal of Bank Marketing: Volume 14, Issue 1, 1996
- **Lerner Joshua** “Angel” financing and public policy: An overview” Journal of Banking & Finance: Volume 22, Issues 6-8, August 1998
- **Berger Allen / Udell Gregory** “The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle” Journal of Banking & Finance: Volume 22, Issue 6-8, August 1998
- **Bergemann Dirk / Hege Ulrich** “Venture capital financing, moral hazards and learning” Journal of Banking & Finance: Volume 22, Issues 6-8, August 1998
- EVCA, Yearbook 2002
- EVCA, Yearbook 2001
- EVCA, Yearbook 1999
- **Jeng Leslie / Wells Philippe** “The determinants of venture capital funding: evidence across countries” Journal of Corporate Finance: Volume 6, Issue 3, September 2000
- **Sahlman William** “The structure and governance of venture capital organisations” Journal of Financial Economics: Volume 27, October 1990
- “Venture capital: context, development and policies” **Organisation for Economic Co-operation and Development** (1986)

Websites:

www.evca.com

www.bvca.co.uk

www.nvca.com

www.ventureeconomics.com

www.v1.com

www.privateequityonline.com

*ΕΛΛΗΝΙΚΗ**Βιβλία*

- **Γαλάνη Β.** “Leasing, Factoring, Forfaiting, Franchising, Venture capital – Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας”, Αθήνα 2000, Εκδ. Σταμούλης
- **Ευθύμογλου Προδρ.** “Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως”, Τεύχος Β, Ανάλυση Επενδύσεων, Πειραιάς 1996, γ’ έκδοση
- **Μούζουλα Σπήλιου** “Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (venture capital) : η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης- *Ερμηνεία άρθρων 5-9 Ν 2367/95, Ανάλυση ειδικών συμφωνιών, Υποδείγματα εξωεταιρικών συμβάσεων*”, Αθήνα 1997, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη
- **Ξανθάκη / Τσιπούρη** “Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: η περίπτωση της Ελλάδας”, Αθήνα 2001, Εκδ. Παπαζήση
- **Groppelli και Ehsan Nikbakht** “Χρηματοοικονομική, τρίτη αμερικανική έκδοση”, μετάφραση Παπαϊωάννου Σούλα, Αθήνα 1996, Εκδ. Κλειδάριθμος

Περιοδικά - Άρθρα

- **Αγγελόπουλος Ε.** “Το Νομικό πλαίσιο για το ΕΚΥΚ στην Ελλάδα” Οικονομικός Ταχυδρόμος (2002), φ.38
- **Βασιλείου Δ.** “Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου”- Ειδικό αφιέρωμα Venture Capital, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 95
- **Βασιλείου Δ.** “Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δεκέμβριος 1996
- **Βασιλείου Μαρία** “Υπάρχει Venture Capital στην Ελλάδα;” Οικονομικός Ταχυδρόμος (2001), φ.5,σελ 29
- **Βελέντζα Γ.** “Οι εξελίξεις στο σύγχρονο τραπεζικό δίκαιο. Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί: Εταιρείες Αμοιβαίων Εγγυήσεων, Εταιρείες Επιχειρηματικών Συμμετοχών” Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Β’ Τριμηνία 1996
- **Δ. Γεωργόπουλου** “Οι Εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου κατά το Ελληνικό Δίκαιο”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Γ’ Τριμ. 1991

- **Γκανέτσου / Φροντίστα** “Venture Capital –Μία ανασκόπηση” - Ειδικό αφιέρωμα VC, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 95
- **Δεμίρη Χ.** “Το Venture Capital από τραπεζική σκοπιά”- Ειδικό αφιέρωμα VC, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 95
- **Διονάτου Γ.** “Αναζωογόνηση του θεσμού εν μέσω κρίσης”, Περιοδικό: Χρήμα, Οκτώβριος 2001
- **Δημητρέλης Σπ.** “«Μυστικός δείπνος» Καρατζά με 25 Τούρκους τραπεζίτες” ΤΑ ΝΕΑ 24/10/2001
- **Δρυ Γιώργου** “Η πρόκληση της Νέας Οικονομίας” ΤΑ ΝΕΑ 20/10/2001
- **Μ. Ιακωβίδη** “Venture Capital : Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (EKYK)” Μέρος Β΄, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Α΄ Έξαμ. 1992
- **Μ. Ιακωβίδη** “Venture Capital : Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (EKYK)” Μέρος Α΄, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ΄ Τριμ. 1991
- **Καπερώνη Α.** “Venture Capital: Ο Νόμος και η ελληνική πραγματικότητα”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Β΄ Τριμηνία 1987
- **Αν. Ι. Καραμήτσου** “Με φορολογική προίκα οι επιχειρηματικοί «γάμοι»” ΤΟ ΒΗΜΑ (www.tovima.dolnet.gr) 26/08/2001
- **Κοτζιά Κύρας** “ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ «ΕΛΕΥΘΩ»: Η καθυστέρηση της χρηματοδότησης από το Γ΄ ΚΠΣ απειλεί τη βιωσιμότητα της IVEN” Εφημερίδα: ΚΕΡΔΟΣ, 17/09/2002
- **Κρυσταλλάκου Π.** “Επενδύσεις 19δισ δρχ από venture capitals” ΤΑ ΝΕΑ, 29/07/2000
- **Λιδωρίκη Αλέκου** “Venture capital: η συμβολή τους στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων” Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 18/01/2002
- **Μαλλιάρη Νένα** “Μπίζνες με ξένα χρήματα: Ποιες τράπεζες προσφέρουν επιχειρηματικές συμμετοχές” ΤΟ ΒΗΜΑ, 24/09/2000
- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα” ΤΟ ΒΗΜΑ 6/05/2001
- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Το αβέβαιο μέλλον των PORTALS” ΤΟ ΒΗΜΑ 24/03/2001
- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Οι επιχειρήσεις της θερμοκοιτίδας: Το προτεινόμενο μοντέλο έχει πολλά να προσφέρει σε κάθε νέα ελληνική εταιρεία” ΤΟ ΒΗΜΑ 28/01/2001
- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Ο βαρύς χειμώνας της υψηλής τεχνολογίας” ΤΟ ΒΗΜΑ 24/12/2000
- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Δεν αρκούν μόνο τα κεφάλαια” ΤΟ ΒΗΜΑ 26/11/2000

- **Μητσοτάκη Κυρ.** “Τα Venture Capital επενδύουν σε καλά δείγματα management” Περιοδικό: Επιλογή, 1/10/2000
- **Μπένου Μαρία** “Χρηματοδότηση και νέα οικονομία” Περιοδικό: Μηχανισμοί Χρήματος, 1/10/2000
- Νομικός Π. / Χριστόπουλος Γ. “Venture Capitals (revision): Ζητούνται παγοθραυστικά επενδύσεων” Περιοδικό: **new economy observer (ne.o)**, Τεύχος Ιουλίου 2002
- Νομικός /Μακρυμανωλάκης /Χριστόπουλος Γ. “Venture Capitals: Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης” Περιοδικό: **new economy observer (ne.o)**, Τεύχος Νοεμβρίου 2001
- **Νούνη Χ.** “Venture Capital – Επιχειρηματικά Κεφάλαια” Ελεύθερο Βήμα, Ιούλιος-Σεπτέμβριος 2002
- **Παπαδόπουλου Χ.** “Υπάρχει νέα επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα;” Οικονομικός Ταχυδρόμος (2001), φ. 6, σελ 21
- **Σαπουντζάκη Κ.** “Η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στον τομέα του venture capital”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών Α΄ Τριμηνία 1987
- **Σχοινά Αντιόπης** “Venture Capital: η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης” Εφημερίδα: ΜΕΤΟΧΟΣ 4/10/2002
- **Alpha Ventures**, Ενημερωτικό φυλλάδιο
- **Global Finance**, Ενημερωτικό φυλλάδιο
- **Εμπορική Κεφαλαίου**, Ενημερωτικό φυλλάδιο
- **Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων (HBDIC)**, Απολογισμός Χρήσεως 2001

Ιστοσελίδες:

www.net-business.gr

- “Τεχνολογικό Πάρκο Ακρόπολις: «Πράσινο φως» για την ελληνική Silicon Valley” **Net Business** 19/09/02
- “Χρηματοδότηση 592 μικρών επιχειρήσεων με 132 εκατ. Ευρώ” **Net Business** 01/08/02
- “Εν αρχή, η επιβίωση για τα Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες” **Net Business** 11/07/02
- Ελευθερία Αρλαπάνου “Μειώθηκαν κατά 37,5% οι τεχνολογικές επενδύσεις το 2001” **Net Business** 13/06/02
- “ΗΠΑ: «Στερεύουν» τα Venture Capital” **Net Business** 16/05/02

- Ελευθερία Αρλαπάνου “Αγώνας δρόμου για τα κονδύλια της iVen” **Net Business** 09/05/02
- “Εγκλωβισμένες οι εταιρείες Venture Capital στις ΗΠΑ” **Net Business** 01/05/02
- “«Τονωτικές ενέσεις» στα Venture Capital” **Net Business** 25/04/02
- “Τελευταία η Ελλάδα σε επενδύσεις Start Up” **Net Business** 12/04/02
- Ελευθερία Αρλαπάνου “Οι start-up εταιρείες δεν ελκύουν τα Venture Capital” **Net Business** 24/02/2002
- “Αναζητούνται αγοραστές σε επενδύσεις VentureCapital” **Net Business** 13/12/01
- “Ο κλάδος των εταιρειών venture capital στην Ελλάδα” **Net Business** 13/12/01

www.naftemporiki.gr

- “Μειωμένες κατά 32% οι επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 25/05/2002
- “«Καυτό εμπόρευμα» οι νέες ιδέες” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 17/05/2002
- “Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών-Επενδύσεις” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 9/05/2002
- “Νωρίς η άνοιξη για τη Silicon Valley” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 4/04/2002
- “Επιχειρηματικά κεφάλαια: Αργεί η ανάκαμψη” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 14/02/2002
- “Αισιοδοξία από την ανάκαμψη των IPO” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 9/01/2002
- “Απροετοίμαστοι οι Ευρωπαίοι venture capitalists” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 5/01/2002
- Αλεξανδρίδη Α. “Προβάδισμα της Ελλάδας στα Βαλκάνια” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 27/12/2001
- “Τα θρανία δεν κάνουν επιχειρηματίες” **ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ** 1/12/2001
- “Τα μέτρα του ΥΠΕΘΟ για τη στήριξη της επιχειρηματικότητας στη νέα οικονομία” 28/07/2000 (**www.in.gr**)
- **Συνέντευξη Τύπου Γιάννου Παπαντωνίου, ΥΠ.ΕΘ.Ο. ΓΡΑΦΕΙΟ ΤΥΠΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ, 07/09/2001**
- “Επένδυση 100 εκατ. δολ. από Global Finance και Alpha Ventures” **ΗΜΕΡΗΣΙΑ** 20/09/2002 (**www.imerisia.gr**)
- “iVen ΑΕ : Θερμοκοιτίδα καινοτόμων επιχειρηματικών σχεδίων” **ΚΕΡΔΟΣ,** 21/9/2001 (**www.kerdos.gr**)

www.alpha.gr

www.alphatrust.gr

www.comcap.gr

www.e-vision.gr

www.globalfinance.gr

www.intermall.com.gr/ulysses

www.iven.gr

www.nbgvc.gr

www.vectis.gr

www.eommex.gr

www.venture2002.gr

www.allmedia.gr