

# **Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ**

**Βλάσιος Α. Κρισιώνης  
Διπλωματική Εργασία  
ΠΜΣ.ΔΕ**

**2005**

# **Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ**

**Βλάσιος Α. Κριτσιώνης**  
**Πτυχίο Αγροτικής Οικονομίας και Ανάπτυξης του Γεωπονικού**  
**Πανεπιστημίου Αθηνών**

**Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό**  
**Δίπλωμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**2005**

# Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών, ευρύτερα γνωστό στη διεθνή και στην εγχώρια αγορά ως *venture capital*, αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που δημιουργήθηκε τη δεκαετία του '50 στην Αμερική με σκοπό να χρηματοδοτήσει τις νέες επιχειρήσεις εντάσεως τεχνολογίας. Έκτοτε, η ραγδαία εξέλιξη του νέου αυτού θεσμού σε συνδυασμό με τις αλλαγές που έλαβαν χώρα στον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων, έχουν μετατρέψει το *venture capital* ως μια από τις κυριότερες λύσεις χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως κλάδου και δραστηριότητας.

Με την παρούσα εργασία επιχειρείται μια ολοκληρωμένη παρουσίαση του θεσμού του *venture capital*. Αρχικά, γίνεται η εννοιολογική προσέγγιση του όρου σε συνδυασμό με την περιγραφή των λειτουργιών που περιλαμβάνει η διαδικασία χρηματοδότησης. Οι παράγοντες που προσδιορίζουν τη ζήτηση και την προσφορά του *venture capital*, τα στάδια χρηματοδότησης, οι μορφές των εταιρειών *venture capital*, η δομή των *fund* που αναπτύσσονται και ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η αξιολόγηση των υποψήφιων επενδύσεων, συντελούν στη βαθύτερη κατανόηση της συνολικής διαδικασίας χρηματοδότησης.

Ακολούθως, περιγράφεται η εξέλιξη του θεσμού στην Αμερική και την Ευρώπη, περιγράφοντας την πορεία ανάπτυξής του και αναλύοντας τις ιδιαιτερότητες και τις διαφορετικές πρακτικές που ακολουθούνται στις δυο αυτές αγορές. Το επιτυχημένο αμερικανικό μοντέλο εφαρμογής του *venture capital* κατά τη δεκαετία του '80, χρησιμοποιήθηκε αργότερα ως οδηγός για την επιτυχία του θεσμού στην Ευρώπη. Επίσης, αναλύονται οι πολιτικές με τις οποίες οι ευρωπαϊκές χώρες μπορούν να δημιουργήσουν ευνοϊκές συνθήκες για τη δραστηριότητα του *venture capital*, καθώς και οι κλάδοι που εμφανίζουν τις μεγαλύτερες προοπτικές απορρόφησης τέτοιου είδους επενδύσεων.

Προχωρώντας, αναλύεται το νομικό και το θεσμικό πλαίσιο του *venture capital* στην Ελλάδα που αποτέλεσε το εφαλτήριο ανάπτυξης του θεσμού κατά την τελευταία δεκαετία στην ελληνική αγορά. Παράλληλα, παρουσιάζεται η εικόνα που εμφανίζει η δραστηριότητα του *venture capital* στην ελληνική αγορά αποτυπωμένη σε αριθμούς, καθώς και το επενδυτικό προφίλ των ελληνικών εταιρειών *venture capital*.

Στο εμπειρικό μέρος της εργασίας γίνεται η αναλυτική περιγραφή μιας πραγματικής επένδυσης που πραγματοποίησε η Εθνική Επιχειρηματικών

Συμμετοχών, μια από τις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρείες venture capital. Η συγκεκριμένη επένδυση πραγματοποιήθηκε με επιτυχία την περίοδο 2001-2003, στα πλαίσια ενός fund της ελληνικής εταιρείας που εστιάζει την επενδυτική δραστηριότητά του στο βαλκανικό χώρο, και αφορά στη χρηματοδότηση της Doverie Brico, μιας βουλγαρικής εταιρείας που δραστηριοποιείται στον χώρο του Do-It-Yourself. Σκοπός αυτής της μελέτης περίπτωσης που περιγράφεται στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας είναι η παρουσίαση μιας ολοκληρωμένης επένδυσης venture capital, ώστε να αναδειχθεί ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η εφαρμογή των θεωρητικών αρχών του θεσμού στην πραγματική επιχειρηματική πρακτική.

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η περίπτωση μελέτης που αναλύεται στο τελευταίο κεφάλαιο δημιουργήθηκε με τη συμβολή του Αλέξανδρου Μυλωνά, αναλυτή επενδύσεων της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, ο οποίος με μεγάλη προθυμία παρείχε όλες τις πληροφορίες και τα στοιχεία που αφορούν στη χρηματοδότηση που περιγράφεται.

Επίσης, θα ήταν παράληψη η μη αναφορά στη σπουδαία υποστηρικτική συμμετοχή του Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Χρήστου Αγιακλόγλου, επιβλέποντα της παρούσας διπλωματικής εργασίας, ο οποίος με το ενδιαφέρον και τη συνέπεια που επέδειξε κατά τη περίοδο της μελέτης και της συγγραφής, συντέλεσε τα μέγιστα στη βελτιστοποίηση της δομής και του περιεχομένου του κειμένου που ακολουθεί.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	<b>I</b>
--------------------------	----------

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>II</b>
-------------------------------	-----------

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

	Σελ.
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Ζήτηση venture capital	4
1.3 Προσφορά venture capital	6
1.4 Τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης και venture capital	9
1.5 Τα στάδια χρηματοδότησης venture capital	12
1.6 Τύποι εταιρειών venture capital	17
1.7 Η δομή του venture capital	21
1.8 Η λειτουργία ενός venture capital fund	27
1.9 Οι μέθοδοι αξιολόγησης των venture capital επενδύσεων	34
1.10 Οι μέθοδοι εξόδου από την επένδυση	43
1.11 Ανακεφαλαίωση	47
Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	49

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΕ ΑΜΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΗ

2.1 Εισαγωγή	51
2.2 Η εξέλιξη του venture capital στην Αμερική	53
2.3 Η εξέλιξη του venture capital στην Ευρώπη	60

2.4	Σύγκριση Ευρώπης και Αμερικής	78
2.5	Πολιτικές ενθάρρυνσης του venture capital στην Ευρώπη	81
2.6	Κλάδοι με μεγάλες προοπτικές	84
2.7	Ανακεφαλαίωση	87
	Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	89

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

#### **Η ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

3.1	Εισαγωγή	90
3.2	Το θεσμικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα	92
3.3	Η ελληνική αγορά του venture capital σε αριθμούς	108
3.4	Οι ελληνικές εταιρείες venture capital	119
3.5	Ανακεφαλαίωση	154
	Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	156

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

#### **Η ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗ DOVERIE BRICO**

4.1	Εισαγωγή	158
4.2	Περιγραφή του fund	160
4.3	Η επένδυση στη Doverie Brico	170
4.4	Ανακεφαλαίωση	189
	Επιλεγμένη Βιβλιογραφία	192

	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	193
--	---------------------	-----

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

		Σελ.
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1	ΟΙ ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΑΝΑ ΣΤΑΔΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.	10
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2	ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΟΥ CORPORATE VENTURE CAPITAL	20
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ-ΣΤΟΧΟΙ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΗ ΦΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	38
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4	ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΑ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΕΞΟΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ VENTURE CAPITAL	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ IRR ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΤΗΝ 31/12/2003 ΚΑΙ 31/12/1999	58
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2	Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΑΠΟ ΤΟΝ EVCA	66
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3	ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1990-2003	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΟ ΕΤΗΣΙΟ IRR ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΣΤΗΝ 31/12/2002	76
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ IRR ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΤΗΝ 31/12/2002 ΜΕ ΧΡΟΝΙΚΟ ΟΡΙΖΟΝΤΑ	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6	ΤΑ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΝΑ ΤΟΝ ΚΟΣΜΟ	80
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7	ΜΟΡΦΕΣ ΚΡΑΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ VENTURE CAPITAL	82
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1	ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ GLOBAL FINANCE	129
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2	ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ GLOBAL FINANCE ΣΤΗΝ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ	130
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3	ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	140
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4	ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ VECTIS CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	143



ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5	ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΙΑΣ FINANCE ΑΝΑ ΤΟΜΕΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ	151
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6	ΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ AVC Ε.Κ.Ε.Σ	153
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1	ΤΑ ΘΕΤΙΚΑ ΚΑΙ ΤΑ ΑΡΝΗΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ NBGVC	177
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2	ΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ DOVERIE BRICO ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2003	183
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3	ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	187

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελ.	
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1	Η ΔΟΜΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL FUND	22
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΠΛΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΔΟΜΗΣ ΕΝΟΣ FUND	25
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1	Η ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ VENTURE CAPITAL ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1987-2003	55
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2	TRADE SALES ΚΑΙ IPOs ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ VENTURE CAPITAL ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1988-2003	57
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3	Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΤΛΗΘΗΚΑΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ Ε.Ε. ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1990–2003	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4	Η ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ Ε.Ε. ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΟΝΙΕΣ 2001 ΚΑΙ 2002	63
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5	ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΑΕΠ ΤΑ ΕΤΗ 1989,1999 ΚΑΙ 2003	64
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6	Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΠΗΓΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ Ε.Ε. ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1995-2003	67
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.7	Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΑΝΑ ΣΤΑΔΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΤΗΝ Ε.Ε. ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1995-2003	69
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.8	Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΣΤΗΝ Ε.Ε ΚΑΤΑ ΤΗΝ PERIODO 1995-2003	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.9	ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΤΗΝ Ε.Ε. ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2003	74
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.10	Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΠΟ ΤΟ 1990 ΚΑΙ ΜΕΤΑ	79
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΣΥΓΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 300 ΕΥΡΩ	105

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2	ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998-2003	110
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3	ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1999-2003	111
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4	ΟΙ ΚΛΑΔΟΙ ΠΟΥ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΝ ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998-2001	113
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5	ΠΟΣΟΣΤΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΝΑ ΣΤΑΔΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ VENTURE CAPITAL ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998-2001	115
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.6	ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΞΟΔΟΥ ΠΟΥ ΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝ ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL	118

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**

### **ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL**

#### **1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΚΕΣ), γνωστό ως venture capital (VC), αποτελεί μια εξειδικευμένη μορφή χρηματοδότησης προσαρμοσμένη στις απαιτήσεις των νέων επιχειρήσεων και ειδικά αυτών που εφαρμόζουν νέες τεχνολογίες και κατακτούν νέες αγορές. Η χρησιμοποίηση του venture capital, τις πρώτες μέρες ανάπτυξής του, στηριζόταν στην ιδέα της προσφοράς κεφαλαίου από εύπορους ιδιώτες για την υλοποίηση μιας ιδέας ή μιας ανακάλυψης ενός ατόμου που είτε δεν είχε τα απαραίτητα ίδια κεφάλαια είτε οι τράπεζες αδυνατούσαν να τον υποστηρίξουν λόγω του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχεται σε μια τέτοιου είδους χρηματοδότηση. Για το λόγο αυτό, ακόμα και σήμερα, αντί του venture capital συναντούμε τον όρο risk capital.

Το venture capital ως νέος θεσμός χρηματοδότησης ξεκίνησε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στις αρχές της δεκαετίας του 1940 και αποτέλεσε το εφελκυστικό ανόδο χιλιάδων επιχειρήσεων σε ηγετικές θέσεις στους κλάδους τους, ανάμεσα στις οποίες και πολλές εταιρείες υψηλής τεχνολογίας της Silicon Valley. Στην Ευρώπη το venture capital άρχισε να αναπτύσσεται από το 1970 κυρίως από την Αγγλία, ενώ στην Ελλάδα η εμφάνιση του θεσμού γίνεται αρκετά αργότερα, στα τέλη της δεκαετίας του '90.

Οι νέες επιχειρήσεις εντάσεως τεχνολογίας και γνώσης χαρακτηρίζονται από υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας, υψηλές απαιτήσεις σε κεφάλαια για Έρευνα και Ανάπτυξη (Research & Development), παρουσία άυλων κυρίως περιουσιακών στοιχείων και αρνητικών αποτελεσμάτων χρήσεως για τα πρώτα χρόνια λειτουργίας τους. Τα παραπάνω χαρακτηριστικά συνεπάγονται απαγορευτικά επίπεδα κινδύνου για τις κοινές συμβατικές μορφές χρηματοδότησης (δάνεια, ομόλογα κλπ.). Το venture capital γεφυρώνει αυτό το χρηματοδοτικό χάσμα μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης, συγχρόνως όμως η εταιρεία venture capital αναλαμβάνει την υποχρέωση να παράσχει συμβουλές στην επιχείρηση σε θέματα τεχνικά, οργανωτικά, εμπορικά και χρηματοδοτικά.

Το venture capital αποτελεί μια μακροπρόθεσμη επένδυση κεφαλαίων (5-10 χρόνια) από θεσμικούς επενδυτές του ιδιωτικού τομέα και αποσκοπεί στη ρευστοποίηση της συμμετοχής τους σε προσυμφωνημένο χρόνο και με προσυμφωνημένο τρόπο, αντλώντας κέρδη με τη μορφή μερισμάτων ή, συνηθέστερα, με την υπεραξία των μετοχών που δημιουργήθηκε κατά την παραμονή τους στην επιχείρηση. Η διαφορά του venture capital από τη δανειακή χρηματοδότηση είναι ότι ο επενδυτής συμμετέχει στον κίνδυνο, όπως και ο επιχειρηματίας, και δεν έχει συνήθως εξασφαλίσεις.

Συχνά ο όρος venture capital ταυτίζεται με τον όρο private equity τόσο στη βιβλιογραφία όσο και στην πρακτική. Σύμφωνα με τον European Venture Capital Association (EVCA), που ιδρύθηκε το 1983, με τον όρο private equity εννοούμε την προσφορά κεφαλαίων σε επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες

στο χρηματιστήριο. Η private equity χαρακτηρίζεται ως μια «εναλλακτική επένδυση» γιατί διαφοροποιείται από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάπτυξη νέων προϊόντων και τεχνολογιών, να επεκτείνει το εργατικό δυναμικό, να προωθήσει συγχωνεύσεις ή να ενδυναμώσει τον ισολογισμό μιας επιχείρησης. Επίσης, μπορεί να λύσει θέματα ιδιοκτησίας και διοίκησης.

Η επιτυχία των μικρομεσαίων οικογενειακών επιχειρήσεων ή η εξαγορά επιχειρήσεων από πεπειραμένους managers είτε εξωτερικούς είτε εσωτερικούς (buy-in/buy-out), μπορεί να γίνει μέσω της private equity χρηματοδότησης. Το venture capital είναι στην πραγματικότητα μια υποκατηγορία της private equity χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει την έναρξη, την αρχική ανάπτυξη ή την επέκταση μιας επιχείρησης. Ο όρος private equity είναι ευρύτερος του όρου venture capital, παρά το γεγονός ότι στην Ελλάδα έχει γίνει ταύτιση των δύο όρων και το venture capital να χρησιμοποιείται με την ευρύτερη έννοια. Με αυτήν την ευρύτερη έννοια θα χρησιμοποιηθεί εφεξής στην παρούσα εργασία.

Οι βασικές έννοιες που συναντώνται κατά τη διάρκεια της χρηματοδότησης venture capital, οι συγκεκριμένες πρακτικές αλλά και οι κανόνες που ακολουθούνται κατά τη λειτουργία της χρηματοδότησης αποτελούν αντικείμενα ανάπτυξης στο κεφάλαιο αυτό. Επίσης, αναλύονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά venture capital σε μια χώρα, οι διάφορες μορφές εταιρειών venture capital καθώς και η δομή στην οποία στηρίζονται για να δραστηριοποιηθούν.

## 1.2 ΖΗΤΗΣΗ VENTURE CAPITAL

Τα επίπεδα της ζήτησης venture capital σε μια αγορά αντιπροσωπεύουν την ύπαρξη καινοτόμων επιχειρηματικών προτάσεων που αναζητούν χρηματοδότηση. Όταν υπάρχουν πολλές προτάσεις επιχειρήσεων που αναζητούν χρηματοδότηση μέσω του θεσμού του venture capital η ζήτηση είναι υψηλή, ενώ όταν υπάρχουν λίγες προτάσεις τα επίπεδα ζήτησης μειώνονται. Η ζήτηση για venture capital προσδιορίζεται από τους παρακάτω παράγοντες:

**Φορολογία:** Το φορολογικό σύστημα καθορίζει το επίπεδο της επιχειρηματικότητας. Όσο πιο χαμηλή είναι η φορολογία στα κεφαλαιακά κέρδη τόσο μεγαλύτερα είναι τα κίνητρα για ανάπτυξη επιχειρηματικών ιδεών, που αυξάνουν τη ζήτηση για χρηματοδότηση μέσω του venture capital.

**Νομοθεσία:** Το νομοθετικό πλαίσιο αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τα επίπεδα ζήτησης venture capital που διαμορφώνονται σε μια περιοχή. Συγκεκριμένα, η ευελιξία της αγοράς εργασίας ενθαρρύνει την επιχειρηματικότητα, καθώς υπάρχει κινητικότητα των ικανών ατόμων, οι οποίοι αναπτύσσουν επιχειρηματικές ιδέες και προσαρμόζονται εύκολα στις αλλαγές. Αντίθετα, ακαμψία στην αγορά εργασίας σημαίνει και αποθάρρυνση ενός εργαζομένου να προβεί σε νέες καινοτόμες πρωτοβουλίες. Εξάλλου, ο εταιρικό νομικό πλαίσιο είναι δυνατόν να ενθαρρύνει τη δημιουργία και ανάπτυξη νέων προϊόντων, καθώς και την είσοδό τους στην αγορά (start ups) εξαφανίζοντας το στίγμα που συνδέεται με τη χρεοκοπία.

**Υποδομή:** Η σύσταση ερευνητικών κέντρων, τοπικών επιστημονικών και τεχνολογικών πάρκων, καθώς και συμβουλευτικών υπηρεσιών για νέους επιχειρηματίες, αυξάνει τις προοπτικές της επιχειρηματικότητας και κατ' επέκταση και της ζήτησης για venture capital.

**Κουλτούρα :** Οι δυνατότητες που έχει μια κοινωνία για δημιουργία και ανάπτυξη καινοτόμων ιδεών, εξαρτώνται κατά ένα πολύ μεγάλο μέρος από το κατάλληλο επιχειρηματικό κλίμα, που δημιουργείται μέσω της εκπαίδευσης και της πρακτικής εξάσκησης των νέων επιστημόνων με την προώθηση της επιχειρηματικότητας.

**Αποδέσμευση:** Η εξασφάλιση της δυνατότητας ρευστοποίησης μιας επένδυσης venture capital μέσω ενός καλά ανεπτυγμένου χρηματιστηρίου και ειδικότερα της ύπαρξης ανεπίσημου ή δευτερεύοντος χρηματιστηρίου, ευνοεί την προοπτική ανάπτυξης νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών.

Η ζήτηση του venture capital (VC Demand) σε μια συγκεκριμένη χώρα  $i$  και σε μια περίοδο  $t$ , μπορεί να απεικονισθεί ως εξής:

$$VCD = f(P (-), IR (+, -), LR (+, -), SM (+), HC (+)) \quad (1.1)$$

όπου το  $P$  συμβολίζει την τιμή του venture capital, το  $IR$  τις νομοθετικές ρυθμίσεις που επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα, το  $LR$  το βαθμό ακαμψίας της αγοράς εργασίας, το  $SM$  τη ρευστότητα του χρηματιστηρίου και το  $HC$  τις επιχειρηματικές προοπτικές του ανθρωπίνου δυναμικού.



Τα πρόσημα στις παρενθέσεις της σχέσης (1.1) συμβολίζουν την επίδραση των μεταβλητών στη ζήτηση του venture capital. Παρατηρούμε ότι η τιμή P του venture capital επηρεάζει αρνητικά τη ζήτηση, οι SM και HC την επηρεάζουν θετικά, ενώ οι IR και LR είναι εξωγενείς μεταβλητές που μπορούν να επηρεάσουν είτε θετικά είτε αρνητικά τη ζήτηση του venture capital. Για παράδειγμα, μια νομοθετική ρύθμιση που μειώνει τους φόρους επί των κερδών των επιχειρήσεων, επηρεάζει θετικά και αυξάνει τη ζήτηση. Αντίθετα, μια αύξηση στους φόρους επί των κερδών μειώνει τη ζήτηση του venture capital.

### **1.3 ΠΡΟΣΦΟΡΑ VENTURE CAPITAL**

Η προσφορά του venture capital αντιπροσωπεύει την ύπαρξη Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), οι οποίες αντλώντας κεφάλαια από διάφορες πηγές και κυρίως ιδιώτες επενδυτές παρέχουν στις νέες καινοτόμες επιχειρήσεις χρηματοδοτικές υπηρεσίες με τη μορφή των venture capital funds. Η προσφορά του venture capital επηρεάζεται επίσης από τους ίδιους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση, ως εξής:

**Φορολογία:** Οι φορολογικές διευκολύνσεις που τα περισσότερα κράτη έχουν θεσπίσει αποτελούν σημαντικό παράγοντα αύξησης της προσφοράς venture capital από τις ΕΚΕΣ. Έτσι, συνήθως έχουμε μειωμένη φορολογία της υπεραξίας των μετοχών των ΕΚΕΣ και δυνατότητα φορολογικής έκπτωσης

τυχόν ζημιών που υφίστανται οι επενδυτές από μείωση της αξίας των μετοχών στις οποίες έχουν επενδύσει.

**Νομοθεσία:** Η προσφορά venture capital εξαρτάται από το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει, ως εξής:

- ο Μέτρα όπως η διεύρυνση και η διαφοροποίηση των πηγών που αντλούνται τα κεφάλαια του venture capital και κυρίως οι νομοθετικές μεταρρυθμίσεις που διευκολύνουν την παροχή κεφαλαίου από δημόσιους φορείς αυξάνουν την προσφορά του venture capital. Για παράδειγμα η διαμόρφωση του νομοθετικού πλαισίου των ασφαλιστικών ταμείων στη Μ. Βρετανία τη δεκαετία του '80, ενθαρρύνοντας την παροχή κεφαλαίου για venture capital επενδύσεις, εκτόξευσε την ανάπτυξη του θεσμού κατά την περίοδο εκείνη.
- ο Επίσης, η προσφορά αυξάνεται μέσω συγκεκριμένων μέτρων όπως η προστασία των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας (π.χ. πατέντες), τα οποία αφενός μεν ενθαρρύνουν την επένδυση σε άυλα περιουσιακά στοιχεία (κυρίως στον τεχνολογικό κλάδο), αφετέρου δε βοηθούν στην εξασφάλιση εγγυήσεων σε περίπτωση παραβίασης ή κλοπής της πνευματικής ιδιοκτησίας.

**Αποδέσμευση:** Η ύπαρξη οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις συμβάλλει στην ενίσχυση της εμπορευσιμότητας και την αποδοτική και ομαλή ανακύκλωση του χαρτοφυλακίου των επιχειρήσεων καινοτομικού κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, τα δευτερογενή χρηματιστήρια προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης και αποδέσμευσης των

επενδύσεων των ΕΚΕΣ, γεγονός που λειτουργεί ευεργετικά στην προσφορά του venture capital.

**Κουλτούρα:** Σημαντική είναι η προσπάθεια προβολής των επενδυτικών προτάσεων venture capital, οι οποίες διευκολύνουν την ανάπτυξη καινοτόμων επιχειρήσεων. Είναι αποδεδειγμένο ότι οι πιο επιτυχημένοι managers των venture capital funds είναι αυτοί που έχουν εξυπηρετηθεί ως επιχειρηματίες από ένα venture capital fund, δηλαδή είναι πρώην επιχειρηματίες καινοτόμων μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Η προσφορά του venture capital μπορεί να αποτυπωθεί με τη μορφή συνάρτησης ως εξής:

$$VCS = g ( P^{(+)}, IR^{(+,-)}, LR^{(+,-)}, HS^{(+)}, SM^{(+)}) \quad (1.2)$$

όπου οι μεταβλητές της σχέσης (1.2) είναι οι ίδιες με αυτές που αναλύθηκαν στη σχέση (1.1).

Θεωρώντας τις συναρτήσεις ζήτησης (1.1) και προσφοράς (1.2) του venture capital ως γραμμικές και εξισώνοντας τις μπορούμε να λύσουμε ως προς την τιμή (P) του venture capital και να καθορίσουμε τη δραστηριότητα του venture capital σε μια συγκεκριμένη περίοδο ως εξής:

$$VC = a_1 + a_2 IR + a_3 LR + a_4 SM + a_5 HC \quad (1.3)$$

(+/-)
(+/-)
(+)
(+)

Παρατηρούμε στην εξίσωση (1.3) ότι οι συντελεστές  $\alpha_2$  και  $\alpha_3$  μπορούν να είναι είτε θετικοί είτε αρνητικοί, ανάλογα με την επίδραση των εξωγενών μεταβλητών IR και LR και να επηρεάσουν ανάλογα το επίπεδο δραστηριότητας του venture capital.

#### **1.4 ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ VENTURE CAPITAL**

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω του venture capital εξαρτάται από τη φάση ανάπτυξης της επιχείρησης και ανάλογα έχουν διαμορφωθεί οι μορφές χρηματοδότησης ανά στάδιο.

Τυπικά οι φάσεις εξέλιξης μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

- *Η φάση της διαμόρφωσης* της επιχείρησης (*formulation stage*) κατά την οποία έχουμε κατά πρώτων την ανάπτυξη και είσοδο του προϊόντος της επιχείρησης στην αγορά και κατά δεύτερον την κατασκευή του προϊόντος και την οργάνωση της παραγωγής. Παράλληλα έχουμε εγκατάσταση του δικτύου προώθησης και διάθεσης του προϊόντος και ακολούθως εισέρχεται η επιχείρηση στην αγορά.
- *Η φάση της επέκτασης* (*success and take-off stage*) όπου η επιχείρηση επεκτείνει το μερίδιό της στην αγορά επιτυγχάνοντας γρήγορη ανάπτυξη.
- *Η φάση της ωριμότητας* (*maturity stage*) κατά την οποία η επιχείρηση διαπιστώνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης αρχίζει να επιβραδύνεται.
- *Η φάση της παρακμής* (*declining stage*) κατά την οποία η επιχείρηση έχει αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης.

Διαπιστώνεται ότι η φάση ανάπτυξης μιας επιχείρησης επηρεάζει την επενδυτική συμπεριφορά των εταιρειών venture capital, κυρίως λόγω του διαφορετικού επιπέδου κινδύνου που κάθε φάση εμπεριέχει. Έτσι, κρίνεται σκόπιμος ο διαχωρισμός των παραπάνω φάσεων από άποψη χρηματοδότησης σε χρηματοδότηση πρώτων φάσεων (early stage financing) και χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων (later stage financing).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1**

**Οι πηγές χρηματοδότησης ανα στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης**

	Αρχικό στάδιο της επιχείρησης	Επέκταση και ανάπτυξη	Τελικό στάδιο	
Υψηλή			<ul style="list-style-type: none"> <li>ο Προσφορά μετοχών στο κοινό</li> <li>ο Χρηματαγορές</li> <li>ο Κεφαλαιαγορές</li> <li>ο Τράπεζες</li> <li>ο Venture capital</li> <li>ο Private equity</li> </ul>	Χαμηλό
Ανάγκη χρηματοδότησης	<ul style="list-style-type: none"> <li>ο Venture Capital</li> <li>ο Business Angels</li> <li>ο Προσωπικές και οικογενειακές αποταμιεύσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ο Εμπορικές πιστώσεις</li> <li>ο Κρατικές επιχορηγήσεις</li> <li>ο Venture capitals</li> <li>ο Business angels</li> <li>ο Δωρεές</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ο Εσωτερική χρηματοδότηση</li> <li>ο Εμπορικές πιστώσεις</li> <li>ο Τραπεζικές πιστώσεις</li> <li>ο Venture capital</li> <li>ο Επιδότησεις</li> <li>ο Δωρεές</li> </ul>	Επίπεδο κινδύνου
Χαμηλή				Υψηλό

Στον Πίνακα 1.1 απεικονίζονται οι διάφορες πηγές χρηματοδότησης που εμφανίζονται συνήθως στην κάθε φάση ανάπτυξης της επιχείρησης. Παρατηρούμε ότι όσο νωρίτερα στον κύκλο ζωής της επιχείρησης βρισκόμαστε

τόσο μικρότερες ανάγκες χρηματοδότησης υπάρχουν αλλά και τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος. Το venture capital παίζει κυρίαρχο ρόλο στα αρχικά στάδια και στο στάδιο της επέκτασης και ανάπτυξης της επιχείρησης, ενώ η σημαντικότητά του μειώνεται με τη μετάβαση της επιχείρησης στα μεταγενέστερα στάδια, όπου άλλες μορφές χρηματοδότησης απαντώνται πιο συχνά. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 1.1 στο τελικό στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης πιο συχνή είναι η χρηματοδότηση των εταιρειών μέσω του χρηματιστηρίου ή των τραπεζών και πιο σπάνια η χρηματοδότηση μέσω venture capital.

Χαρακτηριστικό είναι ότι στα αρχικά στάδια εξέλιξης της επιχείρησης, ρόλο παρόμοιο με τις εταιρείες venture capital παίζουν και κάποιοι ιδιώτες γνωστοί ως “Business Angels”, οι οποίοι παρέχουν μεγάλα ποσά κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των πρώτων βημάτων της επιχείρησης. Οι Business Angels είναι κάποιοι εύποροι ιδιώτες που επενδύουν σε νέες επιχειρηματικές προτάσεις. Η λειτουργία μιας τέτοιας χρηματοδότησης έχει πολλά κοινά με αυτή του venture capital. Πολύ συχνά οι Business Angels επενδύουν συμπληρωματικά των εταιρειών venture capital.

## **1.5 ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL**

Η φάση ανάπτυξης, στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση καθορίζει τις ανάγκες της για χρηματοδότηση, καθώς και το επίπεδο κινδύνου που συνεπάγεται για τον επενδυτή. Το venture capital αποτελεί χρηματοδοτικό μέσο για κάθε μια από τις φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης έτσι, αν και αρκετές φορές δεν υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ των διαδοχικών μορφών χρηματοδότησης, διακρίνουμε τις παρακάτω μορφές:

### ***ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΡΩΤΩΝ ΦΑΣΕΩΝ***

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται στη φάση της διαμόρφωσης, κατά την οποία η επιχείρηση έχει ανάγκη χρηματοδότησης για υλοποίηση της ιδέας του επιχειρηματία και την ανάπτυξη του προϊόντος το οποίο θα εισάγει στην αγορά (*early stage finance*). Η χρηματοδότηση πρώτων φάσεων διακρίνεται στις μορφές που αναλύονται παρακάτω.

#### ***ο Πρωταρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση σποράς***

Η χρηματοδότηση σποράς (*seed capital*) είναι αναγκαία στη φάση της διαμόρφωσης της επιχείρησης, όπου ένας νέος επιχειρηματίας με μια ελκυστική επιχειρηματική ιδέα αδυνατεί να καλύψει τις ανάγκες σε κεφάλαιο που απαιτεί η υλοποίηση της ιδέας. Έτσι η χρηματοδότηση σποράς, μέσω του venture capital ή ενός business angel, δίνει τη δυνατότητα στον

επιχειρηματία να αναπτύξει την επιχειρηματική του ιδέα, να κάνει έρευνα αγοράς σε σχέση με το προϊόν που πρόκειται να εισάγει σε αυτήν και να ετοιμάσει ένα αξιόλογο επιχειρηματικό σχέδιο που θα συμβάλλει στην εξασφάλιση των συνθηκών επιτυχίας για τη νέα επιχείρηση. Η χρηματοδότηση γίνεται από τις εταιρείες venture capital με ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης της επιχείρησης στην οποία επενδύουν μέσω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της. Αν αυτά γίνουν με επιτυχία, ο επιχειρηματίας θα πρέπει να δημιουργήσει ένα σωστό και λειτουργικό management. Στο σημείο αυτό σημαντική είναι η συμβολή της εταιρείας venture capital που με την εμπειρία της από άλλες τέτοιου είδους συμμετοχές, δρα συμπληρωματικά στις γνώσεις του νέου επιχειρηματία που συνήθως δεν έχει τις απαραίτητες γνώσεις marketing, χρηματοοικονομικών και διοίκησης επιχειρήσεων έτσι ώστε να γεφυρωθεί το «χάσμα της υλοποίησης» (commercialization gap) της αρχικής του ιδέας.

ο ***Αρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση εκκίνησης***

Μετά από τη φάση ανάπτυξης του προϊόντος, που χρηματοδοτείται από το κεφάλαιο σποράς, η νεοσύστατη επιχείρηση χρειάζεται πρόσθετο κεφάλαιο για να σχεδιάσει και να δημιουργήσει τις απαραίτητες εμπορικές λειτουργίες, ώστε να γίνει η εισαγωγή του προϊόντος στην αγορά και να αρχίσει τη δραστηριότητά της. Στη φάση αυτή η επιχείρηση θα χρειαστεί αναλυτικές μελέτες αγοράς, οργανωμένο management και άρτιο επιχειρηματικό σχέδιο. Τις παραπάνω ανάγκες κεφαλαίου τις ικανοποιεί η χρηματοδότηση



εκκίνησης (*start-up finance*) μιας και η επιχείρηση έως την στιγμή αυτή δεν έχει έσοδα από πωλήσεις, συνεπώς ούτε και κέρδη.

ο **Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου ανάπτυξης**

Η χρηματοδότηση του αρχικού σταδίου ανάπτυξης (*first stage finance*) λαμβάνει χώρα κατά την αρχική λειτουργία της επιχείρησης λίγο μετά την είσοδο του προϊόντος στην αγορά και δημιουργεί μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση, η οποία επιτρέπει στην επιχείρηση να αντιμετωπίσει τις αρχικές ζημιές που δημιουργούνται λόγω του ανεπαρκούς ύψους του κύκλου εργασιών της. Μάλιστα πολλές φορές τα αρχικά κεφάλαια αποδεικνύονται ανεπαρκή για να καλύψουν τις ζημιές των πρώτων ετών λειτουργίας οπότε χρειάζεται ο λεγόμενος δεύτερος ή και τρίτος γύρος χρηματοδότησης (*second-/third-stage finance*).

Στα πρώτα αυτά στάδια χρηματοδότησης, η εταιρεία venture capital δεν έχει μετρήσιμα ιστορικά στοιχεία των επιδόσεων της επιχείρησης και η απόφαση για το εάν θα τη χρηματοδοτήσει στηρίζεται κυρίως στη διαίσθηση των στελεχών της για τη συνολική επιτυχία της επιχείρησης, την αξιοπιστία του επιχειρηματικού σχεδίου και τη δυναμική του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται. Συνήθως, οι εταιρείες venture capital για να προστατεύσουν τις επενδύσεις τους επιβάλλουν συγκεκριμένους όρους θέτοντας βέτο για ορισμένα θέματα, έχοντας συχνή επαφή με το ανώτατο management ή και λαμβάνοντας μέρος στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης.

## **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΤΑΓΕΝΕΣΤΕΡΩΝ ΦΑΣΕΩΝ**

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που έχουν ξεπεράσει τις πρώτες φάσεις ανάπτυξης και κατασκευής και βρίσκονται στη φάση της επέκτασης ή σε ορισμένες περιπτώσεις στη φάση της ωριμότητας (*later stage finance*).

### ο **Χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης**

Η χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης (*development or expansion finance*) απευθύνεται σε μικρές ή μεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες συγκεντρώνουν ευνοϊκές προϋποθέσεις αλλά χρειάζονται πρόσθετη χρηματοδότηση υπό μορφή μετοχικού κεφαλαίου ή δανείων, προκειμένου να ολοκληρώσουν ένα ερευνητικό πρόγραμμα ή να αυξήσουν και να εμπλουτίσουν την παραγωγή τους ή να επεκταθούν. Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία venture capital έχει τη δυνατότητα να αξιολογήσει τις μέχρι τώρα επιδόσεις της επιχείρησης με πιο αποτελεσματικό τρόπο και να αποφασίσει για τη χρηματοδότηση, η οποία εμπεριέχει λιγότερο πια κίνδυνο από ότι στα αρχικά στάδια.

### ο **Ενδιάμεση χρηματοδότηση**

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση (*mezzanine or bridge finance*) λαμβάνει χώρα συνήθως μετά την επίτευξη ενός επιθυμητού σημείου ανάπτυξης που επιτρέπει την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Ανάλογα με τον

κλάδο που δραστηριοποιείται η εισηγμένη πια εταιρεία είναι δυνατό να μην έχει φτάσει ακόμα σε κερδοφορία (π.χ. στον κλάδο της βιοτεχνολογίας) και να υπάρχουν ακόμα ανάγκες χρηματοδότησης. Επιπροσθέτως, μπορεί να χρειαστεί αναδιάρθρωση της θέσης των κυρίων μετόχων της, όπως συμβαίνει όταν μερικοί αρχικοί μέτοχοι που επιθυμούν να μειώσουν ή να ρευστοποιήσουν τη θέση τους. Τις ανάγκες τέτοιου είδους συναλλαγών καλύπτει η ενδιάμεση χρηματοδότηση, η οποία θεωρείται ότι είναι ευρύτερη της έννοιας του venture capital και προτιμότερο θα ήταν να κατηγοριοποιηθεί στις επενδύσεις του private equity.

Στην κατηγορία της ενδιάμεσης χρηματοδότησης εξυπηρετούνται επίσης συναλλαγές όπως είναι:

- η αγορά μετοχών από τον ίδιο τον επιχειρηματία, γνωστή ως *χρηματοδότηση αντικατάστασης (replacement capital)*,
- η εξυγίανση των επιχειρήσεων, γνωστή ως *χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής ( turnaround or rescue finance)* και
- η εξαγορά προυπαρχουσών επιχειρήσεων ή τμημάτων αυτών από τα στελέχη που εργάζονται σε αυτή. Το κεφάλαιο αυτό ονομάζεται *κεφάλαιο εξαγοράς* από τη διοίκηση (*management buy out/buy in finance or MBO*).

Η εταιρεία venture capital επενδύει χρήματα υπό μορφή μετοχικού κεφαλαίου για την εξαγορά της επιχείρησης, ενώ τη διοίκηση της επιχείρησης αναλαμβάνουν τα έως τώρα στελέχη που μετατρέπονται σε μετόχους. Η μορφή αυτή χρηματοδότησης είναι πολύ επιθυμητή μιας και με τον τρόπο αυτό παρέχονται μεγαλύτερα εχέγγυα επιτυχίας για την επένδυση.

Η χρηματοδότηση των μεταγενέστερων φάσεων ανάπτυξης της επιχείρησης παρουσιάζει χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου για την επένδυση αλλά και χαμηλότερες αποδόσεις. Οι επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να λειτουργούν κανονικά και έχουν δώσει δείγματα γραφής στους επενδυτές για τις προοπτικές και των μελλοντικών αποδόσεών τους. Συνήθως, οι εταιρείες venture capital φροντίζουν να διαφοροποιούν τον κίνδυνο στα χαρτοφυλάκια επενδύσεών τους, επιλέγοντας μερικές επενδύσεις σε αρχικά στάδια ανάπτυξης με μεγάλο κίνδυνο και άλλες σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης με μικρότερο κίνδυνο.

## **1.6 ΤΥΠΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL**

Οι εταιρείες venture capital κατά κανόνα χρησιμοποιούν τα κεφάλαια που επενδύουν σε μια μη συνεχή βάση μέσω περιοδικών funds, τα οποία δημιουργούν. Κυρίαρχη είναι η σχέση που διατηρούν με εκείνους που τους παρέχουν τα κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούν. Οι εταιρείες venture capital μπορεί να πάρουν τις εξής μορφές:

### ***Ανεξάρτητες***

Οι ανεξάρτητες (*independent*) εταιρείες venture capital αντλούν τα κεφάλαιά που επενδύουν από διάφορες εξωτερικές πηγές, σε περιβάλλον ιδιαίτερα ισχυρού ανταγωνισμού. Λόγω αυτού του περιβάλλοντος, οι αποδόσεις που προσφέρουν οι επενδύσεις των ανεξάρτητων εταιρειών venture capital θα

πρέπει να είναι ανταγωνιστικές, δηλαδή να αποφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις με σχετικά χαμηλά ποσοστά αποτυχίας. Με άλλα λόγια, η επιλογή των επενδύσεων γίνεται με προτίμηση σε αυτές που αφορούν εταιρείες σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης, έτσι ώστε να αποφεύγονται οι υψηλού ρίσκου επενδύσεις τεχνολογίας και να επιτυγχάνεται διαφοροποίηση του κινδύνου. Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται ένα αποδοτικό και ανταγωνιστικό χαρτοφυλάκιο επενδύσεων venture capital.

### ***Εξαρτημένες***

Οι εξαρτημένες (*captive*) εταιρείες venture capital είναι θυγατρικές ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος, όπως μιας τράπεζας, μιας ασφαλιστικής εταιρείας ή κάποιου άλλου εταιρικού σχήματος και επενδύουν κεφάλαια για λογαριασμό της μητρικής εταιρείας. Τα κεφάλαια που αντλούνται προέρχονται αποκλειστικά από τη μητρική εταιρεία και όχι από εξωτερικές πηγές.

### ***Αναπτυξιακές Δημοσίου Τομέα***

Αυτή είναι μια ειδική μορφή εταιρειών venture capital που συνδέονται με το δημόσιο τομέα, τοπικές αυτοδιοικήσεις ή άλλες κρατικές επιχειρήσεις με σκοπό την προβολή συγκεκριμένων αναπτυξιακών πολιτικών, όπως την ενθάρρυνση της καινοτομίας, της απασχόλησης και της περιφερειακής ανάπτυξης. Οι εταιρείες venture capital συνεισφέρουν στην εφαρμογή τέτοιων πολιτικών παρέχοντας υποστήριξη στη δημιουργία επιχειρήσεων στον αντίστοιχο κλάδο ή περιοχή ενδιαφέροντος.

### ***Στρατηγικές Συμμαχίες venture capital***

Μια άλλη πολύ διαδεδομένη και ιδιαίτερα σημαντική μορφή εταιρειών venture capital είναι αυτή των *στρατηγικών συμμαχιών*, γνωστή ως *Corporate Venture Capital (CVC)*. Ουσιαστικά το CVC αποτελεί μια επιμέρους δραστηριότητα της γενικότερης έννοιας του corporate venturing, η οποία αναφέρεται σε ένα ευρύτερο φάσμα αναπτυξιακών ενεργειών μεγάλων εταιριών με σκοπό τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους. Στις CVC ένας μεγάλος επιχειρηματικός οργανισμός δημιουργεί μια εταιρεία venture capital, έτσι ώστε να επενδύσει σε μικρές μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, συνήθως υψηλής τεχνολογίας, ώστε να επωφεληθεί από τη συνεργασία αυτή. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα κίνητρα επένδυσης μιας επιχείρησης σε corporate venture capital είναι κυρίως στρατηγικής φύσης, σε αντίθεση με τις άλλες μορφές χρηματοδότησης venture capital, οι οποίες αποσκοπούν κυρίως σε χρηματικές αποδόσεις.

Τα οφέλη από την επένδυση σε μια τέτοιου είδους επιχειρηματική συνεργία προέρχονται περισσότερο από τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων, τον εμπλουτισμό της επιχείρησης με νέες τεχνολογίες και γνώσεις και την εκμετάλλευση των νέων ευκαιριών που υπάρχουν στην αγορά, παρά από την ίδια τη χρηματική απόδοση των επενδύσεων. Επίσης πολλές εταιρείες χρησιμοποιούν το CVC ως μέσο για την εκπλήρωση σκοπών χρηματοοικονομικής και/ή κοινωνικής υπευθυνότητας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2**

**Οι στρατηγικές του Corporate Venture Capital**

<b>Corporate Venture Capital</b>				
<b>Τύπος επένδυσης</b>	<b>Εξωτερικά διοικούμενη (έμμεση)</b>		<b>Εσωτερικά διοικούμενη(άμεση)</b>	
	Επένδυση μέσω ενός ανεξάρτητη διοικούμενου venture capital fund, από κάποια ομάδα ατόμων εκτός της επιχείρησης.		Άμεση συνεισφορά της επιχείρησης στο μετοχικό κεφάλαιο μιας μη εισηγμένης, μικρού μεγέθους εταιρείας	
<b>Μέσο επένδυσης</b>	Ανεξάρτητη εταιρεία venture capital ("pooled"/"multi-investor")	Εξαρτημένη εταιρεία venture capital ("client based"/"dedicated")	Χρηματοδοτικό προϊόν της επιχείρησης(in house managed fund)	Ad hoc/ περιπτώσιακή επένδυση
<b>Χαρακτηριστικά της επένδυσης</b>	Ανάπτυξη χρηματοδοτικών προϊόντων (funds) που επενδύονται σε μικρές, καινοτόμες επιχειρήσεις.  Οι επιχειρήσεις που επενδύουν μπορεί να έχουν ενεργή συμμετοχή στις υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεις ή να αναπτύξουν στρατηγικές συμμαχίες με αυτές (π.χ. πελάτες, προμηθευτές, licensing, έρευνα, συνεργασία στην παραγωγή και το marketing κλπ.)		Παράλληλα με την άμεση συμμετοχή στη χρηματοδότηση, υπάρχει άμεση συμμετοχή στη διοίκηση της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης (venture nurturing), συμμετοχή στο marketing, την παραγωγή, την έρευνα κλπ. Επίσης διαμόρφωση περαιτέρω στρατηγικών συμμαχιών  Οι επενδύσεις αυτές μπορεί να συνυπάρχουν με άλλες ανεξάρτητες venture capital επενδύσεις/παράλληλη χρηματοδότηση	
<b>Οργανωσιακή δομή της επιχείρησης</b>	Η επένδυση μπορεί να συντονίζεται από μια ξεχωριστή θυγατρική της επιχείρησης (με ολική ή μερική ιδιοκτησία) ή από ένα εντός της επιχείρησης τμήμα/επιχειρηματική μονάδα/λειτουργία.  Ένα ολοκληρωμένο, εντός της επιχείρησης πρόγραμμα venture capital, μπορεί να ιδρυθεί συνδυάζοντας διάφορες CVC επενδύσεις και άλλες αναπτυξιακές στρατηγικές			

Πηγή: Προσαρμοσμένο από McNally, 1997

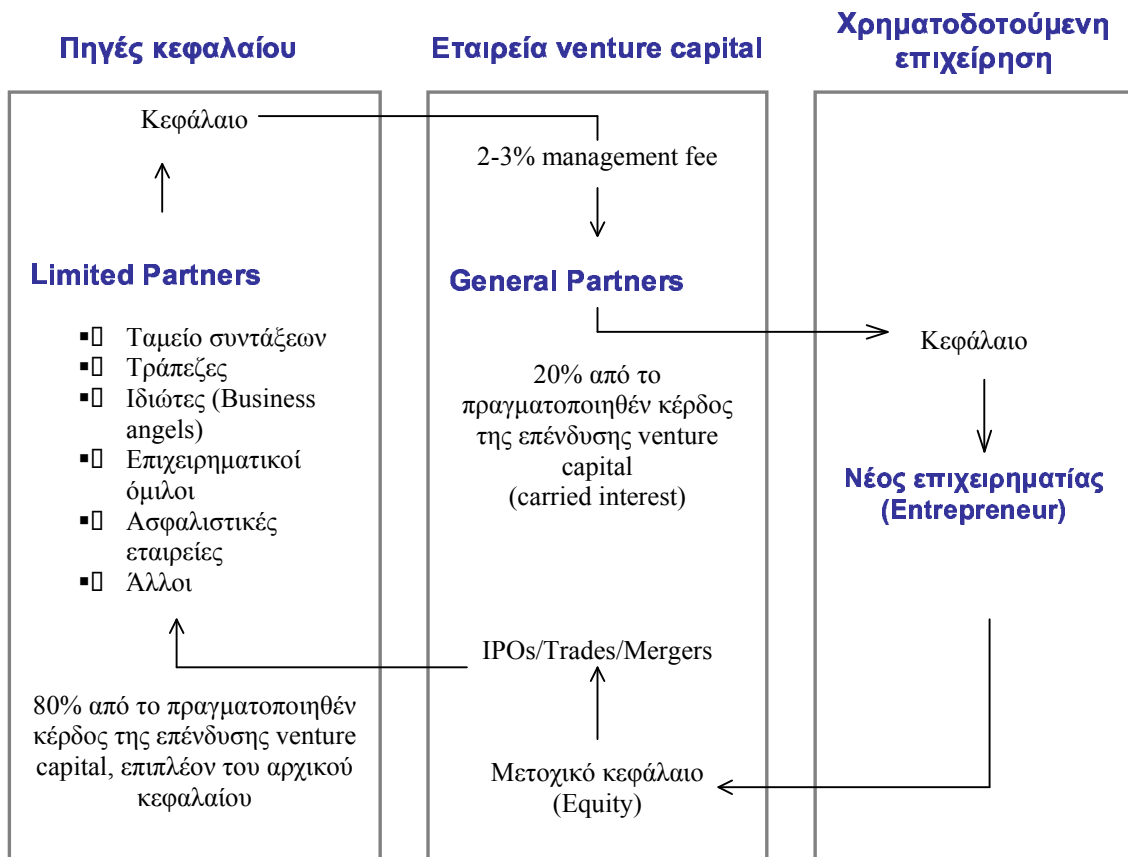
Το CVC μπορεί να πάρει δύο μορφές ανάλογα με το ποιος είναι υπεύθυνος για την πορεία και το management της χρηματοδότησης. Τα χαρακτηριστικά των δύο αυτών μορφών διοίκησης του CVC παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.2. Όπως φαίνεται στον τον πίνακα αυτόν, υπάρχουν οι *έμμεσες* επενδύσεις σε venture capital που έχουν το κοινό χαρακτηριστικό ότι η διαχείριση τους γίνεται εκτός της επιχείρησης (*externally-managed indirect investments*) και οι *άμεσες* επενδύσεις σε venture capital τις οποίες διαχειρίζεται η ίδια η επιχείρηση μέσω μιας ειδικά συστημένης ομάδας από έμπειρους στον κλάδο managers (*internally-managed direct investment*). Σε μια έρευνα που έγινε σε 28 εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου, διαπιστώθηκε ότι οι αυτές που έκαναν έμμεσες επενδύσεις CVC κινητοποιήθηκαν κυρίως από αισθήματα κοινωνικής υπευθυνότητας και από την επιθυμία για εξοικείωση με τη διαδικασία χρηματοδότησης μέσω του venture capital, σε αντίθεση με αυτές που έκαναν άμεσες, οι οποίες είχαν στρατηγικού περιεχομένου κίνητρα.

## **1.7 ΔΟΜΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL**

Η χρηματοδότηση venture capital αποτελεί μια κοινοπραξία με τρεις πλευρές ενδιαφέροντος. Τυπικά ένα venture capital fund απαρτίζεται από τους *ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners)* που είναι αυτοί που προσφέρουν τα κεφάλαια, τους *ομόρρυθμους εταίρους (general partners)* που αναλαμβάνουν τη διοίκηση των κεφαλαίων και τέλος τους *νέους επιχειρηματίες (entrepreneurs)* οι οποίοι χρηματοδοτούνται για να υλοποιήσουν την επιχειρηματική τους ιδέα που



προσέλκυσε το ενδιαφέρον των επενδυτών. Συνήθως, η δομή ενός venture capital fund είναι παρόμοια με αυτή που απεικονίζεται στο Διάγραμμα 1.1. Οι limited partners απαρτίζονται από διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως τράπεζες, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρείες, μεγάλοι επιχειρηματικοί όμιλοι και άλλοι, ενώ οι general partners είναι οι εταιρείες venture capital οι οποίες αναλαμβάνουν τη διαχείριση και τη διοίκηση των κεφαλαίων.



Πηγή: Bygrave W.D., Hay M. and J.B. Peeters, 1999

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1**  
**Η δομή του venture capital fund**

Οι limited partners ονομάζονται έτσι γιατί οι υποχρεώσεις τους περιορίζονται μόνο όσον αφορά το κεφάλαιο με το οποίο συνεισφέρουν στην επένδυση. Αν για παράδειγμα γίνει μια επένδυση σε μια επιχείρηση της οποίας το προϊόν προκαλέσει κάποια βλάβη στους καταναλωτές, οι limited partners δεν φέρουν ευθύνη και δεν υποχρεώνονται να επιβαρυνθούν καμιάς μορφής αποζημίωση. Αντίθετα, οι general partners είναι άμεσα υπεύθυνοι για τη συνολική δραστηριότητα της επιχείρησης την οποία χρηματοδοτούν.

Όπως έχει αναφερθεί, μια κοινοπραξία venture capital λαμβάνει χώρα σταδιακά. Οι αρχικοί επενδυτές συνήθως προσπαθούν να εξασφαλίσουν την απουσία καιροσκοπικών συμπεριφορών από τους διαχειριστές των κεφαλαίων, εν προκειμένω από τις εταιρείες venture capital. Για το λόγο αυτό εφαρμόζεται μια σειρά από συμβατικές υποχρεώσεις, συμφωνίες και περιορισμούς που διέπουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται μια χρηματοδότηση venture capital.

Μερικοί από αυτούς τους προστατευτικούς όρους που διέπουν μια κοινοπραξία χρηματοδότησης venture capital συνοψίζονται παρακάτω:

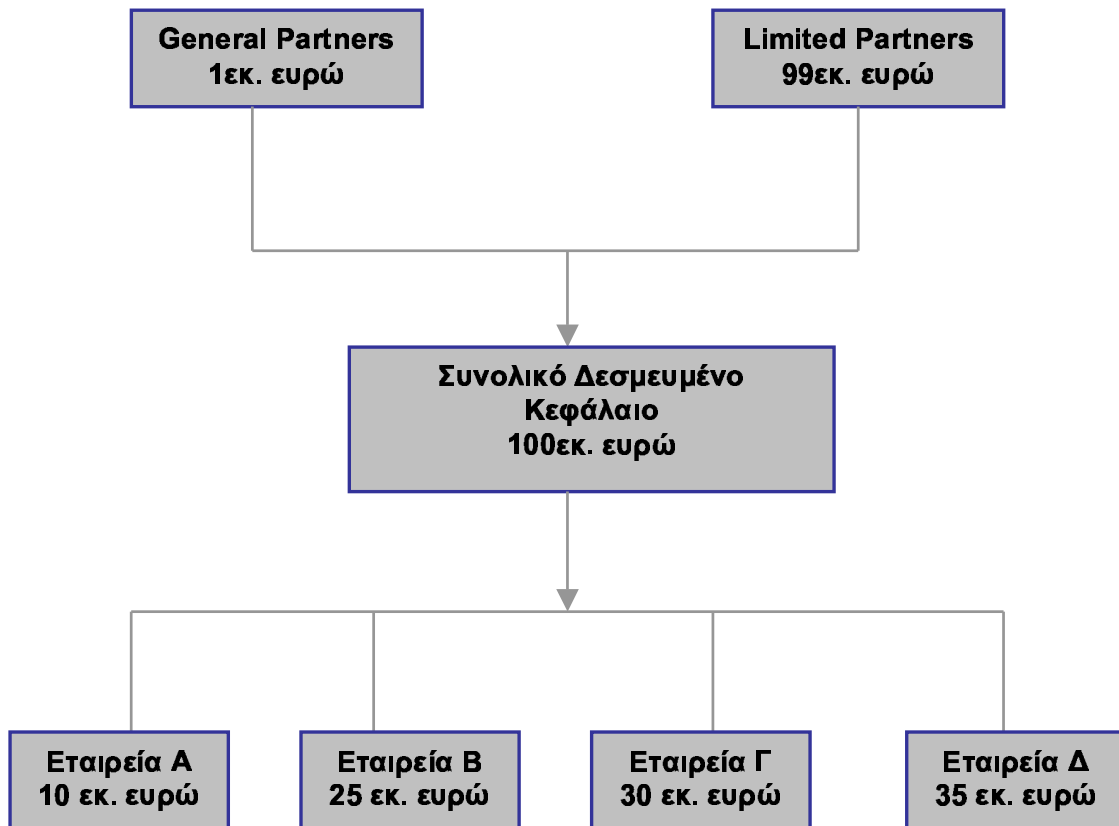
- Ο καθορισμός ενός ανώτατου ποσού κεφαλαίων που θα επενδυθεί σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση.
- Ο καθορισμός ενός ανώτατου ορίου δανεισμού των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται για αποφυγή αλλοίωσης της πραγματικής εικόνας της πορείας και των επιδόσεων της επένδυσης λόγω δανειακής μόχλευσης (leverage).

- Η συμφωνία σε σχέση με τη δυνατότητα επανεπένδυσης των κερδών μιας επένδυσης ή παράλληλων επενδύσεων σε άλλα venture capital funds.
- Η απαγόρευση στους διαχειριστές των κεφαλαίων να συνεισφέρουν δικά τους κεφάλαια στο fund ή να πωλήσουν κάποια δικαιώματα, με σκοπό την αποφυγή προσωπικών συμφερόντων κατά την πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.
- Ο περιορισμός των δυνατοτήτων απασχόλησης των general partners με άλλα επενδυτικά σχέδια ή άλλα funds, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η αφοσίωσή τους στη συγκεκριμένη κοινοπραξία, καθώς επίσης και περιορισμοί στη δυνατότητα προσθήκης άλλων general partners κατά τη διάρκεια της κοινοπραξίας.

Οι general partners πριν το 1986 είχαν βάσει νόμου μια ελάχιστη συμμετοχή της τάξης του 1% στο συνολικό κεφάλαιο του fund. Από το 1986 όμως και μετά, εξαιτίας της Tax Reform Act, οι general partners είναι ελεύθεροι να συμμετέχουν στο fund με όποιο ποσοστό αυτοί επιθυμούν. Παρόλα αυτά στις περισσότερες περιπτώσεις ακόμα και μετά το 1986 η συμμετοχή παραμένει γύρω στο 1%, γεγονός που δημιουργεί ένα υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης μεταξύ των εταίρων. Όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 1.1 τα κέρδη διανέμονται σε ποσοστό 80% στους limited partners και 20% στους general partners.

Μια απλοποιημένη δομή ενός venture capital fund παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1.2, όπου είναι ευδιάκριτη η συνεισφορά κεφαλαίων από τους

εταίρους. Οι limited partners συνεισφέρουν το 99% των κεφαλαίων και οι general partners το 1%. Στη συνέχεια, το συνολικό διαθέσιμο κεφάλαιο επενδύεται σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων, η καθεμία από τις οποίες έχει διαφορετικά επίπεδα κινδύνου και δίνει διαφορετικές αποδόσεις.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2**

**Παράδειγμα απλοποιημένης δομής ενός fund**

Εξάλλου, κατά τη δημιουργία ενός fund, η εταιρεία venture capital θα πρέπει να προσδιορίσει τα παρακάτω:

- Τα έξοδα διοίκησης του fund (management fee), τα οποία σπάνια ξεπερνούν το 2-3% του συνολικού κεφαλαίου.
- Την περίοδο άντλησης κεφαλαίων (draw down period), η οποία είναι γύρω στα πέντε χρόνια. Συνήθως ένα ποσοστό γύρω στο 20% του κεφαλαίου δεσμεύεται για μετέπειτα χρηματοδότηση της εταιρείας, δηλαδή για χρηματοδότηση επέκτασης και ανάπτυξης ή ενδιάμεσης χρηματοδότησης.
- Τα έξοδα εγκατάστασης του fund (π.χ. νομικά έξοδα), γύρω στο 1% του συνολικού κεφαλαίου, καθώς και τα επερχόμενα πάσης φύσεως έξοδα (π.χ. έξοδα λογιστικών ελέγχων, εξωτερικών συμβούλων κλπ.).
- Το επιμίσθιο παραγωγικότητας (incentive/carried interest), που αντιστοιχεί στο management της επιχείρησης. Το incentive αντιστοιχεί σε ένα μέρος των κερδών (15-20%) και καταβάλλεται αφού έχει αποσβεσθεί η αρχική επένδυση και έχει επιτευχθεί ένα προκαθορισμένο κατώτατο επίπεδο απόδοσης.
- Τις αλλαγές που μπορεί να κάνει η εταιρεία venture capital στην ομάδα διοίκησης σε περίπτωση αμέλειας, παράληψης καθηκόντων ή μη επαγγελματικής συμπεριφοράς από μέλη της ομάδας.

## **1.8 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ VENTURE CAPITAL FUND**

Η διαδικασία δημιουργίας και υλοποίησης ενός venture capital fund μπορεί να θεωρηθεί ως ένας κύκλος (venture capital cycle), ο οποίος ξεκινά με τη συγκέντρωση κεφαλαίων από την εταιρεία venture capital (*fundraising*). Στη συνέχεια λαμβάνει χώρα η υλοποίηση της επένδυσης, όπου έχουμε παράλληλα τη συνεχή παρακολούθηση της επένδυσης και την προσθήκη αξίας στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις (*investing and monitoring*). Ακολουθεί η έξοδος (*exit*) του venture capitalist από τις επιτυχημένες επενδύσεις και την επιστροφή των κεφαλαίων με μεγάλη απόδοση στους αρχικούς επενδυτές. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται με την ανάπτυξη νέων funds από την εταιρεία venture capital. Χαρακτηριστικό αυτού του κύκλου είναι η έντονη αλληλεξάρτηση που υπάρχει μεταξύ των διαδοχικών σταδίων που τον απαρτίζουν και τα οποία αναλύονται παρακάτω.

### **ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Η διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων (*fundraising*) από την εταιρεία venture capital μπορεί να διαρκέσει αρκετούς μήνες κατά τους οποίους το management του fund αναζητά συμφωνίες με τους επενδυτές. Για να επιτευχθεί αυτό, ετοιμάζεται ένα «ενημερωτικό μνημόνιο» (information memorandum), το οποίο παράλληλα με τους προκαθορισμένους όρους του fund που προαναφέρθηκαν, περιέχει πληροφορίες σχετικά με:

- Την επενδυτική στρατηγική του fund (στάδιο χρηματοδότησης, κλάδοι ενδιαφέροντος, γεωγραφική περιοχή κ.λ.π.) και αιτιολόγηση των επιλογών.
- Το μέγεθος του fund.
- Την «αγορά» των υποψήφιων για χρηματοδότηση επιχειρήσεων, καθώς και τις μεθόδους marketing που θα υιοθετηθούν για την προώθηση του fund.
- Την εμπειρία της ομάδας management της επιχείρησης, ώστε να εξασφαλισθεί η σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και της διοίκησης του fund.
- Τη διαδικασία λήψης απόφασης για την εξασφάλιση των σωστών επιλογών επένδυσης.
- Τη σχέση της εταιρείας venture capital με τις επιχειρήσεις, καθώς και το βαθμό συμμετοχής της στη διοίκηση αυτών.
- Τις αναφορές στους επενδυτές για την πορεία του fund (ετήσια ενημερωτικά δελτία, συναντήσεις κ.λ.π.).

Παράλληλα η εταιρεία venture capital αρχίζει να προωθεί το fund για την προσέλκυση ενδιαφέροντος από τους υποψήφιους επενδυτές. Συνήθως, η προβολή των επιτυχιών της εταιρείας στην υλοποίηση άλλων funds στο παρελθόν είναι η καλύτερη οδός για την προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

## **ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Μετά την προσπάθεια για προσέλκυση ενδιαφέροντος από πλευράς επενδυτών και την απαραίτητη προβολή και προώθηση του fund, έρχεται η σειρά της διαπραγμάτευσης με τις υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεις και της διαδικασίας επιλογής των πιο ελκυστικών επενδυτικών σχεδίων. Το στάδιο αυτό της ανάπτυξης ενός fund ονομάζεται «*Στάδιο Ανάλυσης και Εκτίμησης*» γνωστό ως “*due diligence*” και αποτελεί μια από τις σημαντικότερες δραστηριότητες της εταιρείας venture capital, δεδομένου ότι, από τις αποφάσεις που θα ληφθούν κατά τη διαδικασία αυτή θα εξαρτηθεί η αποδοτικότητα του fund. Ακολουθεί το στάδιο της «*επένδυσης και παρακολούθησης*» (*investing and monitoring*), στο οποίο λαμβάνει χώρα η διαδικασία επένδυσης και η παράλληλη παρακολούθηση της πορείας της επιχείρησης. Τα δύο αυτά στάδια αναλύονται ξεχωριστά στη συνέχεια.

### **Στάδιο Ανάλυσης και Εκτίμησης**

Κατά τη διάρκεια της ανάλυσης και εκτίμησης (*due diligence*) των προτάσεων χρηματοδότησης από νέες επιχειρήσεις εξετάζεται συνήθως ένας μεγάλος αριθμός από επενδυτικά σχέδια, από τα οποία όμως πολύ λίγα θα αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοδοτικής απόφασης. Ενδεικτική είναι η παρομοίωση της επενδυτικής πολιτικής των εταιρειών venture capital με πυραμίδα, δηλαδή ότι η ιδέα είναι να συγκεντρώσουν έναν αρκετά μεγάλο αριθμό προτάσεων (π.χ. 1000 προτάσεις), ώστε στο τέλος να παραμείνουν για χρηματοδότηση οι 10 εξαιρετικές προτάσεις.



Συχνά, οι εταιρείες venture capital καταφεύγουν σε εξωτερικούς συμβούλους επιχειρήσεων για την αξιολόγηση των προτάσεων, προκειμένου να εξασφαλίσουν το σαφή καθορισμό του επιπέδου αποδοτικότητας και βιωσιμότητας της καθεμιάς από αυτές. Τέτοιοι εξωτερικοί σύμβουλοι μπορεί να προέρχονται από πανεπιστήμια, εταιρείες συμβούλων επιχειρήσεων κλπ.

Δεδομένου ότι το management μιας επιχείρησης είναι ο καθοριστικότερος παράγοντας της επιτυχίας μιας πρότασης, κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης των προτάσεων εξετάζονται διεξοδικά οι εγγενείς διοικητικές δυνατότητες του management της επιχείρησης που είναι υποψήφια για χρηματοδότηση. Επιπλέον, η εταιρεία venture capital θα πρέπει να εξετάσει τα κίνητρα χρηματοδότησης, τα δικαιώματα εξόδου του management της επιχείρησης, την αντιπροσώπευση των επενδυτών και της εταιρείας venture capital στο διοικητικό συμβούλιο, πιθανά βέτο που θα τεθούν και άλλα.

Σημαντικότερη επίσης λειτουργία της φάσης της ανάλυσης και εκτίμησης των προτάσεων είναι η διεξοδική επιθεώρηση του business plan της επιχείρησης που υποβάλλει την πρόταση. Μερικές φορές γίνονται και προσθήκες ή διορθώσεις για τη βελτίωση του business plan, διαδικασία που αποτελεί από τα πιο σημαντικά κριτήρια αποδοχής ή απόρριψης μιας πρότασης. Η επιθεώρηση γίνεται από εξειδικευμένο, στην οικονομική ανάλυση, προσωπικό και σε πολλές περιπτώσεις συνοδεύεται από επίσκεψη στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση με σκοπό την επαλήθευση των στοιχείων που παρουσιάζονται στο business plan.

Στη συνέχεια, λαμβάνει χώρα η διαδικασία αξιολόγησης της επιχείρησης. Οι ποσοτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τις εταιρείες venture capital θα αναλυθούν παρακάτω. Στην πολύ συχνή περίπτωση της απουσίας καταγεγραμμένων αποτελεσμάτων από προηγούμενες οικονομικές περιόδους, όπως για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις, χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μέθοδοι αξιολόγησης ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για παράδειγμα, στο γρήγορα αναπτυσσόμενο κλάδο της τεχνολογίας η αξιολόγηση συνήθως βασίζεται σε μια παραλλαγή της μεθόδου της πρόβλεψης των πωλήσεων.

Είναι λογικό ότι η διαδικασία εκτίμησης και αξιολόγησης μιας πρότασης απαιτεί δαπάνες τόσο σε χρήματα όσο και σε εργατικό δυναμικό, χωρίς να είναι σίγουρη η θετική έκβαση της συνεργασίας μεταξύ της εταιρείας venture capital και της επιχείρησης που κάνει την πρόταση χρηματοδότησης. Παρόλα αυτά, οι εταιρείες venture capital πρέπει να έχουν μια ιδιαίτερα αποτελεσματική διαδικασία εκτίμησης και ανάλυσης των προτάσεων χρηματοδότησης, ώστε να αποδέχονται και να προχωρούν στις επενδύσεις με τις περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας.

### ***Λήψη απόφασης και διαδικασία επένδυσης***

Μετά από τη θετική έκβαση της διαδικασίας εκτίμησης και ανάλυσης και μετά από την εσωτερική αποδοχή της πρότασης, η εταιρεία venture capital εκδίδει ένα έντυπο με τους όρους της συνεργασίας (term sheet) όπου γίνονται γνωστοί

οι όροι και οι συνθήκες κάτω από τις οποίες θα πραγματοποιηθεί η χρηματοδότηση. Η μορφή και τα ποσά της χρηματοδότησης, οι διοικητικές αλλαγές, ο βαθμός συμμετοχής της εταιρείας venture capital στο management της επιχείρησης, η εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο, τα δικαιώματα βέτο και ο έλεγχος της διαδικασίας εξόδου από την επένδυση είναι μερικά από τα θέματα που δηλώνονται σε αυτό το έγγραφο.

Κατόπιν, αρχίζει η σταδιακή χρηματοδότηση της επιχείρησης σύμφωνα με τους όρους που έχουν τεθεί και η παράλληλη παρακολούθηση (monitoring), από τους venture capitalists, της πορείας της χρηματοδότησης και της εύρυθμης λειτουργίας της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό γίνεται μια εκτίμηση του κόστους *αντιπροσώπευσης (agency cost)* και του *κόστους παρακολούθησης (monitoring cost)* της επένδυσης.

Ειδικότερα, το κόστος αντιπροσώπευσης αποτελεί ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα των επενδύσεων σε venture capital. Τα συγκρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των νέων επιχειρηματιών και των διαχειριστών της επένδυσης, έχουν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση του κόστους αντιπροσώπευσης. Συνήθως, κατά τη συνεργασία με νέες επιχειρήσεις παρουσιάζονται τέτοια προβλήματα από την απόφαση του επιχειρηματία να χρησιμοποιήσει τα χρήματα που επενδύονται σε στρατηγικές, έρευνες ή προγράμματα τα οποία δίνουν προσωπικά οφέλη σε αυτόν αλλά μικρές αποδόσεις στην επένδυση. Για παράδειγμα, μια εταιρεία βιοτεχνολογίας θα μπορούσε να προτιμήσει μια επένδυση σε έρευνα που θα της απέδιδε αναγνώριση στον επιστημονικό κόσμο, η οποία όμως θα είχε μικρές χρηματικές αποδόσεις. Επίσης, η συναισθηματική σχέση του νέου

επιχειρηματία με το εγχείρημά του μπορεί να τον οδηγήσει στη διατήρηση διαδικασιών οι οποίες δεν είναι αποδοτικές και αποτελεσματικές. Ο ρόλος του διαχειριστή της επένδυσης (venture capitalist) είναι να προσπαθήσει να ελαχιστοποιήσει τέτοιου είδους κόστη, ώστε να αποφευχθούν ανάλογα φαινόμενα.

Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι venture capitalists κατά τη διάρκεια της διαδικασίας χρηματοδότησης έχει να κάνει με το επίπεδο πληροφόρησης που είναι δυνατόν να επιτευχθεί σχετικά με τη λειτουργία της επιχείρησης. Το φαινόμενο της *ασύμμετρης πληροφόρησης* είναι πολύ συχνό και εμφανίζεται εξαιτίας του γεγονότος ότι οι επιχειρηματίες (entrepreneurs) μέσω της καθημερινής επαφής τους με την επιχείρηση είναι περισσότερο ενημερωμένοι για τις διαδικασίες, τη λειτουργία και τις προοπτικές της. Αντίθετα, λιγότερο ενημερωμένοι είναι οι venture capitalists, οι επενδυτές, οι προμηθευτές και οι στρατηγικοί σύμμαχοι. Συνεπώς, σημαντική είναι η ανάγκη για συχνή επαφή και ενεργό ανάμειξη των εταιρειών venture capital με το management των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν.

### **ΕΞΟΔΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ**

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί μια προγραμματισμένη κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας του venture capital. Με την έξοδο η εταιρεία venture capital παύει να έχει συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και σταματά ο συμβουλευτικός ρόλος που είχε στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Η μέθοδος με την οποία θα γίνει η έξοδος από την επένδυση θα

πρέπει να είναι προκαθορισμένη από την αρχή της διαδικασίας χρηματοδότησης, κάτι που δεν εφαρμόζεται κατά κανόνα στην πράξη λόγω διαφόρων προβλημάτων ή ευκαιριών πρόωρης εξόδου που προκύπτουν κατά τη διάρκεια της χρηματοδότησης.

### **1.9 ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ VENTURE CAPITAL ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

Οι εταιρείες venture capital, ως κερδοσκοπικές εταιρείες, επιλέγουν τις επενδύσεις που θα πραγματοποιήσουν χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά εργαλεία με τα οποία επιτυγχάνεται η αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Η διαδικασία αξιολόγησης λαμβάνει χώρα κατά το στάδιο της «ανάλυσης και εκτίμησης» (due diligence) του κύκλου του venture capital, που αναλύθηκε προηγουμένως, και γίνεται συχνά με τη βοήθεια έμπειρων εξωτερικών συμβούλων. Σύμφωνα με τον British Venture Capital Association (BVCA) δεν υπάρχει σωστή ή λάθος μέθοδος αξιολόγησης των επενδυτικών σχεδίων που εξετάζει μια εταιρεία venture capital και η κατάλληλη επιλογή της μεθόδου που θα ακολουθηθεί εξαρτάται από τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε επένδυσης και από την κρίση του αναλυτή. Στη συνέχεια περιγράφονται μερικά από τα πιο δημοφιλή χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση μιας υποψήφιας προς χρηματοδότηση επιχείρησης.

### ***Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας***

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value) ουσιαστικά αποτελεί την γνωστή μέθοδο αξιολόγησης μιας επένδυσης, με την οποία υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών που θα αποφέρει η επένδυση, χρησιμοποιώντας συντελεστή προεξόφλησης το σταθμικό μέσο του κόστους κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital ή WACC) της επιχείρησης. Ο συντελεστής WACC καθορίζεται από την εκάστοτε εταιρεία venture capital ανάλογα με το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεών της, τη φύση της επένδυσης, τον κλάδο της εταιρείας που θα χρηματοδοτηθεί και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον που επικρατεί. Ο καθορισμός του WACC αποτελεί εσωτερική διαδικασία και η εμπειρία των αναλυτών είναι αυτή που καθορίζει τις παραμέτρους που θα συμπεριληφθούν στον υπολογισμό του. Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας είναι γνωστή στον χώρο των venture capitalists και ως μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Enterprise Discounted Cash Flow Model).

### ***Η μέθοδος των συγκρίσεων***

Σύμφωνα με τη μέθοδο των συγκρίσεων (comparables) υπολογίζεται η αξία της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης σε σύγκριση με κάποια άλλη όμοια επιχείρηση. Τα μέτρα που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της αξίας μιας υποψήφιας επιχείρησης, μέσω της σύγκρισής της με μια άλλη παρόμοια, πρέπει να εξασφαλίζουν την αξιοπιστία της διαδικασίας σύγκρισης. Θα πρέπει δηλαδή οι δυο συγκρινόμενες επιχειρήσεις να έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά αξίας

ώστε οι δείκτες που θα χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση να περιγράφουν αντιπροσωπευτικά την αξία των δύο επιχειρήσεων. Η διαδικασία αυτή πολλές φορές είναι ιδιαίτερα δύσκολη λόγω των παραπλανητικών στοιχείων που παρουσιάζουν οι εταιρείες στις λογιστικές τους καταστάσεις, της μη διαθεσιμότητας πληροφοριών και του συχνού φαινομένου της αναποτελεσματικής αποτίμησής τους στις κεφαλαιαγορές. Ο ρόλος της εμπειρίας των αναλυτών είναι και σε αυτήν την περίπτωση καθοριστικός για την επιλογή και τον υπολογισμό των δεικτών που θα χρησιμοποιηθούν για τη σύγκριση.

Ο πιο δημοφιλής χρηματοοικονομικός δείκτης που χρησιμοποιούν οι εταιρείες venture capital για να συγκρίνουν την αξία των επιχειρήσεων είναι ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη ανα μετοχή (price/earnings ratio ή P/E ratio). Ο δείκτης αυτός που προκύπτει από το πηλίκο της τιμής της μετοχής της εταιρείας προς τα κέρδη ανα μετοχή (συνήθως του τελευταίου δωδεκάμηνου) δεν είναι τίποτε άλλο από ένα πολλαπλάσιο των κερδών που έχει καταγράψει η εταιρεία και συμβολίζει τις προοπτικές ανάπτυξης και τη δυναμική της. Ο δείκτης P/E για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο μπορεί να αποκτηθεί εύκολα από τις οικονομικές εφημερίδες. Για τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες τείνει να είναι συνήθως μικρότερος λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητας της μετοχής που προκύπτει από το ότι δεν είναι διαπραγματεύσιμη στο ευρύ κοινό. Άλλοι δείκτες που είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν ως μέτρα σύγκρισης με τη μέθοδο των συγκρίσεων είναι ο δείκτης της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης (market to book value) που προκύπτει από τη διαίρεση της αγοραίας αξίας της εταιρείας με

το μετοχικό της κεφάλαιο, τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA).

### ***Η μέθοδος του Εσωτερικού Συντελεστή Απόδοσης***

Η μέθοδος του Εσωτερικού Συντελεστή Απόδοσης (IRR) στηρίζεται στον υπολογισμό μιας αξίας για την υποψήφια για χρηματοδότηση επιχείρηση, ώστε να αποδίδει το επιθυμητό ετήσιο IRR για την εταιρεία venture capital. Για την κάθε επένδυση οι αναλυτές της εταιρείας venture capital καθορίζουν μια ελάχιστη απόδοση, δηλαδή ένα ελάχιστο ετήσιο IRR, πάνω από την οποία εγκρίνεται η επένδυση. Για τον υπολογισμό του επιθυμητού IRR λαμβάνονται υπ' όψιν τα κεφάλαια που αποδεδυμούνται και τα πιθανά κέρδη από τη ρευστοποίηση της επένδυσης, την πώληση των μετοχών και τα εισοδήματα από τις αμοιβές και τα μερίσματα.

Η ελάχιστη τιμή που μπορεί να πάρει ο IRR είναι συνάρτηση του κινδύνου που εμπεριέχει η επένδυση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερος είναι ο απαιτούμενος IRR και κατά συνέπεια είναι διαφορετικός ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης και τη φάση ανάπτυξης της επιχείρησης που θα χρηματοδοτηθεί. Σύμφωνα με τον BVCA, για την πλειονότητα των επενδύσεων venture capital η μέση απόδοση που θα πρέπει να επιτυγχάνεται για την αποδοχή μιας επένδυσης, θα πρέπει υποχρεωτικά να υπερβαίνει το 20% το χρόνο. Στον Πίνακα 1.3 παρουσιάζονται οι αναμενόμενες αποδόσεις, προκειμένου να γίνει αποδεκτή μια πρόταση χρηματοδότησης ανάλογα με το



στάδιο στο οποίο προβλέπεται να γίνει, έτσι όπως έχουν αποτυπωθεί στο “Venture Capital Handbook” από τους Bygrave, Hay και Peeters.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3**  
**Αποδόσεις-στόχοι ανάλογα με τη φάση χρηματοδότησης**

<b>Φάση ανάπτυξης της επιχείρησης</b>	<b>Αναμενόμενη απόδοση</b>
Φάση διαμόρφωσης Χρηματοδότηση σποράς/ εκκίνησης (seed/start up)	IRR>60%
Είσοδος προϊόντος στην αγορά Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου (early stage finance)	IRR>50%
Επέκταση και ανάπτυξη Χρηματοδότηση ανάπτυξης (Development finance)	40>IRR>35%
Μεταγενέστερα στάδια (ωριμότητα, παρακμή) Ενδιάμεση χρηματοδότηση MBI, MBO	IRR>30%

Πηγή: Bygrave W.D., Hay M. and J.B Peeters ,1999

Από τον πίνακα αυτόν γίνεται σαφές ότι η απόδοση της επένδυσης που απαιτείται από τους venture capitalists αυξάνεται όσο πιο νωρίς στον κύκλο ανάπτυξης βρίσκεται η υποψήφια για χρηματοδότηση επιχείρηση. Οι χρηματοδοτήσεις seed και start-up απαιτούν αποδόσεις ιδιαίτερα υψηλές

(IRR>60%), ενώ αυτές που γίνονται σε μεταγενέστερα στάδια απαιτούν σημαντικά χαμηλότερες (IRR>30%).

### ***Η μέθοδος του Venture Capital***

Η μέθοδος του Venture Capital (Venture Capital Method) είναι μια σύνθεση των υπολοίπων μεθόδων και χρησιμοποιείται με μεγάλη συχνότητα από τις εταιρείες venture capital. Κατά την αξιολόγηση που προκύπτει από τη μέθοδο αυτή λαμβάνονται υπ' όψιν οι ιδιαιτερότητες των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται, οι οποίες είναι νέες επιχειρήσεις που δεν έχουν ιστορικά στοιχεία της λειτουργίας τους και για το λόγο αυτό είναι δύσκολο να αξιολογηθούν. Με τη μέθοδο του Venture Capital αναγνωρίζονται όλες αυτές οι δυσκολίες και η αξιολόγηση γίνεται επικεντρώνοντας τους υπολογισμούς σε προβλέψεις για την αξία που θα έχει η επιχείρηση σε κάποιο χρονικό σημείο στο μέλλον που συνήθως συμπίπτει με την έξοδο από την επένδυση. Αναλυτικά, η μέθοδος αποτελείται από 4 βήματα:

#### ***1<sup>ο</sup> ΒΗΜΑ: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΕΛΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ***

Στο πρώτο βήμα της μεθόδου υπολογίζεται η τελική αξία (terminal value) της επιχείρησης σε ένα επιθυμητό μελλοντικό σημείο, το οποίο συνήθως είναι λίγο πριν ο venture capitalist προβεί στην έξοδο από την επένδυση, συνήθως 4-7 χρόνια μετά από την έναρξη της επένδυσης. Η τελική τιμή υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το γινόμενο ενός δείκτη, όπως ο δείκτης P/E, με το προβλεπόμενο καθαρό εισόδημα της επιχείρησης την στιγμή της εξόδου του

επενδυτή. Η επιλογή του κατάλληλου δείκτη που θα χρησιμοποιηθεί είναι αντικείμενο συζήτησης των αναλυτών της επένδυσης.

## **2<sup>ο</sup> ΒΗΜΑ: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΗΣ ΤΕΛΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Για την προεξόφληση της τελικής αξίας που έχει υπολογιστεί στο 1<sup>ο</sup> βήμα οι venture capitalists χρησιμοποιούν ένα επιτόκιο στόχου (Target Value Interest) βασισμένο στον επιθυμητό στόχο απόδοσης της επένδυσης που έχει τεθεί. Συνήθως το επιτόκιο αυτό είναι ιδιαίτερα υψηλό (30-70%) σε σχέση με αυτό των υπολοίπων συμβατικών επενδύσεων, λόγω του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχουν οι επενδύσεις venture capital. Ο υπολογισμός της τελικής αξίας (*discounted terminal value*) παίρνει την παρακάτω μορφή:

$$\text{Προεξοφλημένη Τελική Αξία} = \text{Τελική Αξία} / (1 + \text{Επιτόκιο Στόχου})^{\text{έτη}}$$

## **3<sup>ο</sup> ΒΗΜΑ: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΘΥΜΗΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΤΗ ΣΤΙΓΜΗ ΤΗΣ ΕΞΟΔΟΥ**

Κατά το 3<sup>ο</sup> βήμα της μεθόδου στόχος είναι ο υπολογισμός του απαιτούμενου τελικού επιπέδου ιδιοκτησίας της εταιρείας venture capital στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση κατά τη στιγμή της εξόδου. Κατά τον υπολογισμό αυτόν θα πρέπει να εξασφαλίζεται ότι η επένδυση θα επιτυγχάνει την επιθυμητή απόδοση για τον venture capitalist. Το απαιτούμενο τελικό επίπεδο ιδιοκτησίας (Required Final Percent Ownership) προκύπτει από τη διαίρεση του ποσού

που θα επενδυθεί με την προεξοφλημένη τελική αξία της επιχείρησης που υπολογίστηκε στο 2<sup>ο</sup> βήμα. Ο υπολογισμός γίνεται ως εξής:

$$\text{Απαιτούμενο Τελικό Επίπεδο Ιδιοκτησίας} = \frac{\text{Ποσό επένδυσης/ Προεξοφλημένη Τελική Αξία}}{\text{Τελική Αξία}}$$

#### **4<sup>ο</sup> ΒΗΜΑ: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΑΡΟΝΤΙΚΟΥ ΕΠΙΘΥΜΗΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ**

Το επίπεδο ιδιοκτησίας που υπολογίστηκε στο προηγούμενο βήμα θεωρεί ότι δεν θα υπάρξει έκδοση νέων μετοχών σε άλλους μετόχους για την επιχείρηση κατά τη διάρκεια της επένδυσης. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται από το venture capital χρηματοδοτούνται σε περισσότερα από ένα στάδια και προχωρούν σε αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου από τις οποίες ενισχύεται το μερίδιο κάποιων μετόχων. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται αποτέλεσμα ψευδαίσθησης (dilution effect) γιατί αλλοιώνει την μετοχική σύνθεση της εταιρείας. Κατά συνέπεια οι venture capitalists στον υπολογισμό του απαιτούμενου παροντικού ποσοστού ιδιοκτησίας θα πρέπει να συμπεριλάβουν και τις μελλοντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου λόγω έκδοσης νέων μετοχών. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιείται το Ποσοστό Παρακράτησης (Retention Ratio), το οποίο προσδιορίζει ποσοτικά τις μελλοντικές επιπτώσεις του dilution effect στα μελλοντικά στάδια χρηματοδότησης της επιχείρησης. Ο υπολογισμός γίνεται ως εξής:

Απαιτούμενο Παροντικό Επίπεδο Ιδιοκτησίας = Απαιτούμενο Τελικό Επίπεδο  
 Ιδιοκτησίας / Ποσοστό Παρακράτησης

Η μέθοδος του Venture Capital καταλήγει στον υπολογισμό του ποσοστού ιδιοκτησίας που θα πρέπει ο venture capitalist να αποκτήσει, ώστε να επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο απόδοσης την στιγμή της εξόδου από την επένδυση. Τα προεξοφλητικά επιτόκια που εφαρμόζονται στη μέθοδο αυτή είναι ιδιαίτερα υψηλά, γεγονός που εξηγείται αφενός από τον υψηλό κίνδυνο των επενδύσεων αυτού του είδους και αφετέρου από τις ιδιαίτερα αισιόδοξες προβλέψεις των αποτελεσμάτων που παρουσιάζονται στο Business Plan που υποβάλλουν οι υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεις.

Όλες οι μέθοδοι αξιολόγησης που παρουσιάστηκαν χρησιμοποιούνται από τις εταιρείες venture capital ανάλογα με τις απαιτήσεις της εκάστοτε επένδυσης και τη φιλοσοφία κάθε εταιρείας. Παρά την υψηλή σπουδαιότητα που έχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, κρύβουν υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας ως προς την αξιοπιστία τους γιατί στηρίζονται σε προβλέψεις για την μελλοντική πορεία των επενδύσεων. Γίνεται συνεπώς κατανοητό ότι η αξιολόγηση των επενδύσεων είναι μια ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία στην οποία κυρίαρχος παράγοντας επιτυχίας είναι η εμπειρία και η διορατικότητα των αναλυτών.

## **1.10 ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΞΟΔΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ**

Η μέθοδος που θα επιλεγεί από την εταιρεία venture capital για την έξοδο από την επένδυση σε μια επιχείρηση, εξαρτάται από διάφορους παράγοντες και αποτελεί μια πολύ σημαντική απόφαση που επηρεάζει την επιτυχία ή μη της επένδυσης. Οι μέθοδοι που ακολουθούνται εξαρτώνται από την περιοχή στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία venture capital, την κατάσταση της οικονομίας κατά την περίοδο που γίνεται η έξοδος, την εμπειρία της εταιρείας από προηγούμενες επενδύσεις και τον σωστό προγραμματισμό της όσον αφορά στην επιλογή των επενδύσεων.

Οι μέθοδοι αποεπένδυσης που χρησιμοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο είναι οι εξής:

- Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο (IPO, Initial Public Offering)
- Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή (trade sale to a strategic investor)
- Πώληση σε άλλο θεσμικό επενδυτή (sale to another financial investor)
- Αγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία, MBOs (share buy backs)
- Διαγραφή (write-off)

Στη συνέχεια αναλύεται ξεχωριστά η καθεμιά από τις μεθόδους, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των οποίων συνοψίζονται στον Πίνακα 1.4.

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Η εισαγωγή της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης στο χρηματιστήριο (IPO, Initial Public Offering) είναι μια από τις πιο κοινές και πιο επιτυχημένες μεθόδους εξόδου των εταιρειών venture capital από τις επενδύσεις τους. Οι μετοχές της εισηγμένης επιχείρησης τίθενται στη διάθεση του κοινού και γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε έναν μεγάλο αριθμό διαφοροποιημένων επενδυτών. Μετά από μια επιτυχημένη εισαγωγή στο χρηματιστήριο, η επιχείρηση παύει να αντλεί κεφάλαια από την εταιρεία venture capital, ενδυναμώνει τη ρευστότητά της και συγκεντρώνει κεφάλαια με πιο ευνοϊκούς όρους από ότι πριν.

Συνήθως η μέθοδος αυτή προϋποθέτει την υπογραφή μιας συμφωνίας (lock-up agreement) με την εταιρεία venture capital. Σύμφωνα με αυτήν η εταιρεία venture capital δεσμεύεται να απέσχει από την πώληση των μετοχών της για ένα χρονικό διάστημα μετά τη δημόσια εγγραφή, έτσι ώστε να μην παρουσιαστεί το φαινόμενο μαζικής πώλησης μετοχών κάτι που θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής και την αξία των υπόλοιπων μετοχών. Η μέθοδος εισαγωγής της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης στο χρηματιστήριο θεωρείται η πιο κατάλληλη μέθοδος για τους venture capitalists, τη διοίκηση της επιχείρησης αλλά και τους αρχικούς επενδυτές του κεφαλαίου.

## **ΠΩΛΗΣΗ ΣΕ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΤΗ**

Η μέθοδος αυτή αφορά στην πώληση του μεριδίου των μετοχών των venture capitalists σε κάποιον μεγάλο βιομηχανικό επενδυτή. Είναι η πλέον

συνηθισμένη μέθοδος εξόδου στην Ευρώπη και θεωρείται σχετικά ελκυστική τόσο για τους limited όσο και για τους general partners αφού προσφέρει πληρωμή σε μετρητά και 100% έξοδο από την επένδυση (Πίνακας 1.4). Μεγάλες επιχειρήσεις με μεγάλη ρευστότητα και προϊόντα που βρίσκονται στο στάδιο της ωριμότητας, προτιμούν την εξαγορά επιτυχημένων νέων επιχειρήσεων σε υποσχόμενες αγορές από το να τις δημιουργήσουν οι ίδιες από μηδενική βάση. Είναι φανερό ότι τα κίνητρα μιας τέτοιας αγοράς είναι στρατηγικά.

### **ΠΩΛΗΣΗ ΣΕ ΑΛΛΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΕΠΕΝΔΥΤΗ**

Μια τέτοιας μορφής πώληση θεωρείται ως αποτυχία της εταιρείας venture capital η οποία αναγκάζεται να πουλήσει το μερίδιο των μετοχών της εταιρείας που έχει χρηματοδοτήσει, σε χαμηλότερη τιμή από την προηγούμενη περίπτωση. Η αποτυχία της διαχείρισης της επένδυσης και η παραδοχή ότι κάποια άλλη παρόμοια εταιρεία μπορεί να τα καταφέρει καλύτερα, αποτελεί ένα πλήγμα στο γόητρο της εταιρείας venture capital. Τα θετικά της μεθόδου αυτής είναι η επαναχρηματοδότηση της επιχείρησης στην οποία γίνεται η επένδυση μετά το τέλος του closed end fund, η πιο αξιόπιστη αξιολόγηση της, η δυνατότητα να παραμείνει το management της επιχείρησης ανεξάρτητο και τέλος η δυνατότητα της αναπροσαρμογής της μόχλευσης της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης (re-leverage).



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4**

**Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των μεθόδων εξόδου για την εταιρεία  
venture capital**

<b>Μέθοδος εξόδου</b>	<b>Θετικά</b>	<b>Αρνητικά</b>
<i>Εισαγωγή στο Χρηματιστήριο (IPO)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Υψηλότερη τιμή πώλησης</li> <li>○ Διατήρηση της ανεξαρτησίας της διοίκησης της επιχείρησης</li> <li>○ Προοπτική κερδών από τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης σε περίπτωση που κρατήσουν μέρος των μετοχών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Η πιο ακριβή</li> <li>○ Η lock up agreement δεν επιτρέπει την 100% έξοδο</li> <li>○ Πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν πληρούν τις προϋποθέσεις</li> <li>○ Πολλά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια δεν είναι αποτελεσματικά</li> <li>○ Απαιτεί ολοκληρωμένη πληροφόρηση του κοινού</li> </ul>
<i>Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Η αγορά μπορεί να γίνει σε μεγάλη τιμή λόγω της στρατηγικής της σημασίας (είσοδος σε νέα αγορά / προϊόν)</li> <li>○ 100% έξοδος από την επένδυση σε συνθήκες βεβαιότητας</li> <li>○ Φτηνότερη και γρηγορότερη από την IPO</li> <li>○ Διαπραγμάτευση με έναν αγοραστή και όχι με όλη την αγορά</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Συχνά η διοίκηση της επιχείρησης αντιδρά γιατί χάνει την ανεξαρτησία της</li> <li>○ Σε μερικές χώρες υπάρχει απουσία τέτοιων στρατηγικών επενδυτών</li> <li>○ Πολλές εταιρείες VC δεν δίνουν εγγυήσεις στους αγοραστές</li> </ul>
<i>Πώληση σε άλλο θεσμικό επενδυτή</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Η πληροφόρηση του νέου αγοραστή για την επιχείρηση είναι πιο ολοκληρωμένη</li> <li>○ Επαναχρηματοδότηση μετά το τέλος του closed end fund</li> <li>○ Το management παραμένει στην εταιρεία</li> <li>○ Επαναμόχλευση της κεφαλαιακής δομής</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Παραδοχή για την εταιρεία VC ότι απέτυχε στην επένδυση</li> <li>○ Μικρή τιμή πώλησης</li> <li>○ Αρνητικό αντίκτυπο στη φήμη της εταιρείας</li> </ul>
<i>Αγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία, MBOs</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Το management της επιχείρησης παραμένει</li> <li>○ Οι νέοι ιδιοκτήτες είναι οι ίδιοι οι διαχειριστές, συνεπώς επαρκώς εξοικειωμένοι</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Η χαμηλότερη τιμή πώλησης</li> <li>○ Ακολουθείται όταν οι άλλες μέθοδοι δεν είναι εφικτές</li> <li>○ Δεν είναι προϊόν προγραμματισμού από την αρχή της επένδυσης</li> </ul>

## **ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΔΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ**

Η έξοδος σε αυτή την περίπτωση πραγματοποιείται με πώληση του μεριδίου των μετοχών στη διοικητική ομάδα της εταιρείας που χρηματοδοτείται (MBO). Συνήθως, η μέθοδος αυτή είναι αποτέλεσμα χαμηλών επιδόσεων της επένδυσης, απουσίας υποψηφίων αγοραστών ή άρνησης της διοίκησης των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων να γίνει πώληση σε τρίτο. Με την πάροδο του χρόνου αυτή η μέθοδος γίνεται όλο και πιο συχνή παρόλο που οι venture capitalists δεν τη συμπεριλαμβάνουν στα πλάνα τους όταν καταστρώνουν την επένδυση, παρά μόνο την ακολουθούν όταν δεν υπάρχει άλλη επιλογή.

## **ΔΙΑΓΡΑΦΗ**

Η αξία της εταιρείας στην οποία έχει γίνει η επένδυση θεωρείται μηδενική, συνεπώς η επένδυση έχει αρνητική απόδοση και γίνεται διαγραφή (write off) της επένδυσης από το χαρτοφυλάκιο του venture capital fund.

### **1.11 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ**

Το venture capital αποτελεί ένα σύγχρονο χρηματοδοτικό εργαλείο, το οποίο χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο για τη χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων με μεγάλες προοπτικές. Οι βασικές έννοιες που συναντώνται κατά τη διάρκεια της χρηματοδότησης venture capital, οι συγκεκριμένες πρακτικές αλλά και οι κανόνες που ακολουθούνται κατά τη λειτουργία της χρηματοδότησης

αποτελέσαν αντικείμενα ανάπτυξης στο κεφάλαιο αυτό. Ανάλογα με τη χώρα και την κατάσταση της οικονομίας που δραστηριοποιείται μια εταιρεία venture capital, καθορίζονται τα επίπεδα ζήτησης και προσφοράς για μια χρηματοδότηση venture capital, καθώς και η δραστηριότητα του venture capital στη χώρα αυτή. Το στάδιο ανάπτυξης στο οποίο βρίσκεται η υπό χρηματοδότηση επιχείρηση επηρεάζει την επενδυτική συμπεριφορά των εταιρειών venture capital, οι οποίες έχουν δημιουργήσει ανάλογες μορφές χρηματοδότησης λόγω των διαφορετικών αναγκών σε κεφάλαια και του επιπέδου κινδύνου που κάθε στάδιο συνεπάγεται. Η χρηματοδότηση του venture capital διακρίνεται στη χρηματοδότηση των πρώτων φάσεων και χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων της επιχείρησης.

Στη συνέχεια αναλύθηκαν οι διάφοροι τύποι εταιρειών venture capital ανάλογα με την μορφή ιδιοκτησίας τους, όπου διακρίνονται οι ανεξάρτητες, οι εξαρτημένες, οι αναπτυξιακές δημοσίου τομέα και οι στρατηγικές συμμαχίες venture capital. Η δομή με την οποία διαμορφώνεται ένα venture capital fund παρουσιάζει μια εικόνα για τις πηγές από τις οποίες αντλούνται τα κεφάλαια αλλά και για τους διαχειριστές της πορείας της χρηματοδότησης. Τέλος, αναλύθηκε ο κύκλος του venture capital που περιγράφει τη διαδικασία χρηματοδότησης από τη φάση της επιλογής των επενδυτικών προτάσεων μέχρι την έξοδο από την επένδυση. Ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε στην περιγραφή των μεθόδων αξιολόγησης των υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεων και των μεθόδων εξόδου που εφαρμόζονται από τις εταιρείες venture capital.

## ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ο Αποστολόπουλος Ιωάννης Ν, Ειδικά θέματα χρηματοδοτικής διοίκησης, Εκδόσεις Σταμούλη, 2003.
- ο Ζοπουνίδης Κωσταντίνος και Μακατσάκη Μαρία, «Το venture capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ' Τρίμηνο 2002.
- ο Νικολόπουλος Χ., «Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία...», Μηχανισμοί Χρήματος, 2003.
- ο Χαλκιά Α., Κοφινάς Κ., Παππάς Δ., Ταξιάρχη Δ., «The Venture Capitals in Greece: A Critical Approach», Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Εργασία χορηγούμενη από το ΤΑΝΕΟ, 2002.
- ο British Venture Capital Association, "A Guide to Venture Capital", [www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk).
- ο Bygrave William D., Hay M. and Peeters J., "The Venture Capital Handbook", Financial Times - Prentice Hall, 1999.
- ο Constantin Christofidis & Oliver Debande, "Financing Innovative Firms Through Venture Capital", European Investment Bank, 2001.
- ο Compers Paul and Lerner Josh, "The Venture Capital Cycle", Cambridge MIT Press, 1999.

- John Wall and Julian Smith, “Better exits” Price Waterhouse Corporate Finance for European Venture Capital Association. [www.evca.com](http://www.evca.com) , 2003.
- Lerner Josh, “Venture Capital and Private Equity, A Casebook”, John Wiley & Sons, 2000.
- McNally Kevin, “Corporate Venture Capital, Bridging The Equity Gap in the Small Business Sector”, Routledge Studies in Small Business, 1997.
- McNally Kevin, “Corporate venture capital: the financing of technology businesses”, International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, vol: 1 No:3, 1995.
- Schertler Andrea, “Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis”, Kiel Institute for World Economics, Germany, 2003.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΕ ΑΜΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΗ

#### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ιδέα του venture capital έχει αφετηρία τις τελευταίες δεκαετίες του 19<sup>ου</sup> και τις πρώτες του 20<sup>ου</sup> αιώνα, όταν κάποια λογιστικά γραφεία διοικούσαν την περιουσία πλουσίων οικογενειών των Η.Π.Α. (Ροκφέλερ, Βίντερμπιλτ κ.α). Σταδιακά, οι οικογένειες αυτές ξεκίνησαν να αναθέτουν σε εξωτερικούς συνεργάτες την επιλογή και επίβλεψη των επενδύσεών τους, δημιουργώντας επενδυτικά σχήματα που συμμετείχαν σε επιχειρηματικές πρωτοβουλίες άλλων ιδιωτών. Ουσιαστικά όμως, η εφαρμογή της χρηματοδότησης του venture capital εμφανίστηκε στην Αμερική λίγο μετά από το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Η πρώτη μοντέρνα εταιρεία venture capital, η American Research and Development, ιδρύθηκε από τον πρόεδρο του MIT Karl Compton, τον καθηγητή του Harvard Business School Georges F. Doriot και τοπικούς εξέχοντες επιχειρηματίες που έψαχναν τρόπο να εισάγουν στην αγορά τις τεχνολογίες που είχαν αναπτυχθεί κατά τον πόλεμο και ειδικότερα τις καινοτόμες τεχνολογίες που είχε αναπτύξει το MIT. Έκτοτε, η εξέλιξη της αγοράς του venture capital στις ΗΠΑ ήταν αλματώδης και οδήγησε στην σημαντική οικονομική επιτυχία πολλών εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν με αυτόν τον τρόπο, όπως οι εταιρείες Intel, Microsoft, Genentech, Thermo Electron και Cisco Systems.

Στην Ευρώπη η αγορά του venture capital ξεκίνησε τη δεκαετία του '80 και θεωρείται νέα αγορά σε σχέση με την αντίστοιχη αμερικάνικη. Στις δεκαετίες που ακολούθησαν, η ευρωπαϊκή αγορά του venture capital παρουσίασε έναν ιδιαίτερο δυναμισμό με αποτέλεσμα τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Εντούτοις, η ανάπτυξή της χαρακτηρίζεται από μια ανομοιογένεια ανάμεσα στις διάφορες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τη δεκαετία του '90 δημιουργήθηκαν πολλά venture capital funds κυρίως στη Μεγάλη Βρετανία, η οποία πρωτοστατεί στη δραστηριότητα του venture capital στην Ευρώπη. Φυσικά και άλλες χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, το Βέλγιο και η Ιταλία συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του venture capital.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η εξέλιξη του venture capital από τη στιγμή της έναρξης της δραστηριότητάς του μέχρι σήμερα τόσο στην αγορά της Αμερικής όσο και στην πιο πρόσφατη αγορά της Ευρώπης. Ακολουθούν τα κοινά χαρακτηριστικά και οι διαφορές που παρουσιάζουν οι δυο αγορές, η αλληλεπίδραση της δραστηριότητας του venture capital με το περιβάλλον στο οποίο αναπτύσσεται, οι πολιτικές που μπορούν να ενδυναμώσουν τη δραστηριότητα και τις επιδόσεις του στην Ευρώπη, καθώς και οι κλάδοι που συγκεντρώνουν τις μεγαλύτερες προοπτικές απορρόφησης κεφαλαίων από τα venture capital funds.

## **2.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ**

Η γέννηση του venture capital στην Αμερική και η εξέλιξή του από τη δεκαετία του '80 και έπειτα, υπήρξε άμεσα συνυφασμένη με το οικονομικό, το νομοθετικό και το επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας. Η προσπάθεια για την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και κυρίως για την ενδυνάμωση του τομέα της τεχνολογίας δημιούργησαν ευνοϊκές συνθήκες για ανάπτυξη νέων εναλλακτικών επενδύσεων, όπως είναι το venture capital. Τα κρίσιμα χρονικά σημεία της εξέλιξης του venture capital στην Αμερική είναι τα εξής:

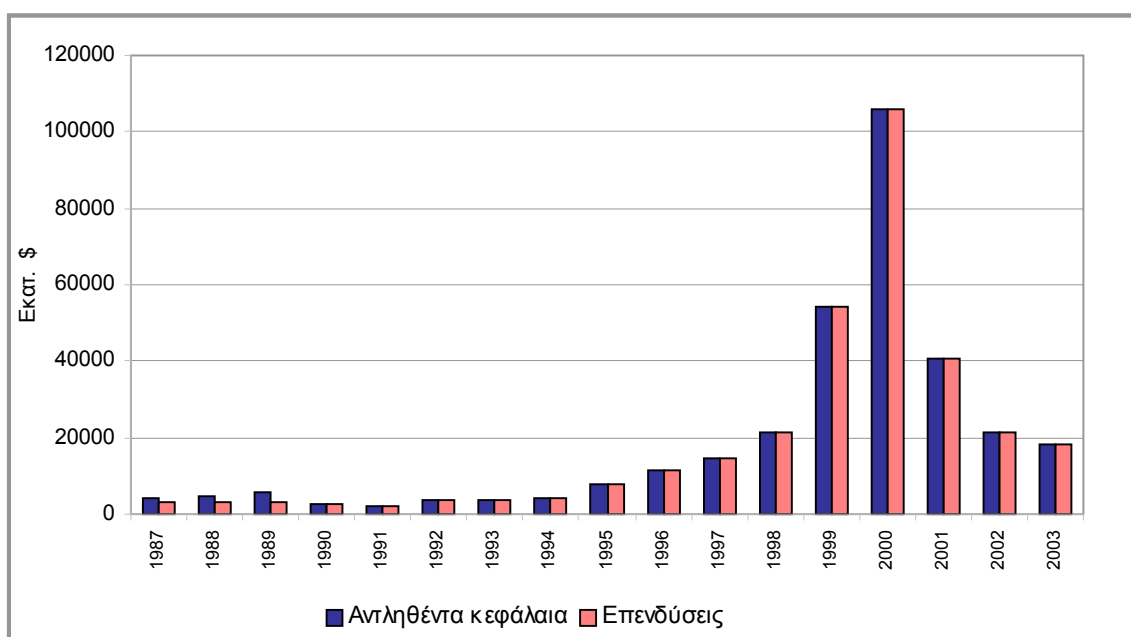
- Η ίδρυση το 1946 της American Research and Development Corporation (ARD), μιας επενδυτικής εταιρείας που είχε ως σκοπό την παροχή λύσεων στην αδυναμία εύρεσης χρηματοδότησης από τις νέες και μικρές επιχειρήσεις που να εξασφάλιζε, εκτός από την οικονομική, και τη διοικητική υποστήριξη σε αυτές.
- Η δημιουργία το 1958 του προγράμματος Small Business Investment Company (SIBC), που διοικούνταν από τη Small Business Administration, με στόχο την οικονομική ενίσχυση και τη συμμετοχή στις επενδύσεις venture capital, έδωσε μια πρώτη ώθηση στην αγορά.
- Η δεκαετία του '70 σηματοδοτεί μια ύφεση της αγοράς του venture capital στην Αμερική εξ' αιτίας της ευρύτερης ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας, της αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών, της απουσίας ικανών νέων επιχειρηματιών και της φορολογίας που καθιστούσε τις επενδύσεις σε



μετοχικό κεφάλαιο λιγότερο ελκυστικές. Οι αντίξοες αυτές συνθήκες ανάγκασαν τους venture capitalists να αφοσιωθούν στις υπάρχουσες επενδύσεις και να αναπτύξουν μια εξειδίκευση στον τρόπο διοίκησης των funds, η οποία αποδείχθηκε ιδιαίτερα ευεργετική για την εκτόξευση της αγοράς που θα ακολουθούσε την επόμενη δεκαετία.

- ο Στο τέλος της δεκαετίας του '70 έλαβαν χώρα κάποιες σημαντικές ρυθμίσεις και αλλαγές στο φορολογικό σύστημα που αναζωογόνησαν την αγορά του venture capital. Συγκεκριμένα το 1978 η θεσμική ρύθμιση του Employee Retirement Income Security Act (ERISA) με τον νόμο "Prudent Rule" έδωσε τη δυνατότητα σε ασφαλιστικά ταμεία (pension funds) να προχωρούν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις. Δύο ακόμα νομοθετικές ρυθμίσεις το 1980 (Small Business Investment Act και "Safe Harbor" της ERISA) τόνωσαν την αγορά μέσω της αναγνώρισης των εταιρειών venture capital ως αναπτυξιακών και της νόμιμης αναγνώρισης των ασφαλιστικών ταμείων ως limited partners.
- ο Κατά τη δεκαετία του '80 η ανάπτυξη της limited partnership, ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας του venture capital, οδήγησε σε μια τεράστια εξάπλωση της αγοράς κατά την περίοδο αυτή.
- ο Η διετία 1991-1992 χαρακτηρίζεται από σημαντική μείωση της άντλησης κεφαλαίων για venture capital, εξ' αιτίας των χαμηλών επιπέδων ζήτησης που παρατηρήθηκε για χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων.

- Τέλος, κατά την περίοδο 1992-2000 διακρίνεται μια αλματώδης αύξηση των κεφαλαίων που αντλούνται για venture capital, όπου το 2000 αγγίζει τα υψηλότερα επίπεδα. Ακολουθεί μεγάλη κάμψη από το 2000 και μετά, κάτι που επιβεβαιώνει την κυκλική εξέλιξη του venture capital, όπου μια περίοδος άνθισης της αγοράς διαδέχεται μια περίοδο κάμψης και αντίστροφα.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του Thomson Venture Economics

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1

#### Η αμερικανική αγορά venture capital την περίοδο 1987-2003

Η εξέλιξη της αμερικανικής αγοράς venture capital παρουσιάζεται γραφικά στο Διάγραμμα 2.1, στο οποίο παρατηρείται η πορεία τόσο των κεφαλαίων που αντλήθηκαν όσο και των επενδύσεων σε venture capital από το 1987 μέχρι το 2003. Στο διάγραμμα αυτό είναι ευδιάκριτη η κυκλική συμπεριφορά που παρουσιάζει η εξέλιξη της ανάπτυξης των κεφαλαίων venture capital, ανάλογα

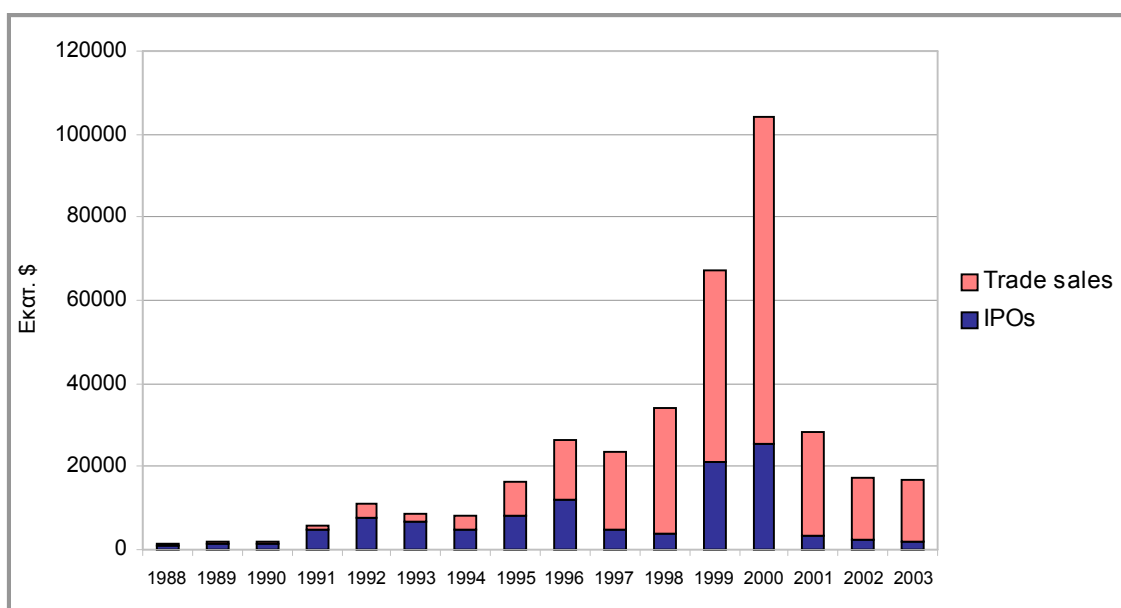
με το οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον της χώρας. Το 1989 τα ποσά που περιγράφουν τη δραστηριότητα του venture capital στην Αμερική αγγίζουν το υψηλότερο επίπεδο της περιόδου. Ακολουθεί μια κάμψη για 3 χρόνια, ενώ μετά η αλματώδης αύξηση που κορυφώνεται το 2000 ακολουθείται από μια εκ νέου μείωση του επιπέδου δραστηριότητας τόσο σε επίπεδο κεφαλαίων όσο και σε επίπεδο επενδύσεων. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι τα στοιχεία που παρουσιάζονται για την Αμερική, αναφέρονται στις επενδύσεις venture capital με την εξειδικευμένη έννοια του όρου και όχι με την ευρύτερη έννοια του private equity που, όπως έχει αναλυθεί στο πρώτο κεφάλαιο, εμπεριέχει και άλλες επενδύσεις, εκτός από αυτές του venture capital, στο μετοχικό κεφάλαιο ήδη υπάρχουσών εταιρειών.

### ***Χαρακτηριστικά της Αμερικανικής αγοράς venture capital***

Η αμερικανική αγορά venture capital παρουσιάζει πολλές ιδιαιτερότητες τόσο στις πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κεφάλαια όσο και στις μεθόδους εξόδου που ακολουθούνται. Η κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων είναι τα ασφαλιστικά ταμεία στα οποία οφείλεται και η αλματώδης αύξηση της δραστηριότητας του venture capital στα μέσα της δεκαετίας του '80.

Όσον αφορά στις μεθόδους εξόδου από τις επενδύσεις venture capital, κυριαρχούν οι μέθοδοι των trade sales (εξαγορές) και των IPOs (εισαγωγή στο χρηματιστήριο). Στο Διάγραμμα 2.2 παρουσιάζονται τα ποσά κεφαλαίων που άντλησαν οι δύο αυτές μορφές εξόδου από το 1987 έως το 2003. Παρατηρούμε ότι η μέθοδος των trade sales είναι η πιο διαδεδομένη τα τελευταία χρόνια, ενώ

αυτή των IPOs παρουσιάζει αυξομειώσεις ανάλογα με την κατάσταση των χρηματαγορών και του οικονομικού περιβάλλοντος της Αμερικής. Την περίοδο 1998-2000 λόγω της ευημερίας των κεφαλαιαγορών αυξάνονται εντυπωσιακά οι έξοδοι μέσω των IPOs, ενώ από το 2001 και μετά παρατηρείται μια αισθητή μείωση που συμπίπτει με την μεγάλη κάμψη της Αμερικανικής οικονομίας και των κεφαλαιαγορών



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του Thomson Venture Economics

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2

#### Trade sales και IPOs στην αμερικανική αγορά venture capital την περίοδο 1988-2003

Η έξοδος με τη μορφή των IPOs συνιστά τον σημαντικότερο παράγοντα δημιουργίας ικανοποιητικών αποδόσεων στην αμερικανική αγορά του venture capital. Συγκεκριμένα, το 1999 οι IPOs που προέρχονται από εταιρείες venture capital (venture-backed IPOs) αποτελούσαν πάνω από το 50% των συνολικών

IPOs στην Αμερική. Από το 2001, μειώθηκαν οι αποτιμήσεις των εταιρειών στο χρηματιστήριο και οι αποδόσεις στους επενδυτές, γεγονός που αναχαίτισε την καταφυγή των venture capitalists σε έξοδο μέσω IPOs. Ο συσχετισμός μεταξύ της απόδοσης των IPOs και του venture capital έχει θεωρηθεί ότι είναι ο πιο κρίσιμος παράγοντας επιτυχίας ή αποτυχίας της αγοράς venture capital στην Αμερική. Η μεγάλη αύξηση των venture-backed IPOs κατά την περίοδο 1998-2000 είχε ως αποτέλεσμα κάποιες εταιρείες να παρουσιάσουν εξαιρετικές αποδόσεις. Χαρακτηριστικότερο παράδειγμα αποτελεί η E-bay που παρουσίασε απόδοση ίση με 1240% από την ημερομηνία εισαγωγής της (24 Σεπτεμβρίου του 1998) μέχρι το τέλος του έτους.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

**Αναμενόμενο IRR επενδύσεων venture capital την 31/12/2003 και 31/12/1999**

(α)

Στάδιο	Καθαρή απόδοση (IRR) στους επενδυτές στις 31/12/2003 με επενδυτικό ορίζοντα:				
	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	20 Yr
Early Stage VC	-7.1	-23.7	58.3	38.4	19.9
Balanced VC	11	-13.9	19.4	20.4	13.3
Later Stage VC	25.4	-18.8	3.5	17	13.8
All Venture	<b>8.1</b>	<b>-18.9</b>	<b>22.8</b>	<b>25.5</b>	<b>15.5</b>
All Buyouts	24.1	-2.1	2.2	7.8	12.4
All Private Equity	<b>18.3</b>	<b>-7</b>	<b>6.8</b>	<b>12.7</b>	<b>13.6</b>

(β)

Στάδιο	Καθαρή απόδοση (IRR) στους επενδυτές στις 31/12/1999 με επενδυτικό ορίζοντα:				
	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	20 Yr
Early Stage VC	247.9	75.6	63.2	31.5	22.7
Balanced VC	122.0	46.8	39.8	21.9	16.9
Later Stage VC	70.2	33.8	36.4	26.5	18.7
All Venture	<b>146.2</b>	<b>53.8</b>	<b>46.4</b>	<b>25.2</b>	<b>18.8</b>
All Buyouts	25.9	19.0	18.6	16.6	20.0
All Priv Equity	<b>61.1</b>	<b>31.4</b>	<b>28.5</b>	<b>20.3</b>	<b>19.3</b>

Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του Thomson Venture Economics

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζεται η καθαρή απόδοση των επενδύσεων venture capital στην 31/12/2003 και στην 31/12/1999, ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης που χρηματοδοτούν και με διαφορετικούς επενδυτικούς ορίζοντες (1,3,5,10 και 20 έτη). Η διαφορά στις αποδόσεις που παρουσιάζονται στις δύο αυτές χρονικές στιγμές οφείλεται στις υπεραξίες που κατέγραφαν οι εταιρείες κατά την υπερβολική άνοδο των κεφαλαιαγορών το 1999. Στην περίοδο αυτή της μεγάλης άνθισης των επενδύσεων venture capital και των IPOs (1998-2000) οι αποδόσεις έφτασαν στα εκπληκτικά επίπεδα του μεγέθους των 146.2% για χρονικό ορίζοντα ενός έτους (Πίνακας 2.1β). Οι αποδόσεις που εμφανίζονται για το 2003 (Πίνακας 2.1α) ανταποκρίνονται περισσότερο στην πραγματική εικόνα της συμπεριφοράς των επενδύσεων venture capital. Παρατηρείται ότι το 2003 οι επενδύσεις σε αρχικά στάδια χρηματοδοτήσεων παρουσιάζουν μεγάλη απόδοση σε μακροχρόνιες επενδύσεις μεγαλύτερες των πέντε ετών. Παράλληλα, οι επενδύσεις σε venture capital εμφανίζονται να είναι αποδοτικότερες των buyouts ειδικά σε χρονικούς ορίζοντες μεγαλύτερες των πέντε ετών.

Τέλος, ιδιαίτερο ρόλο στην ανάπτυξη της αμερικανικής αγοράς venture capital διαδραματίζουν τα δίκτυα των business angels. Η Αμερική διαθέτει έναν ευρύ αριθμό ιδιωτών που προσφέρουν κεφάλαια για ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών ιδεών. Αν και είναι σχετικά δύσκολο να καθορισθεί με ακρίβεια η δραστηριότητα των business angels, εξαιτίας της ανεπίσημης δραστηριότητάς τους, υπολογίζεται από τον SBA (Small Business Administration) ότι υπάρχουν 250,000 business angels στις ΗΠΑ που προσφέρουν 20 δισεκατομμύρια δολάρια σε 30,000 νέες ιδιωτικές επιχειρήσεις. Σημαντικό βήμα για την

εξάπλωση της δραστηριότητας των business angels αποτέλεσε η ίδρυση του δικτύου Angel Capital Network (ACN-net), το οποίο έχει ρόλο συνδετικού κρίκου μεταξύ νέων επιχειρήσεων και business angels μέσω μιας τεράστιας διαδικτυακής βάσης δεδομένων. Τα χαρακτηριστικά που περιορίζουν την λειτουργία των δικτύων των business angels στις ΗΠΑ είναι η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης, η περιορισμένη τοπικά δραστηριότητά τους και η εξάρτησή τους από τα τοπικά κανάλια επικοινωνίας.

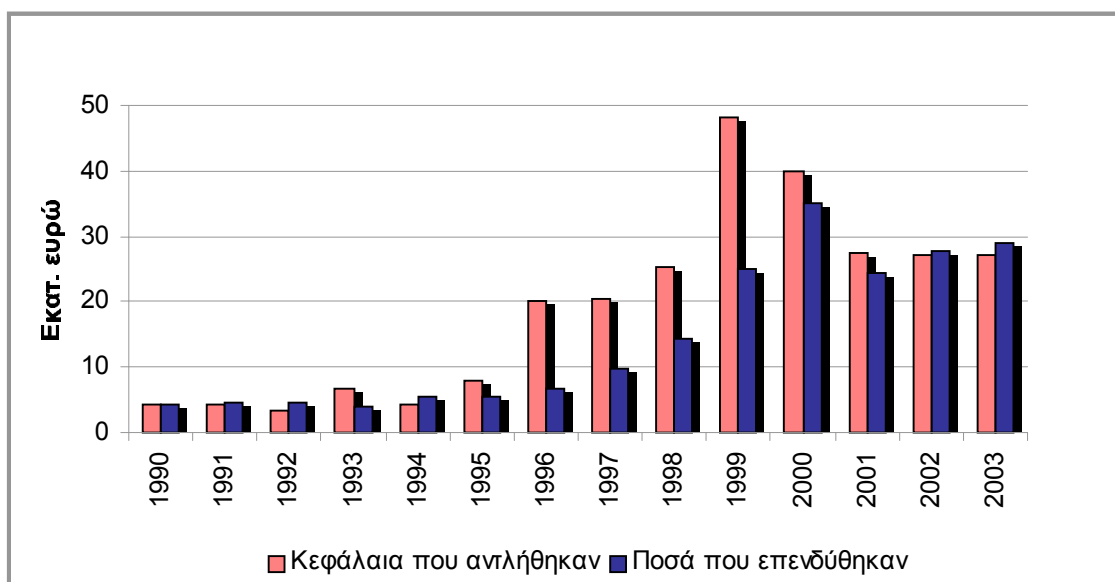
### **2.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ**

Η ανάπτυξη του venture capital στην Ευρώπη υπήρξε ραγδαία κατά τη δεκαετία του '90. Η άνθιση της αγοράς οφείλεται κυρίως σε βελτιώσεις του πολιτικού, δημοσιονομικού και επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Κατά την περίοδο αυτή πολλές ευρωπαϊκές κυβερνήσεις και οργανισμοί εφάρμοσαν προγράμματα προώθησης του θεσμού του venture capital, με σκοπό την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ακολουθεί η ανάλυση των κυρίαρχων χαρακτηριστικών της ευρωπαϊκής αγοράς venture capital.

#### ***Εξέλιξη κεφαλαίων venture capital στην Ευρώπη***

Η προσπάθεια των ευρωπαϊκών χωρών για αύξηση του τεχνολογικού επιπέδου των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, η ενδυνάμωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και η προσπάθεια για υιοθέτηση των επιτυχημένων χρηματοοικονομικών πρακτικών της αμερικανικής οικονομίας, είχαν ως

αποτέλεσμα την ανάπτυξη της αγοράς venture capital. Παράλληλα, η επιτυχία της χρηματοδότησης του venture capital στην Αμερική αποτέλεσε οδηγό για τη δημιουργία των προϋποθέσεων ανάπτυξης του venture capital στην Ευρώπη, λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ειδικές συνθήκες και τις ιδιαιτερότητες του ευρωπαϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Η αισθητή αλλαγή στον χώρο του venture capital στην Ευρώπη επιβεβαιώνεται και από τους αριθμούς που περιγράφουν την εν λόγω αγορά από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και μετά.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3

#### Η ανάπτυξη των κεφαλαίων που αντλήθηκαν και των επενδύσεων σε venture capital στην Ε.Ε. κατά την περίοδο 1990–2003

Στο Διάγραμμα 2.3 απεικονίζονται τα κεφάλαια που αντλήθηκαν σε venture capital, καθώς και τα ποσά που επενδύθηκαν από το 1990 και μετά όπως έχουν καταγραφεί από τον EVCA (European Venture Capital Association). Στο διάγραμμα αυτό φαίνεται ότι το 1996 αποτελεί την αφετηρία μιας αύξησης τόσο

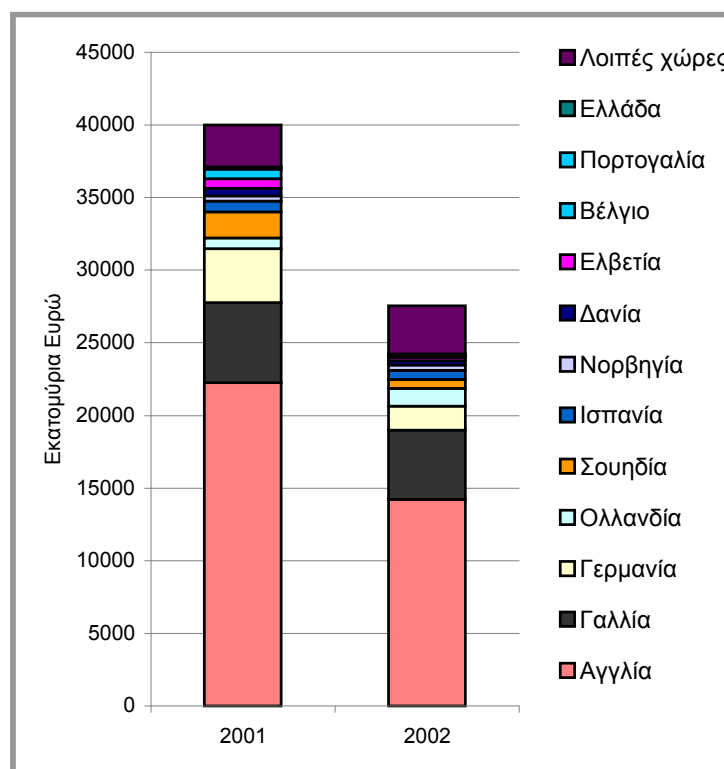


στα κεφάλαια που αντλούνται όσο και στα επενδυμένα κεφάλαια, που κορυφώνεται το 2000. Από το 2000 παρατηρείται μια ύφεση, που επιβεβαιώνει την περιοδικότητα της αγοράς του venture capital, χαρακτηριστικό που είχε καταγραφεί και στην αμερικάνικη αγορά αρκετά χρόνια πριν. Αξιοσημείωτο είναι ότι, παρά την ύφεση που έχει παρατηρηθεί κατά τα τελευταία 3 χρόνια, τα επίπεδα των ποσών που καταγράφονται στο διάγραμμα είναι σαφώς υψηλότερα από τα αντλούμενα μέχρι το 1996.

### ***Ανάπτυξη του venture capital ανα χώρα της E.E.***

Ένα κυρίαρχο χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής αγοράς venture capital είναι η ανόμοια ανάπτυξή της στις διάφορες χώρες της E.E. Το venture capital σε μερικές χώρες βρήκε ευνοϊκότερο περιβάλλον από ότι σε άλλες, κυρίως λόγω των διαφορετικών πολιτικών και των διαφορετικών συνθηκών επιχειρηματικής πρακτικής.

Η κατανομή των επενδύσεων στις διάφορες χώρες της E.E. για τις χρονιές 2001-2002 παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.4. Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες η Μεγάλη Βρετανία είναι η χώρα με τη μεγαλύτερη ανάπτυξη στο χώρο. Συγκεκριμένα, η αγορά της Μεγάλης Βρετανίας ισοδυναμεί περίπου με το μισό (44%) του συνολικού ποσού κεφαλαίων που αντλούνται κάθε χρόνο σε ολόκληρη την ευρωπαϊκή αγορά. Ακολουθούν η Γερμανία και η Γαλλία.

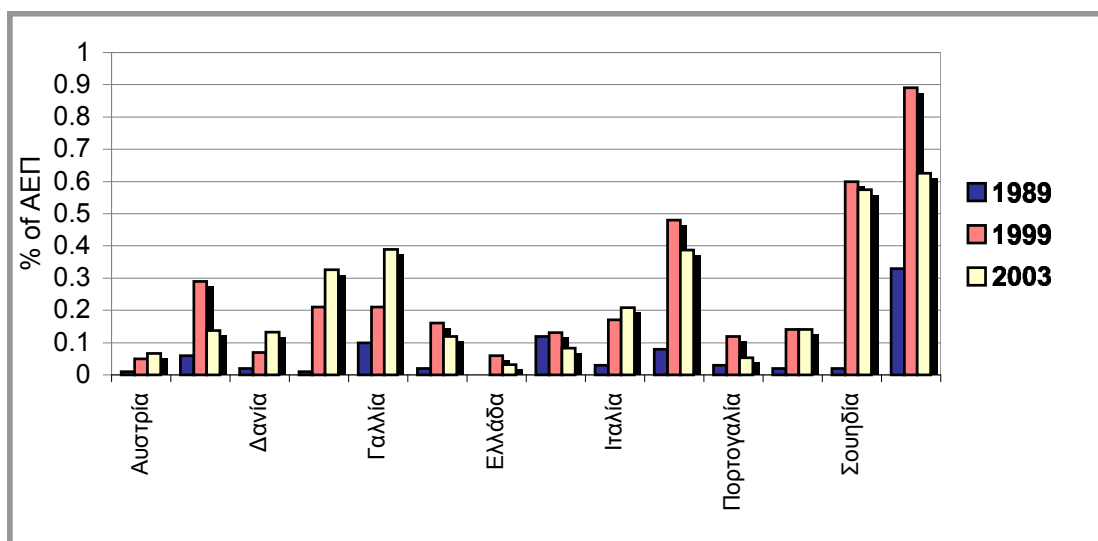


Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4

#### Η διασπορά των επενδύσεων στις διάφορες χώρες της Ε.Ε. για τις χρονιές 2001 και 2002

Αντιπροσωπευτικό, εξ' άλλου, του μεγέθους της δραστηριότητας του venture capital στις διάφορες χώρες της Ευρώπης είναι το ποσοστό των επενδύσεων σε venture capital επί του ΑΕΠ κάθε χώρας. Στο Διάγραμμα 2.5 παρουσιάζονται οι επενδύσεις ως ποσοστό επί του ΑΕΠ για τις χρονιές 1989, 1999 και 2003. Η Μεγάλη Βρετανία διατηρεί ένα υψηλό ποσοστό επενδύσεων σε venture capital επί του ΑΕΠ, ακολουθούν η Σουηδία, η Ολλανδία και το Βέλγιο, ενώ μεγάλη αύξηση του ποσοστού από το 1999 μέχρι το 2003 παρουσιάζουν η Φιλανδία και η Γαλλία παρά τη γενικότερη ύφεση της αγοράς κατά την τετραετία αυτήν.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5

#### Οι επενδύσεις του venture capital ως ποσοστό επί του ΑΕΠ τα έτη 1989, 1999 και 2003

Σε γενικές γραμμές, εμφανίζεται μια διχοτόμηση της ευρωπαϊκής αγοράς, όπου παρατηρούμε από τη μία τις χώρες στις οποίες ευνοείται η αγορά του venture capital (equity-oriented countries), όπως είναι η Μεγάλη Βρετανία και η Ολλανδία, και από την άλλη αυτές στις οποίες ευνοείται περισσότερο ο τραπεζικός δανεισμός (debt-oriented countries), όπως είναι η Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία. Στη Γερμανική αγορά, π.χ, οι επιχειρήσεις είναι ως επί το πλείστον οικογενειακές και καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό πολύ περισσότερο από την χρηματοδότηση μέσω του μετοχικού τους κεφαλαίου. Η διαπίστωση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι παρουσιάζουν ιδιαίτερα χαμηλό δείκτη μετοχικό κεφάλαιο/συνολικό ενεργητικό στα επίπεδα του 20% σε αντίθεση με τον αντίστοιχο δείκτη της Μεγάλης Βρετανίας και των ΗΠΑ που είναι γύρω στο 50%. Παρόμοια είναι και η κατάσταση στην Ιταλία όπου οι μικρομεσαίοι επιχειρηματίες είναι απρόθυμοι να καταφύγουν σε εξωγενή

συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο, λόγω της απειλής της εξωτερικής επιρροής στην επιχείρηση και απώλειας του ελέγχου της.

Οι οικονομικές συνθήκες και το θεσμικό υπόβαθρο από το οποίο διέπεται η επιχειρηματική πρακτική κάθε χώρας μπορεί να ενθαρρύνει ή να αποτελέσει τροχοπέδη για την ανάπτυξη του venture capital, γεγονός στο οποίο οφείλεται και η ανομοιογένεια της ευρωπαϊκής αγοράς του venture capital. Ο EVCA θέλοντας να αποδώσει ποσοτικά το φορολογικό, το νομοθετικό και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται το venture capital, δημιούργησε ένα μοντέλο αξιολόγησης για τις διάφορες χώρες της Ε.Ε. Οι βαθμοί που συγκέντρωσαν οι διάφορες χώρες παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.2 που ακολουθεί. Στον πίνακα αυτόν οι μικρότεροι βαθμοί αντιστοιχούν σε ευνοϊκότερο περιβάλλον για την ανάπτυξη του venture capital. Πρώτη είναι η Μεγάλη Βρετανία με βαθμό 1.20, ο οποίος αντικατοπτρίζει την ιδιαίτερα ευνοϊκή φορολογία και νομοθεσία της χώρας για χρηματοδότηση venture capital. Ακολουθεί η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο με βαθμούς 1.58 και 1.67 αντίστοιχα, ενώ αξιοσημείωτο είναι ότι η Ελλάδα εμφανίζεται με βαθμό 1.96, ανώτερο του μέσου όρου των ευρωπαϊκών χωρών. Το γεγονός αυτό είναι απόρροια της προσπάθειας που γίνεται από θεσμικής πλευράς στον ελληνικό χώρο για τη δημιουργία οικονομικών συνθηκών ανάλογων των υπολοίπων ευρωπαϊκών χωρών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2**  
**Η αξιολόγηση των χωρών από τον EVCA**

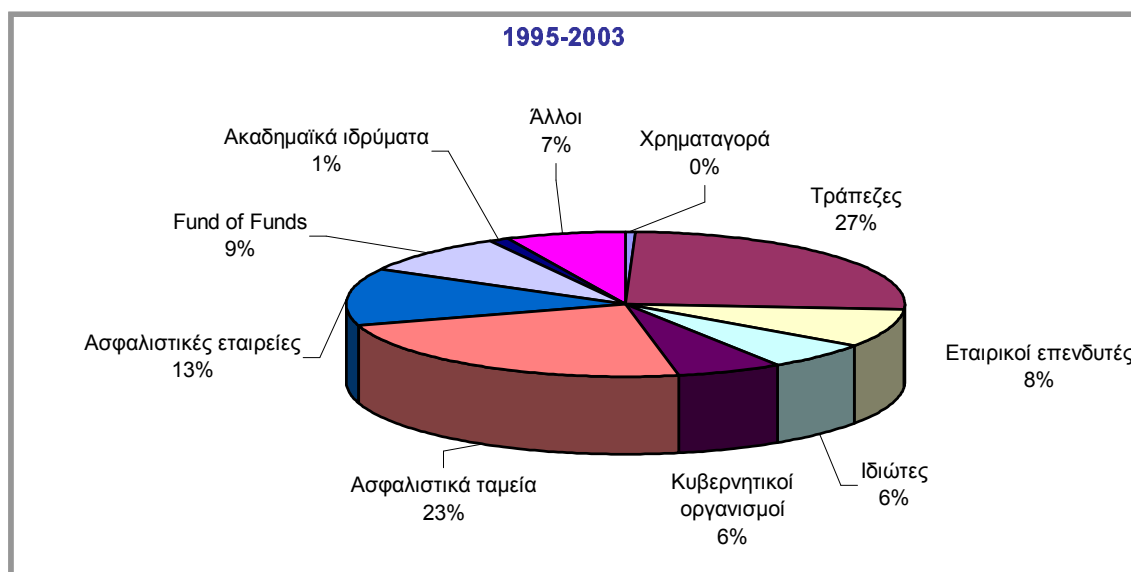
Χώρα	Βαθμοί
Μεγάλη Βρετανία	1.20
Ιρλανδία	1.58
Λουξεμβούργο	1.67
Ολλανδία	1.79
Ιταλία	1.96
Ελλάδα	1.96
Μέσος Όρος	2.04
Γαλλία	2.09
Σουηδία	2.09
Βέλγιο	2.14
Ισπανία	2.17
Φιλανδία	2.25
Πορτογαλία	2.32
Γερμανία	2.41
Δανία	2.48
Αυστρία	2.53

Πηγή: Benchmarking European Tax and Legal Environment, EVCA, 2003

Αξιοσημείωτο είναι πως, σύμφωνα με αυτό το μοντέλο αξιολόγησης, χώρες με μεγάλη σχετικά δραστηριότητα σε venture capital, όπως η Γαλλία, το Βέλγιο και η Γερμανία, φαίνεται να έχουν λιγότερο ευνοϊκό περιβάλλον, γεγονός που οδηγεί στη διαπίστωση ότι υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης και ενδυνάμωσης του venture capital μέσω των κατάλληλων θεσμικών αλλαγών. Παράλληλα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι το συνεχώς αυξανόμενο ενδιαφέρον του συνόλου των ευρωπαϊκών χωρών για την εφαρμογή νέων μορφών χρηματοδότησης και γενικότερης ενθάρρυνσης νέων επιχειρηματικών προτάσεων, αυξάνει τις προοπτικές του venture capital.

### Οι πηγές κεφαλαίου του *venture capital*

Ένα ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό γνώρισμα που φανερώνει την ανόμοια ανάπτυξη του *venture capital* στις διάφορες χώρες της Ευρώπης είναι οι διαφορετικές πηγές άντλησης κεφαλαίων που παρατηρούνται. Στο Διάγραμμα 2.6 παρουσιάζονται οι πηγές κεφαλαίου *venture capital* για την περίοδο 1995-2003. Σε συνολικό επίπεδο για την Ε.Ε., οι τράπεζες είναι οι σημαντικότεροι φορείς παροχής κεφαλαίων σε *venture capital*, ακολουθούν τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες, ενώ οι υπόλοιπες πηγές καταλαμβάνουν μικρά ποσοστά.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6

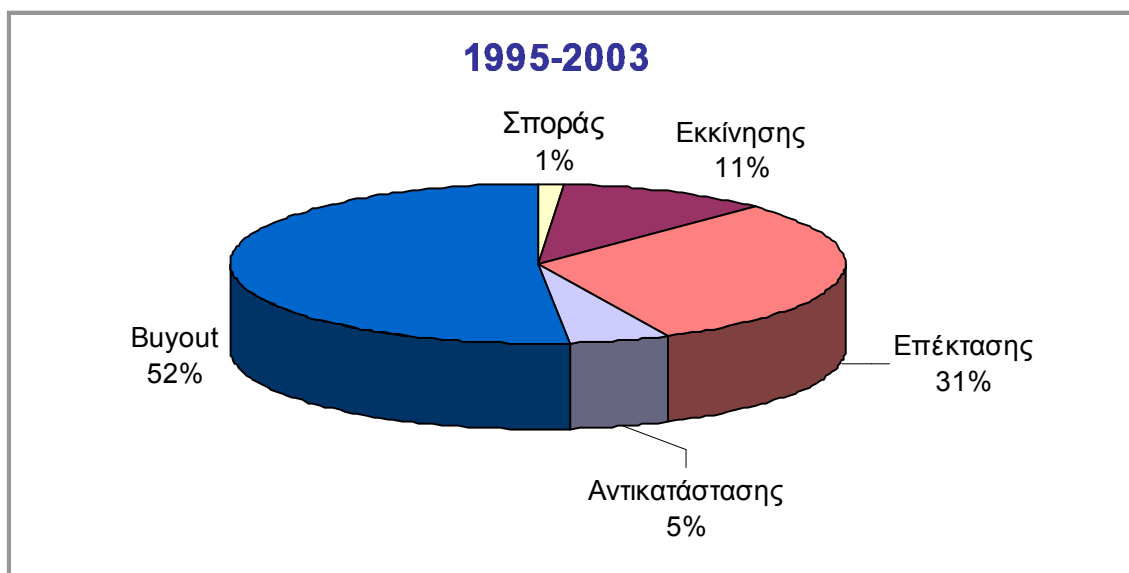
Η κατανομή των πηγών κεφαλαίου *venture capital* στην Ε.Ε. κατά την περίοδο 1995-2003

Η σημαντικότερη πηγή κεφαλαίων για την Μεγάλη Βρετανία, τη Φιλανδία, την Ιρλανδία και την Σουηδία είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, τα οποία προσφέρουν σχεδόν το ένα τρίτο των συνολικών κεφαλαίων που επενδύονται σε venture capital. Στις περισσότερες όμως ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Γερμανία, η Ιταλία, η Ελλάδα, η Αυστρία και η Ισπανία, λόγω της απουσίας μεγάλων ασφαλιστικών ιδρυμάτων, η κυρίαρχη πηγή κεφαλαίων είναι οι τράπεζες που προσφέρουν περίπου το 40% των κεφαλαίων που επενδύονται σε venture capital. Επιπλέον, σε χώρες όπως το Βέλγιο, η Ελλάδα, η Γαλλία, η Πορτογαλία και η Νορβηγία τα αυξημένα κεφαλαιακά κέρδη προς επανεπένδυση αποτελούν έναν σημαντικό τροφοδότη κεφαλαίων. Τέλος, έντονη είναι και η τάση για επενδύσεις σε venture capital από κρατικές υπηρεσίες και από ξένους επενδυτές, όπως π.χ. μεγάλα ασφαλιστικά ιδρύματα των ΗΠΑ που επενδύουν σε venture capital στη Μεγάλη Βρετανία ή κάποιες μεγάλες Αγγλο-Αμερικανικές εταιρείες που επενδύουν στην Γερμανική αγορά.

### ***Η κατανομή του venture capital ανα στάδιο χρηματοδότησης***

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η κατανομή των ευρωπαϊκών επενδύσεων venture capital με κριτήριο το στάδιο στο οποίο βρίσκεται η υπό χρηματοδότηση επιχείρηση. Συνολικά στην Ε.Ε. ευνοείται η χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων ανάπτυξης (later stage financing), ενώ οι χρηματοδοτήσεις εκκίνησης και σποράς (early stage financing) αποτελούν μόνο ένα μικρό ποσοστό των κεφαλαίων που επενδύονται. Στο Διάγραμμα 2.7 απεικονίζονται οι επενδύσεις του venture capital στην Ε.Ε. ανά στάδιο χρηματοδότησης κατά την περίοδο 1995-2003. Παρατηρείται ότι οι επενδύσεις μεταγενέστερων φάσεων κατέχουν

τη μερίδα του λέοντος στην χρηματοδότηση venture capital, όπου οι εξαγορές (buyouts) είναι οι πιο δημοφιλείς, ακολουθεί η χρηματοδότηση επέκτασης (expansion finance), ενώ οι χρηματοδοτήσεις πρώτων φάσεων εμφανίζονται με πολύ μικρό ποσοστό. Το χαρακτηριστικό αυτό έρχεται σε αντίθεση με την κατ'εξοχή φιλοσοφία του venture capital, το οποίο έχει ως κύριο σκοπό τη χρηματοδότηση νέων μικρών επιχειρήσεων με μεγάλες προοπτικές πωλήσεων και κερδών και όχι την χρηματοδότηση ήδη επιτυχημένων επιχειρήσεων. Παρ' όλα αυτά στην Ε.Ε. οι venture capitalists προτιμούν την αποφυγή του μεγάλου ρίσκου που συνεπάγονται οι επενδύσεις στα πρώτα στάδια ανάπτυξης νέων επιχειρήσεων και προχωρούν σε πιο σίγουρες και με λιγότερο κίνδυνο επενδύσεις, όπως είναι αυτές των εξαγορών και των χρηματοδοτήσεων επέκτασης.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.7

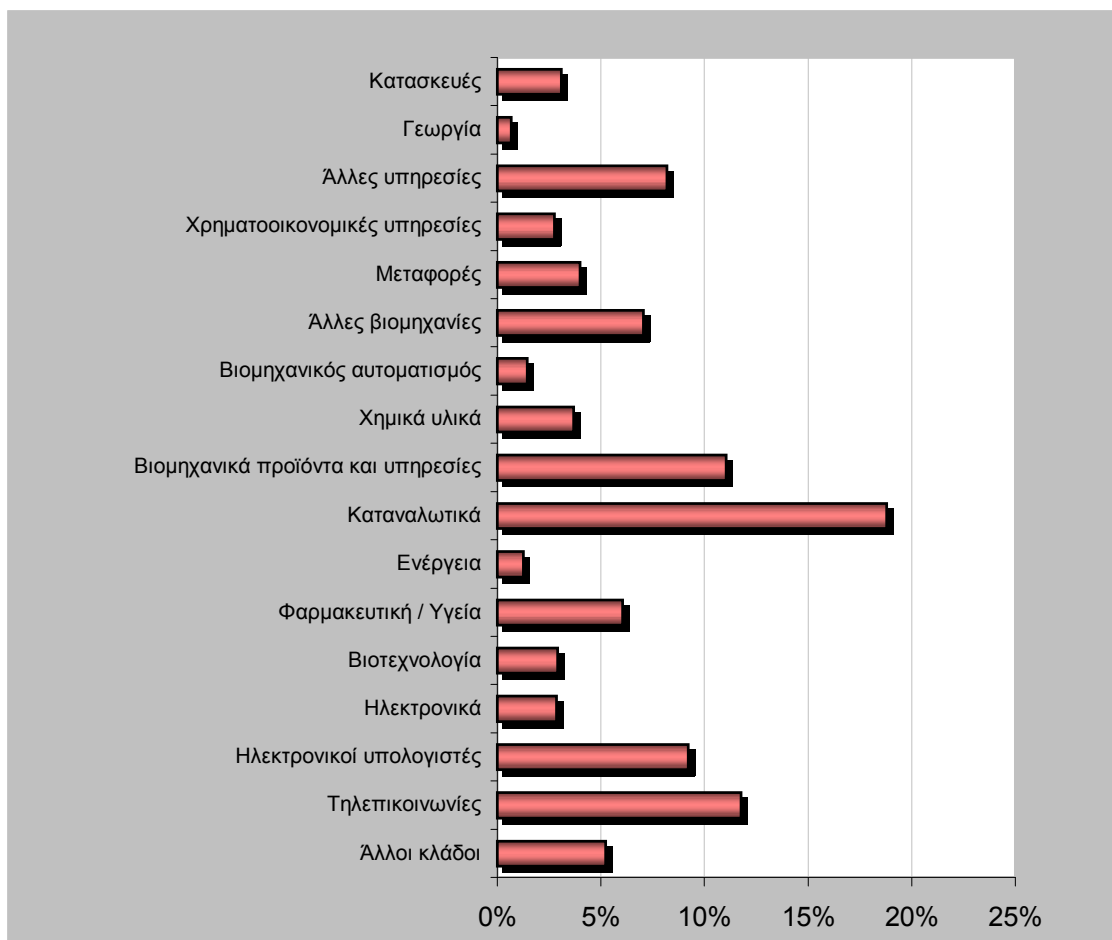
Η κατανομή των επενδύσεων venture capital ανά στάδιο χρηματοδότησης στην Ε.Ε. κατά την περίοδο 1995-2003



Σημαντικό ρόλο στην επιλογή επενδύσεων σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων παίζει η δομή και η προέλευση των κεφαλαίων που επενδύονται. Τα ασφαλιστικά ταμεία, που αποτελούν μια από τις κύριες πηγές κεφαλαίων venture capital, εμφανίζουν επενδυτική συμπεριφορά περισσότερο συντηρητική με κύριο χαρακτηριστικό την αποφυγή υψηλού επιπέδου κίνδυνου. Έτσι, ευνοούνται οι επενδύσεις με λιγότερο κίνδυνο, όπως αυτές των μεταγενέστερων σταδίων (buyouts) και αποφεύγονται οι επενδύσεις σε πρώτα στάδια που εμπεριέχουν υψηλό κίνδυνο (start up, seed capital).

### ***Η ανάπτυξη του venture capital ανά κλάδο δραστηριότητας***

Η κατανομή των επενδύσεων venture capital ανά κλάδο δραστηριότητας που έλαβαν χώρα στην Ε.Ε. την περίοδο 1995-2003 παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2.8. Οι κλάδοι των καταναλωτικών προϊόντων και υπηρεσιών, της επικοινωνίας, των ηλεκτρονικών υπολογιστών και των λοιπών υπηρεσιών καλύπτουν το μεγαλύτερο ποσοστό προσέλκυσης επενδύσεων σε venture capital. Εντούτοις, οι αριθμοί αυτοί κρύβουν σημαντικές ανομοιοότητες μεταξύ των διαφόρων χωρών. Συγκεκριμένα, στις ανατολικές ευρωπαϊκές χώρες επενδύονται πολύ μικρά ποσά σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας σε αντίθεση με τις μεγάλες και ανεπτυγμένες χώρες της δυτικής Ευρώπης. Παρατηρείται, κατά συνέπεια, το φαινόμενο της ανάπτυξης επενδύσεων σε υψηλή τεχνολογία κυρίως από χώρες όπως η Μεγάλη Βρετανία, η Γερμανία, η Ολλανδία, το Βέλγιο και η Ιρλανδία, ενώ χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία επενδύουν σε μικρό ποσοστό σε προϊόντα υψηλής τεχνολογίας.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.8

#### Η κατανομή των επενδύσεων venture capital ανά κλάδο στην Ε.Ε. κατά την περίοδο 1995-2003

Ωστόσο, αξιοσημείωτη είναι η στροφή των επενδύσεων σε συνολικό επίπεδο προς τους κλάδους υψηλής τεχνολογίας από τα μέσα της δεκαετίας του '90 που συνδέεται με την ανάλογη εξέλιξη στην αμερικανική αγορά venture capital, καθώς και με την ιδιαίτερα σημαντική συμβολή πανεπιστημιακών ιδρυμάτων, τα οποία προώθησαν την έρευνα σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας (π.χ. η ανάπτυξη έρευνας στη βιοτεχνολογία του University of Cambridge). Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι επενδύσεις venture capital σε

προϊόντα υψηλής τεχνολογίας δεν αφορούν νεοσύστατες επιχειρήσεις του κλάδου αλλά θυγατρικές μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων που λειτουργούν ως κέντρα έρευνας και ανάπτυξης για τις μητρικές.

### ***Το μέγεθος των επενδύσεων venture capital***

Το μέγεθος των επενδύσεων σε venture capital στην Ευρώπη από το 1990 και μετά παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.3, στον οποίο αναφέρονται τα μεγέθη των επενδύσεων ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης στο οποίο έγινε η χρηματοδότηση. Από τον πίνακα αυτόν παρατηρούμε ότι κατά μέσο όρο μια επένδυση venture capital το 1990 ανερχόταν στα 0.77 εκατομμύρια ευρώ, το 1995 στα 1.12 και το 2003 στα 2.8. Υπάρχει δηλαδή μια σημαντική αύξηση στο μέσο μέγεθος μιας επένδυσης venture capital που οφείλεται κυρίως στην αύξηση του μέσου μεγέθους των buyouts. Μια εξήγηση στο φαινόμενο της αύξησης του μέσου μεγέθους των επενδύσεων είναι ότι η αγορά του venture capital δεν είναι τόσο ανεπτυγμένη και εξειδικευμένη, ώστε να έχει την ικανότητα να αξιολογήσει και να επιβλέψει έναν μεγάλο αριθμό μικρών επενδύσεων. Οι μικρές αυτές επενδύσεις αντιστοιχούν κυρίως στα αρχικά στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων (seed, start up). Ένα άλλο αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό είναι ότι το μέγεθος των επενδύσεων σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας χαρακτηρίζεται μικρό εξ' αιτίας των απαιτήσεών τους για χρηματοδότηση στα αρχικά στάδια ανάπτυξης. Με άλλα λόγια, από τον Πίνακα 2.3 συνάγεται πως οι χρηματοδοτήσεις αρχικών σταδίων που αντιστοιχούν ως επί το πλείστον σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας εμπεριέχουν, πέραν του κινδύνου, και μεγάλο κόστος διεκπεραίωσης (transaction cost).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3**

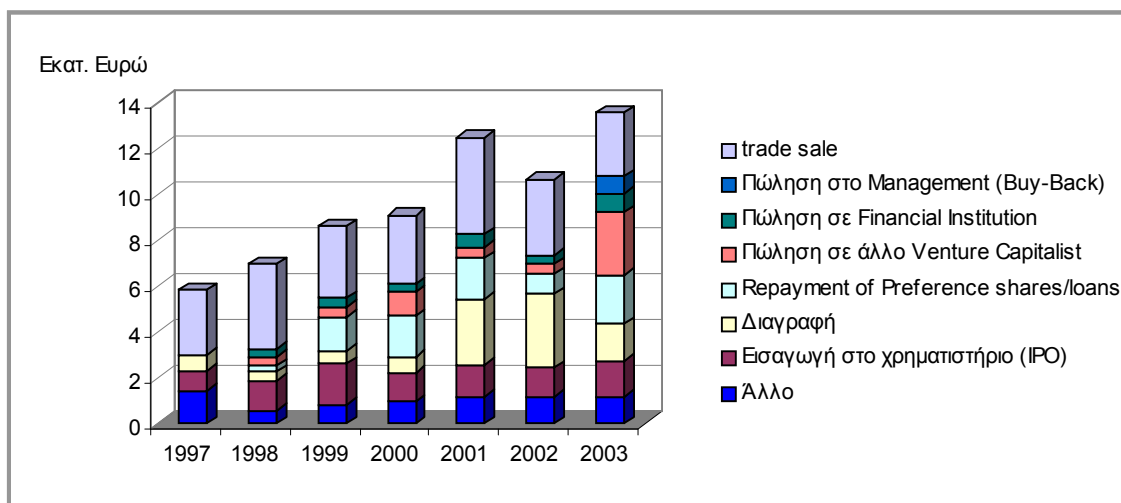
**Το μέγεθος των επενδύσεων venture capital στην Ευρώπη την περίοδο 1990-2003**

Τύπος χρηματοδότησης	Ποσό επένδυσης	Αριθμός επενδύσεων	
		Μέσο μέγεθος (εκατ. Ευρώ)	
<b>1990</b>			
Σποράς	30782	139	0.22
Εκκίνησης	319718	835	0.38
Επέκτασης	1987813	2947	0.67
Αντικατάστασης	269941	325	0.83
Buyout	1517465	1116	1.36
<b>Συνολική επένδυση</b>	<b>4125718</b>	<b>5362</b>	<b>0.77</b>
<b>1995</b>			
Σποράς	34355	123	0.28
Εκκίνησης	286532	815	0.35
Επέκτασης	2298644	2618	0.88
Αντικατάστασης	354484	335	1.06
Buyout	2572046	1066	2.41
<b>Συνολική επένδυση</b>	<b>5546060</b>	<b>4956</b>	<b>1.12</b>
<b>2000</b>			
Σποράς	819680	1121	0.73
Εκκίνησης	5843723	5009	1.17
Επέκτασης	12986306	5467	2.38
Αντικατάστασης	930092	445	2.09
Buyout	14405952	1065	13.53
<b>Συνολική επένδυση</b>	<b>34985752</b>	<b>13107</b>	<b>2.67</b>
<b>2003</b>			
Σποράς	165045	377	0.44
Εκκίνησης	1974248	3229	0.61
Επέκτασης	6240854	4793	1.30
Αντικατάστασης	2292526	404	5.67
Buyout	18423246	1572	11.72
<b>Συνολική επένδυση</b>	<b>29095918</b>	<b>10375</b>	<b>2.80</b>

Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

### Μέθοδοι εξόδου-αποεπένδυσης

Οι μέθοδοι εξόδου που χρησιμοποιούνται από τους Ευρωπαίους venture capitalists τα τελευταία πέντε χρόνια, παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 2.9. Η μέθοδος αποεπένδυσης των trade sales είναι η πιο διαδεδομένη, αν και από το 1999 και μετά μειώνεται το ποσοστό που ρευστοποιείται μέσω της μεθόδου αυτής. Επίσης, από το διάγραμμα αυτό φαίνεται ότι υπάρχει μια σταδιακή αύξηση του συνολικού ύψους αποεπένδυσης. Αυτό οφείλεται κυρίως στην αύξηση των ρευστοποιήσεων, αφενός από τις αποδόσεις των προνομιούχων μετοχών και των αποπληρωμών αρχικών δανείων (Repayment of preference stock/loans) και αφετέρου από τη μέθοδο εισαγωγής στο χρηματιστήριο (IPOs) που έχουν λάβει χώρα την τελευταία πενταετία στην ευρωπαϊκή αγορά venture capital.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.9**  
**Μέθοδοι αποεπένδυσης στην Ε.Ε. την περίοδο 1997-2003**

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια υποκατάσταση της παραδοσιακά περισσότερο εφαρμοσμένης μεθόδου των trade sales (π.χ. εξαγορές και συγχωνεύσεις) από αυτήν της εισαγωγής στο χρηματιστήριο (IPOs), εξ' αιτίας της ανάπτυξης εξειδικευμένων δευτερογενών χρηματιστηρίων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες (τα AIM και techMark στη Μεγάλη Βρετανία, το Nouveau Marche στη Γαλλία, το Neuer Mark στη Γερμανία κ.α) που εξασφαλίζουν τις συνθήκες για μια επιτυχημένη έξοδο από την επένδυση. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την επιτυχημένη συνταγή των αμερικανικών επενδύσεων venture capital που επιτυγχάνουν ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις μέσω της εξόδου των IPOs και αποτελεί έναν κρίσιμο παράγοντα για την επιτυχία των επενδύσεων venture capital στην Ευρώπη.

### ***Αποδόσεις επενδύσεων venture capital στην Ευρώπη***

Επειδή η ευρωπαϊκή αγορά του venture capital είναι σχετικά νέα και οι περισσότερες επενδύσεις έγιναν από το '90 και μετά, η αξιολόγηση των επενδύσεων που έχουν δεκαετή ορίζοντα έχει αρχίσει μόλις τα τελευταία 5 χρόνια. Ο EVCA σε συνεργασία με άλλους οργανισμούς οικονομικής ανάλυσης έχει αναπτύξει είναι πανευρωπαϊκό μοντέλο αξιολόγησης των επενδύσεων venture capital. Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιεί τους εξής συντελεστές IRR (Internal Rate of Return) προκειμένου να αξιολογήσει τις επενδύσεις:

- Pooled IRR: Συνολικός Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης, ο οποίος αντιστοιχεί στον IRR που προκύπτει αν θεωρηθούν όλες οι επενδύσεις ως μία.

- Median IRR: Διάμεσος Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης, ο οποίος αντιστοιχεί στον διάμεσο μεταξύ του μέγιστου και του ελάχιστου συντελεστή που παρουσιάζεται ανάμεσα στις διάφορες επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν.
- Top quarter IRR: είναι ο pooled IRR των επενδύσεων που έχουν ατομικό συντελεστή που ανήκει στο 25% των πιο υψηλών συντελεστών, δηλαδή ανήκουν στο ¼ των καλύτερων, από άποψης IRR, επενδύσεων.

Στους Πίνακες 2.4 και 2.5 παρουσιάζονται οι αποδόσεις των επενδύσεων venture capital που έγιναν την περίοδο 1980-2002 με βάση τα προαναφερθέντα εργαλεία μέτρησης του EVCA. Συγκεκριμένα, δίνονται οι αποδόσεις ανάλογα με τα στάδια χρηματοδότησης και οι αναμενόμενες αποδόσεις ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4

##### Αθροιστικό ετήσιο IRR επενδύσεων venture capital στην Ευρώπη στην 31/12/2002

Στάδιο	Αριθμός των funds	Pooled IRR	Top Quarter IRR	Median IRR
Early Stage	195	4.9	8.0	0.0
Development	136	10.3	10.0	1.5
Balanced	112	10.7	12.8	1.8
All Venture	443	9.2	9.5	0.0
Buyouts	267	12.9	17.8	7.1
Generalist	64	10	6.7	0.4
<b>All Private Equity</b>	<b>774</b>	<b>10.8</b>	<b>12.2</b>	<b>1.8</b>

Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5**

**Αναμενόμενο IRR επενδύσεων venture capital την 31/12/2002 με χρονικό ορίζοντα**

Στάδιο	Αριθμός των funds	1 χρόνος	3 χρόνια	5 χρόνια	10 χρόνια
<b>Early Stage</b>	195	-30.7	0.1	1	5.5
<b>Development</b>	136	-22.2	2.3	8	12.9
<b>Balanced</b>	112	-34.4	-0.5	17.5	16.1
<b>All Venture</b>	443	-30.7	0.6	7.9	12.1
<b>Buyouts</b>	267	-3.2	6	12	13.5
<b>Generalist</b>	64	-10.5	2.8	8.2	15.9
<b>All Private Equity</b>	<b>774</b>	<b>-9.2</b>	<b>4.1</b>	<b>10.1</b>	<b>13.6</b>

Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA

Η ερμηνεία των αριθμών που απεικονίζονται στους παραπάνω πίνακες θα πρέπει να είναι προσεκτική μιας και τα στοιχεία που παρουσιάζονται για τα διάφορα στάδια χρηματοδότησης δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα. Οι επενδύσεις σε αρχικά στάδια χρηματοδότησης, οι οποίες εμπεριέχουν κατά κανόνα περισσότερο κίνδυνο και υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις, αρχίζουν να αποδίδουν συνήθως από τον έβδομο χρόνο της επένδυσης και μετά, σε αντίθεση με αυτές των μεταγενέστερων σταδίων που αποδίδουν λιγότερο αλλά πιο σύντομα. Συνεπώς, οι αποδόσεις που αναφέρονται στους Πίνακες 2.3 και 2.4 μας δίνουν μια ιδέα για την επίδοση των διαφόρων επενδύσεων και δεν θα πρέπει να θεωρηθούν μέτρα σύγκρισης των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης venture capital.

Παρ' όλα αυτά γεγονός είναι ότι οι ευρωπαϊκές επενδύσεις venture capital σε αρχικά στάδια χρηματοδότησης αποδίδουν λιγότερο από αυτές των



μεταγενέστερων σταδίων, κάτι που δικαιολογεί και την προτίμηση των ευρωπαϊών venture capitalists σε τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις.

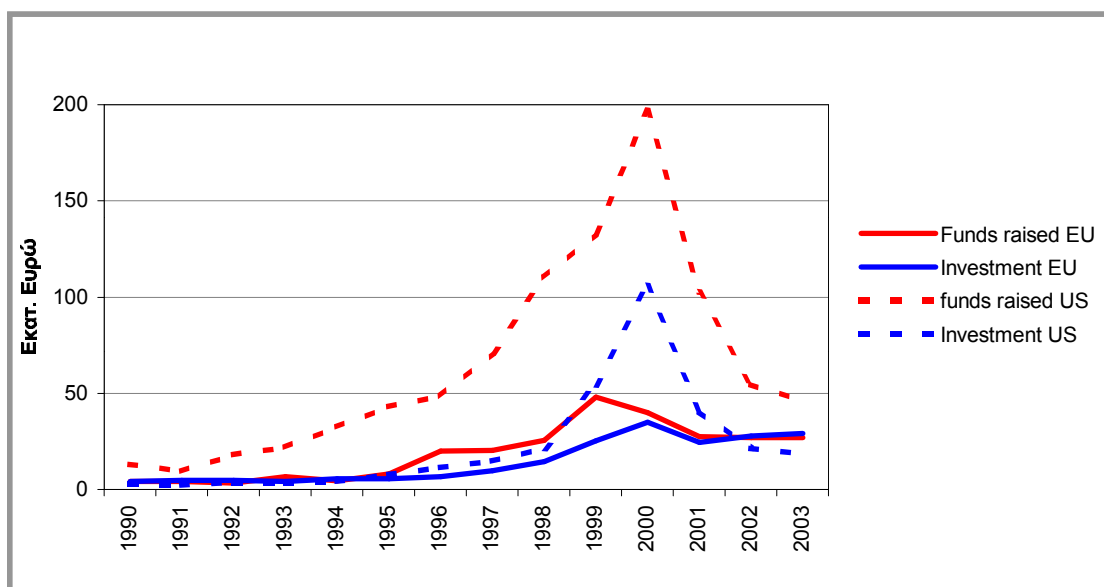
## **2.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΥΡΩΠΗΣ ΚΑΙ ΑΜΕΡΙΚΗΣ**

Η ανάπτυξη της ευρωπαϊκής αγοράς του venture capital είναι πολύ πρόσφατη και μοιάζει να ακολουθεί την πορεία της αντίστοιχης αμερικανικής που είναι κατά μια δεκαετία παλαιότερη. Η κυκλική εξέλιξη που έχει παρουσιάσει η αμερικανική αγορά στην ανάπτυξη των επενδύσεων venture capital δείχνει να υιοθετείται και από την ευρωπαϊκή, της οποίας η εξέλιξη από το 1990 και μετά είναι αντίστοιχη με αυτή της αμερικάνικης στα μέσα της δεκαετίας του '80.

Στο Διάγραμμα 2.10 παρουσιάζεται η εξέλιξη των δύο αγορών σε όρους άντλησης κεφαλαίων και επενδύσεων venture capital. Χαρακτηριστική είναι η αντιστοιχία των δύο αγορών όσον αφορά στις τάσεις αυξομείωσης της δραστηριότητας venture capital κατά τη διάρκεια των τελευταίων 13 ετών. Φυσιολογικά, λόγω της παρουσίας του venture capital από τη δεκαετία του '80, η Αμερική εμφανίζεται με μεγαλύτερα ποσά άντλησης κεφαλαίων και επενδύσεων.

Σε γενικές γραμμές, η σημαντικότερη διαφορά της Ευρώπης από την Αμερική στην δραστηριότητα του venture capital είναι ότι στην Αμερική οι επενδύσεις γίνονται σε ένα ιδιαίτερα ευνοϊκό περιβάλλον. Συγκεκριμένα, η αμερικάνικη αγορά εξασφαλίζει ένα ιδανικό φορολογικό και νομοθετικό περιβάλλον για

ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών ιδεών το οποίο έχει δημιουργήσει μια κουλτούρα έντονου επιχειρηματικού πνεύματος. Η χρηματοδότηση venture capital στα πρώτα βήματα των επιχειρήσεων πρωτοστατεί στην αμερικάνικη αγορά, ενώ στην Ευρώπη η μορφή των buyouts είναι αυτή που καταλαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό της χρηματοδότησης. Είναι προφανές ότι η εφαρμογή του venture capital στην Αμερική εξυπηρετεί τους πρωταρχικούς στόχους δημιουργίας του, της προσπάθειας δηλαδή για οικονομική, και όχι μόνο, βοήθεια νέων επιχειρήσεων.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του EVCA και του NVCA

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.10

#### Η εξέλιξη της ευρωπαϊκής και της αμερικανικής αγοράς από το 1990 και μετά

Μεγάλες, εξάλλου, διαφορές στην εφαρμογή του venture capital σε Αμερική και Ευρώπη εντοπίζονται στη διαδικασία εξόδου, στις πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κεφάλαια και στην αποδοτικότητα των χρηματοδοτήσεων. Τα

IPOs είναι, όπως αναλύθηκε, μια ιδιαίτερα διαδεδομένη μέθοδος εξόδου των αμερικανικών επενδύσεων venture capital, λόγο κυρίως της αποτελεσματικής λειτουργίας δευτερογενών εξειδικευμένων χρηματαγορών (π.χ. Nasdaq), ενώ στην Ευρώπη πολύ πρόσφατα έχει εισαχθεί αυτή η μέθοδος αποεπένδυσης που εξασφαλίζει υψηλές αποδόσεις στους επενδυτές. Στον Πίνακα 2.6 απεικονίζονται τα δευτερογενή χρηματιστήρια σε παγκόσμια κλίμακα, ο αριθμός των IPOs που έλαβαν χώρα τα τελευταία έτη, καθώς και ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6**

**Τα δευτερογενή χρηματιστήρια ανά τον κόσμο**

Χώρα (Χρηματαγορά)	Έτος Ίδρυσης	Αριθμός Initial Public Offers (IPOs)				Αριθμός εισηγμένων εταιρειών			
		1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
Σουηδία (O-List)	1988	..	..	24	9	150	228	240	235
Ηνωμένες Πολιτείες (NASDAQ)	1971	485	397	63	40 <sup>(1)</sup>	4829	4734	4109	3725 <sup>(1)</sup>
Καναδάς (Canadian Venture Exchange)	1999	2425	403	330	122	2358	2598	2688	2504
Κορέα (KOSDAQ)	1996	160	250	181	176	453	604	721	843
Νορβηγία (SMB List)	1992	3	7	7	3	78	77	79	79
Ηνωμένο Βασίλειο (AIM)	1995	67	203	109	78	347	524	629	704
Ιρλανδία (ITEQ)	2000	..	..	..	..	..	7	8	8
Ιταλία (Nuovo Mercato)	1999	6	32	5	0	6	40	45	45
Γερμανία (Neuer Markt)	1997	132	132	11	1	201	338	326	240
Γαλλία (Nouveau marché)	1996	32	52	9	2	111	158	164	154
Ελβετία (SWX New Market)	1999	6	11	1	0	6	17	15	9
Φιλανδία (NM List)	1999	..	..	..	..	..	17	16	15
Δανία (Dansk AMP)	2000	3	0	1	3	3	3	4	7
Ισπανία (Nuevo Mercado)	2000	..	..	..	..	..	12	..	14
Ιαπωνία (Mothers in Tokyo)	1999	2	27	7	8	2	29	..	..
Ιαπωνία (Hercules in Osaka)	2000	..	..	43	..	..	..	32	..
Ολλανδία (EURO.NM Amsterdam)	1997	1	2	..	..	13	15	..	..
Βέλγιο (EURO.NM Belgium)	1997	6	3	..	..	13	16	..	..
Ευρώπη (EASDAQ)	1996	..	..	..	..	56	62	..	..
NASDAQ Europe	2001	..	..	..	..	..	..	49	43
Αυστρία (Austrian Growth Market)	1999	..	..	..	..	2	2	..	..

Πηγή: Günseli Baygan, "Venture Capital Review: United States", OECD, 2003

Χαρακτηριστική, στον πίνακα αυτόν, είναι η χρονική υστέρηση με την οποία δημιουργήθηκαν τα ευρωπαϊκά δευτερογενή χρηματιστήρια σε σχέση με αυτό της Αμερικής που ιδρύθηκε το 1971. Στα μέσα της δεκαετίας του '90 η δημιουργία σε όλη σχεδόν την Ευρώπη τέτοιων εξειδικευμένων χρηματαγορών, σηματοδοτεί την διεύρυνση των δυνατοτήτων εφαρμογής του venture capital.

Αναφορικά με τις πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κεφάλαια στην Αμερική τα ασφαλιστικά ταμεία αποτέλεσαν τον σημαντικότερο τροφοδότη, ενώ στην Ευρώπη το ρόλο αυτό έπαιξαν οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες. Τέλος, η αποδοτικότητα των επενδύσεων venture capital είναι κατά πολύ μεγαλύτερη στην Αμερική και κυρίως αυτών που αναφέρονται στα αρχικά στάδια χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων, ενώ στην Ευρώπη οι αποδόσεις των χρηματοδοτήσεων στα αρχικά στάδια είναι υποδεέστερες από αυτές που αφορούν χρηματοδοτήσεις μεταγενέστερων φάσεων.

## **2.5 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΕΝΘΑΡΡΥΝΣΗΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ**

Η ανάπτυξη του επιχειρηματικού πνεύματος έχει αποτελέσει σημαντικό μέλημα των κρατών της Ε.Ε. και οι πολιτικές τους είναι προσαρμοσμένες προς την κατεύθυνση της δημιουργίας ενός ευνοϊκού υποβάθρου για την άνθιση της επιχειρηματικότητας μέσω της χρηματοδότησης venture capital. Η πολιτική που ακολουθούν τα κράτη στην προσπάθεια για ενθάρρυνση της νέας τεχνολογίας και την υποστήριξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων επηρεάζει άμεσα τη δραστηριότητα και τις επιδόσεις του venture capital, καθορίζοντας παράλληλα

και τα επίπεδα ζήτησης και προσφοράς. Υπάρχουν ορισμένες μορφές παρέμβασης μέσω των οποίων οι κρατικές αρχές μπορούν να δημιουργήσουν κίνητρα ανάπτυξης του venture capital. Η πολιτική που ευνοεί την παροχή κεφαλαίων χρηματοδότησης σε start ups και επιχειρήσεις νέας τεχνολογίας είναι μια σημαντική προϋπόθεση για τη διατήρηση και την περαιτέρω ανάπτυξη του venture capital, καθώς και για την εξάλειψη των οικονομικών και χρηματοδοτικών περιορισμών που εντοπίζονται στον επενδυτικό χώρο. Παράλληλα, για τη δημιουργία υγιών και καινοτόμων επιχειρήσεων είναι αναγκαία η στελέχωσή τους από νέους ικανούς επιχειρηματίες που θα μπορέσουν να προσελκύσουν κεφάλαια για την χρηματοδότησή τους στην αρχή της δραστηριότητάς τους.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7

#### Μορφές κρατικής παρέμβασης στην αγορά venture capital

	<b>Μέτρα που επηρεάζουν τη ζήτηση venture capital</b>	<b>Μέτρα που επηρεάζουν την προσφορά venture capital</b>
<b>Άμεση παρέμβαση</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Κρατικές «θερμοκοιτίδες» επιχειρηματικότητας</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Κρατικά-χορηγούμενα venture capital funds</li> </ul>
<b>Έμμεση παρέμβαση</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Προβολή επιχειρήσεων και επιχειρηματικότητας</li> <li>○ Εξειδικευμένα βοηθητικά διοικητικά σχήματα</li> <li>○ Επιχειρηματικά εργαστήρια, επιστημονικά και τεχνολογικά πάρκα</li> <li>○ Φορολογικά κίνητρα</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Μέτρα προστασίας του fund</li> <li>○ Μείωση του λειτουργικού κόστους του fund</li> <li>○ Μέθοδοι εξόδου</li> <li>○ Φορολογικά κίνητρα</li> <li>○ Ενθάρρυνση των δικτύων business angels</li> </ul>

Στον Πίνακα 2.7 παρουσιάζονται οι διάφορες μορφές κρατικής παρέμβασης που μπορούν να ενδυναμώσουν την αγορά του venture capital τόσο από τη πλευρά της ζήτησης όσο και από την πλευρά της προσφοράς. Για την αύξηση της ζήτησης του venture capital η άμεση πολιτειακή παρέμβαση μπορεί να πάρει τη μορφή των «θερμοκοιτίδων» επιχειρηματικότητας, γνωστών ως business incubators. Οι κρατικές «θερμοκοιτίδες» επιχειρηματικότητας είναι μια σειρά υπηρεσιών διοικητικής υποστήριξης των νέων επιχειρήσεων με σκοπό την αποφυγή αποτυχιών λόγω κακού management. Οι θερμοκοιτίδες συνήθως συνεργάζονται με πανεπιστήμια και τοπικές υπηρεσίες, έτσι ώστε να λειτουργούν τόσο ως υποστηρικτικοί φορείς του management των νέων επιχειρήσεων όσο και ως συντελεστές της τοπικής οικονομικής ανάπτυξης. Από την άλλη, η έμμεση κρατική παρέμβαση σκοπεύει στην παροχή κινήτρων για την ανάπτυξη και κυρίως την υλοποίηση νέων επιχειρηματικών ιδεών. Η προβολή των επιτυχημένων επιχειρηματικών προσπαθειών, η εφαρμογή των επιστημονικών ευρημάτων, πέρα από τον ενδο-πανεπιστημιακό χώρο, και η εμπορική τους εκμετάλλευση, τα φορολογικά κίνητρα και η ενθάρρυνση των διοικητικών ικανοτήτων των εργαζομένων, προτρέπουν στην αλλαγή της επιχειρηματικής κουλτούρας και τη δημιουργία ενός περιβάλλοντος που οι καινοτόμες ιδέες θα βρίσκουν πρόσφορο έδαφος υλοποίησης.

Για την αύξηση της προσφοράς, πέρα από την άμεση παρέμβαση με την ίδρυση κρατικών venture capital funds, η δημιουργία κινήτρων για ανάπτυξη χρηματοδοτικών προϊόντων υψηλού κινδύνου μπορεί να γίνει με έμμεσο τρόπο, μέσω της προστασίας των funds από ενδεχόμενα αποτυχιών με την εφαρμογή κατάλληλων πολιτικών, της μείωσης των λειτουργικών εξόδων των funds, των

φορολογικών ελαφρύνσεων και της παροχής υποδομών για επιτυχημένες εξόδους από την επιχείρηση. Τέλος, η διατήρηση των δικτύων των business angels είναι ένα σημαντικό μέσο δια του οποίου αυξάνεται η προσφορά κεφαλαίου venture capital, ειδικά σε νέες μικρές επιχειρήσεις.

## **2.6 ΚΛΑΔΟΙ ΜΕ ΜΕΓΑΛΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Στη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών έχει αναπτυχθεί ένα πλέγμα τεχνολογιών που προέρχεται από τον συνδυασμό της ανάπτυξης της πληροφορικής, των τηλεπικοινωνιών και των εφαρμογών τους, που έχουν περιθώρια εφαρμογής σε όλη σχεδόν την παραγωγική διαδικασία. Οι επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως κλάδου και μεγέθους, είναι υποχρεωμένες να ακολουθήσουν τις νέες εξελίξεις και να συμπεριλάβουν την τεχνολογία στις βασικές δραστηριότητες της λειτουργίας τους. Η αλλαγή αυτή που αντανάκλα στο σύνολο του επιχειρηματικού κόσμου, γνωστή ως «νέα οικονομία», διεισδύει σε όλους τους κλάδους και αποτελεί μια μεγάλη πρόκληση για το παρόν και το μέλλον των επιχειρήσεων. Το venture capital πρωταγωνιστεί στη χρηματοδότηση της «νέας οικονομίας» με μαζική εισροή κεφαλαίων και υψηλά ποσά επενδυμένων κεφαλαίων, συντελώντας στην πραγμάτωση ιδεών και επιχειρηματικών σχεδίων που έχουν ως άξονα τις νέες τεχνολογίες. Οι κλάδοι που συγκεντρώνουν τις μεγαλύτερες προοπτικές χρηματοδότησης από το venture capital είναι αυτοί που έχουν υψηλό βαθμό χρησιμοποίησης νέων τεχνολογιών, όπως το internet, το ηλεκτρονικό εμπόριο, οι ψηφιακού περιεχομένου βιομηχανίες (digital content industries) και η βιοτεχνολογία.

### ***Internet και digital content industries***

Το internet και οι σχετικές με αυτό υπηρεσίες έχουν συντελέσει στην αλλαγή του παγκόσμιου επιχειρηματικού γίνεσθαι. Ο τεράστιος όγκος πληροφοριών και η συρρίκνωση του χρόνου που απαιτείται πια για την απόκτησή τους έχει οδηγήσει σε μια οικονομική επανάσταση, την οποία καλούνται να εκμεταλλευθούν οι νέες επιχειρήσεις. Το ηλεκτρονικό εμπόριο με τις διάφορες μορφές του (B2B, B2C, G2B, G2C κ.λ.π.), οι πλατφόρμες ψηφιακών υπηρεσιών (digital content) και οι υπόλοιπες υπηρεσίες που μπορεί να προσφέρει το διαδίκτυο, παρουσιάζουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης και είναι ικανές να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των venture capitalists. Οι ευρωπαϊκές εταιρείες venture capital κατά τη δεκαετία του '90 επένδυσαν μεγάλο μέρος των κεφαλαίων τους σε start ups που είχαν ως αντικείμενο το διαδίκτυο. Παράλληλα, στην Αμερική, στα τέλη της δεκαετίας του '90, παρουσιάστηκε το φαινόμενο των "dot.com" εταιρειών. Οι μεγάλες προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί για τις εταιρείες αυτές αποδείχθηκαν εσφαλμένες και η κατάρρευσή τους οδήγησε στην αμφισβήτηση και την ανάγκη για μια πιο προσεκτική εφαρμογή των επιχειρηματικών ιδεών που βασίζονται στο διαδίκτυο. Παρ' όλα αυτά το internet και οι διάφορες υπηρεσίες που σχετίζονται με την εφαρμογή του στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, αποτελεί έναν ιδιαίτερα ελκυστικό κλάδο στην αγορά του venture capital.



## **Βιοτεχνολογία**

Ο σχετικά νέος κλάδος της βιοτεχνολογίας ξεκίνησε από τα μέσα της δεκαετίας του '70. Εμφανίστηκαν πολλές επιχειρήσεις με αντικείμενο την εμπορευματοποίηση επιστημονικών ευρημάτων στον τομέα της γενετικής, που είχαν εφαρμογές σε θεραπευτική, γεωργία, διαγνωστική και κτηνιατρική. Οι επιχειρήσεις της βιοτεχνολογίας διακρίνονται από τα υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας που σχετίζονται με την ανάπτυξη των βιοτεχνολογικών προϊόντων. Τα venture capitals θεωρούνται κατάλληλα χρηματοδοτικά εργαλεία για τον κλάδο, δεδομένου του υψηλού χρηματοοικονομικού ρίσκου που συνεπάγεται αυτή η αβεβαιότητα στην ανάπτυξη των προϊόντων και των μεγάλων αποδόσεων που μπορούν να επιτευχθούν σε περίπτωση επιτυχημένων προϊόντων.

Οι επιχειρήσεις βιοτεχνολογίας καταναλώνουν στα αρχικά στάδια της ανάπτυξής τους αρκετά κεφάλαια και δημιουργούν ελάχιστα κέρδη. Η χρηματοδότησή τους γίνεται ως επί το πλείστον από συμμαχίες με μεγάλους φαρμακευτικούς οργανισμούς που ενδιαφέρονται για τα προϊόντα του κλάδου και κυρίως για την ανάπτυξη νέων φαρμάκων. Η χρηματοδότηση τέτοιου είδους εταιρειών έχει αποδειχθεί ότι έχει πολλές διακυμάνσεις και ότι επηρεάζεται, εκτός από οικονομικές, και από κοινωνικές εξελίξεις. Συνολικά, οι επιχειρήσεις βιοτεχνολογίας αποτελούν έναν κλάδο με πολύ σημαντικές προοπτικές και έχουν χαρακτηριστικά που ταιριάζουν στην χρηματοδότηση μέσω των venture capital funds.

### **Άλλοι κλάδοι**

Η νέα οικονομία χαρακτηρίζεται από την διείσδυση της τεχνολογίας στην επιχειρηματική δραστηριότητα ανεξαρτήτως του κλάδου και των προϊόντων που αυτή η δραστηριότητα αναφέρεται. Η εφαρμογή της κατάλληλης τεχνολογίας αποτελεί μέλημα κάθε επιχείρησης ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται. Η χρηματοδότηση του venture capital, που έχει δημιουργηθεί κατά πρώτο λόγο για τις επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, τείνει σταδιακά να μετατραπεί σε μια χρηματοδότηση με ευρύτερες εφαρμογές σε όλες τις επιχειρήσεις και όλους τους κλάδους που χαρακτηρίζονται από καινοτομία και υψηλές προοπτικές αποδόσεων. Συμπερασματικά, η χρηματοδότηση venture capital μπορεί να καλύψει ένα ευρύ φάσμα επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται από καινοτόμες ιδέες, όπως είναι οι επιχειρήσεις τηλεπικοινωνιών, κατασκευών, γεωργίας, καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών κ.α.

### **2.7 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ**

Η πορεία που κατέγραψε η εξέλιξη του venture capital στην Αμερική και στην Ευρώπη φανερώνει τις αλληλεπιδράσεις που εμπεριέχει η χρηματοδότηση αυτού του είδους με το οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον. Χαρακτηριστικό είναι ότι η ευρωπαϊκή αγορά του venture capital καταγράφει, με χρονική υστέρηση μιας δεκαετίας, πορεία ανάλογη με αυτή της αμερικανικής αγοράς. Η κυκλική εξέλιξη της αγοράς και στις δύο περιπτώσεις είναι το κύριο

χαρακτηριστικό, αν και στην περίπτωση της Αμερικής παρουσιάζονται τα στοιχεία που αφορούν αυστηρά στις venture capital επενδύσεις, ενώ στην Ευρώπη παρουσιάζονται συνολικά οι private equity επενδύσεις.

Η μεγάλη διαφοροποίηση που παρατηρείται στην σύγκριση μεταξύ Αμερικής και Ευρώπης αφορά στο στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης που χρηματοδοτεί το venture capital. Η αμερικάνικη αγορά είναι περισσότερο αντιπροσωπευτική των σκοπών της χρηματοδότησης του venture capital, όπου χρηματοδοτούνται οι νεοσύστατες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, ενώ στην Ευρώπη παρατηρείται το φαινόμενο της χρηματοδότησης με τη μορφή των buyouts που αφορά σε ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις. Ο κύριος λόγος της σημαντικής αυτής διαφοράς είναι η ύπαρξη ευνοϊκών ρυθμίσεων, καθώς και η γενικότερη κουλτούρα που ευνοεί την ανάληψη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών στην αμερικανική αγορά.

Στο κεφάλαιο αυτό, παράλληλα με την εξέλιξη των δυο μεγάλων αγορών, αναλύθηκαν οι πολιτικές παρεμβάσεις που μπορούν να επηρεάσουν και να ενδυναμώσουν την αγορά του venture capital, που άμεσα ή έμμεσα, είναι δυνατό να δημιουργήσουν κίνητρα και υποδομές για αύξηση της ζήτησης και της προσφοράς του venture capital. Αν και όλοι οι κλάδοι της επιχειρηματικής δραστηριότητας μπορούν να επωφεληθούν από την χρηματοδότηση του venture capital, αυτοί που συγκεντρώνουν τις μεγαλύτερες προοπτικές είναι αυτοί των Η/Υ, του internet, των τηλεπικοινωνιών και της βιοτεχνολογίας.

## **ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- ο Νικολόπουλος Χ., «Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία...», Μηχανισμοί Χρήματος, 2003.
- ο Ξανθάκης Μανώλης, Τσιπούρη Λένα, «Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: Η περίπτωση της Ελλάδας», Εκδόσεις Παπαζήση, 2001.
- ο Baygan Gunsely, “Venture capital policy review: United States”, Organization of Economic Co-operation and Development, 2003.
- ο Constantin Christofidis & Oliver Debande, “Financing Innovative Firms Through Venture Capital”, European Investment Bank, 2001.
- ο EVCA, “Benchmarking European Tax and Legal Environment”, European Venture Capital Association, 2003.
- ο Martin Ron, Sunley Peter, Turner Dave, “Taking risks in Regions: the geographical anatomy of Europe’s emerging venture capital market”, Journal of Economic Geography, pp.121-150, 2002.
- ο Rayes Jese, “State of the market Venture Capital/Private Equity”, Thomson Venture Economics, 2004.
- ο [www.evca.com](http://www.evca.com) (European Venture Capital Association)
- ο [www.nvca.com](http://www.nvca.com) (National Venture Capital Association)
- ο [www.oecd.com](http://www.oecd.com) (Organization of Economic Co-operation and Development)

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

#### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η οργάνωση και η λειτουργία των επιχειρήσεων στη χώρα μας χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) οικογενειακού χαρακτήρα. Η επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα θεωρείται ότι βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με των υπολοίπων ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών χωρών. Ωστόσο, δεν λείπουν χαρακτηριστικά εφευρετικότητας και καλών επιδόσεων σε διάφορους κλάδους, ακόμα και σε αυτούς που αφορούν σε εφαρμογές τεχνολογικής κατεύθυνσης. Η κυριότερη αδυναμία του ελληνικού επιχειρηματικού χώρου εντοπίζεται στην ακαταλληλότητα του οικονομικού και του θεσμικού περιβάλλοντος που θα εξασφαλίσει τη δυνατότητα υλοποίησης των καινοτόμων ιδεών με καλές προοπτικές.

Κατά τη δεκαετία του '80 και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 δεν υπήρχαν οι προϋποθέσεις που θα επέτρεπαν στην Ελλάδα να συμβαδίσει με τα άλλα ευρωπαϊκά κράτη στην ανάπτυξη του θεσμού του venture capital και τη συνεπαγόμενη υποστήριξη των πολλών μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ). Η απουσία σχετικών θεσμικών και φορολογικών ρυθμίσεων σε συνδυασμό με την ακατάλληλη λειτουργία των κεφαλαιαγορών καθιστούσε την ανάπτυξη εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης, όπως το venture capital, ιδιαίτερα δύσκολη. Με την πάροδο του χρόνου οι επιδράσεις που δέχθηκε η Ελλάδα από τη διεθνή αγορά, με την έντονη δραστηριοποίηση ευρωπαϊκών εταιρειών

venture capital και τον γενικότερο προσανατολισμό της πολιτικής των χωρών της ΕΕ σε δράσεις για την υποστήριξη των ΜΜΕ, οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας των κατάλληλων συνθηκών για τέτοιου είδους πρωτοβουλίες.

Στην Ελλάδα ο θεσμός του venture capital εισήχθη για πρώτη φορά με τον Ν.1775/25.5.88, ο οποίος λόγω της αναποτελεσματικότητάς του αντικαταστάθηκε από τον Ν.2367/95. Η ουσιαστική όμως ανάπτυξη του venture capital ήρθε μετά το 1998 και συνδέεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ο θεσμός του venture capital στην Ελλάδα ενδυναμώνεται αργότερα με τον Ν.2992/2002 για τα ΑΚΕΣ ( Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών) και η σύσταση του ΤΑΝΕΟ Α.Ε. (Ταμείο Νέας Οικονομίας Α.Ε.) που είναι ένα fund of funds (κεφάλαιο που αντλείται με σκοπό τη χρηματοδότηση άλλων funds) και έχει σκοπό την συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών venture capital. Το ΤΑΝΕΟ ξεκίνησε τη λειτουργία του το 2003 και ήδη έχει τονώσει την αγορά του venture capital στην Ελλάδα μέσω των κεφαλαίων που έχει προσφέρει.

Στην ελληνική αγορά λειτουργούν τουλάχιστον 14 εταιρείες venture capital που λειτουργούν είτε ως ΕΚΕΣ (Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) σύμφωνα με το Ν.2367/95 είτε ως διαχειρίστριες ΑΚΕΣ σύμφωνα με το Ν.2992/2002. Η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιρειών venture capital ιδρύθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του '90 και οι περισσότερες από αυτές είναι θυγατρικές μεγάλων εταιρειών (κυρίως τραπεζών) ή μέλη ομίλων, ενώ άλλες είναι ανεξάρτητες.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η ιστορική εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες venture capital στην Ελλάδα και θα σχολιαστούν οι κανόνες που το διέπουν. Στη συνέχεια θα γίνει λεπτομερής περιγραφή της ελληνικής αγοράς venture capital όπως αυτή εμφανίζεται από τη στιγμή της εμφάνισης των πρώτων εταιρειών μέχρι σήμερα. Τέλος, θα αναλυθεί το εταιρικό προφίλ των ελληνικών εταιρειών που λειτουργούν σήμερα και προσφέρουν υπηρεσίες χρηματοδότησης venture capital τόσο στην ελληνική αγορά όσο και σε άλλες χώρες.

### **3.2 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 δυο κρατικοί μηχανισμοί, ο ΕΟΜΜΕΧ (Ελληνικός Οργανισμός Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων και Χειροτεχνίας) και η ΓΓΕΤ (Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας), λειτούργησαν ως υποκατάστατα των εταιρειών venture capital στην Ελλάδα. Οι δυο αυτοί μηχανισμοί προσέφεραν βοήθεια στις επιχειρήσεις εκμετάλλευσης καινοτομιών και επενδύσεων προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια, έστω από κρατικές και κοινοτικές πηγές, για τη χρηματοδότηση των σχεδίων τους. Ο ΕΟΜΜΕΧ προσέφερε επιχορηγήσεις και άτοκα δάνεια στις επιχειρήσεις, ενώ η ΓΓΕΤ ανέπτυξε έναν μηχανισμό γνωμοδότησης για τη χορήγηση επιχορηγήσεων και επιδοτούμενων δανείων σε επενδυτές υψηλής τεχνολογίας.

Ουσιαστικά, το θεσμικό πλαίσιο που εξασφαλίζει τις συνθήκες λειτουργίας του venture capital στην Ελλάδα, αρχίζει να δημιουργείται το 1988 με τον Ν.1775/88

(και την τροποποίησή του από τον Ν.2166/93) για τις ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου). Στη συνέχεια, λόγω των σοβαρών μειονεκτημάτων του νόμου αυτού, ακολουθεί η αντικατάστασή του από τον Ν.2369/95 που αποτελεί το μέχρι σήμερα θεσμικό πλαίσιο, στο το οποίο λειτουργούν οι ΕΚΕΣ (Επιχειρήσεις Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών). Το έτος 2002 με τον Ν.2992/02 θεσμοθετείται η λειτουργία του ΑΚΕΣ (Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών) που ολοκληρώνει το νομοθετικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα, με το οποίο εξασφαλίζεται το περιβάλλον ανάπτυξης του τόσο σημαντικού θεσμού χρηματοδότησης της νέας οικονομίας. Τέλος, σημαντικό βήμα για την ελληνική αγορά του venture capital αποτέλεσε και η δημιουργία του ΤΑΝΕΟ που ουσιαστικά αποτελεί μια κρατική ΕΚΕΣ και συστήθηκε με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000.

### **Ο ΝΟΜΟΣ 1775/88 ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΠΕΚ**

Το πρώτο ουσιαστικό βήμα για την ικανοποίηση της ανάγκης για τη δραστηριοποίηση και ανάπτυξη του venture capital, που δημιούργησαν οι εξελίξεις στο ευρωπαϊκό επιχειρηματικό περιβάλλον, αποτέλεσε η ψήφιση του Ν.1775/88 και η κοινή απόφαση του ΥΠΕΘΟ (Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας) και ΥΒΕΤ (Υπουργείο Βιομηχανίας – Έρευνας και Τεχνολογίας) με αριθμό 3923/1.3.89. Τα βασικά στοιχεία του νομικού πλαισίου για τη λειτουργία του venture capital παρουσιάζονται ακολούθως.

Σύμφωνα με την κοινή υπουργική απόφαση 329/1.3.89 του ΥΠΕΘΟ και του ΥΒΕΤ, η οποία εκδόθηκε κατά την εφαρμογή του άρθρου 3, παρ. 4 του



N.1775/88, λογίζονται ως επενδύσεις Υψηλής Τεχνολογίας και Καινοτομίας εκείνες που αποσκοπούν στην ανάπτυξη ή παραγωγή:

- Νέων ή βελτιωμένων προϊόντων και υπηρεσιών.
- Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων παραγωγής.
- Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων οργάνωσης.
- Νέων χρήσεων προϊόντων και υπηρεσιών.

Ακολουθεί συνοπτική περιγραφή του θεσμού και των κινήτρων που δίνει ο N.1775/88:

- Θεσπίστηκε η δυνατότητα ίδρυσης ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) με νομική μορφή Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. και ελάχιστο κεφάλαιο 1.47 εκατ. ευρώ (500 εκατ. δρχ) σε μετρητά.
- Αντικείμενο των ΕΠΕΚ είναι η ίδρυση ή συμμετοχή σε εταιρείες που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η συμμετοχή μπορεί να είναι και ενεργός συμμετοχή. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο νόμος δεν προβλέπει απλή απόκτηση των μετοχών της επιχείρησης χωρίς αύξηση του κεφαλαίου αυτής. Επιδιώκεται επομένως η ΕΠΕΚ να μην είναι απλός «επενδυτής» αλλά εξειδικευμένος χρηματοδότης επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.

- Μέσα στον σκοπό της ΕΠΕΚ βρίσκεται και η απλή παροχή υπηρεσιών προς επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Τέτοιες υπηρεσίες είναι σχετικές με την έρευνα της αγοράς, την ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, την οργάνωση των επιχειρήσεων αυτών, καθώς και με κάθε άλλη υπηρεσία που αποβλέπει στην πραγματοποίηση των σκοπών της επιχείρησης. Αξίζει να παρατηρηθεί ότι οι ΕΠΕΚ δεν επιδοτούνται ούτε έχουν ευνοϊκές φορολογικές απαλλαγές από τα εισοδήματα που προέρχονται από την εν λόγω παροχή υπηρεσιών.
- Οι ΕΠΕΚ επιδοτούνται κατά 30% στο ποσό της επένδυσής τους και εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημά τους το 3% του ποσού του υπολοίπου των εγγυήσεων και των συμμετοχών που αναλαμβάνουν. Τα κέρδη των ΕΠΕΚ απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος και εμφανίζονται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών από την πώληση χρεωγράφων. Επίσης, φυσικά και νομικά πρόσωπα, που συμμετέχουν από κοινού με την ΕΠΕΚ στην πραγματοποίηση επενδύσεων έχουν το δικαίωμα να εκπέσουν από τα εισοδήματά τους μέχρι το 50% της συμμετοχής τους.
- Οι ΕΠΕΚ μπορεί να παρέχουν εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων σε καινοτομικές εταιρείες μέχρι του 20% των κεφαλαίων της ΕΠΕΚ ανά επιχείρηση.

- ο Οι ΕΠΕΚ μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με την έκδοση ομολογιακών δανείων μετατρέψιμων ή μη σε μετοχές. Οι μετοχές τους είναι ονομαστικές και μπορούν να εισάγονται στο χρηματιστήριο.
- ο Η συμμετοχή μιας ΕΠΕΚ σε μια εταιρεία δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΠΕΚ, σύμφωνα με την παράγραφο 4 του άρθρου 2 του Ν.1766/88.

Γενικά, ο νόμος του 1988 αν και αποτέλεσε ένα θετικό βήμα για την ενίσχυση των πρωτοποριακών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα, δεν αποδείχθηκε αποτελεσματικός και δεν λειτούργησε σύμφωνα με τις προσδοκίες του νομοθέτη. Τα βασικά προβλήματα που παρουσιάστηκαν ήταν:

(α) ο περιορισμός του σκοπού των ΕΠΕΚ σε επενδύσεις «υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας», ο οποίος επέβαλε μια στενή θεώρηση στη δραστηριότητά τους και αποστερούσε τη χρηματοδότηση από άλλους κλάδους με σημαντικές προοπτικές,

(β) η περίπλοκη γραφειοκρατική διαδικασία κατά την έγκριση των επιδοτήσεων, που σε πολλές περιπτώσεις αποτέλεσε ανασταλτικό παράγοντα στην υλοποίηση των επενδύσεων και

(γ) η καθιέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνεργασία με το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, ως εποπτικές αρχές, δημιούργησε πεδίο σύγκρουσης

αρμοδιοτήτων μεταξύ των δύο, καθώς η διατύπωση της διάταξης ήταν ιδιαίτερα ασαφής.

Στα πλαίσια του Ν.1775/88 ιδρύθηκαν μόνο τρεις εταιρείες και δεν υπεβλήθησαν πάνω από έξι αιτήσεις υπαγωγής, ενώ πραγματοποιήθηκε μια μόνο επένδυση.

### **Ο ΝΟΜΟΣ 2367/95 ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΚΕΣ**

Ο νόμος του 1988 αντικαταστάθηκε από τον Ν.2367/95. Με το νέο νόμο οι ΕΠΕΚ μετονομάστηκαν σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), οι οποίες όπως ορίζονται από το νόμο *“είναι ανώνυμες εταιρείες, που σκοπό έχουν τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα, των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα”*. Με τον νέο νόμο επεκτείνονται οι δραστηριότητες των ΕΚΕΣ σε χρηματοδότηση δραστηριοτήτων που έχουν τις προϋποθέσεις να αποδειχθούν ιδιαίτερα επιτυχείς σε διάφορους κλάδους και όχι μόνο σε δραστηριότητες υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Συνοπτικά, ο νόμος 2367/95 ορίζει τα παρακάτω:

- ο Το ελάχιστο κεφάλαιο των ΕΚΕΣ καθορίζεται στα 2.93 εκατ. ευρώ (1 δις δρχ) το οποίο, ως προς το κατώτατο όριό του, καταβάλλεται υποχρεωτικά σε μετρητά. Κατά τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται μια ικανοποιητική ρευστότητα κεφαλαίων των ΕΚΕΣ.

- Επιβολή περιορισμών στη συμμετοχή των μετόχων, ώστε ουδείς να υπερβαίνει το 30% του συνόλου, εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων που μπορεί να φτάσει στο 65%.
  
- Για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας που πραγματοποιούν οι ΕΚΕΣ επιχορηγούνται με 20% στο ποσό της συμμετοχής τους, λαμβανομένων υπ' όψιν και των δαπανών ίδρυσης και οργάνωσης, έρευνας αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού και απόκτησης τεχνογνωσίας. Η επιχορήγηση παρέχεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, μετά από σύμφωνη γνώμη της ΓΓΕΤ.
  
- Τα μη διανεμόμενα κέρδη της ΕΚΕΣ απαλλάσσονται καταρχήν από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, ενώ τα διανεμόμενα υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος 15% χωρίς άλλη φορολογική επιβάρυνση των δικαιούχων. Οι ρυθμίσεις αυτές ισχύουν εφόσον η ΕΚΕΣ έχει επενδύσει τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές, διατηρεί τις συμμετοχές για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια και το ποσοστό ελέγχου στις επιχειρήσεις αυτές δεν υπερβαίνει το 45% σε όλη τη διάρκεια της συμμετοχής.
  
- Οι υποχρεώσεις της ΕΚΕΣ, συμπεριλαμβανομένου και του 50% των συνολικών εγγυήσεων σε τρίτους για τη δανειοδότηση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, δεν πρέπει να ξεπερνούν τα ίδια κεφάλαιά της. Σε αντίθετη περίπτωση υποχρεούται η ΕΚΕΣ να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο στο πρώτο εξάμηνο της επόμενης

διαχειριστικής χρήσης, ώστε να αποκατασταθεί η σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τις υποχρεώσεις.

Ο πιο πρόσφατος Ν.2789/2000 διαφοροποίησε τη φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ σε 20% σε κάθε περίπτωση, απαλλάσσοντας έτσι τα μερίσματα που διανέμουν στους μετόχους τους από πρόσθετη επιβάρυνση, καταργώντας τις προϋποθέσεις του Ν. 2367/95 για να ισχύουν οι ευνοϊκές ρυθμίσεις, και εισάγοντας τη δυνατότητα αμοιβών και ποσοστών επί των κερδών για τα στελέχη των ΕΚΕΣ.

Τα σημαντικότερα μειονεκτήματα που παρουσιάζει ο νόμος 2367/95 υπογραμμίζονται από τον EVCA στην ετήσια δημοσίευση του 1999 (EVCA Yearbook 1999) και συνοψίζονται στα εξής:

- Δεν επιτρέπει σε κανέναν μέτοχο να κατέχει πάνω από το 30% των μετοχών της ΕΚΕΣ (εκτός των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που μπορούν να κατέχουν μέχρι το 65%), κάτι που είναι περιοριστικό γιατί αποκλείονται βασικές πηγές χρηματοδότησης των ιδίων των ΕΚΕΣ.
- Περιορίζει τις ΕΚΕΣ να μην επενδύουν άνω του 20% των ιδίων κεφαλαίων τους στην ίδια επιχείρηση.
- Δεν επιτρέπει την επένδυση σε κτηματικές, οικοδομικές και κατασκευαστικές εταιρείες, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών, τυχερών

παιχνιδιών και χρηματοπιστωτικών εργασιών, αθλητικά σωματεία και οργανισμούς, καθώς και σε επιχειρήσεις Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης.

- Η γραφειοκρατία και οι διαδικασίες που απαιτούνται για την έγκριση της επιχορήγησης είναι το ίδιο περίπλοκες με τον προηγούμενο νόμο.
- Οι φορολογικές απαλλαγές και η επιχορήγηση ισχύει μόνο για συμμετοχή σε επιχειρήσεις με έδρα εντός της ελληνικής επικράτειας.
- Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για τη δημιουργία μιας ΕΚΕΣ, ύψους 1.47 εκατ. ευρώ, μας παραπέμπει σε τραπεζικούς οργανισμούς και συντηρητικές τοποθετήσεις με βασικό κριτήριο τον κίνδυνο και όχι τη δυναμική της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

Παρά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει ο νόμος 2367/95 δημιούργησε μια ώθηση στην δραστηριότητα του venture capital στην χώρα μας και πολλές ΕΚΕΣ αναπτύχθηκαν κατά την περίοδο 1995-2003. Σήμερα, άλλωστε, η λειτουργία των ελληνικών ΕΚΕΣ διέπεται από τον νόμο αυτόν.

### **Ο ΝΟΜΟΣ 2992/2002 ΓΙΑ ΤΑ ΑΚΕΣ**

Το ΑΚΕΣ (Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών), είναι αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου, η λειτουργία του οποίου βασίζεται στις διατάξεις του νόμου 2992/2002. Τα κεφάλαια αυτά τα διαχειρίζονται εταιρείες που έχουν σαν σκοπό την διαχείριση ΑΚΕΣ. Τα κεφάλαια των ΑΚΕΣ επενδύονται κατά

προτίμηση σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους κατεχοχόν τομείς της νέας οικονομίας (ενδεικτικά: τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά) αλλά και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία.

Τα σημαντικότερα σημεία του Ν.2992/2002 είναι τα εξής:

- ο Το ΑΚΕΣ είναι αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου, ορισμένης χρονικής διάρκειας που δεν μπορεί να υπερβεί τα 15 χρόνια. Το ΑΚΕΣ επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε επιχειρήσεις που έχουν έδρα την Ελλάδα και δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ενώ επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές.
- ο Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του ΑΚΕΣ κατά τη σύστασή του είναι 3,000,000 ευρώ. Η συμμετοχή του κάθε μετόχου κατά τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 150,000 ευρώ και γίνεται με μετρητά.
- ο Διαχειριστής του ΑΚΕΣ είναι μια ανώνυμη εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100,000 ευρώ και αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.
- ο Περιορισμός της συμμετοχής του κάθε μεριδιούχου μέχρι το 20% του συνολικού ενεργητικού του ΑΚΕΣ.



- ο Απαλλαγή οποιασδήποτε φορολογικής επιβάρυνσης των ΑΚΕΣ ως οργανισμούς. Μόνο οι μέτοχοι φορολογούνται, όπως συμβαίνει σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες (αρχή της φορολογικής ουδετερότητας).
- ο Δίνεται η δυνατότητα μετατροπής οποιασδήποτε ΕΚΕΣ, που η λειτουργία της διέπεται από τον νόμο 2367/95, σε ΑΚΕΣ .

Η θεσμοθέτηση των ΑΚΕΣ αποτελεί μια ιδιαίτερα σημαντική εξέλιξη στην εγχώρια αγορά του venture capital, η οποία δείχνει να υιοθετεί την πολιτική και τις πρακτικές των υπολοίπων ευρωπαϊκών κρατών στον κλάδο. Εξάλλου, η Ελλάδα με την εξέλιξη αυτή δείχνει να δημιουργεί τις συνθήκες που θα εξασφαλίσουν την στρατηγικής σημασίας ανάπτυξη του venture capital για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

### **TANEO A.E.**

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του θεσμού του venture capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του «Ταμείου Νέας Οικονομίας Α.Ε.» («TANEO A.E.») με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα.

Το TANEΟ είναι ένα fund of funds, το οποίο έχει ως σκοπό τη στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα. Οι ελληνικές αρχές οδηγήθηκαν στην σύσταση του TANEΟ εξ' αιτίας της διαπίστωσης του μεγάλου ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων στη χώρα μας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 1995-1999 ο λόγος συνολικών κεφαλαίων προς επένδυση επιχειρηματικού κεφαλαίου ως ποσοστό επί του ΑΕΠ ήταν 0.028 για την Ελλάδα, ενώ για την ΕΕ ο μέσος όρος ήταν 0.159.

Το TANEΟ εντάχθηκε στις δράσεις για τη μετάβαση στην Κοινωνία της Πληροφορίας, συστάθηκε από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και αποσκοπεί στην εξεύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη της νέας οικονομίας στην Ελλάδα. Το απαιτούμενο ποσό που έπρεπε να συγκεντρωθεί για να ξεκινήσει η επενδυτική δραστηριότητα του TANEΟ ορίστηκε στα 150 εκατομμύρια ευρώ. Από τα 150 εκατομμύρια ευρώ, το δημόσιο θα κατέβαλλε τα 45, ενώ τα υπόλοιπα 105 θα προέρχονταν από εμπορικούς επενδυτές.

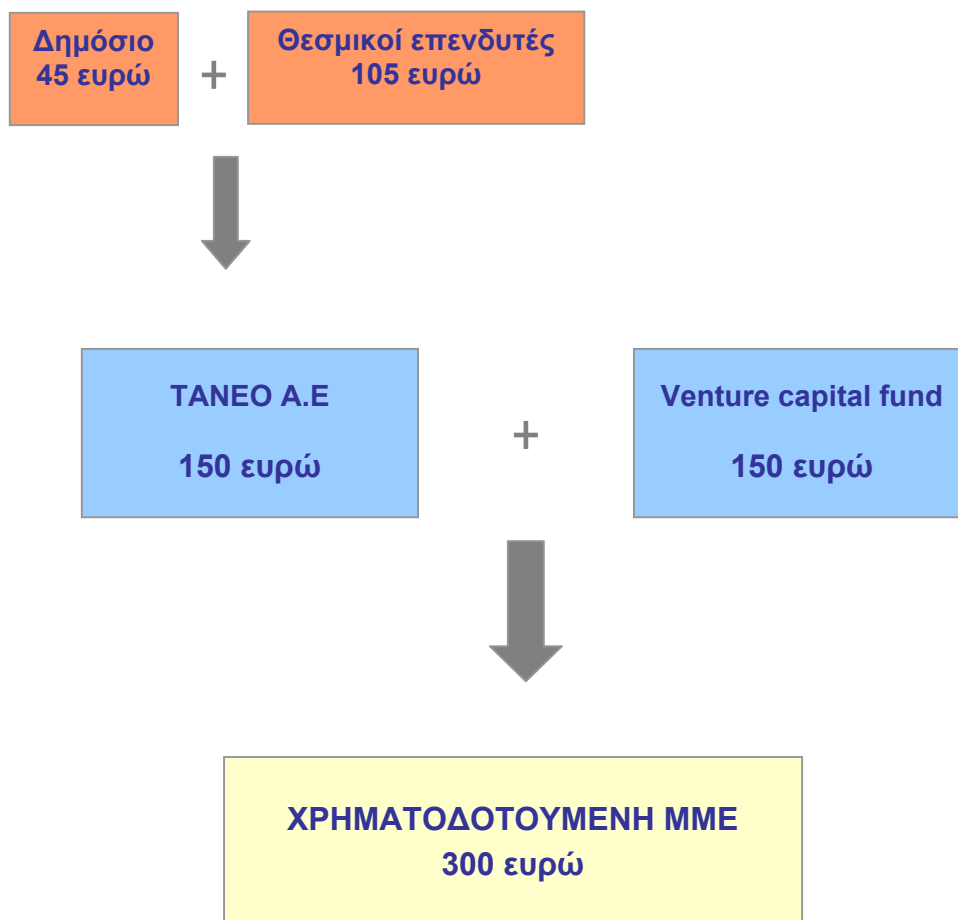
Ο δρόμος για την δραστηριοποίηση του TANEΟ άνοιξε μετά τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής επιτροπής τον Σεπτέμβριο του 2002 (N548/2002) που αναγνωρίζει τη συμβατότητα του καθεστώτος λειτουργίας του TANEΟ με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τη γνωμοδότηση αυτή ενεργοποιείται το πρώτο ελληνικό fund of funds και ξεκινά η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του TANEΟ, διαδικασία που ανέλαβαν η Deutsche Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Eurobank. Το

ενδιαφέρον για ιδιωτική συμμετοχή ήταν εξαιρετικά υψηλό και η έκδοση καλύφθηκε οκτώ φορές.

Τον Ιούνιο του 2003 (23/5/2003) ολοκληρώθηκε η διαδικασία ιδιωτικής συμμετοχής 35 Ελλήνων και, κυρίως, ξένων θεσμικών επενδυτών μέσω της οποίας συγκεντρώθηκε το ποσό των 105 εκατ. ευρώ, που μαζί με τα 45 εκατ. ευρώ που πήρε το TANEΟ μέσω του Δημοσίου Προγράμματος Επενδύσεων αποτέλεσαν το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. ευρώ. Το ποσοστό χρηματοδότησης του TANEΟ σε κάποιο fund δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% του συνολικού ποσού που πρόκειται να επενδυθεί. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το TANEΟ και το εκάστοτε venture capital fund χρηματοδοτούν μια επιχείρηση από κοινού με το ίδιο περίπου ποσό. Ουσιαστικά, το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. ευρώ που βρίσκεται στη διαχειριστική ευθύνη του TANEΟ αναμένεται να προσελκύσει άλλα 150 εκατ. ευρώ από τις εταιρείες venture capital, δηλαδή να διπλασιαστεί, φτάνοντας τα 300 εκατ. ευρώ που θα διατεθούν για επενδύσεις στη νέα οικονομία.

Στο Διάγραμμα 3.1 παρουσιάζεται σχηματικά η διαδικασία συγχρηματοδότησης μιας επιχείρησης από το TANEΟ και ενός venture capital fund. Από το διάγραμμα αυτό γίνεται σαφές ότι η δραστηριοποίηση του TANEΟ στην ελληνική αγορά venture capital λειτουργεί ως ένας χρηματοδοτικός οργανισμός ιδιαίτερα βοηθητικός της ανάπτυξης των επενδύσεων. Σε μια υποτιθέμενη συνολική επένδυση 300 ευρώ σε μια μικρομεσαία επιχείρηση το TANEΟ συνεισφέρει τα 150 ευρώ εκ των οποίων τα 45 ευρώ προέρχονται από το δημόσιο και τα 105 ευρώ από την ιδιωτική συμμετοχή που έχει προσελκύσει το

TANEO με τη σύστασή του, ενώ τα υπόλοιπα 150 ευρώ παρέχονται από την εταιρεία venture capital που έχει δημιουργήσει το fund.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1**

**Παράδειγμα συγχρηματοδότησης μιας επένδυσης 300 ευρώ**

Παράλληλα, το μέγιστο συνολικό ποσό που μπορεί να επενδυθεί σε μια επιχείρηση από το TANEO και ένα venture capital fund δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 3 εκατ. ευρώ, με τον πρόσθετο περιορισμό ότι το μέγιστο ποσό που θα εκταμιεύεται ανά εξάμηνο δεν θα ξεπερνά το 1 εκατ. ευρώ. Οι παραπάνω περιορισμοί που έχουν επιβληθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση αλλά και από τη στρατηγική του TANEO εξασφαλίζουν ότι αφενός οι επιχειρήσεις που

θα χρηματοδοτηθούν θα είναι αποκλειστικά μικρού και μεσαίου μεγέθους και αφετέρου ότι θα υπάρχει η εποπτεία των πεπραγμένων τους και του βαθμού υλοποίησης των στόχων που έχουν τεθεί. Σχετικά με το ρίσκο της επένδυσης, το TANEΟ αναλαμβάνει το μεγαλύτερο ρίσκο, κάτι που σημαίνει ότι σε περίπτωση αποτυχίας της επένδυσης, περισσότερο ζημιωμένο είναι το TANEΟ και λιγότερο το venture capital fund.

Όσον αφορά στη δομή και στη διαχείριση του TANEΟ, αυτή συνίσταται και διενεργείται από 4 όργανα: Τη Διοίκηση, το Σώμα των 35 θεσμικών επενδυτών, την Επενδυτική Επιτροπή και τη Wesport VC, το παλαιότερο «fund of funds» της Ευρώπης με έδρα τη Μ. Βρετανία και έντονη δραστηριότητα στο αντίστοιχο TANEΟ της ίδιας χώρας (UK Hitech Fund). Η Διοίκηση του TANEΟ, αν και τοποθετήθηκε αρχικά από την κυβέρνηση, έχει αιρετό χαρακτήρα και είναι επιφορτισμένη με την εισήγηση προτάσεων στην Επενδυτική Επιτροπή. Η Επενδυτική Επιτροπή αποτελείται από προσωπικότητες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου (τραπεζίτες, βιομηχάνους κλπ) και αποδέχεται ή απορρίπτει τις εισηγήσεις της Διοίκησης. Το Σώμα των θεσμικών επενδυτών μπορεί να μεταβάλλει τη σύνθεση της Διοίκησης και ασκεί τα δικαιώματα του TANEΟ. Μεταξύ της Διοίκησης και της Επενδυτικής Επιτροπής παρεμβάλλεται η εταιρεία Wesport, η οποία πρέπει και αυτή να εγκρίνει τις επενδυτικές προτάσεις, διαδραματίζοντας το ρόλο του επενδυτικού συμβούλου. Ο τρόπος αυτός διάρθρωσης του TANEΟ ευνοεί την αξιοκρατία και τη διαφάνεια στην επενδυτική πολιτική, αφού ο ρόλος του κράτους έχει περιοριστεί στην κατάρτιση του νομικού πλαισίου, στην προσφορά των 45 εκατ. ευρώ και τον αρχικό

διορισμό της διοίκησης. Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται χωρίς την επιρροή του κράτους και βασίζονται σε ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια.

Το TANEΟ έχει αναλώσει από τις αρχές του 2003 έως σήμερα γύρω στα 35 εκατ. ευρώ για τη δημιουργία venture capital funds που επενδύουν σε μικρομεσαίες εταιρείες στην Ελλάδα. Η πρώτη επένδυση του TANEΟ - αξίας 12 εκατ. ευρώ - είχε πραγματοποιηθεί το Μάιο 2003 στη δημιουργία του fund «Capital Connect Venture Partners» συνολικής αξίας 24 εκατ. ευρώ, από κοινού με το ασφαλιστικό ταμείο της πορτογαλικής τραπεζής Banco Espirito Santo, το ελβετικό fund of funds «CMA Technology Advisors» και ομάδα Ελλήνων εφοπλιστών. Η δεύτερη αφορούσε στη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ) «Zaitech Fund» συνολικής αξίας 30 εκατ. ευρώ από κοινού με την Τράπεζα Αττικής.

Στο μεταξύ, ισχυρό ενδιαφέρον για τη δημιουργία από κοινού με το TANEΟ ενός νέου fund συνολικής αξίας περίπου 20 εκατ. ευρώ, το οποίο θα επενδύει σε ελληνικές φαρμακευτικές ΜΜΕ, έχει εκδηλώσει ο μεγαλύτερος ευρωπαϊκός οργανισμός διαχείρισης κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών για την υγεία “Merlin Biosciences”. Η μεγάλη αυτή εταιρεία, που έχει διαχειριστεί συνολικά κεφάλαια 700 εκατ. ευρώ στον ευρωπαϊκό κλάδο του health care, ενδιαφέρεται για την εκμετάλλευση του ευνοϊκού νομοθετικού πλαισίου που ισχύει κατ’ εξαίρεση στην Ελλάδα στον τομέα της παρασκευής φαρμάκων, των οποίων λήγει το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας.

Επίσης, το TANEΟ έχει σχεδόν ολοκληρώσει τη δημιουργία ενός νέου fund υπό τον τίτλο «IBG Hellenic Fund II» συνολικής αξίας 16 εκατ. ευρώ. Εξ αυτών, το Ταμείο θα συνεισφέρει τα μισά κεφάλαια (8 εκατ. ευρώ), ο όμιλος Marfin θα διαθέσει 2.5 εκατ. ευρώ και τα υπόλοιπα 5,5 εκατ. ευρώ θα συνεισφέρουν γνωστά ονόματα του επιχειρηματικού και εφοπλιστικού κόσμου.

Τέλος, το TANEΟ αναμένεται να προχωρήσει στη δημιουργία ενός περιφερειακού venture capital fund. Πρόκειται για το πρώτο περιφερειακό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ) που ιδρύεται στην Ελλάδα με πρωτοβουλία του Επιμελητηρίου Ηρακλείου, της Παγκρήτιας Συνεταιριστικής Τράπεζας και του Πανεπιστημίου Κρήτης. Αποτελεί μάλιστα ενέργεια ενταγμένη στο υποπρόγραμμα SPINCRETE, που υλοποιείται στο πλαίσιο του Προγράμματος CRINNO – ΚΡΗΤΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΟΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑ και χρηματοδοτείται από το Περιφερειακό Πρόγραμμα Καινοτόμων Ενεργειών ΕΤΠΑ 2000 – 2006. Η σύσταση και λειτουργία αυτού του venture capital fund αναμένεται να τονώσει την τοπική οικονομική ανάπτυξη, να συμβάλλει στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και να δημιουργήσει υπεραξίες για τους επενδυτές, όπως έχει συμβεί σε παρόμοια εγχειρήματα που έχουν λειτουργήσει διεθνώς.

### **3.3 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ**

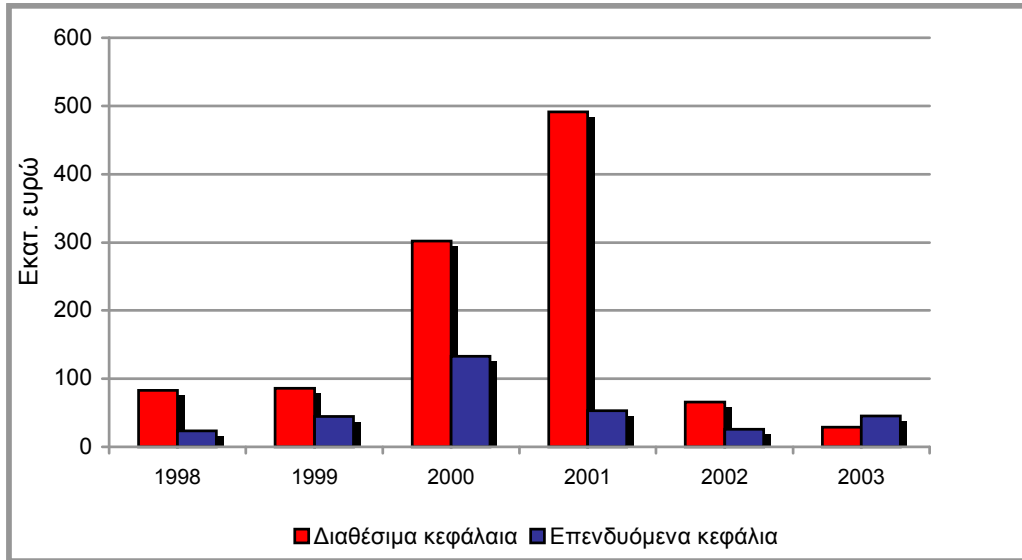
Η δραστηριότητα του venture capital στην Ελλάδα είναι αρκετά όψιμη σε σχέση με την αντίστοιχη της Ευρώπης και πολύ περισσότερο με αυτήν της Αμερικής.

Οι θεσμικοί περιορισμοί σε συνδυασμό με την απουσία επιχειρηματικής κουλτούρας που κυριαρχούσε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '90 ήταν τα κύρια αίτια της καθυστέρησης της ανάπτυξης εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική.

### **ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Με το Ν. 2367/95 και τις πιέσεις από τη διεθνή αγορά για σύγκλιση της ελληνικής επιχειρηματικής πρακτικής με αυτή της υπόλοιπης Ευρώπης δημιουργήθηκαν οι προϋποθέσεις άνθισης του venture capital στην Ελλάδα. Αφορμή για την ουσιαστική ανάπτυξη της ελληνικής αγοράς venture capital υπήρξε η δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς το 1999. Κατά το διάστημα αυτό οι ελληνικές ΕΚΕΣ παρουσίασαν εντυπωσιακές αποδόσεις και υπήρξε μεγάλη κινητικότητα στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιρειών. Η οικονομική κρίση όμως του ελληνικού χρηματιστηρίου από το 2001 και μετά είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση των επενδυμένων κεφαλαίων και την διακοπή της λειτουργίας αρκετών εταιρειών παροχής venture capital. Οι εταιρείες που απέτυχαν αποδείχτηκε ότι δεν είχαν ουσιαστικό σκοπό την ενίσχυση των νέων επιχειρηματικών προτάσεων αλλά συμμετείχαν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο της ανάπτυξής τους και εξασφάλιζαν μεγάλες αποδόσεις λόγω της υπερβολικής συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου.





Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του ΤΑΝΕΟ

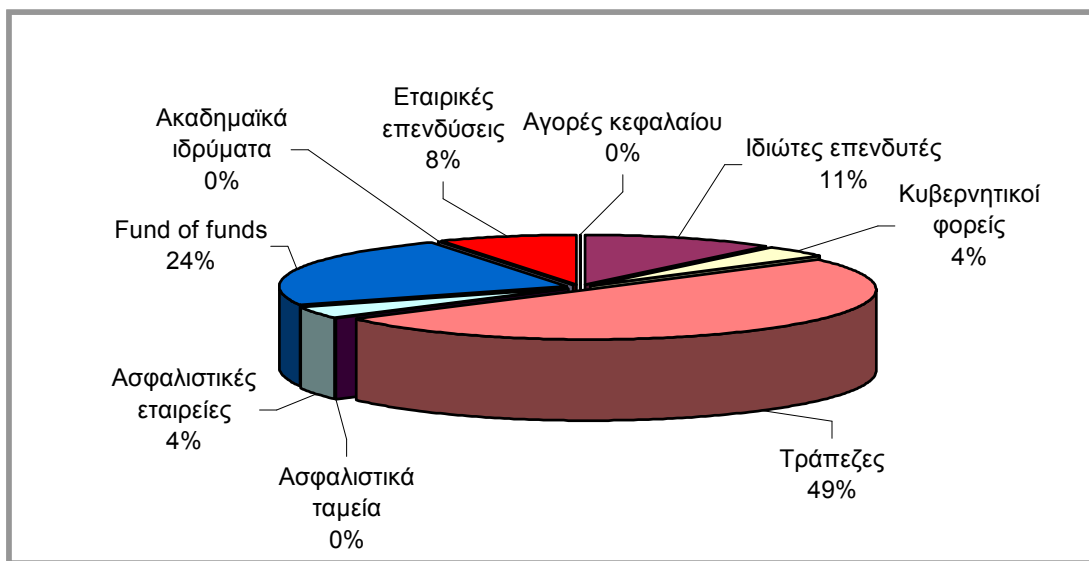
### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2

#### Διαθέσιμα και επενδυόμενα κεφάλαια venture capital στην Ελλάδα για την περίοδο 1998-2003

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζονται τα διαθέσιμα και τα επενδυόμενα κεφάλαια venture capital στην Ελλάδα από το 1998 έως το 2003. Στο διάγραμμα αυτό είναι φανερή η μεγάλη αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων σε venture capital από το 1999 έως το 2001, περίοδο μεγάλης ανόδου του ελληνικού χρηματιστηρίου. Η μεγάλη ύφεση που παρατηρείται για τις χρονιές 2002 και 2003 είναι προϊόν της κάμψης του χρηματιστηρίου. Όσον αφορά στα επενδυόμενα κεφάλαια η συμπεριφορά των μεγεθών είναι ανάλογη με αυτή των διαθέσιμων μέχρι το 2002, ενώ για το 2003 παρατηρείται αύξηση των venture capital επενδύσεων, γεγονός που αναδεικνύει τις μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης του θεσμού στη χώρα μας.

## ΟΙ ΠΗΓΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι ελληνικές εταιρείες venture capital αντλούν τα επενδυτικά τους κεφάλαια κυρίως από τράπεζες (49%) και από fund of funds (24%), ενώ ακολουθούν με μικρά ποσοστά οι εταιρικές επενδύσεις (8%), οι ιδιώτες επενδυτές (11%), οι κυβερνητικοί φορείς (4%) και οι ασφαλιστικές εταιρείες (4%).



Πηγή: Προσαρμοσμένο από στοιχεία του ΤΑΝΕΟ

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3

#### Πηγές άντλησης κεφαλαίων venture capital στην Ελλάδα για την περίοδο 1999-2003

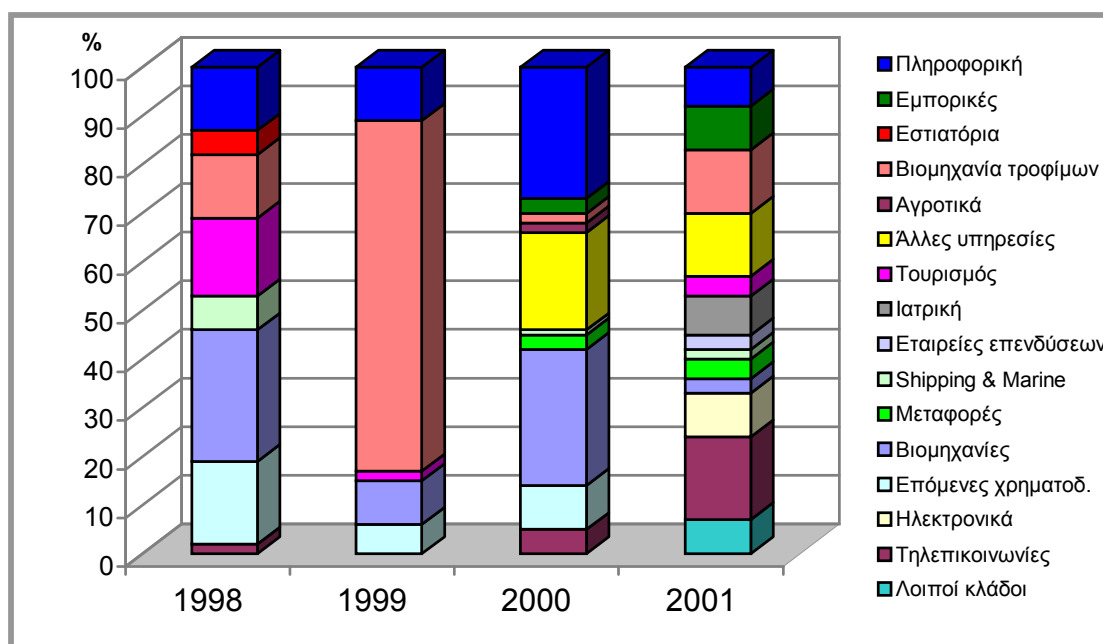
Η κατανομή των πηγών από τις οποίες αντλούνται τα κεφάλαια για venture capital στην Ελλάδα κατά την τετραετία 1999-2003 παρουσιάζεται γραφικά στο Διάγραμμα 3.3. Από τα ποσοστά που παρουσιάζονται στο διάγραμμα αυτό χαρακτηριστική είναι η ανυπαρξία των ασφαλιστικών ταμείων στην προσφορά κεφαλαίων venture capital, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στην Ευρώπη που τα

ασφαλιστικά ταμεία είναι η κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων με ποσοστό 23%. Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τα ασφαλιστικά ταμεία στη χώρα μας παράλληλα με την αναποτελεσματική επενδυτική λειτουργία τους, αποτελούν τους κυριότερους περιοριστικούς παράγοντες για τη μη συμμετοχή τους σε venture capital επενδύσεις. Η σημαντικότητα όμως της συμβολής των ασφαλιστικών ταμείων στην ανάπτυξη της αγοράς venture capital είναι υψηλή και αποδεικνύεται από την διεθνή πρακτική (Αμερική και Ευρώπη), γεγονός που καθιστά την αλλαγή του νομικού πλαισίου των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων επιτακτική, ώστε να ανοίξει ο δρόμος για συμμετοχή τους σε venture capital επενδύσεις.

Οι τράπεζες προσφέρουν περίπου το 50% των κεφαλαίων που αντλούνται στις venture capital επενδύσεις κάτι που οφείλεται στην προέλευση των ελληνικών εταιρειών venture capital που είναι ως επί το πλείστον θυγατρικές τραπεζικών ομίλων. Η συμμετοχή του ΤΑΝΕΟ, του νεοσύστατου fund of funds στην Ελλάδα, ανέρχεται στο 24% επιβεβαιώνοντας την ευεργετική του λειτουργία στην ενδυνάμωση της αγοράς venture capital. Τέλος, αξιοσημείωτη είναι η μικρή συμβολή (11%) των μη θεσμικών ιδιωτών (business angels) που παρέχουν κεφάλαια για επενδύσεις venture capital, όπως για παράδειγμα είναι η επένδυση «Ωνία Νετ» με επενδυτή τον Όμιλο Πουλιάδη (ο οποίος δεν είναι ΕΚΕΣ αλλά ένας μη θεσμικός business angel).

## ΟΙ ΚΛΑΔΟΙ ΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΕΙ ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η έρευνα του καθηγητή του Πανεπιστημίου Κρήτης Κ. Ζοπουνίδη και της Μ. Μπακατσάκη με τίτλο «Το venture capital στην Ελλάδα-Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας» που δημοσιεύτηκε στα τέλη του 2002 στο Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών και αποτελεί μια πανελλαδική έρευνα της δραστηριότητας venture capital στην Ελλάδα είναι ιδιαίτερα διαφωτιστική για τα στατιστικά στοιχεία της εγχώριας αγοράς, τη φύση και τη λειτουργία των ελληνικών ΕΚΕΣ.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από Ζοπουνίδη Κωσταντίνο – Μπακατσάκη Μαρία, «Το venture capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας»

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4

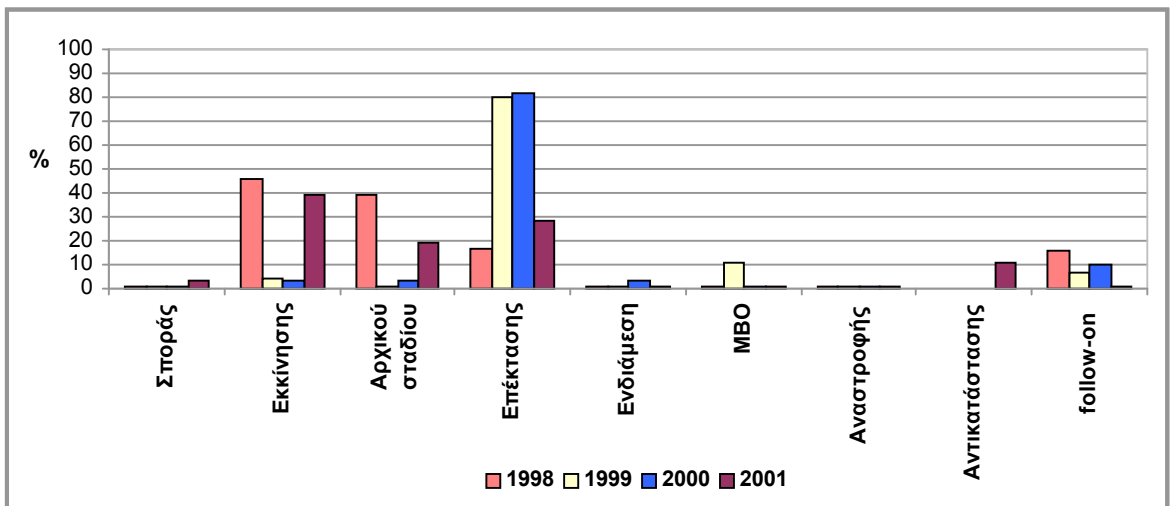
Οι κλάδοι που απορροφούν τα κεφάλαια venture capital στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1998-2001

Όπως παρουσιάζεται σε αυτήν την έρευνα και στο Διάγραμμα 3.4, τα κεφάλαια venture capital που έχουν επενδυθεί στην ελληνική αγορά έχουν απορροφηθεί κυρίως από τον κλάδο της βιομηχανίας και ιδιαίτερα από τη βιομηχανία τροφίμων. Συγκεκριμένα το 1999, όπως φαίνεται στο διάγραμμα, η βιομηχανία τροφίμων απορροφά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων (72%). Τα χρόνια όμως που ακολουθούν παρατηρείται αισθητή μείωση στο ποσοστό του συγκεκριμένου κλάδου, καθώς τα επενδυμένα κεφάλαια δείχνουν να απορροφώνται από διάφορους κλάδους. Η πληροφορική, οι τηλεπικοινωνίες, η βιομηχανία και οι υπηρεσίες είναι οι κλάδοι που χρηματοδοτούνται από venture capital κατά τα τελευταία δύο χρόνια (2000-2001). Η εξάπλωση της χρηματοδότησης του venture capital στην ελληνική αγορά τα τελευταία έτη έχει ως αποτέλεσμα την προσέλκυση επιχειρηματικών σχεδίων από διάφορους κλάδους, με μοναδική προϋπόθεση συμμετοχής τις προοπτικές επιτυχίας της επένδυσης. Εξάλλου, και η στρατηγική των ελληνικών επιχειρήσεων venture capital έχει στραφεί στη συμμετοχή σε επιχειρήσεις όχι μόνο της νέας οικονομίας, αλλά γενικότερα σε αυτές που ενσωματώνουν στην παραγωγική τους διαδικασία προηγμένες μορφές τεχνολογίας.

### **ΤΟ ΣΤΑΔΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Στην ίδια έρευνα αναφέρεται ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις venture capital κατά την περίοδο 1998 έως 2001 χρηματοδοτούσαν κυρίως ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη και επέκτασή τους, οι οποίες παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου. Στο Διάγραμμα 3.5 παρουσιάζονται οι επενδύσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ ανά στάδιο ανάπτυξης των επιχειρήσεων που

χρηματοδοτούν για την τετραετία αυτή. Το 1998, πριν τη μεγάλη άνοδο του χρηματιστηρίου, παρατηρείται ένα μεγάλο ποσοστό της τάξης του 45% σε start-up επενδύσεις, ενώ κατά την διετία της ανόδου του χρηματιστηρίου 2000-2001 παρατηρείται μεγάλη αύξηση των επενδύσεων σε ήδη υπάρχουσες επενδύσεις και κυρίως σε χρηματοδοτήσεις επέκτασης λόγω των υπερβολικών αποδόσεων που επιτυγχάνονταν. Με την πτώση όμως του χρηματιστηρίου, οι επενδύσεις του venture capital στην Ελλάδα άρχισαν να στρέφονται σε νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις και σε νέους επιχειρηματίες με ελκυστικά επιχειρηματικά σχέδια. Η στροφή αυτή έχει ξεκινήσει από το 2001 και συνεχίζεται ως σήμερα. Είναι φανερό και από το Διάγραμμα 3.5 ότι οι venture capital επιχειρήσεις κατά τη διετία 1999-2000 προτιμούν τη χρηματοδότηση επέκτασης ενώ πριν και μετά από αυτήν την περίοδο οι χρηματοδοτήσεις σε αρχικά στάδια ανάπτυξης καταλαμβάνουν αρκετά μεγάλο ποσοστό.



Πηγή: Προσαρμοσμένο από Ζοπουνίδη Κωσταντίνο - Μακατσάκη Μαρία, «Το venture capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας»

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.5**  
**Ποσοστά επενδύσεων ανά στάδιο επένδυσης σε venture capital**  
**για την περίοδο 1998-2001**

Για την αύξηση του ενδιαφέροντος των ελληνικών εταιρειών venture capital σε νεοσύστατες επιχειρήσεις σημαντική είναι η συμβολή του TANEΟ που χρηματοδοτεί καινοτόμες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξής τους. Η τάση μετατόπισης του ενδιαφέροντος των venture capital επενδύσεων σε νέες επιχειρήσεις επικρατεί άλλωστε και σε πανευρωπαϊκό επίπεδο στην αγορά του venture capital.

### **ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΟΥΝ ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL**

Οι ελληνικές εταιρείες venture capital παρέχουν στις επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν, εκτός από χρηματοοικονομική υποστήριξη, και άλλες υπηρεσίες, όπως συμβουλευτικές για τη στρατηγική και την επιχειρηματική τους πρακτική, τον οικονομικό προγραμματισμό, τη διαχείριση των ανθρωπίνων πόρων και την εξάπλωσή τους σε νέες αγορές. Επειδή η συμμετοχή τους, ως γνωστόν, εμπεριέχει υψηλά επίπεδα κινδύνου επιδιώκουν να εκπροσωπούνται στο συμβούλιο των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν.

Για τις παραπάνω λειτουργίες οι ελληνικές εταιρείες venture capital αποτελούνται από έμπειρα στο χώρο στελέχη με ιδιαίτερα υψηλό μορφωτικό επίπεδο. Σύμφωνα με την έρευνα “The Venture Capitals: A critical approach” του Οικονομικού Πανεπιστημίου της Αθήνας (ΟΠΑ) που έγινε με τη χορηγία του TANEΟ το 2002, το 64% των στελεχών των ελληνικών εταιρειών venture capital έχουν εμπειρία σε χρηματοοικονομικά θέματα, το 23% στον τεχνολογικό χώρο

και το 12% έχει ακαδημαϊκή εμπειρία σε άλλους κλάδους. Παράλληλα, το 74% κατέχει μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών, το 19% κατέχει πτυχίο κάποιας οικονομικής ή τεχνολογικής σχολής και το 7% κατέχει διδακτορικό τίτλο.

Τέλος, όσον αφορά στη γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων του venture capital στην Ελλάδα, η συντριπτική πλειονότητα αυτών βρίσκεται στην Αττική, περίπου γύρω στο 80%, ακολουθεί η Θεσσαλονίκη με ποσοστό γύρω στο 10% και ακολουθούν οι υπόλοιπες περιοχές της Ελλάδας.

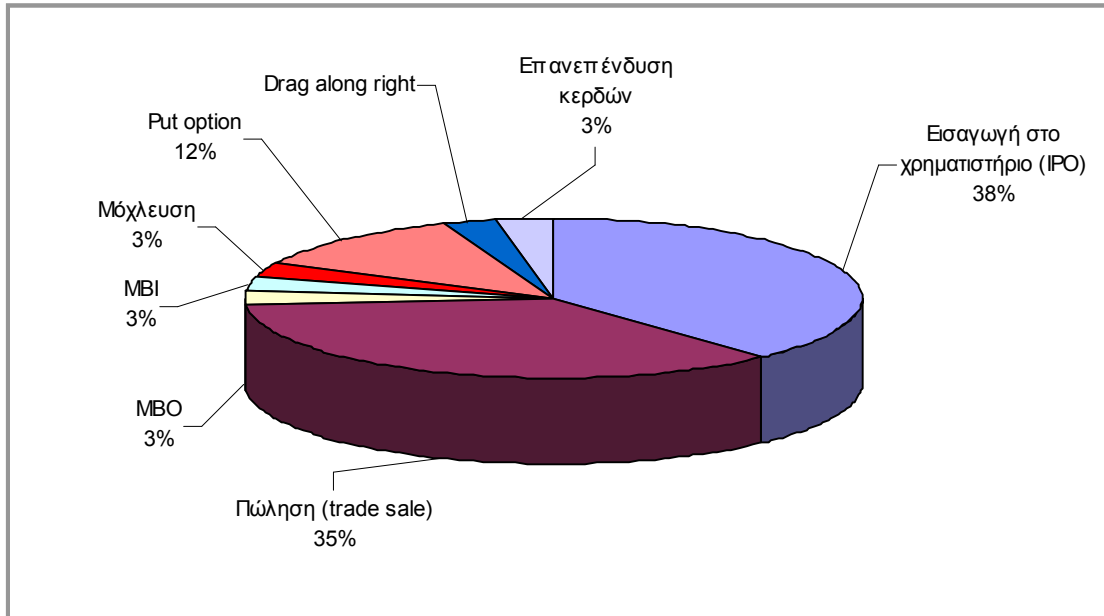
### **ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΞΟΔΟΥ ΠΟΥ ΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝΤΑΙ**

Η ρευστοποίηση της επένδυσης είναι ένα από τα κυρίαρχα κριτήρια για το αν η εταιρεία venture capital θα προχωρήσει σε μια υποψήφια χρηματοδότηση. Η συμμετοχή της εταιρείας venture capital σε μια επιχείρηση είναι μεσοπρόθεσμη (5-7 έτη) και έχει ως σκοπό την αύξηση της αξίας της επιχείρησης μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα, έτσι ώστε να επιτευχθεί η μεγαλύτερη δυνατή απόδοση κατά την έξοδο από την επένδυση. Κατά την περίοδο 1998-2000 οι έξοδοι μέσω της μεθόδου της εισαγωγής στο χρηματιστήριο (IPO) κατέγραψαν τεράστιες αποδόσεις και πολλές ρευστοποιήσεις συμμετοχών πραγματοποιήθηκαν με τον τρόπο αυτόν.

Στο Διάγραμμα 3.6 παρουσιάζονται οι μέθοδοι εξόδου που έλαβαν χώρα στις επενδύσεις των ελληνικών εταιρειών, όπως αυτές καταγράφηκαν στην έρευνα του ΟΠΑ και του ΤΑΝΕΟ που προαναφέρθηκε. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα αυτό εκτός της μεθόδου του IPO, χρησιμοποιείται σε μεγάλο



ποσοστό η μέθοδος της πώλησης σε κάποιον στρατηγικό επενδυτή (trade sale), χωρίς να αποκλείονται και άλλες μέθοδοι όταν αυτό κρίνεται σκόπιμο, όπως είναι αυτές του MBO, MBI, put option κ.α.



Πηγή: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΤΑΝΕΟ "The Venture Capitals: A critical approach", 2002 p. 154

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.6

#### Οι μέθοδοι εξόδου που ακολουθούν οι ελληνικές εταιρείες venture capital

Η απόφαση για τη μέθοδο που ακολουθείται για τη ρευστοποίηση της επένδυσης είναι άμεσα εξαρτώμενη από τη φύση της συγκεκριμένης επένδυσης και το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιείται. Τέλος, πολύ συχνή είναι η περίπτωση της αποτυχίας μιας επένδυσης, της αδυναμίας δηλαδή να επιτύχει τις προσδοκώμενες αποδόσεις. Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία venture capital αποσύρεται από τη συμμετοχή με έναν από τους παραπάνω τρόπους λαμβάνοντας σε πολλές περιπτώσεις και αρνητική απόδοση.

### **3.4 ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL**

Σήμερα λειτουργούν περίπου 14 εταιρείες venture capital στην Ελλάδα, άλλες με τη μορφή ΕΚΕΣ που υπάγονται στο Ν.2367/95 και άλλες ως διαχειρίστριες ΑΚΕΣ σύμφωνα με το Ν.2992/2002. Επίσης, νέες μορφές εταιρειών, όπως οι θερμοκοιτίδες επιχειρηματικότητας, έχουν αρχίσει να δημιουργούνται επιβεβαιώνοντας την κινητικότητα στην αγορά του venture capital στην Ελλάδα. Στη συνέχεια παρουσιάζεται το προφίλ της πλειονότητας ελληνικών εταιρειών venture capital.

#### **ΕΘΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ**

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών (NBG Venture Capital) είναι μια ελληνική εταιρεία venture capital-private equity που επενδύει σε επιχειρηματικές ευκαιρίες κυρίως στην Ελλάδα και την Νοτιοανατολική Ευρώπη. Η NBG Venture Capital ιδρύθηκε το 1999, απασχολεί 11 εξειδικευμένους αναλυτές επενδύσεων, κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά του venture capital και είναι έμμεση θυγατρική της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (NBG). Το γεγονός αυτό προσδίδει αξία στην επιχείρηση, η οποία χρησιμοποιεί τη μεγάλη αναγνωρισιμότητα και το περιφερειακό δίκτυο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς επίσης και τις δεξιότητες και την εμπειρία των επαγγελματιών που τη στελεχώνουν.

Η NBG Venture Capital διαχειρίζεται την περίοδο αυτή τρία funds με 135 εκατ. ευρώ συνολικά δεσμευμένα κεφάλαια:

1. Το NBG Greek Fund Limited με κεφάλαιο 45 εκατ. ευρώ που επενδύονται στην Ελλάδα και επιλεκτικά στη Δυτική Ευρώπη.
2. Το NBG Emerging Europe Fund LP με κεφάλαιο 30 εκατ. ευρώ για επενδύσεις κυρίως στην αναδυόμενη Ευρώπη, με ιδιαίτερη εστίαση στα Βαλκάνια και επιλεκτικά σε άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου.
3. Το NBG Technology LP με κεφάλαιο 60 εκατ. ευρώ για επενδύσεις στον τεχνολογικό κλάδο, τις βιομηχανίες Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και Τηλεπικοινωνιών (TMT), κυρίως στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Τα κριτήρια που πρέπει να πληροί μια εταιρεία προκειμένου να επενδύσει σε αυτήν η NBG Venture Capital είναι τα εξής:

- Ραγδαίοι ρυθμοί ανάπτυξης
- Ισχυρή Διοίκηση
- Ανάγκη κεφαλαίων

Η NBG Venture Capital πραγματοποιεί επενδύσεις στην Ελλάδα και την Ευρώπη με σκοπό τις προοπτικές απόδοσης της κάθε επένδυσης. Τα

κεφάλαια αντλούνται κυρίως από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και για το λόγο αυτό χαρακτηρίζεται ως μια εξαρτημένη (captive) εταιρεία venture capital. Στη συνέχεια αναλύεται η επενδυτική στρατηγική της εταιρείας σε καθεμιά από τις γεωγραφικές περιοχές που δραστηριοποιείται.

### ***Επενδύσεις στην Ελλάδα***

Η NBG Venture Capital διερευνά τις ευκαιρίες επένδυσης σε όλο το φάσμα της ελληνικής αγοράς. Δίνει ιδιαίτερη προσοχή στους τομείς υψηλής προστιθέμενης αξίας με σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης. Παράλληλα εξετάζονται δυνατότητες επένδυσης σε επιχειρήσεις που επιδεικνύουν δυνατότητες κερδοφορίας μέσω της λειτουργικής και διευθυντικής βελτίωσης.

Το μέγεθος των κεφαλαίων που επενδύονται κυμαίνεται από αρκετές εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ μέχρι και 10 εκατ. ευρώ. Οι μεγάλες επενδύσεις πραγματοποιούνται με τη συμμετοχή στρατηγικών επενδυτών ή άλλων χρηματοδοτικών οργανισμών. Εξετάζονται επενδύσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε οποιοδήποτε στάδιο ανάπτυξης, από αυτές που βρίσκονται στο στάδιο εκκίνησης μέχρι αυτές που βρίσκονται σε ώριμο στάδιο ανάπτυξης.

Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που διαθέτει η NBG Venture Capital εντοπίζεται στο ισχυρό εμπορικό σήμα και το ισχυρό δίκτυο του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (NBG). Η εταιρεία προάγει συνέργειες με τον Όμιλο NBG τόσο για λόγους ανεύρεσης εταιρειών προς επένδυση όσο και για λόγους due diligence. Με τον τρόπο αυτό οι επιχειρηματίες μπορούν να ωφεληθούν

από τη συνεργασία τους με την NBG Venture Capital λόγω της σχέσης της με τον κυρίαρχο χρηματοδοτικό οργανισμό στην Ελλάδα.

Αντιπροσωπευτική επένδυση της NBG Venture Capital στην Ελλάδα είναι η χρηματοδότηση στην Agris, μιας από τις ηγετικές επιχειρήσεις αγρο-τεχνολογίας στην Ελλάδα. Η Agris έχει έδρα τη Θεσσαλονίκη και εμπλέκεται ενεργά στην παραγωγή και το εμπόριο καλλιεργήσιμων σπόρων. Η Agris χρησιμοποίησε τη χρηματοδότηση του venture capital προκειμένου να δραστηριοποιηθεί στην ραγδαία αυξανόμενη αγορά των σποριόφυτων, αποκτώντας τεχνογνωσία μέσω μιας στρατηγικής συμφωνίας με μια ηγετική διεθνή εταιρεία της αγοράς.

### ***Επενδύσεις στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης***

Η NBG Venture Capital επενδύει κεφάλαια κυρίως στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία, καθώς επίσης και σε άλλες αναδυόμενες χώρες της Ευρώπης, όπως η Σερβία, η Τουρκία, η Αίγυπτος και η ΠΓΔΜ, εκμεταλλευόμενη με τον τρόπο αυτό την ισχυρή παρουσία του Ομίλου NBG στις περιοχές αυτές. Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται κυμαίνονται μεταξύ 1 μέχρι 5 εκατ. ευρώ, χωρίς να αποκλείεται και η αξιολόγηση μεγαλύτερων επενδύσεων με ανεύρεση επιπλέον κεφαλαίων είτε από την NBG είτε από άλλους στρατηγικούς επενδυτές.

Συγκεκριμένα στην Τουρκία η NBG Venture Capital πραγματοποιεί επενδύσεις από κοινού με το τουρκικό Private Equity Fund I LP. Πρόκειται για ένα fund 41 εκατ. ευρώ στο οποίο η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος είναι στρατηγικός επενδυτής. Το fund διοικείται από μια τοπική θυγατρική εταιρεία της Advent

International που είναι μια διεθνής ηγετική εταιρεία Private Equity με 6 εκατ. δολάρια υπό τη διαχείριση της.

Αντιπροσωπευτική επένδυση της NBG Venture Capital στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης είναι αυτή στην βουλγαρική επιχείρηση Dovere Brico AD. Η επιχείρηση αυτή προγραμματίζει να αναπτύξει μια αλυσίδα καταστημάτων Do-It-Yourself στη Βουλγαρία και άλλες γειτονικές χώρες με το εμπορικό όνομα μεγάλης γαλλικής αλυσίδας τέτοιου είδους καταστημάτων. Το πρώτο κατάστημα ξεκίνησε τη λειτουργία του επιτυχώς στη Σόφια και η επιχείρηση είναι στο στάδιο δημιουργίας επιπλέον καταστημάτων. Η συγκεκριμένη επένδυση θα αποτελέσει αντικείμενο εκτενέστερης ανάλυσης στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης.

### ***Επενδύσεις σε τεχνολογία***

Η NBG Venture Capital έχει διαπιστώσει τη δυνατότητα της Ελλάδας να αναπτυχθεί σε μια νέα ευρωπαϊκή κοιτίδα τεχνολογίας. Έχει δημιουργήσει για το λόγο αυτό μια ομάδα παροχής πόρων έρευνας και ανάπτυξης, που σε συνεργασία με την παγκόσμια εμπειρία της ελληνικής διασποράς στον χώρο της τεχνολογίας θα παρέχει τη δομική μονάδα για την ίδρυση δυναμικών νέων επιχειρήσεων σε διάφορους τομείς της τεχνολογίας. Η NBG Venture Capital στοχεύει να επενδύσει στην αναξιοποίητη αυτή ελληνική δυνατότητα και κυρίως σε επιχειρήσεις εντάσεως τεχνολογίας που βρίσκονται σε πρώιμα στάδια ανάπτυξης (early stage).

Ιδιαίτερα υποστηρικτικό ρόλο σε αυτή τη δραστηριότητα της NBG Venture Capital διαδραματίζει η εδραίωση στρατηγικών συνεργασιών με επιχειρήσεις venture capital και με βιομηχανίες τόσο σε διεθνές όσο και σε τοπικό επίπεδο. Ανάμεσα στους συνεργάτες της NBG Venture Capital περιλαμβάνεται η Microsoft, η οποία ενεργεί ως σύμβουλος τεχνολογίας στην NBG Technology παρέχοντας τη μοναδική τεχνογνωσία και το εμπορικό δίκτυο της μεγαλύτερης επιχείρησης λογισμικού στον κόσμο. Σε τοπικό επίπεδο, η iVen A.E. αποτελεί την πρώτη ελληνική θερμοκοιτίδα (incubator), υποστηρίζοντας τα πρώτα βήματα των νέων επιχειρηματικών προσπαθειών και αποτελεί στενό τοπικό συνεργάτη της NBG Venture Capital που χρηματοδότησε και την ίδρυση της iVen.

Αντιπροσωπευτικές επενδύσεις της NBG Venture Capital σε επιχειρήσεις τεχνολογίας στην Ελλάδα είναι η επένδυση στην Theta Microelectronics Inc. και στη Forth Photonics, αμφότερες με επιχειρηματική δραστηριότητα σε ιδιαίτερα ανεπτυγμένες τεχνολογικές εφαρμογές.

### ***Επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη***

Η NBG Venture Capital πραγματοποιεί επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη παράλληλα με επιτυχημένες επιχειρήσεις ή επιχειρηματίες. Έχει ιδρύσει μια θυγατρική εταιρεία την NBGI Private Equity με έδρα το Λονδίνο, η οποία πραγματοποιεί επενδύσεις σε παραδοσιακές μικρομεσαίες επιχειρήσεις της «παραδοσιακής οικονομίας» σε όλο το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική

Ευρώπη. Η NBGI Private Equity διαχειρίζεται ένα fund 100 εκατ. ευρώ και παρέχει χρηματοδότηση ύψους 2-15 εκατ. αγγλικών λιρών.

Μια αντιπροσωπευτική επένδυση που έχει προκύψει από τη συνεργασία του NBG Greek Fund με την NBGI Private Equity είναι η επένδυση στην easyCar που ιδρύθηκε από τον Στέλιο Χατζηγιάννου. Η easyCar είναι μια πανευρωπαϊκή επιχείρηση χαμηλού κόστους ενοικιάσεως αυτοκινήτων.

### ***Έξοδος από την επένδυση***

Η NBG Venture Capital επιδιώκει να ρευστοποιήσει τις επενδύσεις της σε διάστημα πέντε ετών. Επειδή δεν μπορεί να στηριχθεί στις τοπικές κεφαλαιαγορές, η έξοδος επιδιώκεται μέσω put option σε έναν στρατηγικό επενδυτή ή μέσω της διαδικασίας πώλησης σε έναν εμπορικό αγοραστή ή άλλο επενδυτή (trade sale).

### **GLOBAL FINANCE**

Η Global Finance είναι μια ΕΚΕΣ που ιδρύθηκε το 1991 και κατέχει και αυτή ηγετική θέση στο χώρο του venture capital στην Ελλάδα. Στηρίχθηκε από κεφάλαια ξένων θεσμικών, όπως της εταιρείας Baring Ventures Partners (μέλος του χρηματοοικονομικού ομίλου Baring Partners), ενώ βασικοί μέτοχοι ήταν και η Εθνική Τράπεζα, η ΕΤΕΒΑ, η Eurobank και η Βιοχάλκο. Χρηματοδοτεί επιχειρήσεις κυρίως με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Η Global



Finance έχει γραφεία στην Αθήνα, το Βουκουρέστι και το Κίεβο, απασχολεί 30 άτομα προσωπικό και θεωρείται εταιρεία διαχείρισης και διοίκησης των private equity funds. Η εταιρεία από το 1991 διαχειρίζεται το σημαντικότερο fund που έχει δημιουργηθεί στην Ελλάδα, το Baring Hellenic Ventures (BHV), και θεωρείται ένα από τα πιο επιτυχημένα funds στην ευρωπαϊκή αγορά σύμφωνα με τον EVCA.

Η φιλοσοφία των επενδύσεων της Global Finance είναι αμιγώς αναπτυξιακή και στοχευμένη σε επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοοικονομική και διοικητική υποστήριξη προκειμένου να πραγματοποιήσουν τα φιλόδοξα σχέδιά τους. Τα βασικά κριτήρια που χρησιμοποιεί για την επιλογή των επιχειρήσεων που θα χρηματοδοτήσει είναι τα ακόλουθα:

- Φιλόδοξη και επιτυχημένη ομάδα διοίκησης.
- Προοπτική ταχείας ανάπτυξης και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.
- Λογική τιμή.
- Ευκολία ρευστοποίησης.
- Σχετικά ώριμο στάδιο ανάπτυξης.

Η επενδυτική πολιτική της Global Finance στηρίζεται στη hands on προσέγγιση, δηλαδή στην ενεργή συμμετοχή στη διοίκηση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων μέσω της παροχής πλήρους υποστήριξης και συνεργασίας στους επιχειρηματίες, ώστε να επιτευχθεί η ουσιαστική ανάπτυξη της επιχείρησης που θα αποφέρει και τις επιθυμητές αποδόσεις. Συνήθως αναλαμβάνει μειοψηφική συμμετοχή, αφήνοντας τον έλεγχο και την ιδιοκτησία στην υπάρχουσα διοίκηση.

Η Global Finance είναι η πρώτη εταιρεία που εισήγαγε τα Management Buy Outs (MBOs) και τα Management Buy Ins (MBIs) στην ελληνική αγορά. Συνεργάζεται με επιχειρήσεις που παρέχουν σχέδια αναδόμησης και με επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ζητήματα αναδιάρθρωσης του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επιχείρησης, δίνοντας με τον τρόπο αυτό λύσεις σε πιθανά προβλήματα τέτοιου είδους για τη διοίκηση των επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει.

Τα κέρδη πραγματοποιούνται συνήθως μέσω της εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Η μέθοδος αυτή αποτελεί και τη βασική μέθοδο εξόδου της Global Finance από την επένδυση, ενώ ως εναλλακτικές λύσεις θεωρούνται επίσης η εμπορική πώληση (trade sale) και η μέθοδος του MBO.

### ***Επενδύσεις στην Ελλάδα***

Η Global Finance διαχειρίζεται 3 funds που έχουν ως επενδυτικό στόχο την ελληνική αγορά, με κεφάλαια ύψους 320 εκατομμυρίων δολαρίων που προέρχονται τόσο από την εγχώρια όσο και από τη διεθνή αγορά:

1. Το Baring Hellenic Ventures (BHV) που ξεκίνησε τον Νοέμβριο του 1991 και επενδύθηκε μέχρι το 1996. Η επένδυση αυτή εστίασε σε επιχειρήσεις με αναπτυξιακές προοπτικές, ιστορικό υψηλών επιδόσεων και ισχυρό brand name. Μεταξύ των εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν συγκαταλέγονται η

Goody's, η Chipita, η Babyland, ο Γερμανός κ.α. Το BHV συγκαταλέγεται ανάμεσα στα πιο επιτυχημένα funds της ευρωπαϊκής αγοράς.

2. Το Global Capital Investors (GCI) που ιδρύθηκε το Δεκέμβριο του 1997, συνέχισε την κύρια δραστηριότητα του BHV δίνοντας παράλληλα έμφαση στις επενδύσεις σε τεχνολογία και επένδυσε σε ελληνικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό και εισήγαγε τα MBOs.
3. Το Global Capital Investors II (GCI II), το οποίο είναι ένα Fund 200 εκατομμυρίων ευρώ από την ελληνική και ξένη επενδυτική βάση της Global Finance. Το fund αυτό έκλεισε τον Απρίλιο του 2000 και επενδύεται ως σήμερα.

### ***Επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη***

Η Global Finance, εκτός από την επενδυτική της δραστηριότητα στην Ελλάδα, διαχειρίζεται επίσης δυο ειδικευμένα funds για επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη, το Euro Merchand Balkan Fund και το Black Sea Fund με συνολικό κεφάλαιο 90 εκατομμυρίων δολαρίων.

Το χαρτοφυλάκιο των εταιρειών στις οποίες έχει επενδύσει η Global Finance τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ανατολική Ευρώπη παρουσιάζεται στους Πίνακα 3.1 και Πίνακα 3.2. Στη δεξιά στήλη του Πίνακα 3.1 με το ελληνικό χαρτοφυλάκιο εταιρειών αναφέρονται οι μέθοδοι εξόδου της εταιρείας από την εκάστοτε επένδυση. Όπως φαίνεται από τον πίνακα αυτόν οι επιχειρήσεις που

έχει χρηματοδοτήσει η Global Finance ανήκουν σε ένα ευρύ φάσμα της αγοράς (εμπόριο, τεχνολογία, βιομηχανία τροφίμων κ.α.) και όχι σε ένα συγκεκριμένο κλάδο. Τέλος, παρατηρείται ότι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος εξόδου της Global Finance είναι η έξοδος μέσω της εισόδου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης στο χρηματιστήριο.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1**

**Το χαρτοφυλάκιο των ελληνικών επενδύσεων της Global Finance**

Εταιρείες	Κλάδος	Έτος	Έξοδος
Goodys	Fast-food	1992	ΧΑΑ
Ένδυση	Ενδύματα	1992	ΧΑΑ
Chipita	Snack food	1992	ΧΑΑ
Mark Aalen	Οπτικά	1993	-
Επιφάνεια	Εκδόσεις	1993	ΧΑΑ
Maxim	Υφάσματα	1994	ΧΑΑ
Μάγκος	Ψηφιακή επεξεργασία εικόνας και ήχου	1994	-
Babyland	Αλυσίδα παιχνιδιών	1995	ΧΑΑ
Eurodrip	Συστήματα άρδευσης	1995	ΧΑΑ
DIS	Λογισμικό	1995	ΧΑΑ
Παναγία	Υγεία	1996	ΧΑΑ
Γερμανός	Τηλεπικοινωνίες/ενέργεια	1996	ΧΑΑ
Χατζηιωάννου	Panty hose producer	1998	ΧΑΑ
Διακίνηση	Logistics	1998	ΧΑΑ
Γρηγόρης	Αλυσίδα Snack food	1998	ΧΑΑ
Computer Logic	Λογισμικό	1998	ΧΑΑ
Eurodrip Inc	Συστήματα άρδευσης	1998	-
Δωδώνη	Παγωτά	1999	-
Sea Farm Ionian	Ιχθυοκαλλιέργεια	1999	ΧΑΑ
Μπουτάρη	Οινοποιεία/ Ζυθοποιεία	1999	ΧΑΑ
Profile Systems	Ειδικές εφαρμογές λογισμικού	1999	ΧΑΑ
Information Dynamics	Συστήματα ολοκλήρωσης	1999	ΧΑΑ
Τέμενος Holdings NV	Επιχειρηματικές λύσεις λογισμικού	2000	SWX
Zephyr Telecommunications Inc.	Τηλεπικοινωνίες IP	2000	-
NetMed BV	Συνδρομητική τηλεόραση	2000	-
Yioula Glassworks SA	Βιομηχανία υαλικών	2001	-
Lanitis Development LTD	Ολοκληρωμένες υπηρεσίες αναψυχής	2002	CSE

Πηγή: [www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)

ΧΑΑ: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

SWX: Χρηματιστήριο Σουηδίας

CSE: Χρηματιστήριο Κύπρου.

Στον Πίνακα 3.2 αποτυπώνεται η δραστηριοποίηση της εταιρείας στην Βουλγαρία και τη Ρουμανία που χαρακτηρίζονται ως οι πλέον συμφέρουσες επενδύσεις εκτός Ελλάδας για τις εταιρείες venture capital. Οι κλάδοι που προτιμώνται στις χώρες αυτές είναι κυρίως οι βιομηχανίες τροφίμων (π.χ. οι επενδύσεις στη Chipita Ρουμανίας, Πολωνίας και Βουλγαρίας) χωρίς να αποκλείονται και οι επιχειρηματικές δραστηριότητες που στηρίζονται στην τεχνολογία (π.χ. η επένδυση στη MobilRom στη Ρουμανία).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2

#### Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων της Global Finance στην Ανατολική Ευρώπη

Εταιρείες	Partner	Κλάδος	Έτος	Χώρα
Chipita Bulgaria	Chipita	Snack food	1996	Βουλγαρία
Delrom	Δέλτα	Παραγωγή και διανομή παγωτών	1996	Ρουμανία
Romcolor	Πλαστικά Κρήτης	Προσθετικά παραγωγής πλαστικών	1996	Ρουμανία
Neoset Balkans	Neoset	Παραγωγή και διάθεση επίπλων	1996	Ρουμανία
Axxon Romania	Germanos	Πωλήσεις καταναλωτικών αγαθών	1996	Ρουμανία
Balkan Restaurants	Goody's Fast-food	Εστιατόρια	1997	Βουλγαρία
Stind	Youla/Frigoglass	Παραγωγή μπουκαλιών	1997	Βουλγαρία
Steelmet	ETEM	Βιομηχανία αλουμινίου	1998	Βουλγαρία
Titan/Moara Loulis	Λούλης	Αλευροβιομηχανία	1998	Ρουμανία
Chipita Poland	Chipita	Snack food	1999	Πολωνία
Chipita Romania	Chipita	Snack food	1999	Ρουμανία
Sicomed	Galenica	Φαρμακευτική	1999	Ρουμανία
MobilRom	France Telecom	Ασύρματες τηλεπικοινωνίες	2001	Ρουμανία
ASBISC Enterprises Limited	-	Πληροφορική	2002	Ρωσία

Πηγή: [www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)

## **ALPHA VENTURES**

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι η πρώτη ιδιωτική εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου (Private Equity-Venture Capital) στην Ελλάδα. Είναι Εταιρεία του Ομίλου Alpha Bank και αποτελεί μέρος της επενδυτικής τραπεζικής (Investment Banking) του Ομίλου.

Η Alpha Ventures:

- επενδύει σε νέες ή δυναμικά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο, συνήθως με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο,
- βοηθά ενεργά τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει και
- έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα συνεργασίας (άνω των 3 ετών).

Μέχρι σήμερα έχει επενδύσει σε επιχειρήσεις στην Ελλάδα και στο εξωτερικό σε ποικίλους κλάδους. Το μετοχικό κεφάλαιο της Alpha Ventures ανέρχεται σήμερα σε 15 εκατ. ευρώ. Ο Όμιλος Alpha Bank 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 44 εκατ. ευρώ.

Η εταιρεία μπορεί επίσης να προσελκύσει συνεπενδυτές από την Ελλάδα ή το εξωτερικό ή να οργανώσει δανειακή χρηματοδότηση σε διμερή ή κοινοπρακτική βάση. Η εταιρεία παρακολουθεί ενεργά τις επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου της

παρέχοντας βοήθεια σε θέματα χρηματοοικονομικά, νομικά και στρατηγικής, τόσο κατά την αρχική φάση χρηματοδότησεως όσο και στη συνέχεια.

Η Alpha Ventures προσφέρει υποστήριξη σε τομείς κρίσιμους για τη σωστή και διαρκή ανάπτυξη της επιχειρήσης, όπως:

- πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με εισαγωγή στο χρηματιστήριο,
- χρηματοοικονομικό σχεδιασμό,
- επιχειρηματικές συμμαχίες, εμπορικές συνεργασίες, εξαγορές και συγχωνεύσεις,
- προσέλκυση νέων στελεχών και
- είσοδο σε νέες αγορές.

Επιπλέον, η συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο μιας γρήγορα αναπτυσσόμενης εταιρίας προσδίδει το κύρος ενός αξιόπιστου θεσμικού επενδυτή καθώς και πρόσβαση στα προϊόντα και τις υπηρεσίες του Ομίλου Alpha Bank. Με τον τρόπο αυτόν αυξάνεται η αξιοπιστία της εταιρείας και η εμπιστοσύνη των επιχειρηματιών που θέλουν να χρηματοδοτηθούν.

Η Alpha Ventures μετέχει ως συνέταιρος και όχι ως δανειστής στις εταιρείες στις οποίες επενδύει, μετέχοντας απ' ευθείας στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Η συμμετοχή της είναι συνήθως μειοψηφική, ώστε η διοικητική ευθύνη και το αναπτυξιακό κίνητρο να παραμένει στην επιχειρηματική ομάδα. Η χρηματοδότηση γίνεται κυρίως μέσω αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Γίνονται επενδύσεις σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους με έντονα δυναμικά χαρακτηριστικά και προοπτικές ανάπτυξης, σε καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες και σε διοικητικές ομάδες ή επιχειρηματίες με οράματα και αποδεδειγμένη ικανότητα να τα εκπληρώσουν. Οι επενδύσεις μπορούν να γίνουν σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου μιας εταιρείας και κάθε επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει μια ή περισσότερες φάσεις χρηματοδότησης. Γεωγραφικά, η Alpha Ventures επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κατά δεύτερο λόγο σε ελληνικές εταιρείες που επενδύουν σε χώρες όπου ο Όμιλος Alpha Bank έχει παρουσία, όπως τα Βαλκάνια, την Κύπρο και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Για να αξιολογηθεί μια επενδυτική πρόταση, εξετάζονται τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας (ισολογισμό και αποτελέσματα χρήσεως) και το επιχειρηματικό σχέδιο (business plan) προβαίνοντας σε μια σειρά συναντήσεων με τη διοίκηση και τους μετόχους της εταιρείας. Μετά το πέρας της συμφωνίας σχετικά με τους όρους της επένδυσης συνάπτεται ιδιωτικό συμφωνητικό. Μετά την υπογραφή του η εκταμίευση είναι άμεση. Οι εναλλακτικές μέθοδοι λήξης της συνεργασίας καθορίζονται από την αρχή μέσω ιδιωτικού συμφωνητικού.

Η ρευστοποίηση της συμμετοχής γίνεται είτε μέσω εισαγωγής της εταιρείας σε οργανωμένη κεφαλαιαγορά είτε με πώληση της εταιρείας σε στρατηγικό επενδυτή είτε με απευθείας πώληση των μετοχών στον επιχειρηματία, σε προσυμφωνημένο πολλαπλάσιο των κερδών της εταιρείας και σε προκαθορισμένη χρονική περίοδο.



## **ALPHA TRUST INNOVATION ΑΕΚΕΣ**

Η Alpha Trust Innovation ΑΕΚΕΣ (Ανώνυμη Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2000 και έχει 7.6 εκατ. ευρώ υπό διαχείριση. Σκοπός της Alpha Trust Innovation είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων και η ενεργός συμμετοχή σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες, εμφανίζοντας υψηλές προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας. Το επενδυτικό μοντέλο που ακολουθείται είναι αυτό του Private Equity-Venture Capital, με κύρια χαρακτηριστικά την ανεξαρτησία αποφάσεων, τη δυναμικότητα επιλογών και τη διάθεση για επενδύσεις σε επιχειρηματικές πρωτοβουλίες υψηλού κινδύνου. 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 εκατ. ευρώ συμμετέχοντας μειοψηφικά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών. Απώτερος σκοπός είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης (από-επένδυση) σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 5 χρόνων ανάλογα με την πορεία της εταιρίας. Η από-επένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της εισαγωγής της εταιρείας 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 έχει έως τώρα επενδύσει στις εταιρείες Vector Informatics Systems A.E., Harmony Cruises A.N.E. και Γνώμων Πληροφορική A.E..

## **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

Η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων (HBDIC) είναι μια εταιρεία venture capital που ιδρύθηκε το 1988 ως μέρος των αντισταθμιστικών ωφελειών από την «αγορά του αιώνα» που αφορούσε στην προμήθεια αεροσκαφών F-16 και F-110 από την ελληνική κυβέρνηση. Το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας είναι 26.1 εκατ. ευρώ και σκοπός της εταιρείας είναι να εξασφαλίσει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα οφέλη για την ελληνική οικονομία και να βελτιώσει το ισοζύγιο πληρωμών. Το 95% του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει στις αμερικανικές εταιρείες Lockheed Martin (πρώην General Dynamics), General Electric and Northrop Grumman (πρώην Westinghouse) και το 5% στην Ελληνική κυβέρνηση.

Η εταιρεία επενδύει αποκλειστικά στην ελληνική αγορά και σε όλους τους κλάδους. Διαθέτει κεφάλαια για την ανάπτυξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, όπως τη σύσταση νέων επιχειρήσεων ή τη συμμετοχή σε υφιστάμενες, τη σύσταση joint ventures, τη μεταφορά τεχνολογίας, την παροχή υπηρεσιών σε τεχνικά και εμπορικά θέματα, καθώς και σε κάθε άλλη νόμιμη δραστηριότητα που συνδέεται με τους σκοπούς της εταιρείας. Σε αντίθεση με τις άλλες εταιρείες venture capital που στοχεύουν πρωτίστως στο κέρδος, τα βασικά κριτήρια επιλογής των επενδύσεων της HBDIC είναι κοινωνικά, όπως η ανάπτυξη ανταγωνιστικών τεχνολογιών, η εστίαση στην περιφέρεια, η ανάπτυξη δραστηριοτήτων που ευνοούν την αύξηση των εξαγωγών και η μείωση των εισαγωγών κ.α.

Η εταιρεία επενδύει σε όλα τα στάδια ωρίμανσης των επιχειρήσεων είτε με τη μορφή συμμετοχής είτε με τη μορφή μετατρέψιμων δανείων (convertible bonds). Ακολουθεί hands-off προσέγγιση διοίκησης αλλά παρακολουθεί τις επενδύσεις μέσω της συμμετοχής στο Διοικητικό Συμβούλιο των επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχει. Έχει πραγματοποιήσει μεγάλο αριθμό επενδύσεων, ύψους 42 εκατ. ευρώ έως τις αρχές του 2003, σε διάφορους κλάδους και σε διάφορα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Η έξοδος από τις επενδύσεις επιτυγχάνεται είτε μέσω της εισαγωγής στο χρηματιστήριο (IPO) είτε μέσω της πώλησης της συμμετοχής (trade sale).

### **ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ**

Η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών είναι μια από τις μεγαλύτερες ΕΚΕΣ στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, η οποία επενδύει μειοψηφικά ποσοστά σε επιχειρήσεις εντός και εκτός των συνόρων, διάφορων κλάδων και σταδίων ανάπτυξης. Ιδρύθηκε το 1993 και είναι θυγατρική της Εμπορικής Τράπεζας. Η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών είναι μία από τις 2 πρώτες εταιρείες του χώρου με επιτυχημένη πορεία, υψηλές αποδόσεις και με υπό διαχείριση κεφάλαια ύψους περίπου 200 εκ. δολαρίων. Κύριο αντικείμενο των εργασιών της εταιρείας είναι το private equity-venture capital και σκοπός της δραστηριοποίησής της είναι η μεγιστοποίηση της περιουσίας των μετόχων της, μέσω της συμμετοχής της σε κερδοφόρες επιχειρηματικές συμμετοχές.

Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών επικεντρώνει το επενδυτικό της ενδιαφέρον κυρίως σε προϊόντα και υπηρεσίες που απευθύνονται σε καταναλωτές με μεσαίο εισόδημα και που εξυπηρετούν βασικές ανάγκες, ενώ στις αναπτυγμένες οικονομίες δίνει προτεραιότητα σε κλάδους υπηρεσιών και εφαρμογών της νέας τεχνολογίας. Σε 59 εταιρείες διαφόρων κλάδων στην Ελλάδα, στην Ανατολική και Δυτική Ευρώπη και στις Η.Π.Α. έχει επενδύσει περισσότερα από 187.8 εκ. δολ.

Η εταιρεία έχει ήδη δεσμεύσει ακόμα 13.8 εκατ. δολάρια για τη συμμετοχή της σε επιχειρήσεις των παραπάνω χωρών, ενώ τα προς επένδυση κεφάλαιά της ανέρχονται σε περίπου 30 εκατ. δολάρια. Έχει έδρα στην Αθήνα και γραφεία στη Μόσχα, στο Κίεβο, στο Βουκουρέστι, στη Σόφια, στη Λευκωσία και στην Κωνσταντινούπολη.

Η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών επικεντρώνεται σε κλάδους ταχείας ανάπτυξης ή μετεξέλιξης και συμμετέχει σε επενδύσεις που έχουν προοπτική να γίνουν ανταγωνιστικές σε παγκόσμια κλίμακα και να αποδώσουν σημαντικά κέρδη. Επενδύει κυρίως στους κλάδους τροφίμων και ποτών, δομικών υλικών, άλλων καταναλωτικών αγαθών, λιανικών πωλήσεων, υπηρεσιών και τεχνολογίας. Η περιοχή της Ανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου αντιμετωπίζεται από την εταιρεία σαν μία οικονομικά ενιαία περιοχή, η οποία προσφέρει αξιόλογες μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες. Παράλληλα, έχουν πραγματοποιηθεί επενδύσεις στην Κεντρική και Δυτική Ευρώπη, καθώς και στη Βόρεια Αμερική.

Από το 1995 μέχρι σήμερα, η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών έχει επενδύσει 193 εκατ. ευρώ σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο πενήντα εννέα επιχειρήσεων. Το ύψος των επενδύσεων που πραγματοποιεί κυμαίνεται από 1-10 εκατ. ευρώ, ενώ στις επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχει αποκτά μειοψηφικά πακέτα μετοχών. Γίνονται επενδύσεις σε επιχειρήσεις ανεξάρτητα από το στάδιο ανάπτυξής τους. Κυρίως, επιδιώκεται να συμμετέχει σε κάθε επένδυση για περίοδο 2-7 ετών και να ρευστοποιεί τη συμμετοχή της με προσυμφωνημένους τρόπους. Μέχρι σήμερα η εταιρεία έχει ολοκληρώσει την έξοδό της από 23 συμμετοχές.

Η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών παρέχει ποικιλόμορφη βοήθεια στις επιχειρήσεις που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στο χώρο αυτό, εξασφαλίζοντας:

- Εξειδικευμένη γνώση σε πρακτικές διοίκησης, μάρκετινγκ, παραγωγής, οργάνωσης, οικονομικού προγραμματισμού και ελέγχου.
- Κατανόηση της τοπικής επιχειρηματικής νοοτροπίας και οργανωμένο δίκτυο επαφών με τοπικούς αντιπροσώπους και συμβούλους.
- Εξειδικευμένη γνώση στην ίδρυση επιχειρήσεων στις περιοχές ενδιαφέροντος.
- Εντοπισμό ευκαιριών για στρατηγικές συνεργασίες.
- Ευρύ φάσμα συμβουλών και υπηρεσιών σε θέματα οικονομικά, νομικά και ανθρώπινου δυναμικού.

Επιπλέον, η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών προσδίδει αξία στις επενδύσεις τους μέσα από μια σειρά στρατηγικών επιλογών και αναπτυξιακών πρωτοβουλιών:

- Συμμετέχοντας στο στρατηγικό σχεδιασμό και στην ίδρυση νέων επιχειρήσεων.
- Υποστηρίζοντας τη διοικητική ομάδα της νέας επιχείρησης και διασφαλίζοντας τη βιωσιμότητα της επένδυσης σε όλη τη διάρκεια του εγχειρήματος.
- Βοηθώντας στον εκσυγχρονισμό των λειτουργιών.
- Βοηθώντας στην εξισορρόπηση ιδίων προς ξένων κεφαλαίων.
- Διευκολύνοντας την πρόσβαση της νέας επιχείρησης σε οικονομικά και ασφαλιστικά προϊόντα και υπηρεσίες.
- Βοηθώντας στη διαδικασία δημόσιας εγγραφής σε τοπικά και διεθνή χρηματιστήρια.

Στον Πίνακα 3.3 παρουσιάζεται το χαρτοφυλάκιο των εταιρειών που έχει επενδύσει η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών στην ελληνική αγορά, η διάρκεια της εκάστοτε επένδυσης και η μέθοδοι εξόδου από αυτές. Οι επενδύσεις της εταιρείας όπως φαίνεται από τον πίνακα αυτόν διαρκούν 3-5 χρόνια και η πιο συνηθισμένη μορφή εξόδου που ακολουθείται είναι αυτή της πώλησης (trade sale). Όταν όμως υπάρχει η δυνατότητα εξόδου με την είσοδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ASE), τότε αυτή προτιμάται λόγω αυξημένων αποδόσεων (π.χ. η επένδυση στην Babyland).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3**

**Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων της Εμπορικής Κεφαλαίου στην Ελλάδα**

<b>Εταιρείες</b>	<b>Κλάδος</b>	<b>Επένδυση</b>	<b>Έξοδος</b>	<b>Μέθοδος</b>
	<b>Τρόφιμα και Ποτά</b>			
Αδάμης	Τρόφιμα, ιχθυοκαλλιέργειες, κατεψυγμένα			
Cream Line	Σοκολάτες, μπισκότα			
Flora	Προϊόντα ζαχαροπλαστικής			
Synco	Προϊόντα πουλερικών	1999	2002	Trade sale
Βενέτης	Ζαχαροπλαστική			
Ecoturn	Ανακυκλωμένα πλαστικά			
Κυριακίδης	Μάρμαρα και γρανίτες	1995	1999	Trade sale
	<b>Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία</b>			
Babyland	Παιχνίδια	1995	1997	XAA
Μηχαϊλήδης	Καπνοβιομηχανία			
Παναγία	Υγεία	1996	2001	XAA
Helen's Club – Raxevsky	Ένδυση			
Καζίνο Ρόδου	Καζίνο	1995	1998	Trade sale
Σεϊτανίδης	Ηλεκτρικές συσκευές			
Sit-Kyros	Είδη σπιτιού	1998	2000	Trade sale
Star Cinemas	Multiplex Cinemas	1998	1999	Trade sale
Total Care Network	Υπηρεσίες υγείας			
	<b>Λιανικό Εμπόριο και Άλλα</b>			
Alphagraphics	Εκτυπώσεις			
Decon	Ship Refurbishment			
Incuriam	Κατασκευές			
Προμότα Ελλάς	Προώθηση και επιχειρηματικά δώρα			
Smelter	Ιατρικός εξοπλισμός	1995	2001	Διαγραφή
Σπάτα	Real Estate			
	<b>Άλλες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες</b>			
Comquest	Υπηρεσίες επικοινωνίας			
Helbio	Ενέργεια από βιομάζα			
Quest Wireless	Ασύρματη και σταθερή τηλεπικοινωνία	2001	2001	Trade sale
Theta Microelectronics	Wireless LAN Integrated Circuits			
	<b>Άλλα funds</b>			
Marfin Momentum	Portfolio Management	1999	2001	Trade sale
Marfin Magnum	Portfolio Management	1999	2001	Trade sale

Πηγή: www.comcap.gr

Το προσωπικό της εταιρείας αποτελείται από άτομα με σημαντική εμπειρία στον κλάδο του venture capital στην Ελλάδα και διεθνώς. Το ανθρώπινο δυναμικό της έχει ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο σπουδών καθώς επίσης και σημαντική εμπειρία στη διοίκηση επιχειρήσεων σε διαφορετικούς κλάδους και χώρες. Περισσότερο από το 50% του ανθρώπινου δυναμικού έχει ολοκληρώσει μεταπτυχιακές σπουδές σε διεθνώς αναγνωρισμένα Πανεπιστήμια.

Τον Οκτώβριο του 2004, εξάλλου, ανακοινώθηκε η συγχώνευση δι' απορροφήσεως των τεσσάρων θυγατρικών του Ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας μεταξύ των οποίων και η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών (Εμπορική Τράπεζα Επενδύσεων, Εμπορική Επενδυτική, Εμπορική Factoring και Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών).

### **VECTIS CAPITAL**

Η Vectis Capital είναι μια εταιρεία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του Ομίλου Λεβέντη, και διαχειρίζεται συνολικά 26.5 εκατομμύρια ευρώ. Οι επενδυτές των κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Vectis Capital είναι ο Όμιλος Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου. Οι τρεις αυτοί επενδυτές έχουν συνεισφέρει ισόποσα στο κεφάλαιο που διαχειρίζεται η εταιρεία και ο καθένας φέρνει τις δικές του συνέργειες, ανάλογα με τον κλάδο που εκπροσωπεί. Με αυτά τα κεφάλαια η Vectis Capital πραγματοποιεί χρηματοδοτήσεις της μορφής Venture Capital-



Private Equity, συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει.

Πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρείες 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 ραγδαία αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Οι επενδύσεις αφορούν σε γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρείες που διαθέτουν:

- «Δυνατή» διοικητική ομάδα.
- Ποιοτικό, καινοτόμο προϊόν ή υπηρεσία.
- Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης.
- Δραστηριότητα σε δυναμικό και αναπτυσσόμενο κλάδο.
- Συνθήκες για σημαντική κερδοφορία-απόδοση κεφαλαίου.

Η Vectis Capital επενδύει στις υποψήφιες εταιρείες ποσά από 1 εκατ. ευρώ έως 2.5 εκατ. ευρώ. Το τελικό ποσό διαμορφώνεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητα της κάθε εταιρείας και τις επενδυτικές της ανάγκες και κατά περίπτωση μπορεί να υπάρξει και απόκλιση από τα παραπάνω όρια. Ο χρονικός ορίζοντας της κάθε επένδυσης κυμαίνεται από 3 έως 5 χρόνια. Η χρηματοδότηση στηρίζεται σε μια συμφωνία μετόχων και γίνεται συνήθως μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Σε ειδικές περιπτώσεις

επενδύει και με εξαγορά υφιστάμενων μετοχών σε συνδυασμό με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4**

**Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων της Vectis Capital στην Ελλάδα**

<b>Εταιρείες</b>	<b>Κλάδος</b>	<b>Χώρα</b>	<b>Έτος</b>	<b>Στάδιο</b>
KOY-KOY A.E	Αλυσίδα καταστημάτων παιδικών παιχνιδιών και ένδυσης	Ελλάδα	2000	Ανάπτυξης
DD-Synergy A.E	Σύμβουλοι πληροφοριακών συστημάτων	Ελλάδα	2001	Αρχικό στάδιο
IDEAL SYSTEMS A.E	Λύσεις πληροφορικής	Ελλάδα	2001	Ανάπτυξης
Ελληνικός Γύρος A.E.	Μονάδα παραγωγής κρέατος	Ελλάδα	2001	Εκκίνησης
ΑΙΟΛΟΣ Logistics Services S.A	Διανομή τροφίμων σε ξενοδοχεία, εστιατόρια κλπ	Ελλάδα	2001	Ανάπτυξης
Iven S.A	Θερμοκοιτίδα επιχειρηματικότητας	Ελλάδα	2001	Εκκίνησης
Pizza Fan A.E	Παραγωγή και μεταφορά έτοιμου φαγητού	Ελλάδα	2001	Ανάπτυξης
Safe Doc	Διαχείριση επιχειρηματικών φακέλων	Ελλάδα	2003	Ανάπτυξης
Mantis Informatics A.E	Αποθήκη διαχείρισης λογισμικού και διαλογικών καταναλωτικών λύσεων	Ελλάδα	2002	Ανάπτυξης

Πηγή: [www.vectis.gr](http://www.vectis.gr)

Στον Πίνακα 3.4 παρουσιάζονται οι εταιρείες που έχει επενδύσει η Vectis Capital έως τις αρχές του 2004. Η εταιρεία χρηματοδοτεί με venture capital διάφορους κλάδους με βάση την προοπτική των επιχειρήσεων και όχι με βάση τον τομέα δραστηριότητας ή το στάδιο ανάπτυξης τους. Ωστόσο, προτιμώνται τα αρχικά στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων (early stage-development).

Για την αποπληρωμή η Vectis Capital δε στηρίζεται σε εμπράγματα ασφαλείες, αλλά στα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει. Διατηρεί έναν ενεργό ρόλο, προσφέρει πέρα από τα κεφάλαια σημαντικές επιχειρηματικές συνέργειες, έτσι ώστε να συμβάλλει στην ουσιαστική ανάπτυξη της επιχείρησης.

### ***IVEN A.E.***

Η iVen A.E. (Καινοτόμες Επιχειρήσεις A.E.) αποτελεί μια θερμοκοιτίδα (incubator) επιχειρηματικότητας που ιδρύθηκε το 2003. Είναι ένας ολοκληρωμένος μηχανισμός υποστήριξης νέων επιχειρηματικών σχημάτων. Επιταχύνει και ενισχύει τη προσπάθεια των νέων επιχειρήσεων να συγκροτηθούν και να διεκδικήσουν κερδοφόρα την παρουσία στην αγορά τους. Συνδυάζει το απαραίτητο επιχειρηματικό κεφαλαίο εκκίνησης με τη παροχή ενός συνόλου επαγγελματικών υπηρεσιών, οι οποίες περιλαμβάνουν σύγχρονους χώρους εγκατάστασης, στρατηγική καθοδήγηση, νομική υποστήριξη, λογιστική διαχείριση, καθώς και ένα ισχυρό δίκτυο επιχειρηματικών επαφών.

Η iVen έχει χρηματοδοτηθεί από την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και το Υπουργείο Ανάπτυξης (ΓΓΕΤ) μέσω του προγράμματος «ΕΛΕΥΘΩ» και διαχειρίζεται εγκεκριμένα κεφάλαια 8.8 εκατ. ευρώ. Η iVen επιλέγει και υποστηρίζει καινοτόμα επιχειρηματικά σχέδια συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο νέων ή υφιστάμενων εταιρειών, με επένδυση, που φθάνει ανάλογα με τις ανάγκες έως και 500 χιλιάδες ευρώ. Με τα κεφάλαια αυτά, η νεοσυσταθείσα εταιρεία (incubatee) καλύπτει τις πρώτες λειτουργικές της ανάγκες, ολοκληρώνει την απαραίτητη έρευνα αγοράς και αναπτύσσει και δοκιμάζει το προϊόν ή την υπηρεσία της.

Έως ότου η νέα επιχείρηση έχει αποκτήσει το μέγεθος αλλά και τα οικονομικά εφόδια ώστε να μεταφέρει την εμπορική ή παραγωγική της λειτουργία σε δικές της εγκαταστάσεις, στεγάζεται στους σύγχρονους χώρους γραφείων της iVen και λαμβάνει όλες τις προσφερόμενες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας. Η iVen παρέχει ουσιαστική υποστήριξη στην εξεύρεση και ολοκλήρωση επιχειρηματικών συνεργασιών. Επιπλέον, παίζει ρόλο στην άντληση των κεφαλαίων που είναι απαραίτητα για τη συνέχιση της ανάπτυξης της εταιρείας, υποστηρίζοντάς την στις διαπραγματεύσεις με τράπεζες και εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Κύρια κριτήρια επιλογής των επιχειρηματικών ιδεών, που επιλέγονται για ένταξη στη θερμοκοιτίδα, είναι η προοπτική του επιχειρηματικού σχεδίου, τα προσόντα της διοικητικής ομάδας, καθώς και τα κοινά οφέλη που μπορούν να επιτευχθούν. Τελικός στόχος της iVen είναι η έξοδος της από τις εταιρείες που

συμμετέχει και η εξασφάλιση υπεραξίας με τη πώληση του μεριδίου της μέσω χρηματιστηριακής αγοράς ή τη μεταβίβασή του σε στρατηγικούς επενδυτές.

Οι επιχειρήσεις στις οποίες έχει επενδύσει η iVen A.E., στον πρώτο χρόνο της λειτουργίας της είναι οι εξής:

- Η *SafeDoc A.E.*, η οποία είναι μια νέα εταιρεία που παρέχει ένα πλήρες εύρος υπηρεσιών στον τομέα επαγγελματικής διαχείρισης των αρχείων εταιρειών.
- Η *Ζύμη A.E.*, εταιρεία παραγωγής κατεψυγμένων προϊόντων ζύμης τα οποία διατίθενται στην αγορά με την μορφή υπερχονδρικής, outsourcing και private label. Με την συμμετοχή της iVen A.E., η εταιρεία σκοπεύει να προχωρήσει άμεσα στην αγορά μηχανολογικού εξοπλισμού για βέλτιστη αύξηση της παραγωγής και εξυπηρέτησης των αναγκών των πελατών της, καθώς και στην παραγωγή νέων καινοτόμων και πρωτοποριακών προϊόντων.
- Η εταιρεία *Καριέρα A.E.*, η οποία ιδρύθηκε το 1998 και παρέχει ολοκληρωμένες και κάθετες λύσεις σε επιχειρήσεις που αναζητούν προσωπικό, αλλά και σε υποψηφίους που αναζητούν εργασία. Εκδίδει την εβδομαδιαία εφημερίδα «Επιλογές για την Καριέρα», το συνδρομητικό φυλλάδιο «Καριέρα & Ηγεσία», έχει δημιουργήσει ιστοσελίδα αναζήτησης εργασίας στο Διαδίκτυο και οργανώνει την εκπαιδευτική υπηρεσία «Kariera

Seminars”, όπως και τις εκδηλώσεις «Ημέρες Καριέρας». Η επένδυση της iVen στην Καριέρα σκοπεύει να επιτρέψει στην τελευταία να βελτιώσει την αποτελεσματικότητά της με στόχο την αύξηση της κυκλοφορίας της εφημερίδας της αλλά και της επισκεψιμότητας της ιστοσελίδας της, να προσελκύσει μεγαλύτερο ενδιαφέρον από τους δυνητικούς πελάτες της, να επεκταθεί γεωγραφικά στη Θεσσαλονίκη και την Κύπρο, αλλά και να προχωρήσει στη δημιουργία νέων καινοτόμων υπηρεσιών στην αγορά εργασίας.

### **ATTICA VENTURES A.E.**

Η Attica Ventures A.E. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003, ανήκει στον όμιλο εταιριών της Τράπεζας Αττικής, και έχει σαν αντικείμενο την διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ). Οι βασικοί επενδυτές της εταιρείας είναι η Τράπεζα Αττικής και το ΤΑΝΕΟ.

Επιδίωξη της εταιρείας είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε ικανό αριθμό εταιρειών, με κλαδική διασπορά, κύρια σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις (στο στάδιο εκκίνησης ή ανάπτυξης) που διαθέτουν διακριτό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Οι εταιρείες αυτές θα πρέπει να δραστηριοποιούνται κατά προτεραιότητα σε τομείς αιχμής της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά και πληροφορική) αλλά και σε εταιρείες και βιομηχανίες από το σύνολο του φάσματος της παραγωγικής δραστηριότητας που υπάρχουν ή πρόκειται να δημιουργηθούν και που

στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών, καινοτομίας και επιστημονικής έρευνας. Παράλληλα, και στο βαθμό που κρίνεται αναγκαίο, η Attica Ventures παρέχει συμβουλευτική υποστήριξη σε θέματα στρατηγικής, διαδικασιών, corporate finance, marketing στις εταιρείες του χαρτοφυλακίου της.

Το πρώτο ΑΚΕΣ υπό τη διαχείριση της Attica Ventures συστάθηκε το 2004 με την επωνυμία *Zaitech Fund*. Το αρχικό κεφάλαιο του Α.Κ.Ε.Σ. ανέρχεται σε 30 εκατ. ευρώ, η διάρκεια ζωής του είναι 10 χρόνια (με δυνατότητα επέκτασης για 2 ακόμα χρόνια), και έχει επενδυτική περίοδο 5 ετών. Το *Zaitech Fund* θα λειτουργεί με στόχο τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των συμμετοχών του για λογαριασμό των μετόχων του, επενδύοντας σε ένα portfolio εταιρειών, με καλές προοπτικές. Στόχος είναι η διασπορά των επενδύσεων σε διαφορετικές αγορές αφενός και αφετέρου η πραγματοποίηση ικανού αριθμού επενδύσεων ώστε να μειωθεί ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος από την πλευρά του ΑΚΕΣ.

Οι επενδύσεις, κατά συνέπεια, θα γίνονται σε επιχειρήσεις (Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.) που βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης (seed, start-up/early stage capital, expansion finance και development finance) και επιδιώκουν τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης τους όπως επίσης την επέκτασή τους στις διεθνείς αγορές. Γεωγραφικά, το fund καλύπτει την Ελληνική αγορά ως σημείο εκκίνησης της επιχειρηματικότητας και επενδύει σε επιχειρήσεις που έχουν έδρα την Ελλάδα.

Συμπυκνώνοντας τα κύρια σημεία της επενδυτικής στρατηγικής του ΑΚΕΣ αναφέρονται τα εξής:

- ο Το fund επενδύει στην Ελλάδα.

- Επενδύει σε ευρύ φάσμα καινοτόμων επιχειρήσεων με έμφαση - αλλά όχι αποκλειστικά - στους κλάδους της ενέργειας, των τηλεπικοινωνιών, της πληροφορικής και των εφαρμογών της (ηλεκτρονικού εμπορίου, Internet κλπ.).
- Επενδύει κατά περίπτωση και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, μέσω ελληνικών επιχειρήσεων των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.
- Καμία επένδυση δεν θα υπερβαίνει (συνολικά ανά εταιρεία) το 15% του ενεργητικού του fund (4.5 εκατ. ευρώ στην παρούσα φάση), προκειμένου για επιχειρήσεις στο στάδιο της εκκίνησης ή το αρχικό στάδιο λειτουργίας (early-stage). Για μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε μεταγενέστερο στάδιο (later-stage) το όριο είναι 3 εκατ. ευρώ. Τίθεται επίσης όριο το 1 εκατ. ευρώ ανά γύρο (round) χρηματοδότησης. Χωριστές εισφορές κεφαλαίου που πραγματοποιούνται εντός του ίδιου εξαμήνου διαστήματος θεωρούνται τμήμα του ίδιου round.
- Σημαντική προσπάθεια θα γίνεται στην λειτουργική υποστήριξη των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου με σκοπό την αύξηση της αξίας τους.
- Σκοπός του ΑΚΕΣ θα είναι η παράλληλη εκμετάλλευση επιχορηγήσεων, κοινοτικών προγραμμάτων, φορολογικών κινήτρων κλπ., χωρίς όμως αυτό να αποτελεί κριτήριο επιλογής μιας επένδυσης.
- Είναι τέλος πιθανή η συμμετοχή σε επενδύσεις από κοινού με άλλα funds, ανάλογα με την περίπτωση.



## **CAPITAL CONNECT VENTURE PARTNERS**

Η Capital Connect Venture Partners είναι το πρώτο ελληνικό closed end fund που ιδρύθηκε με τη συμμετοχή του TANEΟ. Δημιουργήθηκε το 2003 και έχει διαθέσιμο κεφάλαιο 24 εκατ. ευρώ. Το κεφάλαιο αυτό προορίζεται για ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine finance) σε νέες καινοτόμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση που πραγματοποιείται βοηθάει την χρηματοοικονομική ανάπτυξη της επιχείρησης, αυξάνοντας την μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή βάση χωρίς να αλλοιώνει την μετοχική της σύνθεση.

Η Capital Connect έχει πραγματοποιήσει 2 επενδύσεις με τη μορφή της ενδιάμεσης χρηματοδότησης:

- Επένδυση 1 εκατ. ευρώ τον Δεκέμβριο του 2003 στην Advice A.E., εταιρεία ανάπτυξης λογισμικού με ειδικότητα στην ανάπτυξη λύσεων ERP. Η εταιρεία έχει ένα ιδιαίτερα ανεπτυγμένο δίκτυο πελατών στην Ελλάδα, το Βέλγιο και την Ιταλία και η χρηματοδότησή της από το fund θα ενισχύσει την περαιτέρω ανάπτυξη του δικτύου.
- Επένδυση 1 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2004 στην Micrel A.E., εταιρεία παραγωγής ιατρικών εξαρτημάτων με εξαγωγική δραστηριότητα σε 30 χώρες ανάμεσα στις οποίες και η Κίνα. Στόχος της εταιρείας είναι η διεύρυνση των εξαγωγών στις Η.Π.Α. Την πρώτη φάση χρηματοδότησης της εταιρείας υποστήριξε η Alpha Ventures το 2001.

**ΑΙΑΣ FINANCE Α.Ε.**

Η Αίας Finance Α.Ε ιδρύθηκε το 1999 ως διαχειρίστρια εταιρεία της 4Ε ΑΕΕΚΕΣ. Σήμερα το μετοχικό της κεφάλαιο ανήκει κατά 66,5% στην Omega Bank. Η 4Ε ΑΕΕΚΕΣ είναι εταιρεία venture capital με αρχικό κεφάλαιο €26.5 εκ. Στις 31/12/2003 τα επενδυμένα κεφάλαια ανέρχονταν σε €14.59 εκ. και αφορούσαν τη συμμετοχή σε 17 εταιρείες, εκ των οποίων 3 είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η κατανομή των χρηματοδοτούμενων εταιρειών ανά τομέα δραστηριότητας στις 31/12/2003 περιγράφεται στον Πίνακα 3.5.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5**

**Κατανομή χρηματοδοτούμενων εταιρειών από την Αίας Finance ανά τομέα δραστηριότητας**

<b>Τομέας</b>	<b>Αριθμός εταιρειών</b>	<b>Εκ. ευρώ</b>	<b>Ποσοστό</b>
Υψηλή Τεχνολογία/ Νέα Οικονομία	4	4.811	33.00%
Βιομηχανία	6	5.923	40.60%
Υπηρεσίες/ Εμπόριο	7	3.856	26.40%
<b>Σύνολο</b>	<b>17</b>	<b>14.9</b>	<b>100%</b>

Πηγή: [www.omegabank.gr](http://www.omegabank.gr)

Από τον πίνακα αυτόν παρατηρείται ότι η βιομηχανία καταλαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό της τάξης 40.6% χρηματοδοτήσεων venture capital από την Αίας Finance, ακολουθεί ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας με 33% και ο

κλάδος των υπηρεσιών και του εμπορίου με 26.4%. Το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιεί η Αίας Finance κυμαίνεται από 0.3 έως 2.5 εκατ. ευρώ.

### **ΙΘΑΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Α.Ε**

Η Ιθάκη Α.Ε Κεφαλαίου ιδρύθηκε το 1999 με μετοχικό κεφάλαιο 7.35 εκατ. ευρώ που προέρχονται από θεσμικούς επενδυτές, εταιρείες και επιτυχημένους επιχειρηματίες από όλους τους τομείς της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Είναι η πρώτη ανεξάρτητη (non-captive) ελληνική εταιρεία venture capital και συμμετέχει σε επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, σύγχρονες μεθόδους διοίκησης και επιχειρηματικότητα. Η Ιθάκη Α.Ε. συμμετέχει απευθείας και μειοψηφικά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών, πραγματοποιώντας μεσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις (3-7 έτη) και αποσκοπεί σε υψηλές αποδόσεις από επίτευξη υπεραξιών λόγω της αύξησης της κεφαλαιοποίησης των χρηματοδοτούμενων εταιρειών. Η εταιρεία συνεργάζεται με την Ulisses Finance για την επενδυτική της δραστηριότητα.

Η Ιθάκη Α.Ε. παρέχει ενεργή και διαρκή υποστήριξη στις εταιρείες που συμμετέχει. Σημαντικό κριτήριο συμμετοχής της σε μια εταιρεία είναι η δυνατότητα εξόδου της εταιρείας από την επένδυση και η ρευστοποίηση της συμμετοχής της σε εύλογο χρονικό διάστημα είτε μέσω του χρηματιστηρίου είτε μέσω κάποιας ιδιωτικής συναλλαγής. Η Ιθάκη Α.Ε. έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις ύψους 1 εκατ. ευρώ η καθεμιά σε διάφορες εταιρείες ανάμεσα στις

οποίες η εταιρεία εμπορίου παιδικών ρούχων ΛΗΤΩ και κάποιες εταιρείες του κλάδου της Πληροφορικής.

### **AVC ΕΚΕΣ**

Η AVC ΕΚΕΣ είναι μια εταιρεία venture capital που ιδρύθηκε το 2000, διέπεται από το νόμο 2367/95 και έχει μετοχικό κεφάλαιο 5 εκατ. ευρώ. Οι επενδύσεις της AVC διοικούνται από την Marfin Investment Services A.E. που είναι μέλος του ομίλου της Marfin Bank. Πραγματοποιεί επενδύσεις σε όλους τους αναπτυσσόμενους κλάδους με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, οι οποίες κυμαίνονται από 0.3 έως 1 εκατ. ευρώ. Η κάθε επένδυση που πραγματοποιεί η AVC δεν μπορεί να ξεπερνά το 20% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης στην οποία συμμετέχει.

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6**

#### **Το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων της AVC ΕΚΕΣ**

<b>Εταιρείες</b>	<b>Κλάδος</b>	<b>Χώρα</b>	<b>Έτος</b>	<b>Στάδιο</b>
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ	Αλυσίδα γυμναστηρίων	Ελλάδα	2001	Ενδιάμεσο
SOLID	Παραγωγή καταναλωτικών αγαθών	Ελλάδα	2002	Αρχικό
ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ	Εξοπλισμοί κατασκευών	Ελλάδα	2001	Ανάπτυξης
BENETHΣ	Ζαχαροπλαστική	Ελλάδα	2001	Ενδιάμεσο
METROPOLIS	Διαχείριση πληροφοριών και εικόνας	Ελλάδα	2001	Μεταγενέστερο

Πηγή: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΤΑΝΕΟ "The Venture Capitals: A critical approach", 2002

Το χαρτοφυλάκιο των εταιρειών στις οποίες συμμετέχει η AVC-Marfin παρουσιάζεται στον Πίνακα 3.6. Παρατηρείται ότι και η AVC-Marfin χρηματοδοτεί με venture capital ανεξαρτήτως κλάδου και σταδίου ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Η εταιρεία παρέχει εκτός από οικονομική υποστήριξη και άλλες υποστηρικτικές υπηρεσίες όπως συμμετοχή στον στρατηγικό σχεδιασμό και συμβουλευτικό ρόλο στη διοίκηση των επιχειρήσεων που χρηματοδοτεί. Η διάρκεια των επενδύσεων είναι περίπου στα 4 έτη και η επιθυμητή μέθοδος εξόδου είναι η πώληση σε στρατηγικό επενδυτή (trade sale), χωρίς να αποκλείονται και οι άλλες μέθοδοι.

### **3.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ**

Η ελληνική αγορά του venture capital αποτέλεσε αντικείμενο ανάπτυξης στο κεφάλαιο αυτό. Το νομικό πλαίσιο, το οποίο λειτούργησε ως υπόβαθρο ανάπτυξης του νέου αυτού χρηματοδοτικού θεσμού στην Ελλάδα, δημιουργήθηκε ουσιαστικά στα μέσα της δεκαετίας του '90 και συνεχίζει να διαμορφώνεται ως τις μέρες μας. Ο Ν.1775/88 για τις ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) που εισήγαγε πρώτη φορά την έννοια του venture capital αποδείχθηκε αναποτελεσματικός και αντικαταστάθηκε από τον Ν.2367/95 για τις ΕΚΕΣ (Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών), ο οποίος ουσιαστικά άνοιξε τον δρόμο της ίδρυσης των πρώτων αποτελεσματικών ελληνικών εταιρειών venture capital. Ακολουθεί, το 2000, η σύσταση του ΤΑΝΕΟ, του πρώτου fund of funds στην Ευρώπη, με το Ν. 2843/2000 και σκοπό τη στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί

περισσότερο αποτελεσματική. Παράλληλα, ο Ν. 2992/2002 για τα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών δίνει μια επιπλέον ώθηση στην εφαρμογή του venture capital στην ελληνική αγορά.

Ακολούθησε μια περιγραφή της εξέλιξης του venture capital στην Ελλάδα αποτυπωμένη σε αριθμούς. Συγκεκριμένα, αναλύθηκαν τα επίπεδα των επενδυμένων και διαθέσιμων κεφαλαίων για venture capital τα τελευταία 5 χρόνια, οι πηγές από τις οποίες αντλούνται αυτά τα κεφάλαια, ο προορισμός των κεφαλαίων, οι επιπλέον υπηρεσίες που προσφέρονται και οι μέθοδοι ρευστοποίησης που χρησιμοποιούνται.

Τέλος, παρουσιάστηκε το εταιρικό προφίλ και οι επενδύσεις που έχουν πραγματοποιήσει οι ελληνικές εταιρείες venture capital. Οι εταιρείες αυτές είτε έχουν την μορφή των ΕΚΕΣ είτε είναι διαχειρίστριες ΑΚΕΣ και πραγματοποιούν επενδύσεις τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Οι περισσότερες από αυτές είναι μέλη μεγάλων ομίλων, κυρίως τραπεζών, ενώ δεν λείπουν και αυτές που λειτουργούν ανεξάρτητα.

## ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ο Ζοπουνίδης Κωσταντίνος και Μακατσάκη Μαρία, «Το venture capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ' Τρίμηνο 2002.
- ο Κινητής Γ., «Εισαγωγή στο venture capital», www.taneo.gr, 2003.
- ο Μητσοτάκης Κ., «Τα Venture Capital επενδύουν σε καλά δείγματα μάνατζμεντ», Επιλογή, 2000.
- ο Μούζουλας Σ., «Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών: Η Κατάρτιση Συμφωνίας Χρηματοδότησης», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997.
- ο Νικολόπουλος Χ., «Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία...», Μηχανισμοί Χρήματος, 2003.
- ο Ξανθάκης Μανώλης, Τσιπούρη Λένα, «Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: Η περίπτωση της Ελλάδας», Εκδόσεις Παπαζήση, 2001.
- ο Χαλκιά Α., Κοφινάς Κ., Παππάς Δ., Ταξιάρχη Δ., «The Venture Capitals in Greece: A Critical Approach», Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Εργασία χορηγούμενη από το ΤΑΝΕΟ, 2002.
- ο [www.alphatruster.gr](http://www.alphatruster.gr)
- ο [www.attica-ventures.gr](http://www.attica-ventures.gr)

- [www.capitalconnect.gr](http://www.capitalconnect.gr)
- [www.comcap.gr](http://www.comcap.gr)
- [www.evca.com](http://www.evca.com)
- [www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)
- [www.iven.gr](http://www.iven.gr)
- [www.nbgvc.gr](http://www.nbgvc.gr)
- [www.omegabank.gr/theGroup/aiasFinance/index\\_el.html](http://www.omegabank.gr/theGroup/aiasFinance/index_el.html)
- [www.taneo.gr](http://www.taneo.gr)
- [www.vectis.gr](http://www.vectis.gr)



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **Η ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗ DOVERIE BRICO**

#### **4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στα προηγούμενα κεφάλαια επιχειρήθηκε μια θεωρητική προσέγγιση της λειτουργίας και των πρακτικών που εφαρμόζονται κατά τη χρηματοδότηση του venture capital, καθώς και η εξέλιξη του στη διεθνή και εγχώρια αγορά. Η θεαματική εξέλιξη που έχει καταγράψει ο θεσμός του venture capital έχει οδηγήσει τις εταιρείες που προσφέρουν αυτού του είδους τη χρηματοδότηση να δημιουργήσουν funds που απευθύνονται σε ένα ευρύ φάσμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Τα χαρτοφυλάκια των επενδύσεων των εταιρειών venture capital παρουσιάζονται διαφοροποιημένα τόσο γεωγραφικά όσο και στους κλάδους στους οποίους απευθύνονται. Απόρροια της διαφοροποίησης αυτής είναι η ανάγκη που δημιουργείται για τις venture capital εταιρείες να εφαρμόζουν ευέλικτες διαδικασίες και να προσαρμόζονται στις ανάγκες και στις ιδιαιτερότητες της κάθε επένδυσης.

Η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων venture capital απαιτεί την συνύπαρξη αυτοματοποιημένων διαδικασιών αξιολόγησης, επιλογής και παρακολούθησης των επενδύσεων που αναλύθηκαν στη θεωρητική περιγραφή του θεσμού, με την ad hoc θεώρηση στη λήψη αποφάσεων, ώστε να αντιμετωπίζονται οι εκάστοτε δυσκολίες που συναντώνται σε κάθε επιμέρους

επενδυτική δραστηριότητα. Τα στελέχη των venture capital επιχειρήσεων καλούνται να παίρνουν αποφάσεις που εμπεριέχουν υψηλά επίπεδα κινδύνου σε διαφορετικές κάθε φορά συνθήκες. Η δυνατότητα απόκτησης έγκυρων και έγκαιρων πληροφοριών, η διαπραγματευτική ικανότητα, η εμπειρία και η διαίσθηση είναι ορισμένα σημαντικά στοιχεία που απαιτούνται για την αποτελεσματικότητα των επενδύσεων.

Αντικείμενο του κεφαλαίου αυτού είναι η «περίπτωση μελέτης» (case study) μιας επένδυσης που πραγματοποίησε η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών (NBGVC), της οποίας το εταιρικό προφίλ και η επενδυτική δραστηριότητα αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, σε μια βουλγαρική εταιρεία που δραστηριοποιείται στον χώρο του Do It Yourself (DIY), τη Doverie Brico Ad. Η συγκεκριμένη επένδυση είναι μια αντιπροσωπευτική χρηματοδότηση venture capital και εμπεριέχει όλες τις παραμέτρους που εμπλέκονται σε τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις. Πραγματοποιήθηκε και ολοκληρώθηκε με επιτυχία την περίοδο 2001-2003, γεγονός που διευκολύνει την κατανόηση της συνολικής διαδικασίας χρηματοδότησης. Παράλληλα, σημαντικό κριτήριο επιλογής αυτής της επένδυσης, ως εμπειρική εφαρμογή του θεσμού του venture capital, αποτέλεσε το κύρος και η εμπειρία της ελληνικής εταιρείας, η οποία κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά.

Σκοπός του case study είναι η περιγραφή της συνολικής διαδικασίας μιας επένδυσης venture capital που έλαβε χώρα σε πραγματικές συνθήκες αγοράς. Με τον τρόπο αυτόν επιχειρείται η προσπάθεια για μια βαθύτερη κατανόηση του θεσμού, φανερώνοντας τα κρίσιμα σημεία που καθορίζουν την επιτυχία ή μη της

επένδυσης, τα προβλήματα που παρουσιάζονται κατά την χρηματοδότηση και τα τεχνάσματα που πολλές φορές χρησιμοποιούν οι εταιρείες προκειμένου να επιτύχουν τις αποδόσεις που επιθυμούν. Αρχικά, αναλύεται η διαδικασία ανάπτυξης του NBG Emerging Europe Fund LP που έχει δημιουργήσει η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών με σκοπό την επενδυτική της δραστηριότητα στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη. Στη συνέχεια, περιγράφονται τα στάδια ανάλυσης, αξιολόγησης και υλοποίησης της χρηματοδότησης στη Doverie Brico, καταλήγοντας στην επιτυχημένη έξοδο της ελληνικής εταιρείας venture capital από την επένδυση.

#### **4.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ FUND**

Η NBGVC από το 1999 που ξεκίνησε την επενδυτική της δραστηριότητα ίδρυσε το NBG Balkan Fund για να χρηματοδοτήσει επιχειρηματικές δραστηριότητες στην περιοχή των Βαλκανίων. Το 2003 το NBG Balkan Fund μετονομάστηκε σε NBG Emerging Europe Fund LP διευρύνοντας τους επενδυτικούς ορίζοντες του, εκτός των Βαλκανίων, και σε άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης που παρουσιάζουν επενδυτικές ευκαιρίες. Η αποστολή του fund όπως αυτή δηλώνεται από τα στελέχη της επιχείρησης είναι *“η επένδυση αποκλειστικά στην Κεντρική και την Ανατολική Ευρώπη”*. Στην πράξη, η επενδυτική δραστηριότητα του fund έχει εστιάσει μέχρι σήμερα αποκλειστικά στις Βαλκανικές χώρες λόγω της έντονης δραστηριοποίησης Ελλήνων επιχειρηματιών που έχει παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια σε αυτές και ιδιαίτερα στη Βουλγαρία, στη Ρουμανία και τη Γιουγκοσλαβία.

Η διάρκεια των επενδύσεων είναι συνήθως 3-5 έτη χωρίς να αποκλείεται και η έξοδος από την επένδυση νωρίτερα εφόσον αυτό κριθεί σκόπιμο. Για τη διαχείριση του fund απασχολούνται έξι αναλυτές που έχουν την ευθύνη της αξιολόγησης, του σχεδιασμού και της υλοποίησης των επενδυτικών προτάσεων που γίνονται. Κάθε χρόνο η NBGVC εξετάζει περίπου 100 προτάσεις για χρηματοδότηση μέσω του fund, από τις οποίες υλοποιείται ένα πολύ μικρό ποσοστό (1%). Στη συνέχεια, περιγράφεται ο κύκλος του venture capital για το NBG Emerging Europe Fund LP.

### **ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Το κεφάλαιο που αντλήθηκε για τη δημιουργία του fund είναι 30 εκατ. ευρώ και προέρχεται αποκλειστικά από την NBG, μητρική εταιρεία της NBGVC. Το NBG Emerging Europe Fund LP είναι ένα εξαρτημένο (captive) fund, αφού δεν υπάρχουν άλλοι limited partners εκτός της NBG. Η εταιρεία διατηρεί για τις ανάγκες αποτελεσματικότερης διοίκησης του fund ένα γραφείο στη Ρουμανία, το οποίο είναι υπό την επίβλεψη ενός τοπικού συνεργάτη της. Το γραφείο αυτό λειτουργεί ως σύνδεσμος τόσο της τοπικής όσο και της ευρύτερης βαλκανικής αγοράς με την εταιρεία, έτσι ώστε να διευκολύνεται η επαφή των επιχειρήσεων που θέλουν να υποβάλλουν προτάσεις για χρηματοδότηση μέσω του συγκεκριμένου fund. Η NBGVC δεν χρησιμοποιεί άλλες μεθόδους προώθησης του fund στηριζόμενη στην αναγνωρισιμότητα που της προσδίδει το ισχυρό όνομα της NBG στις χώρες ενδιαφέροντος. Ο συνηθέστερος τρόπος

πρόσκλησης ενδιαφέροντος για την πραγματοποίηση επενδύσεων είναι η απ' ευθείας προσέγγιση με πρωτοβουλία των ενδιαφερομένων επιχειρηματιών.

Αναφορικά με τη στρατηγική του fund και το βαθμό συμμετοχής στη διοίκηση των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται, η προσέγγιση που ακολουθείται είναι αυτή της ελάχιστης δυνατής συμμετοχής στο λειτουργικό επίπεδο της επιχειρηματικής δραστηριότητας (hands off). Πολιτική της προσέγγισης αυτής είναι η παρακολούθηση της επιχείρησης που χρηματοδοτείται, έτσι ώστε να εξασφαλίζονται οι στρατηγικοί στόχοι που έχουν τεθεί, χωρίς να υπάρχει ενεργός ανάμειξη με τις δραστηριότητες και τις επιχειρηματικές πρακτικές που ακολουθούνται. Ο σκοπός αυτός επιτυγχάνεται με τη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο των επιχειρήσεων ενός μικρού αριθμού ατόμων (1-4), τα οποία συμμετέχουν αποκλειστικά σε στρατηγικό επίπεδο και όχι στην ενεργό διαχείριση (active management) της επιχείρησης.

### **ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Η διαδικασία, η οποία ακολουθείται για την αξιολόγηση των υποψηφίων επιχειρηματικών προτάσεων και την επιλογή των πλέον κατάλληλων για επένδυση είναι ενιαία για όλα τα funds που διαχειρίζεται η NBGVC. Όπως έχει αναλυθεί στο πρώτο κεφάλαιο, η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει το στάδιο «Ανάλυσης και Εκτίμησης» (due diligence) και το στάδιο της «Επένδυσης και Παρακολούθησης» (investing and monitoring).

ο *Ανάλυση και εκτίμηση*

Κατά τη διάρκεια του σταδίου της «Ανάλυσης και Εκτίμησης» η NBGVC ακολουθεί μια σειρά τυποποιημένων διαδικασιών για να εξασφαλισθεί η λήψη των κατάλληλων αποφάσεων χρηματοδότησης ανάμεσα στα υποψήφια σχέδια που έχουν υποβληθεί. Κάθε πρόταση χρηματοδότησης αναλαμβάνεται από μια διμελή ομάδα αναλυτών της εταιρείας. Σημαντικό ρόλο στη διαδικασία αυτή διαδραματίζει η Επενδυτική Επιτροπή, μια επιτροπή τριών ατόμων, η οποία αξιολογεί τις εκτιμήσεις των αναλυτών και έχει τον τελικό λόγο για την λήψη της απόφασης χρηματοδότησης. Η διαδικασία ανάλυσης και εκτίμησης είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα και ξεπερνά πολλές φορές τους τρεις μήνες.

Το πρώτο βήμα της ανάλυσης περιλαμβάνει την αρχική αξιολόγηση του Business Plan. Οι αναλυτές της NBGVC εξετάζουν τις προοπτικές της επιχειρηματικής ιδέας που περιγράφεται (αγορά, κλάδος, χρήση τεχνολογίας, καινοτομία κ.α) και σχηματίζουν μια πρώτη γνώμη για την αποδοτικότητα της ενδεχόμενης επένδυσης και τη συμβατότητά της με τη στρατηγική και τα κριτήρια του fund. Σε περίπτωση θετικής κατάληξης της αρχικής αξιολόγησης, συντάσσεται μια μικρού μεγέθους αναφορά (deal alert) που δεν ξεπερνά τις τρεις σελίδες, στην οποία περιγράφεται συνοπτικά το Business Plan και τονίζονται τα θετικά σημεία που έχουν εντοπιστεί στη συγκεκριμένη επιχειρηματική ιδέα. Η αναφορά αυτή εξετάζεται από την τριμελή Επενδυτική Επιτροπή της εταιρείας για την έγκριση ή μη της πρότασης.

Κατά το επόμενο βήμα, σε περίπτωση θετικής απάντησης της Επενδυτικής Επιτροπής, οι αναλυτές που έχουν αναλάβει την αξιολόγηση της πρότασης προχωρούν στη σύνταξη μιας αναλυτικής αναφοράς (Επενδυτική Πρόταση), στην οποία περιγράφονται διεξοδικά όλες οι παράμετροι που αφορούν την επένδυση. Στα πλαίσια της δημιουργίας αυτής της πρότασης οι αναλυτές προχωρούν σε μια επισταμένη θεώρηση των στοιχείων που παρουσιάζονται στο Business Plan, καθώς και σε μια ευρύτερη ανάλυση του περιβάλλοντος της επένδυσης που εμπεριέχει την έρευνα αγοράς, τη σύγκριση με παρόμοιες επενδύσεις και την ανάδειξη των κρίσιμων παραμέτρων που προσδίδουν αξία στην επιχείρηση και επηρεάζουν τα οικονομικά της στοιχεία (value drivers).

Η διαδικασία του καθορισμού των value drivers της επένδυσης καθιστά, στις περισσότερες περιπτώσεις, αναγκαία τη συνεργασία της εταιρείας με εξωτερικούς συμβούλους, λόγω της μεγάλης ποικιλίας πληροφοριών που απαιτεί κάθε διαφοροποιημένο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Η NBGVC συνεργάζεται με εταιρείες συμβουλευτικών υπηρεσιών που έχουν μεγάλη εμπειρία στις έρευνες αγοράς και την παροχή πληροφοριών, όπως η Deloitte & Touche, η Pricewater House, η GFK Group κ.α. Συνήθως, ο κλάδος δραστηριοποίησης, η τοποθεσία, οι ρυθμοί ανάπτυξης, τα δικαιώματα προστασίας που παρέχονται και οι δυνατότητες της διοικητικής ομάδας είναι τα κρίσιμα σημεία στα οποία επικεντρώνεται η διαδικασία ανάλυσης της πρότασης.

Παράλληλα, ιδιαίτερα σημαντική είναι η άμεση επαφή με τη διοικητική ομάδα της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης για την διαπίστωση των ικανοτήτων και της αξιοπιστίας του επιχειρηματία που υποβάλλει την πρόταση. Για το λόγο

αυτό, οι αναλυτές του project επιδιώκουν είτε την επί τόπου επίσκεψη στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση, αν αυτή ήδη δραστηριοποιείται, είτε την απ' ευθείας συνάντηση με τη διοικητική ομάδα. Το προφίλ, η προηγούμενη δραστηριότητα, η φιλοδοξία και οι προοπτικές επιτυχίας που συγκεντρώνει η διοικητική ομάδα είναι μείζονος σημασίας παράγοντες που καθορίζουν την απόφαση χρηματοδότησης ενός επιχειρηματικού σχεδίου από την NBGVC.

Στην αναλυτική επενδυτική πρόταση που συντάσσεται, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η αξιολόγηση των οικονομικών στοιχείων του Business Plan μέσω χρηματοοικονομικών εργαλείων. Τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η αναλυτική ομάδα της NBGVC είναι αυτά που αναλύθηκαν στο πρώτο κεφάλαιο. Η αξιολόγηση στηρίζεται στον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης κατά την έξοδο από την επένδυση, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα χαρακτηριστικά του κλάδου, του οικονομικού περιβάλλοντος της χώρας που πραγματοποιείται η επένδυση και των εταιρειών με παρόμοια λειτουργία που ήδη δραστηριοποιούνται.

Μετά την ολοκλήρωση της σύνταξης της αναλυτικής Επενδυτικής Πρότασης η Επενδυτική Επιτροπή αναλαμβάνει να αξιολογήσει τα στοιχεία που παρουσιάζονται για την επένδυση και να αποφασίσει για την πραγματοποίηση ή μη της επένδυσης. Στην περίπτωση θετικής απάντησης της Επενδυτικής Επιτροπής ακολουθεί μια αρχική συμφωνία με τον επιχειρηματία και αφού πραγματοποιηθεί ο απαραίτητος νομικός και λογιστικός έλεγχος χωρίς να διαπιστωθεί κάποια παρατυπία, ξεκινάει η διαδικασία υλοποίησης της επένδυσης.



ο *Επένδυση και Παρακολούθηση*

Η υλοποίηση της επένδυσης γίνεται όπως αυτή έχει περιγραφεί στην Επενδυτική Πρόταση και έχει εγκριθεί από την Επενδυτική Επιτροπή. Στις περισσότερες περιπτώσεις η χρηματοδότηση λαμβάνει χώρα σταδιακά, ώστε να είναι ευκολότερη η παρακολούθηση της επένδυσης. Ο αριθμός των ατόμων που θα αντιπροσωπεύουν την NBGVC στο Διοικητικό Συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης είναι επίσης καθορισμένος στην Επενδυτική Πρόταση.

Η NBGVC δίνει μεγάλη βαρύτητα στη διαδικασία παρακολούθησης (monitoring) της επένδυσης, η οποία αναλαμβάνεται από τους δύο αναλυτές που ήταν επίσης υπεύθυνοι για την αξιολόγηση της πρότασης. Συγκεκριμένα, καθορίζεται ο Senior Project Manager που διευθύνει την διαδικασία παρακολούθησης και ο Junior Project Manager που έχει υποστηρικτικό ρόλο. Κατά τη διάρκεια της επένδυσης θα πρέπει να εξασφαλίζεται η συνεχής και έγκυρη ροή πληροφοριών από τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση στην NBGVC, έτσι ώστε η εταιρεία venture capital να είναι σε θέση να επαληθεύει τους στόχους που έχουν οριοθετηθεί κατά τον σχεδιασμό. Η NBGVC, εκτός της φυσικής παρουσίας της στο Διοικητικό Συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, εφαρμόζει ένα σύστημα παρακολούθησης της επένδυσης με τη διατήρηση λογιστικών καταστάσεων που υποστηρίζονται από πληροφοριακά συστήματα (IS accounts) και τη δημιουργία τακτικών αναφορών (reports). Οι αναφορές αυτές είναι μηνιαίες ή τριμηνιαίες και περιλαμβάνουν πληροφορίες για την πορεία των value drivers που έχουν οριστεί για κάθε επένδυση. Αφού γίνει η επιθεώρηση

των αναφορών, ετοιμάζεται ένα σημείωμα παρακολούθησης (monitoring note) που προωθείται στην Επενδυτική Επιτροπή για την ενημέρωση της σχετικά με την πορεία και την παρούσα κατάσταση της επένδυσης.

Με τον τρόπο αυτόν επιτυγχάνεται ο διαρκής έλεγχος της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης τόσο σε στρατηγικό όσο και σε λειτουργικό επίπεδο. Σε περίπτωση διαπίστωσης κάποιας απόκλισης από τον αρχικό σχεδιασμό της επένδυσης εξετάζονται, σε συνεργασία με την Επενδυτική Επιτροπή, τα αίτια και οι κινήσεις που θα επαναφέρουν την αποδοτικότητα στα επιθυμητά επίπεδα. Η φύση των επενδύσεων venture capital με τον μεγάλο κίνδυνο και τις αυξημένες πιθανότητες αποτυχίας, καθιστούν την διαδικασία παρακολούθησης των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται έναν υψίστης σημασίας παράγοντα επιτυχίας. Η NBGVC δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα σε αυτή τη διαδικασία και προσπαθεί συνεχώς να βελτιστοποιήσει τα πληροφοριακά της συστήματα για να επιτυγχάνει την έγκαιρη και έγκυρη ροή πληροφοριών σχετικά με τις επενδύσεις της.

Οι επενδύσεις μέσω του Emerging Europe Fund LP έχουν την ιδιαιτερότητα ότι πραγματοποιούνται σε χώρες του εξωτερικού με άγνωστο πολλές φορές οικονομικό περιβάλλον και διαφορετική επιχειρηματική κουλτούρα. Κατά συνέπεια, η διαδικασία αξιολόγησης και επένδυσης αποκτά μεγαλύτερο δείκτη δυσκολίας, μεγαλύτερο κόστος και απαιτεί τη διαρκή εγρήγορση όλων των συντελεστών πραγματοποίησης των επενδύσεων.

## **ΕΞΟΔΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ**

Οι αγορές στις οποίες απευθύνεται το NBG Emerging Europe Fund LP είναι, όπως έχει προαναφερθεί, οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης που συγκεντρώνουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης. Η εστίαση του ενδιαφέροντος για επενδύσεις σε χώρες όπως η Ρουμάνια, η Γιουγκοσλαβία και η Βουλγαρία περιορίζει αισθητά τις εναλλακτικές λύσεις της εταιρείας όσον αφορά στις μεθόδους εξόδου από την επένδυση. Οι χώρες αυτές δεν έχουν ανεπτυγμένες και αξιόπιστες κεφαλαιαγορές, γεγονός που αποστερεί τη δυνατότητα σχεδιασμού της εξόδου από την επένδυση μέσω της ιδιαίτερα αποδοτικής μεθόδου εισαγωγής στο χρηματιστήριο.

Η NBGVC, λαμβάνοντας υπ' όψιν την παραπάνω ιδιαιτερότητα, στοχεύει στην έξοδο από τις επενδύσεις του συγκεκριμένου fund μέσω της μεθόδου της πώλησης της συμμετοχής σε κάποιον ιδιώτη ή θεσμικό επενδυτή (trade sale). Στις περισσότερες περιπτώσεις η συμφωνία για χρηματοδότηση συνοδεύεται από την εφαρμογή του put option, κατά το οποίο συμφωνείται μια συγκεκριμένη αμοιβή ανάλογη με την αξία της επιχείρησης σε ένα ορισμένο χρονικό σημείο, την οποία η διοικητική ομάδα της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης είναι υποχρεωμένη να καταβάλει για την εξαγορά της συμμετοχής της NBGVC.

## **ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΟΥ NBG EMERGING EUROPE FUND LP**

Το κεφάλαιο των 30 εκατ. ευρώ που αντλήθηκε για τη δημιουργία του NBG Emerging Europe Fund LP έχει επενδυθεί κατά το μεγαλύτερο ποσοστό του σε

τρεις επιχειρηματικές πρωτοβουλίες στην περιοχή των Βαλκανίων. Εκτός της επένδυσης στη βουλγαρική Doverie Brico AD που αναλύεται διεξοδικά αμέσως μετά, οι υπόλοιπες δύο επενδύσεις είναι οι εξής:

ο *Η επένδυση στην INFORM LYKOS ROMANIA SA.*

Το Μάιο του 2001 η INFORM LYKOS ROMANIA υπέγραψε σύμβαση εξαγοράς των δύο μεγαλύτερων ρουμανικών εταιρειών έντυπης πληροφορικής, οι οποίες κατείχαν ήδη σημαντικό μερίδιο της ρουμανικής αγοράς. Η εταιρεία συστάθηκε με σκοπό την συγκεκριμένη εξαγορά και η μετοχική της σύνθεση συμπεριλαμβάνει πλην των Ρουμάνων 24%, την Inform Π. Λύκος Α.Ε. με 51% και την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών μέσω του NBG Emerging Europe Fund LP με 25%. Μεταξύ των πελατών της INFORM LYKOS ROMANIA διακρίνονται το Ρουμανικό Υπουργείο Οικονομιών, το Ρουμανικό Εθνικό Τυπογραφείο, σημαντικές ξένες Τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην τοπική αγορά, η RomTelecom και μεγάλος αριθμός διεθνών και ρουμανικών εταιρειών. Το κεφάλαιο που αντλήθηκε από την NBGVC για την συγκεκριμένη χρηματοδότηση είναι 1.42 εκατ. ευρώ.

ο *Η επένδυση στη βουλγαρική εταιρεία τηλεπικοινωνιών (BTC).*

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, στα πλαίσια του NBG Emerging Europe Fund LP, συμμετέχει στη διεθνή κοινοπραξία Viva Ventures που εξαγόρασε το Μάρτιο του 2004 το 65% των μετοχών της βουλγαρικής εταιρείας τηλεπικοινωνιών BTC (σταθερή τηλεφωνία) έναντι 280 εκατ. ευρώ. Η

μεταβίβαση των μετοχών στην κοινοπραξία ολοκληρώθηκε μετά από μια σύνθετη διαπραγματευτική διαδικασία που διήρκεσε ενάμιση χρόνο και απροσδόκητα έλαβε τη μορφή έντονης αντιπαράθεσης στην πολιτική σκηνή της γειτονικής βαλκανικής χώρας. Η Viva Ventures ανήκει 100% στον επενδυτικό όμιλο Advent International (έδρα: Βοστώνη, ΗΠΑ). Η συνολική επένδυση στην BTC περιλαμβάνει την καταβολή 230 εκατ. ευρώ και την υποχρέωση για κάλυψη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου 50 εκατ. ευρώ στη βουλγαρική εταιρεία. Εκτός του ομίλου Εθνικής, στην κοινοπραξία της Viva Ventures συμμετέχουν ως χρηματοδοτικοί εταίροι (financial partners) ο κύριος μέτοχος της ισλανδικής Pharmaco, η κρατική αναπτυξιακή τράπεζα της Ολλανδίας FMO, το private equity fund «Swiss Life», η κρατική υπηρεσία επενδύσεων των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων «Abu Dhabi Investment Authority», η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) και η αμερικανική εταιρεία Enterprise Investors. Η NBGVC για την συγκεκριμένη επένδυση κατέβαλε ένα σημαντικό ποσοστό από τα 30 εκατ. ευρώ του NBG Emerging Europe Fund.

#### **4.3 Η ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΗ DOVERIE BRICO**

Η σύσταση του NBG Balkan Fund, το οποίο μετονομάστηκε σε NBG Emerging Europe Fund LP και εστίαζε στη βαλκανική αγορά, είχε ως αποτέλεσμα την προσέλκυση του ενδιαφέροντος πολλών επιχειρηματιών της περιοχής, οι οποίοι αναζητούσαν αξιόπιστη χρηματοδότηση για τα επιχειρηματικά τους σχέδια. Ανάμεσα στα επιχειρηματικά σχέδια που προτάθηκαν στην NBGVC υπήρξε αυτό της Doverie United Holding AD (πρώην Ταμείο Αποκρατικοποίησης της

Βουλγαρίας), το οποίο αφορούσε στην ίδρυση μιας εταιρείας με αντικείμενο δραστηριοποίησης στον κλάδο του οικιακού εξοπλισμού και των σχετικών υπηρεσιών εγκατάστασης και επισκευής (Do It Yourself, DIY). Εξαιτίας της έλλειψης επαρκούς τεχνογνωσίας στο συγκεκριμένου κλάδο από τη Doverie United Holding AD το επιχειρηματικό πλάνο προέβλεπε τη συνεργασία δικαιοπραξίας (franchise) με την Mr Bricolage που είναι μια από τις τέσσερις μεγαλύτερες εταιρείες λιανικής πώλησης στον κλάδο του DIY στην Γαλλία. Προτού αναλυθεί η πρόταση χρηματοδότησης γίνεται μια περιληπτική περιγραφή των δυο βασικών εταιρειών που εμπλέκονται στην επένδυση, της Doverie United Holding AD και της Mr Bricolage.

## ***H DOVERIE UNITED HOLDING AD***

Η Doverie United Holding AD είναι μια επιτυχημένη εταιρεία holding στη Βουλγαρία και ένας από τους βασικούς φορείς της επιτυχημένης διαδικασίας αποκρατικοποίησης του βουλγαρικού δημοσίου συμμετέχοντας σε αυτή με το UBPF Doverie AD fund. Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο της εταιρείας περιλαμβάνει 51 επιχειρήσεις, στις οποίες συμμετέχει με σκοπό τη βελτίωση της απόδοσης και της επιχειρηματικής τους λειτουργίας. Η Doverie United Holding AD παρέχει κεφάλαια για αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων, επενδύσεις στην τεχνολογία και απόκτηση του know-how, συμμετέχει στη διοίκηση και το στρατηγικό σχεδιασμό και αποσκοπεί στην έξοδο από την συμμετοχή την κατάλληλη στιγμή. Η εταιρεία έχει κατανείμει τις δραστηριότητές της σε τέσσερις κλάδους δημιουργώντας θυγατρικές εταιρείες holding στη γαλακτοκομία, την υφαντουργία, τις κατασκευές και τη μηχανική. Εξάλλου, η Doverie United

Holding AD έχει επενδύσει σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη φαρμακευτική, τον ιατρικό εξοπλισμό και τον τουρισμό.

### **Η MR BRICOLAGE SA**

Η Mr Bricolage SA είναι μία γαλλική εταιρεία λιανικής πώλησης στο χώρο του DIY με δραστηριοποίηση τόσο στη Γαλλία όσο και στο εξωτερικό. Κατέχει περίπου το 13% της γαλλικής αγοράς και είναι η τέταρτη σε σειρά μετά τις Castorama, Bricomarche και Leroy Merlin. Το δίκτυο των 350 καταστημάτων λιανικής πώλησης προϊόντων οικιακού εξοπλισμού (320 στη Γαλλία και 30 στο εξωτερικό) έφτασε στα 600 καταστήματα μετά το 2003 λόγω της συγχώνευσης της εταιρείας μια άλλη του ιδίου κλάδου, την Tabur SA. Το μετοχικό κεφάλαιο της Mr Bricolage έφτανε το 2001 περίπου τα 200 εκατ. ευρώ, οι πωλήσεις τα 176.4 εκατ. ευρώ και το μεικτό κέρδος τα 19 εκατ. ευρώ. Τα οικονομικά στοιχεία της μετά την συγχώνευση με την Tabur αυξήθηκαν σημαντικά λόγω της επέκτασης του δικτύου καταστημάτων και του κύκλου εργασιών. Η εταιρεία έχει δραστηριοποιηθεί σε διάφορες χώρες, όπως η Ισπανία, το Βέλγιο, η Αργεντινή, η Ουρουγουάη, το Μαρόκο και η Αλγερία.

Η Mr Bricolage προσφέρει όλες τις υπηρεσίες και τα προϊόντα που σχετίζονται με τον οικιακό εξοπλισμό, εκτός των ειδών κηπουρικής. Ο κλάδος του DIY στη Γαλλία έχει καταγράψει ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και οι προβλέψεις για το μέλλον είναι θετικές. Η εταιρεία ακολουθεί μια πορεία ανάπτυξης ανάλογη με αυτή του κλάδου και η επέκτασή των δραστηριοτήτων

της σε χώρες χωρίς ιδιαίτερο ανταγωνισμό στον χώρο του DIY είναι μια από τις σημαντικότερες στρατηγικές της ενέργειες.

### **ΤΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΠΛΑΝΟ**

Η διαπίστωση του κενού της βουλγαρικής αγοράς στον κλάδο του DIY οδήγησαν την Doverie United Holding AD στην απόφαση δραστηριοποίησής της στον χώρο του οικιακού εξοπλισμού στα πρότυπα των υπολοίπων ευρωπαϊκών χωρών. Το Μάιο του 1999 η εταιρεία ίδρυσε την Doverie Brico, με σκοπό τη δημιουργία ενός δικτύου πέντε καταστημάτων διανομής προϊόντων οικιακού εξοπλισμού στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στα Σκόπια και στην Κροατία, παρέχοντας παράλληλα ολοκληρωμένες υπηρεσίες εγκατάστασης και επισκευής. Η συνεργασία με τη Mr Bricolage δεν προέβλεπε την κεφαλαιακή συνεισφορά στην επιχείρηση εκ μέρους της γαλλικής εταιρείας, αλλά ως franchisor θα παρέιχε την τεχνογνωσία και την πολυετή εμπειρία της στην ανάπτυξη καταστημάτων DIY τόσο στη Γαλλία όσο και σε άλλες χώρες στις οποίες είχε δραστηριοποιηθεί.

Η συνολική επένδυση άγγιζε τα 15 εκατ. ευρώ και το 94% του μετοχικού κεφαλαίου της νέας εταιρείας κατείχε η Doverie United Holding AD, ενώ το υπόλοιπο 6% η Mr Bricolage. Η συμφωνία προέβλεπε για την Mr Bricolage, την κεφαλαιοποίηση των δικαιωμάτων της (royalties) που θα προέκυπταν από την επιχειρηματική δραστηριότητα της Doverie Brico. Συνήθως, τα royalties αντιστοιχούν σε ένα ποσοστό επί των πωλήσεων και με τη συμφωνία για κεφαλαιοποίηση τους η Mr Bricolage θα ήταν σε θέση να αυξήσει το ποσοστό



ιδιοκτησίας της με την πάροδο του χρόνου, ανάλογα με την απόδοση της επιχείρησης.

Το επιχειρηματικό πλάνο προέβλεπε τη σταδιακή ανάπτυξη των πέντε καταστημάτων σε τρεις φάσεις μέσα σε χρονική περίοδο τριών χρόνων. Το πρώτο κατάστημα ήταν προγραμματισμένο να ξεκινήσει τη λειτουργία του στη Σόφια, πρωτεύουσα της Βουλγαρίας, στα τέλη του 2000. Η δεύτερη φάση προέβλεπε τη δημιουργία δυο νέων καταστημάτων σε πόλεις της Βουλγαρίας στα τέλη του 2001, ενώ κατά την τρίτη φάση άλλα δύο καταστήματα (είτε δυο στη Βουλγαρία είτε ένα στη Βουλγαρία και ένα στα Σκόπια ή την Κροατία ή τη Σερβία) θα έπρεπε να λειτουργούν μέχρι τα τέλη του 2003.

Ο ηγέτης και διαχειριστής της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας ήταν ένας νέος Βούλγαρος επιχειρηματίας (περίπου 40 ετών) με κυρίαρχο χαρακτηριστικό του την επιτυχημένη ανάληψη καινοτόμων και φιλόδοξων επιχειρηματικών προσπαθειών. Η διοικητική ομάδα αποτελούμενη από νέους κυρίως managers είχε παρόμοια χαρακτηριστικά με τον ηγέτη της. Αυτό, σε συνδυασμό με τη συμμετοχή της μεγάλης γαλλικής εταιρείας ως συμβουλευτικό φορέα της επιχείρησης, καθιστούσε τις προϋποθέσεις επιτυχίας του εγχειρήματος ιδιαίτερα ευνοϊκές. Οι προβλέψεις για τα οικονομικά αποτελέσματα και τη μελλοντική λειτουργία της επιχείρησης ήταν το ίδιο φιλόδοξες με την διοικητική της ομάδα. Η απουσία άμεσου ανταγωνισμού στον κλάδο του DIY στη βουλγαρική αγορά σε συνδυασμό με το μεγάλο αγοραστικό κοινό και το χαμηλό κόστος εργασίας, δικαιολογούσαν τις προβλέψεις του επιχειρηματικού πλάνου για μια πολύ κερδοφόρα επιχείρηση. Η διοικητική ομάδα της Doverie Brico AD στην

προσπάθεια αναζήτησης κεφαλαίων για την πραγματοποίηση της επιχειρηματικής της πρωτοβουλίας υπέβαλε στα τέλη του 2000 πρόταση χρηματοδότησης στην NBGVC στα πλαίσια του NBG Emergency Europe Fund LP.

### **Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Η πρόταση χρηματοδότησης της Doverie Brico AD προσέλκυσε εξ'αρχής το ενδιαφέρον των αναλυτών της NBGVC γιατί προέβλεπε ικανοποιητική απόδοση για την εταιρεία και εκπλήρωνε όλες τις προϋποθέσεις ένταξης στο fund που είχε δημιουργηθεί για τη βαλκανική αγορά. Η Doverie United Holdings AD, ως βασικός φορέας της επένδυσης, και η Mr Bricolage, ως franchisor, εξασφάλιζαν το κύρος και την αξιοπιστία της πρότασης. Η συγκεκριμένη επένδυση στη βουλγαρική εταιρεία θεωρήθηκε ιδιαίτερα ελκυστική και συγκέντρωνε πολλά θετικά στοιχεία που οδήγησαν στην περαιτέρω ανάλυση των παραμέτρων της από την ελληνική εταιρεία venture capital.

Μετά την αποδοχή της αρχικής πρότασης (Deal Alert) από την Επενδυτική Επιτροπή της εταιρείας ακολούθησε η επισταμένη ανάλυση και εκτίμηση των παραμέτρων που αφορούσαν την επένδυση μέσω συναντήσεων των αναλυτών της NBGVC με τη διοικητική ομάδα της βουλγαρικής εταιρείας. Παράλληλα, η NBGVC προχώρησε στη μέτρηση της βουλγαρικής αγοράς και της αγοραστικής δύναμης των υποψηφίων πελατών μιας επιχείρησης DIY στην περιοχή, ώστε να επαληθευτούν τα μεγέθη που περιέγραφε το επιχειρηματικό πλάνο της Doverie Brico. Με τη βοήθεια της GFK Group, εταιρείας που διενεργεί έρευνες αγοράς

σε διεθνές επίπεδο, διαπιστώθηκε η απουσία μεγάλων καταστημάτων DIY δυτικού τύπου τόσο στη Βουλγαρία όσο και τις γειτονικές χώρες. Παράλληλα, η συνεχής βελτίωση του βιοτικού επιπέδου των βαλκανικών χωρών τα τελευταία χρόνια, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί λόγω της μεγάλης επενδυτικής δραστηριότητας που παρατηρείται στην περιοχή, ενίσχυσε την πεποίθηση ότι το αγοραστικό κοινό στον χώρο του οικιακού εξοπλισμού θα αυξανόταν συνεχώς.

Όσον αφορά στην αξιολόγηση των οικονομικών αποτελεσμάτων και στη μέτρηση της απόδοσης της επένδυσης, τα αποτελέσματα της ανάλυσης ήταν ιδιαίτερα ενθαρρυντικά. Το επιχειρηματικό πλάνο της Doverie Brico εξασφάλιζε, κατά την κρίση των αναλυτών, την απαιτούμενη απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο που εμπεριείχε η συγκεκριμένη επένδυση. Συγκεκριμένα, η έλλειψη εμπειρίας στον κλάδο, το όχι και τόσο σταθερό οικονομικό περιβάλλον της χώρας και η χαμηλή αγοραστική δύναμη των καταναλωτών της περιοχής μεγιστοποιούσαν τον κίνδυνο της επένδυσης και για το λόγο αυτό προαπαιτούσαν μεγάλα επίπεδα απόδοσης. Ο ελάχιστος αποδεκτός Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης (IRR) που είχε καθοριστεί από την NBGVC για επενδύσεις στη Βουλγαρία ήταν 35-40%. Οι μετρήσεις της NBGVC σχετικά με την προβλεπόμενη απόδοση ήταν ανώτερες του 50% ακόμα και στα πιο μετριοπαθή σενάρια. Στον Πίνακα 4.1 παρουσιάζονται τα θετικά και τα αρνητικά σημεία που ανέδειξε η αρχική ανάλυση της επένδυσης από την υπεύθυνη, για το συγκεκριμένο project, ομάδα αναλυτών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1**

**Τα θετικά και τα αρνητικά στοιχεία της επένδυσης για την NBGVC**

Θετικά επένδυσης	Αρνητικά επένδυσης
<p>Ο βασικός φορέας της επένδυσης, η Doverie United Holdings AD, είναι μια μεγάλη και αξιόπιστη βουλγαρική εταιρεία με επιτυχημένη συμμετοχή στη διαδικασία αποκρατικοποίησης του βουλγαρικού δηmosίου.</p>	<p>Η έλλειψη εμπειρίας από πλευράς Doverie United Holdings AD σε επιχειρηματικές δραστηριότητες του κλάδου του DIY.</p>
<p>Η δικαιούχος εταιρεία, η Mr Bricolage είναι μια από τις μεγαλύτερες στη Γαλλία στον κλάδο με ισχυρό brand name και επιτυχημένη δραστηριότητα και σε άλλες χώρες.</p>	<p>Η έλλειψη εμπειρίας από πλευράς NBGVC σε επενδύσεις του συγκεκριμένου κλάδου.</p>
<p>Ο ηγέτης της διοικητικής ομάδας της υποψήφιας επιχείρησης είναι νέος, φιλόδοξος και ικανός.</p>	<p>Η απουσία αξιόπιστων χρηματαγορών που να εξασφαλίζουν την αποδοτική έξοδο από την επένδυση στην κατάλληλη χρονική στιγμή.</p>
<p>Η μέτρηση της αγοράς από τη GFK Group αναδεικνυε μεγάλες προοπτικές του κλάδου του DIY στη Βουλγαρία.</p>	<p>Οι υπέρμετρα φιλόδοξες προβλέψεις που παρουσιάστηκαν στο επιχειρηματικό σχέδιο της Doverie Brico.</p>
<p>Το πολύ χαμηλό κόστος εργασίας στη Βουλγαρία σε συνδυασμό με το know-how που θα αποκτηθεί από τη Mr Bricolage μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας.</p>	<p>Η χαμηλή αγοραστική δύναμη του βουλγαρικού κοινού εξ' αιτίας του χαμηλού επιπέδου μισθών.</p>
<p>Η χρηματοδότηση είναι σποράς και εκκίνησης και η συμμετοχή της NBGVC γίνεται στο κόστος έναρξης της επιχείρησης.</p>	<p>Αβεβαιότητα για την έκβαση της επένδυσης αφού πρόκειται για μια πρωτοβουλία που δεν έχει επαναληφθεί στην περιοχή της Βουλγαρίας.</p>
<p>Η συνεχώς αυξανόμενη συμμετοχή της Mr Bricolage στο μετοχικό κεφάλαιο της Doverie Brico δημιουργούσε μια προοπτική εξαγοράς από πλευράς Γάλλων στο μέλλον.</p>	<p>Η παρουσία «μαύρης αγοράς» στη Βουλγαρία επηρέαζε όλους τους κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας.</p>
<p>Οι μεγάλες αποδόσεις που προέκυψαν από την αξιολόγηση του επιχειρηματικού πλάνου της Doverie Brico, υπερκάλυπταν τα υψηλά επίπεδα κινδύνου</p>	

Παρατηρείται από τον πίνακα αυτόν ότι κατά τη διαδικασία ανάλυσης και εκτίμησης της επένδυσης προέκυψαν ορισμένα ισχυρά κίνητρα στην ελληνική εταιρεία venture capital για να προχωρήσει στην επένδυση, άλλα και κάποιες δυσκολίες που έπρεπε ξεπεραστούν. Σε μια προσπάθεια για στάθμιση των προτερημάτων και των μειονεκτημάτων της εν λόγω επένδυσης αποδείχθηκε ότι τα θετικά στοιχεία ήταν ιδιαίτερα ενθαρρυντικά για την επιτυχία της, ενώ τα αρνητικά ήταν μέσα στα όρια του ρίσκου που κατά κανόνα εμπεριέχει μια επένδυση venture capital.

Συγκεκριμένα, η συμμετοχή της αξιόπιστης βουλγαρικής εταιρείας Doverie United Holdings AD, η συμμετοχή της επιτυχημένης στον κλάδο Mr Bricolage, η παρουσία ενός ικανού ηγέτη και οι μεγάλες προοπτικές απόδοσης ήταν οι κρίσιμοι παράγοντες που οδήγησαν στην απόφαση πραγματοποίησης της επένδυσης, παρά τις όποιες δυσκολίες που εντοπίστηκαν. Μοναδική επιφύλαξη των αναλυτών ήταν η δυσκολία που προέκυπτε από την έλλειψη αξιόπιστων χρηματαγορών και εγκυμονούσε κινδύνους σχετικά με την έξοδο από την επένδυση. Η NBGVC θα μπορούσε να ξεπεράσει την αδυναμία αυτήν μέσω της συμφωνίας με τη βουλγαρική εταιρεία για εξαγορά των συμμετοχών της από την ίδια τη Doverie Brico σε προκαθορισμένο χρονικό σημείο και με προκαθορισμένο τίμημα στο μέλλον (put option). Από την άλλη, η παρουσία της Mr Bricolage στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας εξασφάλιζε την ύπαρξη ενός επιπλέον υποψηφίου για εξαγορά της συμμετοχής της NBGVC στο μέλλον.

## **Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΚΑΙ Η ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

Κατά τη διαδικασία ανάλυσης και εκτίμησης του επενδυτικού έργου συντάχθηκε η ολοκληρωμένη Επενδυτική Πρόταση, η οποία παραδόθηκε για αξιολόγηση στην Επενδυτική Επιτροπή. Η θετική απάντηση της Επιτροπής σηματοδότησε την έναρξη των διαπραγματεύσεων με την βουλγαρική πλευρά για την πραγματοποίηση της συμφωνίας χρηματοδότησης.

Οι διαπραγματεύσεις δεν άργησαν να ξεκινήσουν και η συμφωνία της venture capital χρηματοδότησης της Doverie Brico από την NBGVC πραγματοποιήθηκε το Δεκέμβριο του 2000, αφού πρώτα διεξήχθη χωρίς προβλήματα ο απαραίτητος λογιστικός και ο νομικός έλεγχος της εταιρείας. Η συμφωνία προέβλεπε χρηματοδότηση ύψους 2.5 εκατ. ευρώ με συμμετοχή 32% στο μετοχικό κεφάλαιο της βουλγαρικής εταιρείας. Η Doverie Brico κατείχε το 62% και η Mr Bricolage το 6%. Η χρηματοδότηση συμφωνήθηκε να γίνει σταδιακά σε τρεις δόσεις μέσα σε χρονική περίοδο δύο ετών (2001-2003).

Εξάλλου, η συμφωνία προέβλεπε την έξοδο της NBGVC, αν αυτή το επιθυμούσε, από τη βουλγαρική εταιρεία μέσω της εξαγοράς της συμμετοχής της από την ίδια τη Doverie Brico (put option) το 2005. Το ποσό που θα έπρεπε να καταβάλει η βουλγαρική επιχείρηση για την εξαγορά των μετοχών της NBGVC θα ήταν ένα πολλαπλάσιο της καθαρής θέσης της επιχείρησης κατά την χρονιά αυτή. Με τον τρόπο αυτόν η ελληνική εταιρεία venture capital εξασφάλιζε την έξοδο από τη συμμετοχή της σε περίπτωση που δεν υπήρχε άλλος αποδοτικότερος τρόπος εξόδου. Η έξοδος μέσω της εισαγωγής στο

χρηματιστήριο που θεωρείται η αποδοτικότερη δεν μπορούσε να εξασφαλισθεί, αφού η χρηματαγορά της Σόφιας δεν ήταν αξιόπιστη. Παράλληλα, η προαναγγελθείσα από τις βαλκανικές χώρες πρόθεση για δημιουργία μιας δευτερογενούς διαβαλκανικής χρηματαγοράς με έδρα τη Θεσσαλονίκη, μόνο ως ευχάριστη εξέλιξη θα μπορούσε να αξιολογηθεί και όχι ως εξασφάλιση της NBGVC για ασφαλή έξοδο από την επένδυση.

Η NBGVC τοποθέτησε τρία έμπειρα στελέχη της στο Διοικητικό Συμβούλιο της βουλγαρικής επιχείρησης. Στην ανώτατη βαθμίδα διοίκησης συμμετείχε και η Mr Bricolage με έναν αντιπρόσωπο με μεγάλη προϋπηρεσία σε διευθυντικές θέσεις στην γαλλική εταιρεία. Η συμμετοχή της ελληνικής εταιρείας venture capital στη διοίκηση της επιχείρησης αφορούσε μόνο στο στρατηγικό επίπεδο της επιχείρησης και όχι το λειτουργικό. Για παράδειγμα, η NBGVC είχε συμμετοχή σε αποφάσεις για τη δημιουργία και την περιοχή ανάπτυξης των νέων καταστημάτων, την επέκταση της εταιρείας σε γειτονικές χώρες και τους τρόπους δανεισμού της επιχείρησης, αλλά όχι σε αποφάσεις για τη γκάμα προϊόντων, την επιλογή των προμηθευτών κ.α. που αναφέρονται σε λειτουργικές διαδικασίες της επιχείρησης.

### **Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Μετά την συμφωνία που πραγματοποιήθηκε ανάμεσα στις δυο πλευρές ξεκίνησε η διαδικασία χρηματοδότησης. Η επένδυση έγινε απευθείας στο μετοχικό κεφάλαιο της βουλγαρικής εταιρείας μέσω μιας κυπριακής εταιρείας που ίδρυσε η NBGVC για την αποφυγή διαρροών φορολογικής φύσης που θα

προέκυπταν αν η χρηματοδότηση γινόταν από την Ελλάδα. Η χρηματοδότηση έγινε, όπως προαναφέρθηκε, σε τρεις δόσεις σε διάστημα δυο ετών, με το μεγαλύτερο ποσό να καταβάλλεται στην πρώτη δόση και το υπόλοιπο σε δυο ισόποσες δόσεις.

Από την πρώτη στιγμή της συμμετοχής της NBGVC στη βουλγαρική εταιρεία, η συμβολή της στους στρατηγικούς στόχους της Doverie Brico αποδείχθηκε ιδιαίτερα σημαντική. Το κύρος της ελληνικής εταιρείας και η διαπραγματευτική ικανότητα των στελεχών της έπαιξαν κυρίαρχο ρόλο στην εξασφάλιση δανείου από την International Finance Corporation (IFC). Η IFC είναι ένας χρηματοδοτικός οργανισμός που ανήκει στον όμιλο της Διεθνούς Τράπεζας (World Bank Group) και έχει ως στόχο τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών πρωτοβουλιών στις αναπτυσσόμενες χώρες προκειμένου να εξαλειφθεί η φτώχεια και να βελτιωθεί το βιοτικό επίπεδο των ανθρώπων που ζουν στις χώρες αυτές. Η πρόταση της βουλγαρικής εταιρείας στην IFC εγκρίθηκε τον Δεκέμβριο του 2000 και η καταβολή δανείου αξίας 3 εκατ. ευρώ πραγματοποιήθηκε τον Φεβρουάριο του 2001. Η συμβολή της NBGVC στην αποδοχή της πρότασης αναδεικνύει τα πολλαπλά οφέλη μιας venture capital χρηματοδότησης σε μια επιχείρηση.

Η δημιουργία του πρώτου καταστήματος στη Σόφια τον Σεπτέμβριο του 2000 σηματοδότησε την έναρξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας της Doverie Brico. Το Sofia 1, όπως ονομάστηκε το πρώτο κατάστημα DIY που λειτούργησε στη Βουλγαρία, καταλάμβανε 4090 τ.μ. και παρείχε προϊόντα και υπηρεσίες ανάλογες με αυτές που προσέφεραν τα αντίστοιχα καταστήματα των δυτικών



ευρωπαϊκών χωρών. Το κατάστημα είχε πολύ μεγάλη ποικιλία προϊόντων οικιακού εξοπλισμού (30,000 διαφορετικά είδη) και προσέλκυσε από την πρώτη στιγμή της λειτουργίας του το ενδιαφέρον του καταναλωτικού κοινού. Το Sofia 1 κατέγραψε αποτελέσματα ανώτερα των προσδοκιών της διοίκησης της εταιρείας με 50,000 μέσο όρο πελατών τον μήνα και 19 ευρώ μέσο όρο καλαθιού αγορών. Οι συνολικές πωλήσεις για το 2001 ήταν 7.7 εκατ. ευρώ, ενώ τα μικτά κέρδη άγγιξαν τα 680,000 ευρώ.

Η επιτυχία που διαπιστώθηκε από τον πρώτο χρόνο λειτουργίας του Sofia 1, οδήγησε στην επέκταση του δικτύου, όπως περίπου προέβλεπε το αρχικό πλάνο. Τον Ιανουάριο του 2002 έλαβε χώρα η έναρξη της λειτουργίας ενός δεύτερου παρόμοιου καταστήματος στη Φιλιππούπολη με 3650 τ.μ. εμβαδό. Ακολούθως, η διαπίστωση από τους Γάλλους και τους Έλληνες ότι δεν είχε καλυφθεί πλήρως η αγορά της Σόφιας οδήγησε στην απόφαση του Δ.Σ της εταιρείας για τη δημιουργία ενός δεύτερου καταστήματος στη βουλγαρική πρωτεύουσα και όχι σε άλλη πόλη όπως προέβλεπε το επιχειρηματικό πλάνο. Το Sofia 2 θα ξεκινούσε τη λειτουργία του τον Απρίλιο του 2003 και ήταν το μεγαλύτερο από τα τρία καταστήματα με εμβαδό 5750 τ.μ. Τα αποτελέσματα της λειτουργίας του δεύτερου καταστήματος της αλυσίδας ήταν ελαφρώς χαμηλότερα των προσδοκιών, καταγράφοντας παρ' όλα αυτά ικανοποιητικά επίπεδα κερδών. Συγκεκριμένα, το κατάστημα στη Φιλιππούπολη είχε 20,000 μέσο όρο πελατών το μήνα και 18 ευρώ μέσο όρο καλαθιού αγορών.

Το συνολικό μικτό περιθώριο κέρδους της βουλγαρικής εταιρείας έφτανε τα 28% επί των πωλήσεων, ενώ το αντίστοιχο περιθώριο κέρδους της Mr Bricollage στη

Γαλλία ήταν κατά πολύ μεγαλύτερο (35%). Το χαμηλό αυτό περιθώριο κέρδους οφείλεται στη χαμηλή αγοραστική δύναμη των Βούλγαρων καταναλωτών και του έμμεσου ανταγωνισμού από πολλές μικρές επιχειρήσεις που παρείχαν παρόμοια προϊόντα σε συνθήκες μαύρης αγοράς. Όμως, το χαμηλό κόστος εργασίας που επικρατεί στη Βουλγαρία λειτουργεί ως αντισταθμιστικός παράγοντας στο χαμηλό μικτό περιθώριο κέρδους της επιχείρησης. Η εικόνα που παρουσίαζε η δραστηριότητα της Doverie Brico στην ετήσια αναφορά (report) της NBGVC, στα τέλη του 2002, παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.2.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2

##### Τα οικονομικά αποτελέσματα της Doverie Brico την περίοδο 2001-2003

	<b>2001</b> (Εκατ. ευρώ)	<b>Περ. Κέρδους</b>	<b>2002</b> (Εκατ. ευρώ)	<b>Περ. Κέρδους</b>	<b>2003(estimated)</b> (Εκατ. ευρώ)
<b>Συνολικές Πωλήσεις</b>	7.7	-	13.9	-	22.7
<b>EBITDA</b>	0.68	9%	2.02	13%	2.85
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	0.37	5%	1.4	9%	1.96

Στον πίνακα αυτόν παρουσιάζονται τα συνολικά αποτελέσματα της εταιρείας συμπεριλαμβανομένης της δραστηριότητας και των τριών καταστημάτων. Η αύξηση των πωλήσεων και των κερδών που παρατηρείται μετά το 2002 είναι απόρροια της λειτουργίας των δύο καταστημάτων στη Φιλιππούπολη και τη Σόφια που έγινε το 2002 και 2003 αντίστοιχα. Οι πωλήσεις το 2001 με τη

Λειτουργία του Sofia 1 έφτασαν τα 7.7 εκατ. ευρώ με κέρδη προ φόρων τα 370,000 ευρώ, ενώ το 2002 με τη προσθήκη του καταστήματος της Φιλιππούπολης αυξήθηκαν στα 13.9 και 1.4 εκατ. ευρώ αντίστοιχα. Εξάλλου, τα ποσά που περιγράφονται για το 2003 είναι προβλέψεις της εταιρείας για τη χρονιά αυτή με τη λειτουργία και των τριών καταστημάτων και όχι πραγματοποιηθέντα ποσά. Αξιοσημείωτη είναι η αύξηση των περιθωρίων κέρδους που παρατηρείται το 2002. Το EBITDA και το EBIT από 9% και 5% μεταβάλλονται σε 13% και 9% αντίστοιχα. Αυτό οφείλεται στις οικονομίες κλίμακας που επιτεύχθηκαν με την λειτουργία του δεύτερου καταστήματος στη Φιλιππούπολη.

Η ομάδα αναλυτών της NBGVC αξιολογώντας τα οικονομικά αποτελέσματα των δύο πρώτων χρόνων και τις προβλέψεις που αφορούσαν το 2003 για τη Doverie Brico, οδηγήθηκε σε μια επιφυλακτική θεώρηση για τις μελλοντικές αποδόσεις της επένδυσης. Έξαλλου, η προοπτική της επέκτασης του δικτύου καταστημάτων σε κάποια άλλη χώρα των Βαλκανίων (Σκόπια, Σερβία ή Κροατία) δεν έβρισκε σύμφωνη την ελληνική πλευρά. Παράλληλα, η πρόθεση που εκδηλώθηκε από τις αρχές του 2003 για δραστηριοποίηση στη βουλγαρική αγορά δυο μεγάλων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων του κλάδου, της Praktiker και της OBI, απειλούσε την μονοπωλιακή αγορά που είχε επιτύχει η Doverie Brico και προμήνυε ένταση του ανταγωνισμού. Η επιλογή αυτής της χρονικής περιόδου για έξοδο από την επένδυση θα περιόριζε τον κίνδυνο που δημιουργούσαν τα νέα αυτά δεδομένα, επιτυγχάνοντας παράλληλα ικανοποιητικές αποδόσεις από τα δύο πρώτα χρόνια της επένδυσης.

Από την άλλη, η διοίκηση της Mr Bricolage, έχοντας ως γνώμονα το επιτυχημένο προηγούμενο της γαλλικής αγοράς στην οποία επιτύγχανε ικανοποιητικές αποδόσεις ως τέταρτη σε μερίδιο αγοράς εταιρεία, πίστευε ότι ο ανταγωνισμός δεν θα επηρέαζε τα αποτελέσματα της Doverie Brico και υποστήριζε τα επεκτατικά σχέδια της επιχείρησης. Η Mr Bricolage στο διάστημα των δυο χρόνων λειτουργίας της επιχείρησης είχε αυξήσει τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της Doverie Brico, μέσω της κεφαλαιοποίησης των royalties που προέκυψαν από τη λειτουργία της επιχείρησης, από 6% σε 8.11%.

Η διάσταση στη στρατηγική ανάγνωση της μελλοντικής λειτουργίας της επιχείρησης μεταξύ της γαλλικής και της ελληνικής πλευράς, αξιολογήθηκε από τα στελέχη της NBGVC ως μια πρώτης τάξεως ευκαιρία δημιουργίας κλίματος εξαγοράς της συμμετοχής της από τη Mr Bricolage. Στις ανεπίσημες επαφές των στελεχών των δυο πλευρών από τα τέλη κιάλας του 2002, άρχισε να συζητείται το ενδεχόμενο εξαγοράς του μεριδίου της NBGVC από την Mr Bricolage σε θετικό κλίμα και από τις δυο πλευρές.

### **Η ΕΞΟΔΟΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ**

Η ανεπίσημη προεργασία για την εξαγορά της συμμετοχής της ελληνικής εταιρείας venture capital από τη γαλλική εταιρεία δεν άργησε να επισημοποιηθεί. Το πρώτο τρίμηνο του 2003 ξεκίνησαν σε συστηματική βάση οι διαπραγματεύσεις για την πραγματοποίηση της εξόδου της NBGVC από την επένδυση στη Doverie Brico. Η διαδικασία αποδείχθηκε χρονοβόρα εξαιτίας της εσκεμμένης καθυστέρησης της γαλλικής πλευράς, η οποία ήθελε να

διαπιστώσει την αποδοτικότητα του τρίτου καταστήματος της αλυσίδας, του Sofia 2, που ξεκινούσε τον Απρίλιο του 2003 την λειτουργία του. Τα αποτελέσματα της λειτουργίας του Sofia 2 δεν ήταν ανάλογα των προσδοκιών, θεωρήθηκαν ωστόσο ικανοποιητικά από τη Mr Bricolage.

Η συμφωνία της εξαγοράς πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 2003 με τις δυο πλευρές να συμφωνούν στο ποσό που έπρεπε να καταβάλλει η Mr Bricolage για να αποκτήσει το 32% του μετοχικού κεφαλαίου που κατείχε η ελληνική εταιρεία. Το ποσό αυτό ανερχόταν στα 4.8 εκατ. ευρώ, περίπου διπλάσιο από την αρχική επένδυση της NBGVC. Η πρόταση των Γάλλων για καταβολή μέρους του τιμήματος σε μετοχές της εταιρείας που διαπραγματευόταν στη Nouveau Marché, δευτερογενή χρηματαγορά του Παρισιού, δεν έγινε δεκτή από τους Έλληνες και το ποσό συμφωνήθηκε να δοθεί σε μετρητά. Η συναλλαγή ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο του 2003 έπειτα από τον απαραίτητο νομικό και λογιστικό έλεγχο που διενεργήθηκε. Στον Πίνακα 1.3 περιγράφεται συνοπτικά το χρονικό της επένδυσης από τη στιγμή της ίδρυσης της Doverie Brico μέχρι την έξοδο της NBGVC από τη συμμετοχή της στη βουλγαρική εταιρεία. Η επένδυση ξεκίνησε το Σεπτέμβριο του 2000 με τη συμφωνία για χρηματοδότηση ύψους 2.5 εκατ. ευρώ και ολοκληρώθηκε με την επιτυχημένη έξοδο μέσω της μεθόδου του trade sale το Νοέμβριο του 2003 και απέδωσε περίπου το διπλάσιο ποσό.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3**  
**Το χρονικό της επένδυσης**

<b>Χρονολογίες</b>	<b>Γεγονότα</b>
Μάιος 1999	Ίδρυση της Doverie Brico από την Doverie United Holding με συμμετοχή της Mr Bricolage.
Ιούλιος 2000	Υποβολή πρότασης για χρηματοδότηση στην NBGVC από τη Doverie Brico.
Σεπτέμβριος 2000	Συμφωνία για σταδιακή χρηματοδότηση ύψους 2.5 εκατ. ευρώ με συμμετοχή της NBGVC στο 32% του μετοχικού κεφαλαίου της Doverie Brico.
Σεπτέμβριος 2000	Έναρξη της λειτουργίας του πρώτου καταστήματος στη Σόφια.
Ιανουάριος 2001	Καταβολή πρώτης δόσης.
Φεβρουάριος 2001	Εξασφάλιση δανείου ύψους 3 εκατ. ευρώ από την International Finance Corporation.
Οκτώβριος 2001	Καταβολή δεύτερης δόσης.
Ιανουάριος 2002	Έναρξη της λειτουργίας του δεύτερου καταστήματος στη Φιλιππούπολη.
Ιανουάριος 2002	Καταβολή τρίτης δόσης.
Μάρτιος 2003	Έναρξη διαπραγματεύσεων με την Mr Bricolage για εξαγορά της συμμετοχής της NBGVC.
Απρίλιος 2003	Έναρξη της λειτουργίας του τρίτου καταστήματος στη Σόφια.
Ιούλιος 2003	Συμφωνία μεταξύ NBGVC και Mr Bricolage για εξαγορά του 32% του μετοχικού κεφαλαίου που κατείχε η πρώτη, με καταβολή 4.8 εκατ. ευρώ σε μετρητά.
Νοέμβριος 2003	Έξοδος της NBGVC από την επένδυση μέσω πώλησης της συμμετοχής της (trade sale).

Στις αρχές του 2004 έλαβε χώρα η δυναμική είσοδος στη βουλγαρική αγορά DIY της Praktiker, εταιρείας που ανήκει στον μεγάλο γερμανικό όμιλο λιανεμπορίου Metro Group. Στόχος της Praktiker είναι η δημιουργία εφτά καταστημάτων στη Βουλγαρία με σκοπό την κατάκτηση της ηγετικής θέσης στη χώρα. Στα μέσα του 2004 ξεκίνησε τη λειτουργία του το πρώτο κατάστημα Praktiker στην περιοχή της Σόφιας, το οποίο απορρόφησε μεγάλο μέρος των πελατών της Doverie Brico. Οι συνθήκες ανταγωνισμού που έχουν ήδη αρχίσει να δημιουργούνται δικαιώνουν απόλυτα την επιλογή της NBGVC για πρόωρη έξοδο από την επένδυση, εξασφαλίζοντας μια ιδιαίτερα ικανοποιητική απόδοση.

### **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η επένδυση της NBGVC στη βουλγαρική εταιρεία αποτελεί μια αντιπροσωπευτική επιτυχημένη επένδυση venture capital. Το ποσό των 2.5 εκατ. ευρώ που κατέβαλε η ελληνική εταιρεία για τη συμμετοχή της στην επιχειρηματική κοινοπραξία μιας σοβαρής βουλγαρικής εταιρείας (Doverie United Holdings AD) και μιας επιτυχημένης γαλλικής εταιρείας στον κλάδο του DIY (Mr Bricolage) απέδωσε τα διπλάσια σχεδόν χρήματα σε διάστημα 2.5 περίπου ετών. Οι κρίσιμοι παράγοντες της επιτυχίας της επένδυσης εντοπίζονται στην ικανότητα ανάλυσης και αξιολόγησης των στελεχών της NBGVC, την ισχυρή διαπραγματευτική ικανότητά τους και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών παρακολούθησης της πορείας των επενδύσεων που εφαρμόζει η εταιρεία.

Εξάλλου, πολλαπλά ήταν και τα οφέλη που αποκόμισε η χρηματοδοτούμενη εταιρεία από τη συμμετοχή της NBGVC στην επιχειρηματική της πρωτοβουλία. Η οικονομική ενίσχυση της Doverie Brico συνοδεύτηκε από την πλήρη υποστήριξη της διοικητικής της ομάδας από τα στελέχη της NBGVC που έλαβαν μέρος στο Δ.Σ της βουλγαρικής εταιρείας, τη σημαντική συμβολή της ελληνικής εταιρείας στην εξασφάλιση του δανείου από την IFC και την συμμετοχή στον καθορισμό των στρατηγικών προσανατολισμών της επιχείρησης. Οι παραπάνω διαπιστώσεις αναδεικνύουν τις ευεργετικές επιπτώσεις της χρηματοδότησης μέσω του θεσμού του venture capital τόσο στις επιχειρήσεις που αναπτύσσουν εξειδικευμένα fund για διάφορους κλάδους και περιοχές, όσο και στις νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες που αναζητούν τα απαραίτητα κεφάλαια υλοποίησής τους.

#### **4.4 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ**

Στο κεφάλαιο αυτό επιχειρήθηκε να γίνει η περιγραφή μιας ολοκληρωμένης εφαρμογής των λειτουργιών και των μεθόδων που ακολουθούνται κατά τη χρηματοδότηση venture capital. Οδηγό της περιγραφής αυτής αποτέλεσε μια πραγματική επένδυση που πραγματοποίησε την περίοδο 2001-2003 η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, η οποία είναι από τις πιο επιτυχημένες ελληνικές εταιρείες venture capital. Η χρηματοδότηση έγινε στη βουλγαρική Doverie Brico, εταιρείας που ιδρύθηκε το 1999 με σκοπό τη δραστηριοποίησή της στον κλάδο του DIY στη Βουλγαρία, στα πλαίσια του NBG Balkan Fund της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών που συστήθηκε το 1999 με σκοπό τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών πρωτοβουλιών στις βαλκανικές χώρες. Το



fund αυτό μετονομάστηκε σε NBG Emerging Europe Fund το 2003 προκειμένου να συμπεριληφθούν οι επενδύσεις και σε χώρες της κεντρικής Ευρώπης.

Αρχικά, έγινε η ανάλυση της στρατηγικής που ακολουθείται για τη λειτουργία του fund. Περιγράφονται οι πηγές των 30 εκατ. ευρώ που αντλήθηκαν για τις ανάγκες του fund, οι διαδικασίες που ακολουθούνται για την αξιολόγηση, την επιλογή, την επένδυση και την παρακολούθηση των επενδυτικών προτάσεων και οι μέθοδοι εξόδου που ακολουθούνται, με σκοπό την κατανόηση της φιλοσοφίας που απαιτεί η δημιουργία ενός εξειδικευμένου fund. Αναφέρθηκαν, επίσης, οι τρεις επενδύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί τα 4 πρώτα χρόνια της λειτουργίας του fund.

Στη συνέχεια, παρουσιάστηκε το χρονικό της επένδυσης στη βουλγαρική εταιρεία επιχειρώντας να αναδειχθούν τα κρίσιμα σημεία που προέκυψαν στη διαδικασία λήψης σχετικών με τη χρηματοδότηση αποφάσεων. Ο τρόπος με τον οποίο έγινε η αξιολόγηση του επιχειρηματικού σχεδίου, η στρατηγική που ακολουθήθηκε στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων, οι διαδικασίες που εξασφάλισαν την επιτυχημένη παρακολούθηση της επένδυσης και η επιλογή του κατάλληλου χρονικού σημείου για την έξοδο από την επένδυση, αποδεικνύουν ότι μια επιτυχημένη χρηματοδότηση venture capital προϋποθέτει εμπειρία, ικανότητα και σωστό προγραμματισμό από την πλευρά των διαχειριστών της επένδυσης. Τέλος, έγινε αναφορά στα αμφίπλευρα οφέλη που προκύπτουν από μια επιτυχημένη χρηματοδότηση. Τόσο η εταιρεία venture capital, μέσω των αποδόσεων που επιτυγχάνει, όσο και η υπό χρηματοδότηση

εταιρεία, μέσω των υποστηρικτικών υπηρεσιών που απολαμβάνει, επωφελούνται από τη διαδικασία χρηματοδότησης.

## **ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Arnaud Joly, “Mr Bricolage SA”, ING Financial Markets, 2003.
- HSBC Research, “Mr Bricolage: Change in dimension” , HSBC, 2003.
- Κρυσταλλάκος Πέτρος, «Η Εθνική συνιδιοκτήτης της βουλγαρικής BTC», Ναυτεμπορική, 2004.
- <http://rixis.acci.gr> (rixis newsletter, Ηλεκτρονική Τράπεζα Πληροφοριών για τα Βαλκάνια).
- [www.lykos.gr](http://www.lykos.gr) (Δυκτιακός τόπος της Lycos Group).
- [www.gfk.com](http://www.gfk.com) (GFK Group).
- <http://www.ifc.org> (International Finance Corporation).

## **BIBΛIOΓPAΦIA**

### **Ελληνική βιβλιογραφία**

Αποστολόπουλος Ιωάννης Ν, Ειδικά θέματα χρηματοδοτικής διοίκησης, Εκδόσεις Σταμούλη, 2003.

Ζοπουνίδης Κωσταντίνος και Μπακατσάκη Μαρία, «Το venture capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας», Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ' Τρίμηνο 2002.

Κιντής Γ., «Εισαγωγή στο venture capital», www.taneo.gr, 2003.

Κρυσταλλάκος Πέτρος, «Η Εθνική συνιδιοκτήτης της βουλγαρικής BTC», Ναυτεμπορική, 2004.

Μητσοτάκης Κ., «Τα Venture Capital επενδύουν σε καλά δείγματα μανάτζμεντ», Επιλογή, 2000.

Μούζουλας Σ., «Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών: Η Κατάρτιση Συμφωνίας Χρηματοδότησης», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997.

Νικολόπουλος Χ., «Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία...», Μηχανισμοί Χρήματος, 2003.

Ξανθάκης Μανώλης, Τσιπούρη Λένα, «Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: Η περίπτωση της Ελλάδας», Εκδόσεις Παπαζήση, 2001.

Χαλκιά Α., Κοφινάς Κ., Παππιάς Δ., Ταξιάρχη Δ., «The Venture Capitals in Greece: A Critical Approach», Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Εργασία χορηγούμενη από το ΤΑΝΕΟ, 2002.

### **Ξένη βιβλιογραφία**

Arnaud Joly, “Mr Bricolage SA”, ING Financial Markets, 2003.

Baygan Gunsely, “Venture capital policy review: United States”, Organization of Economic Co-operation and Development, 2003.

British Venture Capital Association, "A Guide to Venture Capital", www.bvca.co.uk.

Bygrave William D., Hay M. and Peeters J., "The Venture Capital Handbook", Financial Times - Prentice Hall, 1999.

Compers Paul and Lerner Josh, "The Venture Capital Cycle", Cambridge MIT Press, 1999.

Constantin Christofidis & Oliver Debande, “Financing Innovative Firms Through Venture Capital”, European Investment Bank, 2001.

EVCA, “Benchmarking European Tax and Legal Environment”, European Venture Capital Association, 2003.

HSBC Research, "Mr Bricolage: Change in dimension" , HSBC, 2003.

John Wall and Julian Smith, "Better exits", Price Waterhouse Corporate Finance for European Venture Capital Association. www.evca.com , 2003.

Lerner Josh, "Venture Capital and Private Equity, A Casebook", John Wiley & Sons, 2000.

Martin Ron, Sunley Peter, Turner Dave, "Taking risks in Regions: the geographical anatomy of Europe's emerging venture capital market", Journal of Economic Geography, pp.121-150, 2002.

McNally Kevin, "Corporate Venture Capital, Bridging The Equity Gap in the Small Business Sector", Routledge Studies in Small Business, 1997.

McNally Kevin, "Corporate venture capital: the financing of technology businesses", International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, vol: 1 No:3, 1995.

Rayes Jese, "State of the market Venture Capital/Private Equity", Thomson Venture Economics, 2004.

Schertler Andrea, "Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis", Kiel Institute for World Economics, Germany, 2003.

**Διαδίκτυο**

<http://www.ifc.org> (International Finance Corporation)

<http://pixis.acci.gr>

[www.evca.com](http://www.evca.com) (European Venture Capital Association)

[www.gfk.com](http://www.gfk.com) (GFK Group)

[www.lykos.gr](http://www.lykos.gr) (Lykos Group)

[www.nvca.com](http://www.nvca.com) (National Venture Capital Association)

[www.oecd.com](http://www.oecd.com) (Organization of Economic Co-operation and Development)