

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ**  
**ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ (ΜΒΑ-TQM)**



**ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

**ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ**

**ΛΕΩΝΙΔΑΣ ΗΛΙΑ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ**  
**ΠΤΥΧΙΟΥΧΟΣ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**

**ΑΘΗΝΑ 2005**

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου Κύριον Γεώργιο Αρτίκη, με τον οποίο είχαμε μια εξαιρετη συνεργασία, για την στήριξη του καθ' όλη τη διάρκεια της εργασίας και την προθυμία του να βοηθήσει στις όποιες απορίες μου. Οι εύστοχες παρατηρήσεις του συνέβαλλαν στην επίτευξη του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους συμφοιτητές μου σε αυτό το μεταπτυχιακό, για το καλό κλίμα που δημιούργησαν κατά την διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος, και που έκαναν την δύσκολη και γεμάτη σκληρή δουρεία περίοδο των μαθημάτων και της συγγραφής της εργασίας, να φαντάζει σαν μια από τις πιο ευχάριστες και αποδοτικές περιόδους της ζωής μου.

Φυσικά νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, τον πατέρα μου Ηλία, την μητέρα μου Παναγιώτα και τον αδερφό μου Βασίλη, οι οποίοι με παρότρυναν να συνεχίσω τις σπουδές μου με την φοίτηση μου σε αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα που με ωφέλησε σε πολλά επίπεδα, την συνεισφορά τους στην δημιουργία του κατάλληλου περιβάλλοντος για την μελέτη μου αλλά και την στήριξη τους, συναισθηματική και οικονομική, σε όλη τη διάρκεια της ακαδημαϊκής μου πορείας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

- 1.1. Venture Capital – Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου...σελ.1
- 1.2. Σκοπός – Στόχος της Εργασίας.....σελ.2
- 1.3. Μεθοδολογία Διερεύνησης Εξεταζόμενου Θέματος.....σελ.3

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΙΣΗ

- 2.1 Σκοπός του Κεφαλαίου.....σελ.6
- 2.2 Ορισμός.....σελ.6
- 2.3 Περιεχόμενο Έννοιας ΚΥΕΚ.....σελ.7
- 2.4 Αποστολή των Εταιριών ΚΥΕΚ.....σελ.8
- 2.5 Ιστορική Αναδρομή.....σελ.9
  - 2.5.1 ΗΠΑ.....σελ.10
  - 2.5.2 Αγγλία.....σελ.13
  - 2.5.3 Το ΚΥΕΚ σήμερα.....σελ.14
  - 2.5.4 Αποδοτικότητα των Επενδύσεων ΚΥΕΚ.....σελ.14
  - 2.5.5 Γενική Πορεία και Απόδοση ΚΥΕΚ.....σελ.15
- 2.6 Χαρακτηριστικά ΚΥΕΚ.....σελ.17
- 2.7 Οφέλη από το ΚΥΕΚ.....σελ.18
- ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2.....σελ.21

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΚΥΕΚ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

- 3.1 Σκοπός του Κεφαλαίου.....σελ.24
- 3.2 Που Απευθύνεται.....σελ.24
- 3.3 ΚΥΕΚ Έναντι Παραδοσιακών Μορφών Χρηματοδότησης.....σελ.26
- 3.4 Ανάγκες Καινοτομικών Επιχειρήσεων.....σελ.28

3.5	Λόγοι που Οδηγούν τις Επιχειρήσεις στο ΚΥΕΚ.....σελ.29
3.5.1	Επιχειρηματίας και Επενδυτής.....σελ.31
3.6.	Σύγκριση Επενδύσεων ΚΥΕΚ με Ιδιωτικές Επενδύσεις.....σελ.33
3.7.	Ρόλος του ΚΥΕΚ σε Επενδύσεις Νέας Τεχνολογίας.....σελ.36
3.8.	Παράγοντες που Συμβάλουν στην Ανάπτυξη του ΚΥΕΚ.....σελ.37
3.9.	Ρόλος του Κράτους.....σελ.37
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3.....σελ.39</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΚΥΕΚ**

4.1	Σκοπός του Κεφαλαίου.....σελ.42
4.2	Κατηγορίες των Εταιριών ΚΥΕΚ.....σελ.42
4.3	Πηγές ΚΥΕΚ.....σελ.43
4.3.1	Ταξινόμηση των Εταιριών ΚΥΕ της Αγγλίας Σύμφωνα με Καταγωγή Ιδιοκτησία και πηγή κεφαλαίου.....σελ.51
4.3.2	Εξειδίκευση των ΚΥΕΚ.....σελ.52
4.3.3	Λόγοι Ενασχόλησης Τραπεζών με ΚΥΕΚ.....σελ.54
4.3.4	Μεγάλες Επιχειρήσεις που Αποτελούν Μέρος των Εταιριών που Δραστηριοποιούνται στα ΚΥΕΚ.....σελ.55
4.3.5	Άλλες Πηγές Χρηματοδότησης.....σελ.55
4.3.6	Αναδρομή στις Κυριότερες Πηγές ΚΥΕΚ.....σελ.56
4.4	Δομή των Εταιριών ΚΥΕΚ.....σελ.57
4.4.1	Ποιους Τύπους Δομής ΚΥΕΚ Συναντάμε Συνηθέστερα.....σελ.59
4.4.2	Διαφορετική Φιλοσοφία – Διαφορετική Δομή.....σελ.60
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4.....σελ.61</b>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΥΕΚ**

5.1	Σκοπός του Κεφαλαίου.....σελ.63
5.2	Μορφές Επενδύσεων Εταιριών ΚΥΕΚ.....σελ.63
5.3	Χαρακτηριστικά Συμβολαίων ΚΥΕΚ.....σελ.68
5.3.1	Κόστος Διαμεσολάβησης.....σελ.69
5.3.2	Κόστος Λειτουργίας.....σελ.70

5.3.3	Κόστος Επιλογής.....	σελ.71
5.4	Τρόποι Αντιμετώπισης Προβλημάτων.....	σελ.72
5.5	Επιλογή Επενδυτικού Οχήματος.....	σελ.72
5.5.1	Πλεονεκτήματα Κοινών Μετοχών.....	σελ.73
5.5.2	Μειονεκτήματα Κοινών Μετοχών.....	σελ.73
5.5.3	Πλεονεκτήματα Δανείων.....	σελ.74
5.5.4	Μειονεκτήματα Δανείων.....	σελ.74
5.5.5	Προνομιούχε Μετοχές.....	σελ.75
5.5.6	Συμπεράσματα για το Κατάλληλο Επενδυτικό όχημα.....	σελ.75
5.6	Μορφές Επενδύσεων ανά Στάδιο Χρηματοδότησης.....	σελ.77
5.6.1	Χρηματοδότηση Σποράς.....	σελ.79
5.6.2	Χρηματοδότηση Εκκίνησης.....	σελ.81
5.6.3	Χρηματοδότηση στα Πρώτα Στάδια Παραγωγής και Πωλήσεων..	σελ.83
5.6.4	Χρηματοδότηση Ανάπτυξης ή Επένδυσης.....	σελ.85
5.6.5	Ενδιάμεση Χρηματοδότηση.....	σελ.87
5.6.6	Χρηματοδότηση Γέφυρας.....	σελ.87
5.6.7	Κεφάλαιο Εξαγοράς MBO και MBI.....	σελ.88
5.6.8	Κεφάλαιο Ανταλλαγής.....	σελ.92
5.6.9	Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής.....	σελ.93
5.7	Μέγεθος Επένδυσης Σύμφωνα με το Στάδιο ΚΥΕΚ.....	σελ.95
5.8	Λόγοι Χρησιμοποίησης Σταδιακής Χρηματοδότησης.....	σελ.95
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5.....	σελ.97

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ**

6.1	Σκοπός Κεφαλαίου.....	σελ.100
6.2	Κριτήρια Επιλογής Επενδυτικών Προτάσεων.....	σελ.100
6.2.1	Ικανότητα Διοικητικών Στελεχών.....	σελ.101
6.2.2	Ύπαρξη Κατάλληλης Αγοράς.....	σελ.102
6.2.3	Τεχνολογία.....	σελ.102
6.2.4	Επιχειρηματικό Σχέδιο.....	σελ.103
6.2.5	Δυνατότητα Αποδέσμευσης.....	σελ.104
6.2.6	Στάδιο Χρηματοδότησης.....	σελ.104

6.2.7	Διάρθρωση και Περιεχόμενο Συμφωνίας.....	σελ.105
6.3	Επιλογή Εταιρίας ΚΥΕΚ.....	σελ.106
6.3.1	Εμπειρία των Εταιριών ΚΥΕΚ.....	σελ.108
6.4	Βήματα Δημιουργίας Επιτυχημένου ΚΥΕΚ.....	σελ.109
6.4.1	Παράγοντες Επιτυχίας Νέων Επιχειρήσεων.....	σελ.110
6.5	Διαδικασία Διαπραγμάτευσης και Λήψης Απόφασης.....	σελ.111
6.6	Αρχική Αξιολόγηση Επενδυτικών Προτάσεων.....	σελ.114
6.6.1	Απόρριψη Επένδυσης Εξαιρίας Μεγάλου Αριθμού Κινδύνων....	σελ.115
6.6.1.1	Στρατηγικές Αποφυγής Κινδύνου.....	σελ.116
6.6.1.2	Τρόποι Μείωσης Κινδύνου.....	σελ.117
6.6.2	Επιλογή Επένδυσης με Μεγάλη Αξία.....	σελ.118
6.6.3	Επιλογή Επένδυσης με Μεγάλο Πρόβλημα.....	σελ.118
6.6.4	Συγκρίσεις.....	σελ.119
6.7	Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων.....	σελ.120
6.7.1	Μέθοδος Λογιστικής Αποδοτικότητας.....	σελ.121
6.7.2	Μέθοδος Περιόδου Επανείσπραξης.....	σελ.122
6.7.3	Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας.....	σελ.123
6.7.4	Επανείσπραξη Κόστους Επένδυσης με Βάση την Παρούσα Αξία .....	σελ.124
6.7.5	Μέθοδος Εσωτερικής Αποδοτικότητας.....	σελ.125
6.8	Άλλα Εργαλεία Αξιολόγησης Επενδυτικών Προτάσεων.....	σελ.126
6.8.1	Monte Carlo Simulation.....	σελ.126
6.8.2	The Venture Capital Method.....	σελ.126
6.9	Προσδοκίες Αποδόσεων κατά Κατηγορία ΕΚΕΣ, Σταδίου Χρηματοδότησης, & Συμμετοχή στη Διοίκηση.....	σελ.128
6.10	Το Φαινόμενο της Μυωπίας Αγοράς Κεφαλαίου.....	σελ.129
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6.....	σελ.131

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΞΟΔΟΥ ΚΥΕΚ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΥΨΗΛΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ**

7.1	Σκοπός Κεφαλαίου.....	σελ.134
7.2	Μέθοδοι Αποεπένδυσης.....	σελ.134
7.2.1	Πώληση Μετοχών Μέσω Χρηματιστηρίου.....	σελ.136

7.2.2	Πώληση σε Τρίτους.....σελ.137
7.2.3	Πώληση Μεριδίου στους Μετόχους της Χρηματοδοτούμενης Εταιρίας.....σελ.138
7.2.4	Πώληση Μετοχών σε Άλλον Επενδυτή – ΕΚΕΣ.....σελ.139
7.2.5	Χρηματοδότηση από μια Παραδοσιακή Πηγή.....σελ.139
7.2.6	Ρευστοποίηση – Εκκαθάριση.....σελ.139
7.3	Καταστάσεις “Ζωντανών – Νεκρών” Επενδύσεων.....σελ.140
7.3.1	Χαρακτηριστικά “Ζωντανών – Νεκρών” Επενδύσεων.....σελ.140
7.3.2	Στρατηγικές Αντιμετώπισης Προβλήματος.....σελ.141
7.3.3	Επιτυχία ή Αποτυχία από τις Καταστάσεις “Ζωντανών – Νεκρών” Επενδύσεων.....σελ.142
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7.....σελ.143

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. ΤΟ ΚΥΕΚ ΣΗΜΕΡΑ ΔΙΕΘΝΩΣ**

8.1	Σκοπός Κεφαλαίου.....σελ.144
8.2	Αγορά ΚΥΕΚ στις ΗΠΑ.....σελ.144
8.2.1	Βόρεια Αμερική.....σελ.146
8.3	Αγορά ΚΥΕΚ σε Ασία – Ειρηνικό.....σελ.148
8.4	Αγορά ΚΥΕΚ στην Ευρώπη.....σελ.149
8.5	Παγκόσμια Αγορά ΚΥΕΚ.....σελ.155
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8.....σελ.158

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΥΕΚ ΚΑΙ ΘΕΣΜΟΘΕΤΗΣΗ ΑΛΛΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΕΡΓΑΛΕΙΩΝ ΓΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

9.1	Σκοπός Κεφαλαίου.....σελ.159
9.2	Νομοθετικό Πλαίσιο.....σελ.159
9.3	Νόμος 1775/1988.....σελ.160
9.3.1	Μειονεκτήματα.....σελ.160
9.4	Νόμος 2367/1995.....σελ.162
9.4.1	Έννοια των ΕΚΕΣ.....σελ.162

9.4.2	Δικαιώματα των ΕΚΕΣ.....σελ.162
9.4.3	Υπαγωγή και Εποπτεία των ΕΚΕΣ.....σελ.163
9.4.4	Μετοχικό Κεφάλαιο – Μέτοχοι και Κανόνες Αποτίμησης των ΕΚΕΣ.....σελ.164
9.4.5	Επιχορηγήσεις προς ΕΚΕΣ.....σελ.166
9.4.6	Φορολογικές Ρυθμίσεις.....σελ.166
9.4.7	Μειονεκτήματα του Νόμου.....σελ.168
9.5	Νόμος 2992/2002.....σελ.169
9.5.1	Ορισμός ΑΚΕΣ.....σελ.169
9.5.2	Χαρακτηριστικά και Όροι Δημιουργίας ΑΚΕΣ.....σελ.169
9.5.3	Φορολογία ΑΚΕΣ.....σελ.171
9.5.4	Όροι μετατροπής ΕΚΕΣ σε ΑΚΕΣ.....σελ.171
9.6	ΤΑΝΕΟ.....σελ.172
9.6.1	Επενδυτική Πολιτική ΤΑΝΕΟ.....σελ.173
9.6.2	Κριτήρια Επιλογής Επενδυτικών Σχημάτων από ΤΑΝΕΟ.....σελ.174
9.7	Άλλα Χρηματοδοτικά Εργαλεία.....σελ.175
9.7.1	ΚΕΣΥΤ.....σελ.175
9.7.2	ΤΕΜΠΜΕ.....σελ.176
9.8	Πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» Υπουργείου Ανάπτυξης.....σελ.178
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 9.....σελ.182

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΥΕΚ**

10.1	Σκοπός Κεφαλαίου.....σελ.183
10.2	Μεγέθη Ελληνικής Αγοράς.....σελ.183
10.3	Πηγές ΚΥΕΚ Ελλάδας.....σελ.184
10.4	Διανομή ΚΥΕΚ στα Διάφορα Στάδια Επενδύσεων.....σελ.185
10.4.1	Κατανομή Επενδύσεων ΚΥΕΚ στην Ελλάδα.....σελ.186
10.5	Χαρακτηριστικά Ελληνικών Εταιριών ΚΥΕΚ.....σελ.187
10.6	Διαδικασία Προσέλκυσης και Επιλογής Επιχειρηματικών Προτάσεων.....σελ.190
10.7	Υπηρεσίες που Προσφέρουν οι Εταιρίες ΚΥΕΚ στις Ελληνικές Επιχειρήσεις.....σελ.193



10.8 Παρουσίαση Ελληνικών Εταιριών ΚΥΕΚ.....	σελ.194
10.8.1 Attica Ventures.....	σελ.195
10.8.2 ΑΙΑΣ Α.Ε. Παροχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών.....	σελ.196
10.8.3 Alpha Trust Innovation.....	σελ.197
10.8.4 Alpha Ventures.....	σελ.198
10.8.5 Capital Connect.....	σελ.200
10.8.6 Global Capital.....	σελ.201
10.8.7 Vectis Capital.....	σελ.204
10.8.8 Notos Associates.....	σελ.206
10.8.9 Εμπορική Κεφαλαίου.....	σελ.206
10.8.10Marfin Bank.....	σελ.209
10.8.11Εθνική Συμβουλευτική Επιχειρηματικών Συμμετοχών.....	σελ.210
10.8.12 iVen.....	σελ.212
10.8.13 i4G.....	σελ.215
10.8.14 i-cube.....	σελ.217
10.8.15 Θέρμη Α.Ε.....	σελ.219
10.8.16 Παγκρήτια Συμμετοχών.....	σελ.221
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 10.....	σελ.222

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

11.1 Σκοπός Κεφαλαίου.....	σελ.225
11.2 Σύνοψη.....	σελ.225
11.3 Συμπεράσματα για το ΚΥΕΚ παγκοσμίως.....	σελ.235
11.4 Συμπεράσματα για το ΚΥΕΚ στην Ελλάδα.....	σελ.236
11.5 Θέματα για Περαιτέρω έρευνα.....	σελ.240
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 11.....	σελ.241

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

A. ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΗ.....	σελ.241
B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΗ.....	σελ.243
Γ. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ.....	σελ.249
Δ. ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ.....	σελ.250

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.

Βόρεια Αμερική – Εξέλιξη Επενδύσεων.....σελ. 147

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.

Βόρεια Αμερική - Διάρθρωση Επενδύσεων.....σελ. 147

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.

Ασία – Εξέλιξη Επενδύσεων.....σελ. 148

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.

Ασία - Διάρθρωση Επενδύσεων.....σελ. 148

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.

Ευρώπη – Επενδύσεις και Άντληση Κεφαλαίων.....σελ. 152

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.

Πηγές ΚΥΕΚ στην Ευρώπη .....σελ. 153

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.

Κατανομή ΚΥΕΚ στην Ευρώπη 2003.....σελ. 153

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.

Ευρώπη Διάρθρωση Επενδύσεων.....σελ. 154

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9.

Επενδύσεις Κεφαλαίων ως ποσοστού του ΑΕΠ.....σελ. 154

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10.

Πηγές ΚΥΕΚ Ελλάδα 2003.....σελ. 184

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11.

Πηγές ΚΥΕΚ Ελλάδα 2001.....σελ. 185

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12.	
Διανομή ΚΥΕΚ Ελλάδα 2003.....σελ.	185
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13.	
Ηλικία Εταιριών ΚΥΕΚ .....	σελ. 188
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14.	
Εταιρική Σχέση Εταιριών ΚΥΕΚ .....	σελ. 189
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15.	
Μέγεθος Εταιριών ΚΥΕΚ .....	σελ. 190
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16.	
Πηγές Επιχειρηματικών Προτάσεων.....σελ.	191
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17.	
Υπηρεσίες Εταιρίας ΚΥΕΚ στην Επενδύμενη Επιχείρηση.....σελ.	193

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### **1.1. Venture Capital – Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου**

Γνωρίζοντας τον ρόλο που παίζουν οι επιχειρήσεις στην πορεία αλλά και γενικότερα στη διαμόρφωση της δομής της οικονομίας μιας χώρας. Συνειδητοποιώντας επίσης ότι και το είδος, η δυναμικότητα, η καινοτομία, η ανταγωνιστικότητα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις ενός κράτους επηρεάζουν και διαμορφώνουν ολόκληρη την κοινωνία. Συνειδητοποιώντας ακόμα την ανάγκη που έχει η κάθε οικονομία και στην προκειμένη περίπτωση η ελληνική από την δημιουργία νέων επιχειρήσεων καθώς έχει πλέον αποδειχτεί ότι επιχειρηματικότητα αποτελεί την σημαντικότερη λύση για την αντιμετώπιση της ανεργίας και την δημιουργία προϋποθέσεων για οικονομική πρόοδο μιας χώρας. Θέλουμε να διερευνήσουμε τον ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει το Venture Capital στην διαδικασία αυτή. Δεδομένου λοιπόν ότι γνωρίζουμε πως οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους σχέδια με ίδια κεφάλαια, το Venture Capital αποτελεί ακόμα μια επιλογή του επιχειρηματία για την ανεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων, και μάλιστα όπως θα δούμε συμπληρώνει ένα σημαντικό μέρος της αγοράς χρηματοδότησης, καθώς είναι πολλές οι περιπτώσεις που με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης δεν θα ήταν επιτυχείς η αναζήτηση των κεφαλαίων αυτών.

Ορισμό για το Venture Capital θα δώσουμε στο κεφάλαιο 2 καθώς και τους όρους με τους οποίους έχει αποδοθεί στα Ελληνικά. Στην συγκεκριμένη εργασία θα χρησιμοποιήσουμε για το Venture Capital τον όρο Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου που θα αναφέρεται εν συντομία ΚΥΕΚ.

Το ΚΥΕΚ αποτελεί σημαντικό αντικείμενο μελέτης γιατί είναι το κατεξοχήν εργαλείο επένδυσης για την δημιουργία νέων και καινοτομικών

επιχειρήσεων και συνεπώς συνδέεται άμεσα με τη νέα εποχή της κοινωνίας της Γνώσης και της Πληροφορίας.

Η καινοτομία, η δημιουργικότητα και η ανάπτυξη πολλών νέων μικρών και εξειδικευμένων εταιριών αποτελεί κατά την γνώμη μου την μοναδική διέξοδο για την ανάπτυξη της οικονομίας της Ελλάδος, καθώς δεν είναι εύκολο πια για μια χώρα του μεγέθους της Ελλάδας να ανταγωνιστεί σε παραδοσιακούς τομείς της οικονομίας μεγαλύτερες χώρες και χώρες που έχουν μικρότερο κόστος εργασίας, ούτε εξάλλου διαθέτει πολλές μεγάλες επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται ξένες πολυεθνικές τόσο από άποψη όγκου παραγωγής όσο και κόστους.

Έτσι θα μπορούσαμε να πούμε ότι το ΚΥΕΚ αποτελεί ένα σημαντικότερο εργαλείο στην προσπάθεια της χώρας μας για την οικονομική της ανάπτυξη, μείωση της ανεργίας και σύγκλισης με τις υπόλοιπες προηγμένες χώρες σε οικονομικό αλλά και τεχνολογικό επίπεδο.

## **1.2. Σκοπός – Στόχος της Εργασίας**

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι από την μία να γίνει μια λεπτομερής παρουσίαση και ανάλυση του χρηματοοικονομικού αυτού εργαλείου, αλλά επίσης και να γίνει μια προσπάθεια για να αναδειχθούν οι παράγοντες που συντελούν στην διαμόρφωση των κατάλληλων προϋποθέσεων για την δημιουργία και ανάπτυξη νέων εταιριών.

Θα παρουσιάσουμε όλες τις πτυχές του ΚΥΕΚ, τις διαφορές του από άλλες πηγές χρηματοδότησης και το πώς κατά αυτόν τον τρόπο συμπληρώνουν τις επιλογές των επιχειρηματιών. Θα παρουσιάσουμε την πορεία και την εξέλιξή του, θα δούμε απόψεις που αφορούν την δομή των εταιριών ΚΥΕΚ και την διαδικασία με την οποία επιλέγουν τις επιχειρήσεις και τον τρόπο που αποφασίζουν να επενδύσουν σε αυτές. Τις αλλαγές που έφεραν σε διάφορους τομείς της οικονομίας, αλλά και τις προοπτικές του κλάδου των ΚΕΥΚ. Ιδιαίτερη μνεία θα γίνει για την Ελλάδα καθώς θα διερευνηθεί κατά πόσο έχει αναπτυχθεί ο θεσμός στην χώρα μας, τι έχει γίνει

κατά το παρελθόν, ποιες αλλαγές έχουν επέλθει, σε ποιους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας επενδύθηκαν τα περισσότερα κεφάλαια καθώς και τη προοπτική του για τα προσεχή χρόνια.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε ότι έχει γίνει μια παλαιότερη εργασία από τον φοιτητή του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων Ευστράτιο Π. Θωμαδάκη με τίτλο “Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών” το 1997. Η εργασία αυτή μπορούμε να πούμε ότι έγινε όταν ο θεσμός του ΚΥΕΚ έκανε ουσιαστικά τα πρώτα του βήματα στην Ελλάδα οπότε η παρούσα εργασία θα μπορούσε να αποτελέσει και μια σύγκριση με την κατάσταση που επικρατούσε τότε και την κατάσταση που έχουμε σήμερα, τις προοπτικές που είχε ο κλάδος των ΚΥΕΚ και κατά πόσο επαληθεύτηκαν.

### **1.3. Μεθοδολογία Διερεύνησης Εξεταζόμενου Θέματος**

Για να επιτευχθούν οι στόχοι της έρευνας, η εργασία είναι δομημένη με τον εξής τρόπο.

Στο κεφάλαιο 2 γίνεται μια πρώτη εισαγωγή στον θεσμό του ΚΥΕΚ, παρέχεται ο ορισμός, διευκρινίζονται οι έννοιες του ΚΥΕΚ, δίνεται μια ιστορική αναδρομή, με την πορεία και τα σημαντικότερα επιτεύγματα του θεσμού. Τέλος αναλύουμε τα χαρακτηριστικά του ΚΥΕΚ που συνθέτουν την λειτουργία και τον ρόλο του καθώς και τα οφέλη από τη χρησιμοποίηση του ως μέσο χρηματοδότησης.

Στο κεφάλαιο 3 δίνεται μια σαφή εικόνα για την θέση του ΚΥΕΚ στην αγορά χρήματος, δηλαδή το πού απευθύνεται, τα στοιχεία που τον διαχωρίζουν από τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, σύγκριση με τις ιδιωτικές επενδύσεις, αλλά και του παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη του και το ρόλο που έχει το ΚΥΕΚ στις επενδύσεις νέας τεχνολογίας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται μια σφαιρική εικόνα για τον κλάδο των ΚΥΕΚ. Αναφέρονται οι κατηγορίες στις οποίες χωρίζονται οι

εταιρίες ΚΥΕΚ, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων που επενδύονται και οι λόγοι που καθορίζουν τη διάθεση των κεφαλαίων αυτών. Δίνουμε ακόμα τις διαφορές στην δομή των εταιριών ΚΥΕΚ, καθώς και τις κατηγορίες των εταιριών ΚΥΕΚ ως προς την εξειδίκευση τους.

Στο επόμενο κεφάλαιο δηλαδή το πέμπτο, αναλύουμε την διαδικασία επένδυσης ΚΥΕΚ. Αναφέρονται οι μορφές με τις οποίες επενδύει μια εταιρία ΚΥΕΚ σε μία επιχείρηση, αλλά και τα χαρακτηριστικά των συμβολαίων που χρησιμοποιούν για την αντιμετώπιση ορισμένων προβλημάτων. Αναλύονται τα σχήματα που επιλέγονται κάθε φορά ως καταλληλότερα για την διασφάλιση της επένδυσης, του επενδυτή και την καλύτερη δυνατή αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου αναφέρεται η διάκριση των επενδύσεων ΚΥΕΚ σύμφωνα με το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης αλλά και οι λόγοι χρησιμοποίησης της σταδιακής χρηματοδότησης.

Στο κεφάλαιο 6 παραθέτουμε την διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών προτάσεων, αναλύοντας τα κριτήρια με τα οποία μια εταιρία ΚΥΕΚ επιλέγει ένα επιχειρηματικό σχέδιο, τα χαρακτηριστικά που η εταιρία ΚΥΕΚ προσέχει περισσότερο σε μια υπό επένδυση πρόταση, αλλά και από την αντίθετη πλευρά, τι πρέπει να προσέχει και η επιχείρηση στην επιλογή της κατάλληλης εταιρίας ΚΥΕΚ. Σημαντικό βάρος δίνεται επίσης στα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων.

Στο έβδομο κεφάλαιο αναφέρονται οι τρόποι με τους οποίους μια εταιρία ΚΥΕΚ πραγματοποιεί την έξοδο της από την επένδυση και τους λόγους για τους οποίους επιλέγεται κάθε μέθοδος.

Στο κεφάλαιο 8 παρουσιάζονται τα βασικά μεγέθη του κλάδου των ΚΥΕΚ παγκοσμίως και αναλύονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά των σημαντικότερων αγορών, δηλαδή της βόρειας Αμερικής, της Ασίας και του Ειρηνικού και της Ευρώπης.

Με τα κεφάλαια 9 και 10 προσπαθούμε να δώσουμε την εικόνα της ελληνικής αγοράς ΚΥΕΚ, με την εξέλιξη και ανάλυση του θεσμικού

πλαisiού στο ένατο κεφάλαιο καθώς και μια παρουσίαση ορισμένων εργαλείων που θεσμοθετήθηκαν για την τόνωση της επιχειρηματικότητας. Στην συνέχεια αναλύονται τα βασικά μεγέθη του κλάδου των ΚΥΕΚ στον ελληνικό χώρο και παρουσιάζονται οι κυριότερες εταιρίες που δραστηριοποιούνται στα τομέα.

Στο τελευταίο κεφάλαιο γίνεται μια ανακεφαλαίωση των προηγούμενων κεφαλαίων της εργασίας και παραθέτονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση του θέματος και τις διάφορες έρευνες.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

#### 2.1 Σκοπός του Κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφέρουμε τον ορισμό των Κεφαλαίων Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου (ΚΥΕΚ), το οποίο σήμερα είναι διεθνώς γνωστό με τον όρο Venture Capital, όρος που χρησιμοποιείται ευρύτατα και στον ελληνικό χώρο. Επίσης, θα κάνουμε μια ιστορική αναδρομή για να δούμε την εξέλιξη του θεσμού, στην συνέχεια θα αναπτύξουμε τα χαρακτηριστικά του και θα αναλύσουμε ορισμένες σχετικές έννοιες. Τέλος θα κάνουμε μια αναφορά στα οφέλη από την λειτουργία του ΚΥΕΚ και στις επενδύσεις που τοποθετείται το κεφάλαιο αυτό.

#### 2.2. Ορισμός

Με τον όρο ΚΥΕΚ ονομάζουμε μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία επενδύονται από ειδικές εταιρίες σε επιχειρήσεις που έχουν σε υψηλό βαθμό το στοιχείο του κινδύνου. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν προοπτική μεγέθυνσης μεγαλύτερη από το μέσο όρο, έτσι οι επενδυτικές εταιρίες αποβλέπουν στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης με απώτερο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη.

Αναλυτικότερα, η επενδυτική εταιρία συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, ενώ παράλληλα αναλαμβάνει το ρόλο του συμβούλου σε πάσης φύσεως θέματα που αφορούν την επιχείρηση.

Το Venture Capital αποδόθηκε στην Ελλάδα με διάφορους όρους, όπως “καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο” (Σεμινάριο Υπουργείου Βιομηχανίας-Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας Αθήνα, 1985), “κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου” (Σαπουντζάκη Κυριακή), “επιχειρηματικό κεφάλαιο”(Νόμος υπ.αριθμ 1775/24.5.1988) και ως "κεφάλαιο διακινδυνεύσεως".

Ο όρος “καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο” πιθανόν να μην καλύπτει πλήρως το Venture Capital γιατί αναφέρεται μόνο στο πρώτο στάδιο της ζωής της επιχείρησης, ενώ το Venture Capital αναφέρεται σε όλη την ανάπτυξη της επιχείρησης και περιέχει αναπτυξιακά κεφάλαια.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (European Venture Capital Association) ορίζει το ΚΥΕΚ ως μια μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική γρήγορης ανάπτυξης, συνοδευόμενη από παροχή υπηρεσιών εκ μέρους των επενδυτών- παροχή συμβούλων, δικτύου γνωριμιών και ενεργή διοικητική υποστήριξη, που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη.

Κατά συνέπεια, θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε το ΚΥΕΚ ως ένα συνδυασμό κεφαλαίων και επιχειρηματικών υπηρεσιών, στον οποίο συμμετέχει η επενδυτική εταιρία και κάποιοι συνεργάτες της με σκοπό την προώθηση επενδύσεων (Berlin 1998, σελ.16).

### **2.3. Περιεχόμενο Έννοιας ΚΥΕΚ**

Κατά κύριο λόγο ο όρος ΚΥΕΚ χρησιμοποιείται με δύο διαφορετικές έννοιες :

1. Η πρώτη έννοια υποδηλώνει κεφάλαια προοριζόμενα για επενδύσεις που συνεπάγονται υψηλό κίνδυνο και μεγάλα δυνητικά κέρδη. Ο ορισμός αυτός αφορά κάθε επένδυση με υψηλό κίνδυνο και μεγάλα κέρδη, ανεξάρτητα από την προέλευση των χρημάτων, τον τρόπο χορήγησης αυτών και τη χρήση τους. Για παράδειγμα, χρήματα διατεθειμένα από όμιλο επενδυτών για την αγορά περιοχών εξερεύνησης πετρελαίου, εμπίπτουν στην κατηγορία του κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου.
2. Η δεύτερη έννοια έχει σημαντικά στενότερα περιεχόμενο και είναι αυτή που χρησιμοποιούμε στην συγκεκριμένη εργασία. Προσδιορίζει τα κεφάλαια που διατίθενται, υπό μορφή μετοχών, για τη δημιουργία και το ξεκίνημα μικρών επιχειρήσεων στις οποίες αναπτύσσονται νέες

ιδέες ή νέες τεχνολογίες. Με αυτή την έννοια, το κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου δεν αποτελεί μόνο διοχέτευση κεφαλαίων σε μια νέα επιχείρηση. Αποτελεί επίσης την εισροή των δεξιοτήτων που απαιτούνται για τη δημιουργία της επιχείρησης, το σχεδιασμό της εμπορικής στρατηγικής της, την οργάνωση και τη διαχείριση της (Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ Αθήνα 1986, σελ. 17).

## **2.4. Αποστολή των Εταιριών ΚΥΕΚ**

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ είναι ανώνυμες εταιρίες και έχουν σκοπό την προώθηση και την υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Οι εταιρίες ΚΥΕΚ:

1. Ιδρύουν νέες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
2. Συμμετέχουν στο κεφάλαιο υφιστάμενων επιχειρήσεων σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου τους, για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
3. Παρέχουν εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις προαναφερθείσες εταιρίες
4. Παρέχουν τις υπηρεσίες τους στις αναφερόμενες επιχειρήσεις για την έρευνα της αγοράς. Ακόμη στην ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, την οργάνωση τους και γενικά κάθε άλλου είδους υπηρεσίας πρόσφορης για τη πραγματοποίηση των σκοπών τους (Γαλάνης 1994, σελ. 159).

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ είναι συνήθως ιδιωτικές επιχειρήσεις στις οποίες μερικές φορές παρέχονται κρατικές επιδοτήσεις ή φορολογικά κίνητρα. Σκοπός τους είναι η προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας με την ίδρυση ή τη συμμετοχή τους σε νέες εταιρίες οι οποίες δεν έχουν την δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές χρηματοδότησης. Οι επενδύσεις τους είναι μακροπρόθεσμες και η συμμετοχή τους ρευστοποιείται σε προκαθορισμένο χρόνο και με προσυμφωνημένο τρόπο, αντλώντας κέρδη από την υπεραξία των μετοχών

που δημιουργήθηκε κατά την παραμονή τους στην εταιρία. Έτσι ενδιαφέρονται για την αύξηση της κερδοφορίας και την αξία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης χωρίς όμως ο έλεγχος των μετοχών ή η κατοχή της πλειοψηφίας αυτών να αποτελεί τον κύριο στόχο τους. Η χρηματοδότηση μπορεί να ξεκινήσει από τα αρχικά στάδια ανάπτυξης της επιχείρησης και να φθάσει στη φάση όπου από μόνη της η επιχείρηση θα είναι σε θέση να αντλήσει κεφάλαια από τις παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης (*Μπακούρος και Εμμανουηλίδου*).

Οι επενδύσεις αυτές εμπεριέχουν μεν σε μεγάλο βαθμό το στοιχείο του κινδύνου αλλά οι αποδόσεις που αποφέρουν είναι πολύ υψηλότερες από τις αποδόσεις των συμβατικών επενδύσεων.

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη από την αύξηση της αξίας των επενδύσεων τους και όχι από τόκους, μερίσματα ή άλλα μέσα. Η εταιρία ΚΥΕΚ παίρνει συνήθως ένα μειωηφικό πακέτο μετοχών και αφήνει τον έλεγχο της επιχείρησης στην ήδη υπάρχουσα διοίκηση. Η συμμετοχή της εταιρίας ΚΥΕΚ μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους όπως με αγορά κοινών ή προνομιούχων μετοχών, ή με δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές κ.α. Οι τρόποι αυτοί αναλύονται σε επόμενα τμήματα της παρούσας εργασίας.

## **2.5. Ιστορική αναδρομή**

Η πρώτη εμφάνιση ΚΥΕΚ έγινε στην Αρχαία Ελλάδα. Συγκεκριμένα, ο Θαλής ο Μιλήσιος, χρησιμοποιώντας τις επιστημονικές του γνώσεις και την επιχειρηματική του οξύτητα, προέβλεψε πλούσια σοδιά ελιάς για ένα συγκεκριμένο έτος. Αναζητώντας χρηματοδότες, κατάφερε να μισθώσει τα ελαιοτριβεία της Μιλήτου και της Χίου με χαμηλό μίσθωμα. Το φθινόπωρο, όπου σύμφωνα με τις προσδοκίες του, η σοδειά ήταν πλούσια και η ζήτηση για ελαιοτριβεία ήταν ιδιαίτερα αυξημένη τα υπεκμίσθωσε, έναντι μεγάλου μισθώματος (Γκανέτσος, Φρονίστας, 1995, σελ. 78).

Η έννοια του ΚΥΕΚ συναντάται αρχικά στην Ευρώπη τον 17<sup>ο</sup> αιώνα. Για παράδειγμα, στα ταξίδια του Captain Drake, ή αργότερα στον εξοπλισμό του φαλαινοθηρικού στόλου της Νέας Αγγλίας το 19<sup>ο</sup> αιώνα. Στη λειτουργία της Hansa League ή των England Merchant Ventures διακρίνουμε επίσης τα πρώτα στάδια ανάπτυξης των εταιριών ΚΥΕΚ. Στις πιο πάνω περιπτώσεις μερικοί εύποροι ιδιώτες ήταν διατεθειμένοι να διακινδυνεύσουν ένα τμήμα της περιουσίας τους με την προοπτική μεγάλων οικονομικών ωφελημάτων – αλλά και με σημαντική πιθανότητα αποτυχίας, σε ένα μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Τον 18<sup>ο</sup> και 19<sup>ο</sup> αιώνα ιδρύθηκαν “Εταιρίες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών” προκειμένου να υλοποιηθούν επενδύσεις που απαιτούσαν τεράστια κεφάλαια με υψηλό κίνδυνο. Ενδεικτικά έργα που πραγματοποιήθηκαν ήταν αυτά της Διώρυγας του Σουέζ και της Κορίνθου, καθώς και η δημιουργία των σιδηροδρομικών γραμμών της Βόρειας Αμερικής. (Αποστολόπουλος 1994, σελ. 276)

Μετά το δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο, ο θεσμός των ΚΥΕΚ, έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην ανάπτυξη και εξέλιξη τόσο της Αμερικάνικης όσο και της παγκόσμιας οικονομίας. Ο ρόλος του θεσμού στην αύξηση της επιχειρηματικότητας, την δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, νέων θέσεων εργασίας και την αύξηση του ανταγωνισμού, υπήρξε σημαντικότερος.

### **2.5.1 ΗΠΑ**

Το ΚΥΕΚ όμως, με τη σύγχρονη του μορφή, έγινε γνωστό και ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στις Αρχές της δεκαετίας του 1940 και έκτοτε εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο, με την σύγχρονη του μορφή. Οι αποδόσεις που παρουσίασαν εκείνο τον καιρό οι επενδύσεις στους τομείς της ηλεκτρονικής, της πληροφορικής και της βιοτεχνολογίας προσέλκυσαν χρηματοδοτικούς οργανισμούς και κυρίως τράπεζες στην συγκέντρωση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Η ανάπτυξη της Κοιλιάδας της Σιλικόνης, καθώς κάποια πρόσθετα μέτρα της κυβέρνησης των ΗΠΑ που

είχαν ως στόχο την ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων, έδωσαν μια τεράστια ώθηση στο ΚΥΕΚ.

Σύμφωνα με τον Patrick Liles, η ιδέα του σύγχρονου ΚΥΕΚ ήταν του Ralph E. Fladers, ο οποίος ήταν πρόεδρος της «Federal Reserve Bank of Boston». Σε μια εποχή όπου δεν υπήρχε κάποιος δημόσιος οργανισμός για τη χρηματοδότηση των μικρών επιχειρήσεων, ο Fladers ήρθε σε ρήξη με την «National Association of Security Dealers in Chicago» επιδιώκοντας την απελευθέρωση των χρηματοδοτήσεων από την «Περιοριστική Πράξη» του 1940 προκειμένου να δοθεί στις τράπεζες η δυνατότητα να επενδύσουν μέχρι και το 5% των στοιχείων τους σε νέες επιχειρήσεις. Την περίοδο αυτή, εύπορες οικογένειες όπως οι Paysons, Whitneys και οι Rockefellers, είχαν δημιουργήσει ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια με σκοπό τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών με υψηλές αποδόσεις. Η πρωτοβουλία αυτή του Fladers η οποία υιοθετήθηκε από μερικούς καθηγητές του MIT και κάποιους επιχειρηματίες οδήγησε το 1946, στην πολιτεία της Μασαχουσέτης, στην δημιουργία του ARD - American Research & Development –της πρώτης εταιρίας που θα παρείχε κεφάλαια σε νέες και ταχύτατα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, με προσανατολισμό κυρίως τον χώρο των κατασκευών και της τεχνολογίας (Patrick 1969, σελ. 29).

Μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα επιχειρήσεων και βιομηχανιών που δημιουργήθηκαν με το θεσμό των Venture Capital είναι τα εξής :

## **DEC**

Το 1957, η ARD επένδυσε 70.000 δολ για το 77% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μια νέας επιχείρησης που ιδρύθηκε από 4 αποφοίτους του πανεπιστήμιου MIT. Το 1971, το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης αυτής έφτασε τα 355 εκατ. δολ. δημιουργώντας τη DEC – Digital Equipment Corporation, η οποία στις μέρες μας είναι μια από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις πληροφοριακών συστημάτων διεθνώς.

## **APPLE**

Το 1975, ο ιδιώτης επενδυτής Arthur Rock, κατά την αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών επένδυσε 1.500.000 δολ. στην έναρξη της επιχείρησης Apple Computers Inc. Κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της επιχείρησης το 1978, η αξία της επένδυσης έφτασε τα 100.000.000 δολ.

## **Genentech**

Ένα ακόμα λαμπρό παράδειγμα επιτυχημένης επένδυσης ΚΥΕΚ, αυτή την φορά στον χώρο της βιοτεχνολογίας, η εταιρία Genentech. Ο Robert Watson ιδρυτής της Genentech, εργαζόταν στην Kleiner Perkins, πριν αποφασίσει να ιδρύσει την δική του εταιρία βιοτεχνολογίας. Προσπάθησε να πείσει τους καλύτερους επιστήμονες του κλάδου να εργαστούν στην επιχείρηση του αλλά αυτοί πίστευαν ότι θα χρειαζόνταν τουλάχιστον 10 χρόνια έως ότου η επιχείρηση καταφέρει να αναπτυχθεί. Ο Watson επικοινωνήσε με τον καθηγητή Hebert Boyer, ο οποίος συμφώνησε το 1976 να καταφύγουν στο ΚΥΕΚ. Ο Watson κατάφερε να πείσει την Kleiner Perkins να επενδύσει 100.000 δολ στη νέα του εταιρία, κατέχοντας 25% του μετοχικού κεφαλαίου. Μετά από εννέα μήνες η Kleiner Perkins αγόρασε με 850.000 δολ άλλα 25% του μετοχικού κεφαλαίου. Σε 16 μήνες η αξία της Genentech εκτοξεύτηκε από τα 400.000 δολ. σε 11.000.000 δολ. με αποτέλεσμα το 1980 να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, συγκεντρώνοντας επιπλέον 36.000.000 δολ. για το 12% του μετοχικού κεφαλαίου. Τέσσερα χρόνια από την ίδρυσή της, οι επενδυτές την αξιολογούσαν στα 300 εκατ. δολ. Το 1990, με ετήσιες πωλήσεις 400 εκατ. δολ. και κέρδη 44 εκατ. δολ., η Genentech πώλησε το 60% του μετοχικού της κεφαλαίου στην Ελβετική Roche Holdings προς 2,1 δισεκατομμύρια δολάρια (Doerflinger & Rivkin 1987, σελ. 228).

Τα ονόματα των εταιριών που δημιουργήθηκαν με την βοήθεια Venture Capital αποτελούν σήμερα, πασίγνωστες και πολύ σημαντικές εταιρίες όπως η Lotus Development Corporation, Genetics Institute, Sun Microsystems, Microsoft, Compaq Computer Corporation, Staples Inc, Teledyne, People Express, Hybritech και πολλές άλλες.

### **2.5.2. Αγγλία**

Ο θεσμός στην Αγγλία έκανε την εμφάνισή του τον 15<sup>ο</sup> αιώνα με τα υπερπόντια ταξίδια και τις υπεράκτιες επιχειρήσεις που έστηναν οι Βρετανοί έμποροι – καπετάνιοι σε χώρες όπως τις Ινδίες, Ιαπωνία και άλλα μέρη της Ν. Α. Ασίας, χρηματοδοτούμενοι από εύπορους ιδιώτες. Τα θεμέλια όμως του σύγχρονου ΚΥΕΚ μπορούν να αναχθούν στα τέλη του 18<sup>ο</sup> αιώνα, όταν εφευρέτες όπως ο Stephenson, Arkwright, Crompton και Brunel έβρισκαν εύπορους ιδιώτες επενδυτές προκειμένου να υποστηρίξουν τα σχέδια τους, πολλά από τα οποία ήταν καθοριστικής σημασίας για την επιτυχία της πρώτης Βρετανικής βιομηχανικής επανάστασης. Το 19<sup>ο</sup> αιώνα άρχισαν να ιδρύονται εταιρίες ΚΥΕΚ αναλαμβάνοντας τεχνικά έργα υψηλού κινδύνου όπως αυτό της Διώρυγας του Σουέζ, καθώς και τη δημιουργία των σιδηροδρομικών γραμμών της Ν. Αμερικής. Το 1930, η εταιρία Charterhouse είναι η πρώτη σύγχρονη επαγγελματικά οργανωμένη και εξειδικευμένη εταιρία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου. Προώθησε το καινοτομικό κεφάλαιο με τη μορφή που είναι ευρύτερα κατανοητό σήμερα χρηματοδοτώντας νέες αναπτυσσόμενες και πολλά υποσχόμενες μικρές επιχειρήσεις (Lorenz 1989, σελ. 6-8).

Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και όντας πλέον ο θεσμός των ΚΥΕΚ περισσότερο ώριμος, παρουσίασε μια ανοδική πορεία. Η εξειδίκευση των ΚΥΕΚ ήταν σημαντική, ενώ ο θεσμός θεωρείτο πλέον ως ένα καθιερωμένο και δοκιμασμένο χρηματοδοτικό μέσο. Ειδικότερα στη Μ. Βρετανία αλλά και στην Ευρώπη ο θεσμός παρουσίασε μια μεγάλη ανάπτυξη. Τα μέτρα που πήρε εκείνη την εποχή η χώρα αυτή προκειμένου να αναπτυχθεί το χρηματοπιστωτικό της σύστημα, σε συνδυασμό με το Σχέδιο Ανάπτυξης Επιχειρήσεων (Business Expansion Scheme – BES) υποβοήθησαν σημαντικά τη δημιουργία της σύγχρονης αγοράς του ΚΥΕΚ στη Μεγάλη Βρετανία.



### **2.5.3. Το ΚΥΕΚ Σήμερα**

Το ΚΥΕΚ στην σύγχρονη μορφή του, δημιουργήθηκε και παρουσίασε αλματώδη ανάπτυξη αρχικά στις ΗΠΑ. Ουσιαστικά το ΚΥΕΚ δεν υπήρχε έξω από τις ΗΠΑ μέχρι το 1979. Όμως από τότε και ήδη μέχρι το 1990, η παγκόσμια ανάπτυξή του υπήρξε πάρα πολύ μεγάλη και η οποία έφτασε το 1990 στα 80 δις δολάρια. Από τα 80 δις πάνω από τα μισά ήταν εκτός ΗΠΑ. Η αγορά ΚΥΕΚ στην Ευρώπη πέρασε σε μέγεθος την αγορά των ΗΠΑ για πρώτη φορά το 1988 (ΗΠΑ \$2.95 δις. έναντι \$4.1 δις Ευρώπη) και το μέγεθος τη Ευρωπαϊκής αγοράς συνέχισε να μεγαλώνει, με μεγαλύτερο ρυθμό από την Αμερικάνική.

Αξιοσημείωτη επίσης άνοδο παρουσίασαν πολλές χώρες στην Ασία, Νότια Αμερική και Αφρική, καθώς και στον Καναδά και την Αυστραλία. Το ΚΥΕΚ έχει εισέλθει πλέον στο παγκόσμιο χωριό. Η Ιαπωνία έχει γίνει ένας από τους μεγαλύτερους επενδυτές, σε όλο τον κόσμο, ακολουθούν Κορέα, Ταϊβάν και άλλες χώρες του Ειρηνικού. Η βιομηχανία του ΚΥΕΚ είναι πλέον μια διεθνή επιχείρηση (Bygrave and Timmons 1992 σελ 44 & σελ 67-68) & (Soja and Timmons, 1990, σελ. 1) & (Venture Capital Journal, December 1989, σελ. 10)

### **2.5.4. Αποδοτικότητα των Επενδύσεων ΚΥΕΚ**

Στις Η.Π.Α., Αγγλία και Γαλλία γίνονται οι μεγαλύτερες επενδύσεις ΚΥΕΚ. Οι εταιρίες ΚΥΕΚ αποβλέπουν σε ετήσια ποσοστά απόδοσης 25-60%, ενώ διατηρούν στο χαρτοφυλάκιό τους κατά μέσο όρο εννέα εταιρίες. Μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε στις Η.Π.Α. σε τρεις εταιρίες ΚΥΕΚ για 110 επενδυτικά προγράμματα την περίοδο 1960-1975 κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- ♦ Αν και μερικές επενδύσεις παρουσίασαν ετήσια απόδοση έως και 300%, η μέση ετήσια απόδοση των ΕΠΕΚ έφτασε μόλις το 19%,

- ♦ Μία στις έξι επενδύσεις οδηγήθηκε σε πλήρη αποτυχία, ενώ πολλές άλλες είχαν αρνητικά αποτελέσματα ή ασήμαντα κέρδη,
- ♦ Δύο έως τρεις στις δέκα επενδύσεις ήταν επιτυχημένες, ενώ μόνο μία παρουσίασε υψηλή απόδοση.

Έτσι οι περισσότερες εταιρίες ΚΥΕΚ αναζητούν επενδύσεις από τις οποίες αναμένουν να έχουν υψηλή απόδοση, τουλάχιστον δέκα φορές το αρχικό κεφάλαιο, ώστε σε συνδυασμό με τα αποτυχημένα επενδυτικά προγράμματα η συνολική απόδοση να ξεπερνά το ποσοστό του 30%. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, συνήθως εξετάζεται μόνο το 10% των προτεινόμενων επενδυτικών προγραμμάτων, ενώ χρηματοδοτείται μόλις το 3% (*Μπακούρος Ι. Λ. και Εμμανουηλίδου Π*).

### **2.5.5. Γενική Πορεία και Απόδοση ΚΥΕΚ**

Βέβαια στην βιομηχανία του ΚΥΕΚ δεν υπήρξαν μόνο επιτυχίες. Εξάλλου και από την ονομασία τους όπως είπαμε είναι Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν οι εταιρίες Ovation technologies, Osborne Computer, Ztel και Gavilian. Στις περιπτώσεις αυτές, οι επενδυτές έχασαν όλα τα χρήματα που διέθεσαν στα επιχειρηματικά αυτά προγράμματα.

Πάντως μια γενική εκτίμηση για τη συνολική απόδοση που είχαν τα επιχειρηματικά προγράμματα ΚΥΕΚ από τα μέσα του 1960 μέχρι το 1980, η απόδοση αυτή υπερέβαινε το 26% κατ' έτος. Ενώ η μικρότερη απόδοση που είχαν σε ένα έτος ήταν 6%. (*Venture Economics 1985, σελ. 69*).

Μια πιο πρόσφατη έρευνα (*Venture Economics, 1988c*) συμπεραίνει ότι τα επιχειρηματικά κεφάλαια που ξεκίνησαν πριν το 1981 γνώρισαν γενικώς πιο θετική απόδοση μέχρι το 1987. Για παράδειγμα, η μέση απόδοση το 1987 ήταν 20,6%. Βέβαια πολλές έρευνες σε ανεξάρτητα χαρτοφυλάκια ΚΥΕΚ έδειξαν και φτωχά αποτελέσματα. Περίπου οι μισές από τις επενδύσεις (*Huntsman & Homan 1980, σελ. 44-51*) από το 1960 ως το 1975 είχαν σαν

απόδοση λιγότερο από το 10%, ενώ το ένα τέταρτο των επενδύσεων αυτών κατέληξαν σε αποτυχία. Ακόμα μια άλλη έρευνα (Venture Economics, 1988c) έδειξε ότι περισσότερο από το ένα τρίτο των 383 επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν από 13 εταιρίες ΚΥΕΚ, μεταξύ 1969 και 1985 κατέληξαν σε ζημίες. Περισσότερα από τα δύο τρίτα από τις επενδύσεις που έκαναν οι εταιρίες ΚΥΕΚ είχαν τελική απόδοση κεφαλαίου, μέχρι δύο φορές το αρχικό κόστος.

Πάντως για να αντισταθίσουμε λίγο την απογοήτευση από τις απώλειες, τα συνολικά αποτελέσματα της ίδιας έρευνας αναφέρουν ότι το 6.8% των επενδύσεων αυτών είχαν απόδοση μεγαλύτερη από το δεκαπλάσιο της αρχικής επένδυσης, και συνεισφέρονε στο 49,4% των κερδών του συνολικού χαρτοφυλακίου. Αλλά και άλλες έρευνες έδειξαν ότι ένα ποσοστό λίγο κάτω από το 10% των επενδύσεων που έκανα οι εταιρίες ΚΥΕΚ, απέδωσαν περισσότερο από δέκα φορές το αρχικό κόστος, και τα κέρδη που πραγματοποίησαν ήταν 40 φορές μεγαλύτερα από τις ζημίες που προκλήθηκαν από τις επενδύσεις που απέτυχαν. (Keeley 1986), (Hosley Keogh 1988), (Stevenson 1987 σελ. 103-122), (Sahlman & Soussou 1985, σελ. 285)

Υπήρχαν ακόμα και περιπτώσεις που επενδύσεις μακροπρόθεσμα αποδείχτηκαν επιτυχημένες αν και αρχικά φλέρταραν με την αποτυχία. Για παράδειγμα η Federal Express, η οποία πραγματοποίησε τρεις γύρους ΚΥΕΚ μεταξύ 1973 και 1974. Η εταιρία βρισκόταν αρκετά πίσω στο σχέδιο της και πάνω από τον προϋπολογισμό, η τιμή της μετοχής κατά τον τρίτο γύρο ήταν μόλις 0.63 δολ. σε σχέση με τα 200 δολ, που ήταν στον πρώτο γύρο και 7 δολ στον δεύτερο. Το 1976 στην πρώτη της δημόσια προσφορά η μετοχή της καθορίσθηκε στα 6 δολ. , ενώ μέχρι το 1981 έφτασε τα 47,45 δολ.

Αντίθετα υπήρχαν και παραδείγματα επενδύσεων αρχικά επιτυχημένων που κατέληξαν σε αποτυχία. Δηλαδή ενώ απέδιδαν αρχικά στους επενδυτές τους και τις εταιρίες ΚΥΕΚ υψηλές αποδόσεις, μακροχρόνια απέτυχαν. Τέτοια περίπτωση αποτελεί η επιχείρηση Priam Corporation, μια εταιρία κατασκευής σκληρών δίσκων, η οποία έλαβε πέντε γύρους

χρηματοδότησης, πριν μπει στο χρηματιστήριο. Από τον πρώτο γύρω το 1978 με 1 δολ. ανά μετοχή, το 1983 η εταιρία μπήκε στο χρηματιστήριο με 23 δολ. ανά μετοχή και χρεοκόπησε το 1989.(Shahman 1990, σελ. 475-487)

Τέλος αναφέρουμε ότι ο μέσος χρόνος που διαρκεί μια επένδυση για την εταιρία ΚΥΕΚ είναι 4.9 χρόνια.(Venture Economics 1988c)

## **2.6. Χαρακτηριστικά ΚΥΕΚ**

Στο σημείο αυτό όμως θα αναφέρουμε τα χαρακτηριστικά ΚΥΕΚ που συνθέτουν την λειτουργία και τον ρόλο του θεσμού τα κυριότερα από αυτά είναι:

1. Η ύπαρξη μια εμπορεύσιμης ιδέας, ένα άτομο που επιδιώκει να τη φέρει στην αγορά και κάποιος άλλος που είναι έτοιμος να βοηθήσει στη χρηματοδότηση αλλά και με άλλους τρόπους για να πετύχει το εγχείρημα.
2. Η υλοποίηση οποιοδήποτε ιδέας – είτε απαιτεί την ύπαρξη υψηλής είτε χαμηλής ή και καμίας τεχνολογίας – έχει τις προϋποθέσεις για ενίσχυση με καινοτομικό κεφάλαιο.
3. Το καινοτομικό κεφάλαιο δεν περιορίζεται σε χρηματοδότηση με συμμετοχή στην ιδιοκτησία. Εκτός από την τεχνική εμπειρία και τις ειδικές γνώσεις, ένας κεφαλαιούχος καινοτομικού κεφαλαίου πρέπει να είναι αρκετά ευέλικτος ώστε να μπορεί να προσαρμόζεται στις ιδιαίτερες ανάγκες ενός προγράμματος.
4. Οι αγορές καινοτομικού κεφαλαίου, όπως άλλες κεφαλαιαγορές υψηλού κινδύνου, μπορούν να έχουν κυκλική συμπεριφορά και να είναι ασταθείς (Μελέτη ΟΟΣΑ, Αθήνα 1990,σελ.75).Ανεξάρτητα με το πώς είναι οργανωμένη ως νομική οντότητα μια εταιρία ΚΥΕΚ συνεργάζεται με τους επιχειρηματίες για να συλλέξει και να παράσχει χρηματοδότηση κεφαλαίου (equity financing) για επιχειρηματικές ευκαιρίες που μπορεί να οδηγήσουν σε κέρδη. Αλλά πέρα από την χρηματοδότηση οι πιο

άξιες εταιρίες ΚΥΕΚ προσφέρουν και κάτι από τον εαυτό τους στην επιχείρηση που υποστηρίζουν. Δεν μένουν παθητικοί προμηθευτές κεφαλαίου, αλλά προπονητές και εμπυχωτές των επιχειρήσεων που στηρίζουν (Bygrave and Timmons 1992, σελ. 13).

## **2.7. Οφέλη από το ΚΥΕΚ**

Τα οφέλη από τη χρησιμοποίηση του ΚΥΕΚ ως μέσο χρηματοδότησης είναι πολλαπλά και, όπως αναφέρουν οι συγγραφείς Γκανέτσος και Φρονίτσας (Δελτίο της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995, σελ 78-84) μπορούν να ταξινομηθούν σε δυο επίπεδα : (1) στην οικονομία της χώρας, (2)στην αναπτυσσόμενη επιχείρηση.

Σε επίπεδο οικονομίας, οι δυο συγγραφείς αναφέρουν ότι το ΚΥΕΚ διευκολύνει την ίδρυση νέων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα υποκινεί την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό υπαρχόντων επιχειρήσεων, βοηθώντας με τον τρόπο αυτό την οικονομική ανάπτυξη και καταπολέμηση της ανεργίας. Για παράδειγμα στις ΗΠΑ όπου το 4% των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων που χρηματοδοτήθηκαν από ΚΥΕΚ δημιούργησαν το 70% των θέσεων εργασίας (ΗΠΑ). Αντίστοιχα στην Γαλλία οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν από ΚΥΕΚ πέτυχαν αύξηση 34% στις θέσεις εργασίας, 42% στις πωλήσεις και 80% στις εξαγωγές καθώς και διπλασιασμό των επενδύσεων την περίοδο 1987-1991. Το ΚΥΕΚ εξάλλου καθιστά δυνατή και πιο εύκολη την δημιουργία και ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων με συνέπεια τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Ως παράδειγμα αναφέρουμε άλλη έρευνα που δηλώνει ότι από τις 21 εκατ. θέσεων εργασίας που δημιουργήθηκαν στις ΗΠΑ την δεκαετία του 1980, το 77% από αυτές οφείλεται μόνο στο 5% νέων και γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων που δημιουργήθηκαν, ακόμα το 15% των νέων εταιριών αυτών, δημιούργησε το 94% των θέσεων εργασίας. Την ίδια στιγμή οι μεγάλες εταιρίες σύμφωνα με την κατάταξη του Fortune 500 δημιουργούσαν εκατομμύρια νέους άνεργους. Εξάλλου στις 500 μεγαλύτερες

εταιρίες της Αμερικής απασχολείται μόνο το 5% του συνολικού εργατικού δυναμικού των ΗΠΑ (Birch 1990).

Σε επίπεδο αναπτυσσόμενης επιχείρησης, το ΚΥΕΚ επιτρέπει στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις για την ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό της χωρίς την αύξηση του δανεισμού της που συνεπάγεται χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Παράλληλα το ΚΥΕΚ με τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων προσθέτει αξία η οποία εκφράζεται με την υποστήριξη τους σε θέματα στρατηγικού προγραμματισμού (strategic planning), μάρκετινγκ και πωλήσεων, οικονομικού ελέγχου μεταφοράς τεχνογνωσίας και εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων διοίκησης.

Το κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου είναι το όργανο χρηματοδότησης της αλλαγής, αφού συντείνει στη δημιουργία επιχειρήσεων που φέρνουν την αλλαγή. Το ΚΥΕΚ είναι ένα πολύ σημαντικό συστατικό και εργαλείο για την μετάβαση από την παραδοσιακή οικονομία, στην οικονομία της γνώσης. Χωρίς την ύπαρξη μια ισχυρής κοινότητας ΚΥΕΚ είναι σχεδόν απίθανο μια χώρα ή μια περιοχή να είναι ανταγωνιστική στην εμπορευματική εκμετάλλευση καινοτομικών μεθόδων παραγωγής, προϊόντων και υπηρεσιών (Brophy 1986, σελ. 20). Εξάλλου μελέτες απέδειξαν ότι σχεδόν οι μισές καινοτομίες στις ΗΠΑ δημιουργήθηκαν από μικρές και νέες εταιρίες και μάλιστα το πραγματοποίησαν πιο αποτελεσματικά από τις μεγάλες επιχειρήσεις τόσο από άποψη χρημάτων που επένδυσαν όσο και από την άποψη του προσωπικού που χρησιμοποίησαν (Brophy 1986, σελ. 120 ) & (Scheirer 1986, σελ. 678-690).

Όπως έχει αναφέρει και ο Charles N. Newhall: “Η διαρκής παρουσία των λύκων, είναι αυτό που διατηρεί τον τάρανδο δυνατό”. Χάρης στις εταιρίες ΚΥΕΚ έχουμε πολλαπλασιασμό νέων επιχειρήσεων που υποχρεώνει τους υπεύθυνους καθιερωμένων επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας να караδοκούν για ευκαιρίες καινοτομίας.

Σχετικό με το παραπάνω είναι ότι όσο αναφορά την παραγωγικότητα, οι επιτυχημένες εταιρίες που αναπτύχθηκαν και δημιουργήθηκαν μέσω

ΚΥΕΚ, αφήνουν πολύ πίσω ακόμα και τις μεγαλύτερες εταιρίες στον τομέα αυτό. Η παραγωγικότητα τους ανά εργαζόμενο είναι διπλάσια σε σχέση με την παραγωγικότητα ανά εργαζόμενο των μεγάλων εταιριών (Fortune, 15 Ιουλίου, 1991, σελ.45).

Οι εταιρίες κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου βρίσκονται στην καρδιά της ανάπτυξης των βιομηχανιών που ασχολούνται με υψηλή τεχνολογία. Η επίδραση τους στην ανάπτυξη των τομέων αυτών είναι περισσότερο ποιοτική παρά ποσοτική. Το κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου παρεμβαίνει κυρίως όταν πρωτοεμφανίζονται και εισάγονται τα νέα προϊόντα και υπηρεσίες, αφήνοντας τα παραδοσιακά χρηματοδοτικά κυκλώματα να ασχοληθούν με την ανάπτυξη των αγορών και την εδραίωση επιχειρήσεων (Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ, Αθήνα 1986, σελ 24).

Τέλος οι εταιρίες που δημιουργούνται με ΚΥΕΚ επενδύουν περισσότερα χρήματα για έρευνα και ανάπτυξη. Έρευνες δείχνουν ότι οι 10 εταιρίες που ξόδεψαν τα περισσότερα χρήματα για έρευνα και ανάπτυξη (R&D - Research and Development) είναι όλες εταιρίες που προέρχονται από ΚΥΕΚ (Business Week, 15 Ιουλίου, 1991, σελ. 24-26).

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2**

1. **Σεμινάριο** Υπουργείου Βιομηχανίας-Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας 7-8 Οκτωβρίου 1985 με θέμα : καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο
2. **Σαπουντζάκη Κυριακή**, “*Η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στον τομέα Venture Capital*”
3. **N.1775/1988**, “Περί εταιριών επιχειρηματικών κεφαλαίων”, ΦΕΚ Α’ 101 24.5.1988
4. **Berlin Mitchell**, “*That thing Venture Capitalists Do*”, Business Review, Federal Bank of Philadelphia, Jan/Feb 1998, σελ.16
5. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986, σελ. 17
6. **Γαλάνης π. Βασίλειος**, “*Leasing Factoring Forfaiting Franchising Venture Capital: Η Λειτουργία των Σύγχρονων Χρηματοοικονομικών Θεσμών*” , Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1994, σελ. 159
7. **Μπακούρος Ι. Α. και Εμμανουηλίδου Π.**, “*Το VENTURE CAPITAL Πηγή Χρηματοδότησης Καινοτόμων Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων*”
8. **Γκανέτσος Γ. Κ. , Φρονίστας Α. Κ.**, “*Venture Capital Μια Ανασκόπηση*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995, σελ. 78
9. **Αποστολόπουλος Ν. Ιωάννης**, “*Καινοτομικό ή Επιχειρηματικό Κεφάλαιο*”, Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτική Διοικήσεως, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα Πειραιάς 1994, σελ. 276
10. **Patrick Liles**, “*Sustaining the Venture Capital Firm*”, unpublished Ph. D. diss. Harvard Business School, 1969, σελ. 29
11. **Doerflinger Thomas M, & Rivkin Jack L.**, “*Risk and Reward: Venture Capital and the Making of America's Great Industries*”, New York, Random House, 1987, σελ. 228
12. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 6-8



13. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ 44 & σελ 67-68
14. **Soja J. Thomas** and **Timmons A. Jeffrey**, “*Structural Changes and the International Growth of the Venture Capital Industry 1970-1989*”, working paper no. 90-071, Harvard Business School, 1990, σελ. 1
15. **Vetnure Capital Journal** “A Global View of the Venture Capital Industry, 1987-1988”, December 1989, σελ. 10
16. **Venture Economics**, “*The Venture Capital industry: Opportunities and considerations for investors*”, Venture Economics, Inc., Needhman, MA, 1985, σελ. 69
17. **Venture Economics**, “*Venture capital performance: Review of the financial performance of venture capital partnerships*”, Venture Economics, Inc., Needhman, MA , 1988c
18. **Huntsman, Blaine** and **James P. Homan, Jr.**, “*Investment in new enterprise: Some empirical observations on risk, return, and market structure*”, Financial Management 9, 1980, σελ. 44-51
19. **Keeley Robert**, “*Risk (over)adjusted discount rates: The venture capitalist’s method*”, Unpublished working paper, 1986
20. **Hosley, Keogh & Associates**, Hosley Keogh venture study (Hosley Keogh & Associates, Pittsford, NY), 1988
21. **Sahlman A, William** and **Hellen Sousou**, “Note on the venture capital industry (1981), 285-096 Rev. 11/85 (Publishing Division, Harvard Business School, Boston, MA), 1985, σελ. 285
22. **Sahlman A, William**, “*The structure and governance of venture-capital organization*” Journal of Financial Economics Volume 27, 1990, σελ. 475-487
23. **Μελέτη ΟΟΣΑ** “*Καινοτομικό Κεφάλαιο – Πλαίσιο, Εξέλιξη και Στόχοι*”, Αθήνα 1990, σελ.75
24. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 13

25. **Birch David**, “*A Look Back and a Look Forward at the Entrepreneurs and Their Role in the Economy*”, paper presented at Babson College Research Conference, 1990
26. **Brophy J. David**, “*Venture Capital Research*”, in D. D. Sexton and bridge, MA: Ballinger, 1986, σελ. 20 & σελ. 120
27. **Scheirer W.**, “*innovation in Small Firms*”, in Issue Alert (Washington, 1986), Acs Z. J. and Audretsch D. B. “*Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis*”, American Economic Review, vol78, no4, 1988, σελ. 678-690
28. **Fortune** “Can John Akers Save IBM?”, July 15, 1991, σελ.45
29. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986, σελ 24
30. **Business Week** ,”The Brakes Go on in R&D: Spending Cuts Could Harm US Competitiveness”, , July 15, 1991, σελ. 24-26

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΚΥΕΚ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

#### **3.1. Σκοπός του Κεφαλαίου**

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να αποσαφηνίσουμε το που απευθύνεται το ΚΥΕΚ, τι είναι αυτό που το διαχωρίζει από τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και ποιες ανάγκες καλύπτει. Να δώσουμε μια πρώτη ιδέα για τους παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη του αλλά και τον ρόλο που έχει το ΚΥΕΚ σε επενδύσεις νέας τεχνολογίας.

#### **3.2. Που Απευθύνεται**

Το ΚΥΕΚ ανταποκρίνεται στις ανάγκες δυναμικών εταιριών που αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς και χρειάζονται κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους, διατηρώντας όμως υγιή πάντα κεφαλαιακή διάρθρωση.

Οι χρήστες του ΚΥΕΚ είναι μεμονωμένα άτομα ή ομάδες που έχουν συλλάβει μια ιδέα για ένα καινούργιο προϊόν ή μια καινούργια υπηρεσία και πιστεύουν ότι το προϊόν αυτό ή η υπηρεσία είναι τεχνικά και εμπορικά βιώσιμο. Τα άτομα αυτά όμως δεν διαθέτουν το κεφάλαιο ή την επιχειρηματική τεχνογνωσία (know-how) όπου απαιτείται για την πραγματοποίηση αυτής της ιδέας. Αποτελούν την πλευρά της ζήτησης στην αγορά του κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου (Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ, Αθήνα 1986, σελ 26).

Ο θεσμός του ΚΥΕΚ έχει οδηγήσει σε εντυπωσιακή ανάπτυξη τις περισσότερες επιχειρήσεις που το αξιοποίησαν. Είναι ένας θεσμός που αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς παγκοσμίως. Αξιοσημείωτο είναι παράλληλα ότι οι εταιρίες που χρησιμοποιούν το ΚΥΕΚ επιτυγχάνουν θεαματικότερα αποτελέσματα από τους ανταγωνιστές τους.

Συνοπτικά θα λέγαμε ότι οι επενδύσεις ΚΥΕΚ αφορούν τη συμμετοχή στο κεφάλαιο νέων, μικρών εταιριών για τις οποίες ο επενδυτής πιστεύει ότι έχουν προοπτικές γρήγορης ανάπτυξης και δημιουργίας κερδών. Τα αναμενόμενα για τον επενδυτή κέρδη προέρχονται κυρίως από την πώληση των μετοχών σε τιμή πολύ μεγαλύτερη από την αξία αγοράς τους. Τα μεγαλύτερα κέρδη τα προσδοκά διότι αναλαμβάνει υψηλότερους κινδύνους.

Οι επενδύσεις σε ΚΥΕΚ μπορούν να αφορούν :

- Νεοσύστατες εταιρίες οι οποίες έχουν ανάγκη κεφαλαίων για να αναπτυχθούν (Start ups).
- Προϋπάρχουσες εταιρίες ή τμήματα εταιριών τα οποία ενδιαφέρονται να αγοράσουν τα στελέχη που εργάζονται σε αυτές (Management Buy Outs) ή νέα διοίκηση από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας (Management Buy Ins)
- Αναπτυξιακά χρηματοδοτικά σχήματα προς μικρές εταιρίες οι οποίες συγκεντρώνουν ευνοϊκές προϋποθέσεις, αλλά χρειάζονται πρόσθετη χρηματοδότηση υπό μορφή μετοχικού κεφαλαίου.

Αν και τα ΚΥΕΚ έχουν ταυτιστεί με τις επενδύσεις σε εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, πρέπει να αποσαφηνίσουμε ότι το ΚΥΕΚ μπορεί να αφορά όλους τους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Η ταύτιση του ΚΥΕΚ με τις επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας οφείλεται στη μεγάλη επιτυχία κάποιων τέτοιων εγχειρημάτων αλλά και ότι συνέπεσε η μεγάλη άνθηση τομέων της τεχνολογίας την ίδια περίοδο που αναπτυσσόταν και το ΚΥΕΚ.

### **3.3. ΚΥΕΚ Έναντι Παραδοσιακών Μορφών Χρηματοδότησης**

Συγκρίνοντας το ΚΥΕΚ με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης είναι δυνατό να επισημανθούν οι παρακάτω τρεις διαφορές : (1) το ΚΥΕΚ επενδύει σε σχετικά νέες επιχειρήσεις, για τις οποίες δεν διατίθενται επαρκή ιστορικά δεδομένα, (2) η επένδυση πραγματοποιείται σε μικρές επιχειρήσεις και με έμμεση ή άμεση συμμετοχή στο κεφάλαιο, ώστε ο επενδυτής να συμμετέχει ενεργητικά στη ζωή της επιχείρησης, πράγμα που δεν συμβαίνει με του επενδυτές μεγάλων επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο, (3) οι επενδύσεις σε ΚΥΕΚ δεν εξασφαλίζουν βραχυπρόθεσμα ρευστότητα στον επενδυτή γιατί το κεφάλαιο βρίσκεται “παγιδευμένο” μέσα στην επιχείρηση (Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 88). Τα κεφάλαια που τοποθετούνται έχουν μακροπρόθεσμη διάρκεια, η οποία κυμαίνεται από 5 ως 10 χρόνια.

Το ΚΥΕΚ προδιαγράφει την ενεργή και αυξανόμενη συμμετοχή του επενδυτή στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της επιχείρησης, προκειμένου να επιτευχθεί ο κοινός στόχος της αύξησης της αξίας της επιχείρησης. Ο έλεγχος των εταιριών αυτών δεν είναι μόνο στο οικονομικό πεδίο όπως των τραπεζών αλλά αφορά την στρατηγική και τις επενδυτικές αποφάσεις, που εφαρμόζει η εταιρία. Συχνά εξάλλου οι εταιρίες ΚΥΕΚ διατηρούν βάσει συμβολαίου σημαντικά δικαιώματα ελέγχου τα οποία τους επιτρέπουν να παρεμβαίνουν στην λειτουργία της επιχείρησης όταν το κρίνουν αυτοί απαραίτητο. Εξάλλου ο επενδυτής συμμετέχει στον κίνδυνο με τον ίδιο τρόπο που συμμετέχει και ο επιχειρηματίας, δεδομένου ότι δεν παρέχονται εμπράγματα ασφάλειες για την αποπληρωμή των κεφαλαίων που τοποθέτησε στην επιχείρηση (Pratt and Khoulian σελ. 611-612).

Στην περίπτωση της παραδοσιακής δανειακής χρηματοδότησης η αποπληρωμή τόσο του κεφαλαίου όσο και των τόκων δεν εξαρτάται από την πορεία της επιχείρησης, ενώ στην περίπτωση του ΚΥΕΚ η αποπληρωμή θα γίνει εφόσον η επιχείρηση διαγράψει θετική πορεία. Επιπλέον οι ΚΥΕΚ παρέχουν στους επιχειρηματίες πρόσβαση σε συμβούλους επιχειρήσεων, τραπεζίτες και δικηγόρους. Έρευνα των Brav και Gompers έχει δείξει ότι οι

εταιρίες ΚΥΕΚ. παρέχουν προστιθέμενη αξία στις εταιρίες τους ακόμα και μετά την δημόσια αρχική προσφορά τους στο κοινό.

Η διαφοροποίηση από τις κλασσικές επενδύσεις σε συνήθεις χρηματιστηριακούς τίτλους είναι ότι η τελευταία αφορά μετοχές μεγάλων και εδραιωμένων εταιρειών που έχουν εισαχθεί στα κύρια χρηματιστήρια ενώ η εταιρία ΚΥΕΚ επενδύει σε άγνωστες αναπτυσσόμενες εταιρίες που συνήθως δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο (Γαλάνης Βασίλειος 1994, σελ.163).

Το ΚΥΕΚ αποτελεί θεσμό που μπόρεσε να βοηθήσει ώστε να υλοποιηθούν πολλές αξιόλογες ιδέες ή προγράμματα τα οποία υπό άλλες συνθήκες θα έμεναν απραγματοποίητες.

Συμπερασματικά τα χαρακτηριστικά του ΚΥΕΚ τα οποία συγχρόνως αποτελούν και τις βασικές διαφορές του από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης είναι :

### **1. Κίνδυνος**

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

### **2. Κεφαλαιακή Συμμετοχή**

Τις περισσότερες φορές το ΚΥΕΚ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

### **3. Υποστήριξη Επιχείρησης**

Αρκετές φορές οι εταιρίες ΚΥΕΚ παίζουν σημαντικό ρόλο στην πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης καθοδηγώντας το management της, υποστηρίζοντάς την τεχνικά και συμβάλλοντας στη χάραξη της στρατηγικής της.

Πάντως η επένδυση σε ΚΥΕΚ παρουσιάζει μειωμένη ρευστότητα, δηλαδή δεν είναι καθόλου εύκολο δηλαδή να απαιτήσει οποιαδήποτε στιγμή τα επενδεδυμένα κεφάλαια πίσω. Η ρευστοποίηση της επένδυσης γίνεται, με θετική ή αρνητική απόδοση, όταν η χρηματοδοτούμενη εταιρία πωλείται ή όταν εισάγεται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Βέβαια σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρίας η επένδυση χάνεται, αφού όπως έχουμε αναφέρει το ΚΥΕΚ αποτελεί χρηματοδότηση υψηλού κινδύνου (Lorenz Tony 1989, σελ. 5).

### **3.4. Ανάγκες Καινοτομικών Επιχειρήσεων**

Οι ανάγκες των καινοτομικών επιχειρήσεων είναι διαφορετικές από τις ανάγκες των παραδοσιακών επιχειρήσεων, για αυτό τον λόγο χρειάζονται διαφορετική χρηματοδότηση από τις παραδοσιακές μορφές.

Οι ανάγκες των καινοτομικών επιχειρήσεων εξυπηρετούνται με στοιχεία τέτοια όπως ειδικές γνώσεις, προσπάθεια στην αγορά και καλή φήμη, παρά από σταθερά υλικά στοιχεία, όπως εγκαταστάσεις και μηχανήματα. Το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων αυτών είναι πιθανότερο να ενδιαφέρεται για την έρευνα και την ανάπτυξη παρά για την παραγωγή, και επομένως, η προσέλκυση δανειακών κεφαλαίων στηρίζεται σε δυνητικά κέρδη παρά σε τρέχοντα κέρδη. Επίσης, στην περίπτωση ίδρυσης νέων επιχειρήσεων ή εισαγωγής νέων τεχνολογιών, η χρηματοδότηση πρέπει να είναι επαρκής ποσοτικά και σε διάρκεια, ώστε να μπορούν να καλυφθούν τα αρχικά ζημιολόγια αποτελέσματα μέχρι να πραγματοποιηθούν κέρδη.

Ακόμα η λειτουργία νέων επιχειρήσεων θα απαιτεί συχνή χρηματοδότηση για λόγους ανάπτυξης ώστε να μπορέσουν οι επιχειρήσεις αυτές να περάσουν από τη φάση εκκίνησης σε φάση επέκτασης.

Λόγω αυτών των πολύπλοκων αναγκών έχει επικρατήσει το ΚΥΕΚ να προσφέρεται με τη μορφή σύνθετων περιεκτικών πακέτων, που μπορεί να αποτελείται από μετοχές, δάνεια, επιχορηγήσεις, έντοκα γραμμάτια ή τίτλους τα οποία να είναι μετατρέψιμα αλλά και βοήθεια στη διοίκηση της νέας εταιρίας.

Συχνά είναι δύσκολο οι νέες επιχειρήσεις να δανείζονται με τις παραδοσιακές μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επειδή δεν μπορούν να ικανοποιήσουν τις προϋποθέσεις που απαιτούν οι παραδοσιακοί χρηματοδότες (Μελέτη ΟΟΣΑ, Αθήνα 1990, σελ. 18-19).

Κατά τον καθηγητή J.A. Schumpeter υπάρχουν πέντε τύποι επιχειρηματική καινοτομίας : (α) Η εισαγωγή ενός νέου προϊόντος ή η βελτίωση ενός υπάρχοντος, (β) η εισαγωγή μια νέας μεθόδου παραγωγής, (γ) το άνοιγμα μια νέας αγοράς, (δ) η κατάκτηση μια νέας πηγής προμηθειών και (ε) η δημιουργία ενός νέου τύπου βιομηχανικού οργανισμού (J.A. Schumpeter 1934)

### **3.5. Λόγοι που Οδηγούν τις Επιχειρήσεις στο ΚΥΕΚ**

Ο επιχειρηματίας επιλέγει την χρηματοδότηση μέσω ΚΥΕΚ επειδή δυσκολεύονται να βρουν χρηματοδότηση από τις «παραδοσιακές» πηγές. Φυσικά οι λόγοι της δυσκολίας αυτής οφείλεται στην υψηλή αβεβαιότητα, εξαιτίας του μεγάλου χρονικού ορίζοντα των μελλοντικών αποτελεσμάτων, αλλά και την αδυναμία πρόβλεψης του σημείου ανάπτυξης που θα βρίσκεται η εταιρία στο μέλλον. Εξάλλου οι παραδοσιακές μορφές δανειακών κεφαλαίων δηλαδή τα ιδιωτικά και κρατικά πιστωτικά ιδρύματα, χαρακτηρίζονται συνήθως από έλλειψη ειδικών υπηρεσιών εκτίμησης επενδύσεων υψηλού κινδύνου. Επίσης συχνά παρατηρείται καθυστέρηση στη λήψη αποφάσεων σε περίπτωση εμφάνιση τέτοιας μορφής επενδύσεων. Γενικότερα όμως παρατηρείται αδυναμία παροχής ενός συνολικού χρηματοοικονομικού πακέτου υπηρεσιών που να ικανοποιεί τις ανάγκες των επενδύσεων που αφορούν την καινοτομία.

Ένα ακόμη εμπόδιο είναι η ίδια η φύση των καινοτομικών εταιριών αυτών, οι οποίες συνήθως δεν έχουν πολλά πάγια στοιχεία, όπως κτίρια, μηχανήματα, γήπεδα, καθώς τα σημαντικότερα στοιχεία των επιχειρήσεων αυτών είναι άυλα στοιχεία όπως εμπορικά σήματα, ή τεχνολογία ή



καινοτομική μέθοδοι παραγωγής, οπότε είναι δύσκολο να αποκτήσουν χρηματοδότηση με τους παραδοσιακούς τρόπους και τουλάχιστον όχι με τόσο ευνοϊκούς όρους (Lerner Josh 2000, σελ.155-157).

Αρκετές νεοδημιουργηθείσες (start-up) εταιρίες απαιτούν ουσιώδη κεφάλαια. Ο ιδρυτής των εταιριών πολλές φορές δεν έχουν επαρκή κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τα σχέδια τους οπότε αναζητούν εξωτερική χρηματοδότηση. Σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης δε, ο επιχειρηματίας έχει περιορισμένη ευθύνη για τις ζημιές, μέχρι του ποσού συμμετοχής του στην εταιρία και δεν διατρέχει τον ίδιο κίνδυνο όπως στην περίπτωση του δανείου. Ακόμα η λειτουργία νέων επιχειρήσεις απαιτεί συνεχείς χρηματοδοτήσεις μέχρι να αναπτυχθεί η εταιρία, και με το ΚΥΕΚ γίνεται σε διαδοχικούς γύρους που αντιστοιχούν στα διάφορα στάδια χρηματοδότησης, πράγμα επωφελές για τις νέες εταιρίες. Εξάλλου επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από σημαντική μη-απτά περιουσιακά στοιχεία, πιθανόν χρόνια με αρνητικά αποτελέσματα και έχουν αμφίβολες προοπτικές, είναι απίθανο να πάρουν δάνειο ή άλλου είδους πιστωτική χρηματοδότηση. Για αυτές τις επιχειρήσεις με τις μεγάλη αβεβαιότητα και την ασύμμετρη πληροφόρηση, το ΚΥΕΚ αποτελεί ίσως την μοναδική πηγή χρηματοδότησης. Οι οργανισμοί ΚΥΕΚ λοιπόν επενδύουν και χρηματοδοτούν αυτά τις υψηλού κινδύνου, αλλά και πιθανόν υψηλών αποδόσεων επιχειρηματικά σχέδια. Είναι εξάλλου πολύ γνωστά τα ονόματα, μεγάλων σήμερα εταιριών που έχουν δημιουργηθεί με αυτού του είδους την χρηματοδότηση.(Apple computer, Cisco systems, Genetech, Intel, Microsoft, Netscape, Sun Microsystems, Federal Express, Staples, Starbucks κα.)

Οι ιδρυτές των εταιριών οι οποίοι ενδιαφέρονται να συνεργαστούν με μια εταιρία ΚΥΕΚ, αναζητούν περισσότερο από μία επιλογή χρηματοδότησης. Περιμένουν από μια εταιρία ΚΥΕΚ να συνεισφέρει την εμπειρία της, τις διασυνδέσεις και τις σχέσεις που έχει δημιουργήσει και θα συμπληρώσουν τις δικές της ούτως ώστε να βελτιώσουν την απόδοση τους πριν την δημόσια προσφορά της εταιρίας, οι οποία αποτελεί κλειδί για την επιβίωση και ανάπτυξη της. Επιπλέον η συνεισφορά των εταιριών ΚΥΕΚ αποτελεί ένα είδος πιστοποίησης στην διαδικασία δημόσια προσφοράς (IPO) η οποία

ουσιαστικά δίνει την αίσθηση της ποιότητας της εταιρίας που προσφέρεται στο επενδυτικό κοινό. (Megginson and Weiss, 1991, σελ. 879–903). Εξάλλου γνωρίζουμε από χρηματοοικονομικές έρευνες ότι η ανάμιξη των εταιριών ΚΥΕΚ βελτιώνει την απόδοση των εταιριών που είναι προς δημόσια προσφορά, βοηθώντας τις έτσι ώστε να διασφαλίσουν υψηλές αντασφάλειες και να μειώσουν την πιθανότητα υποβαθμισμένες αρχικής τιμής εισαγωγής (Bygrave, Nishimoto, Roedel, Stock, W., 2001, σελ. 309–326) (Megginson and Weiss 1991, σελ. 879–903).

Επειδή το ΚΥΕΚ έχει να κάνει πρωτίστως με την επιχειρηματικότητα μπορούμε σε αυτό το σημείο να δώσουμε έναν χαρακτηρισμό κατά τον Venkataraman (1997) ο οποίος ορίζει την επιχειρηματικότητα ως το σύμπλεγμα ευκαιριών και επιχειρηματιών (Venkataraman, S. 1997, σελ. 119–138)

### **3.5.1. Επιχειρηματίας και Επενδυτής**

Αφού δώσαμε ένα ορισμό της επιχειρηματικότητας, θα δώσουμε ένα περίγραμμα τόσο του ιδανικού επενδυτή κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών όσο και του επιχειρηματία.

#### **Επενδυτής**

Αν και σε επόμενο κεφάλαιο που θα δούμε πώς γίνεται η επιλογή επιχειρηματιών από τις εταιρίες ΚΥΕΚ αλλά και πώς ένας επιχειρηματίας πρέπει να προσέχει στην επιλογή της κατάλληλης εταιρίας ΚΥΕΚ, στο σημείο αυτό μπορούμε να αναφέρουμε κάποια χαρακτηριστικά του κατάλληλου επενδυτή ΚΥΕΚ.

Ο ιδεώδης επενδυτής κεφαλαίου επιχειρηματικού υψηλού κινδύνου θα πρέπει να διαθέτει ένα κράμα γνώσεων σχετικών με τις τραπεζικές επενδύσεις, τη διαχείριση των επενδύσεων και τη λειτουργία των επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας. Ο ρόλος που έχει ο επενδυτής ΚΥΕΚ

μέσα στην επιχείρηση, είναι να δίνει συμβουλές σε θέματα χρηματοοικονομικά καθώς και στρατηγικής, να βοηθά στην προώθηση των προϊόντων, να είναι ο πνευματικός του επιχειρηματία και όταν τα πράγματα δεν πάνε καλά, να αποδέχεται την ευθύνη των αλλαγών που επιβάλλεται να γίνουν. Ο Ιδεώδης επενδυτής ΚΥΕΚ θα πρέπει να έχει μεγάλη πείρα των προβλημάτων στα οποία προσκρούουν οι νέες επιχειρήσεις.

### Επιχειρηματίας

Από την άλλη μεριά μιας και το πιο σημαντικό στοιχείο στη δημιουργία μιας επιχείρησης είναι η διαχείριση (management), καταλαβαίνουμε τον σημαντικότερο ρόλο του επιχειρηματία. Οι δημιουργοί των επιχειρήσεων είναι κάτι παραπάνω από καινοτόμοι. Οι εταιρίες ΚΥΕΚ χρηματοδοτούν, στις περισσότερες περιπτώσεις, άτομα τα οποία έχουν ήδη αποδείξει τις ικανότητες τους ως μάνατζερ και είναι ειδικοί σε ένα δεδομένο τομέα. Ο επιχειρηματίας θα πρέπει επίσης να έχει την ικανότητα να προσελκύει ταλέντα, να διεγείρει το ενδιαφέρον τους και να μεταβιβάζει τομείς ευθύνης. Πρέπει να εμπνέει την εμπιστοσύνη. Θα πρέπει να έχει ως επίκεντρο στρατηγικής μια αισιόδοξη αντίληψη του μέλλοντος μετριαζόμενη από μια ρεαλιστική εκτίμηση των εμποδίων που θα πρέπει να υπερνικηθούν. Οφείλει να αφοσιώνεται με τεράστιο πάθος στην αποστολή του και να διαθέτει την αναγκαία ζωτικότητα για τη φέρει εις πέρας(Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ, Αθήνα 1986, σελ. 25-26).

### **3.6. Σύγκριση Επενδύσεων ΚΥΕΚ με Ιδιωτικές Επενδύσεις**

Καθώς οι επενδύσεις μέσω κεφαλαίου σε νέες επιχειρηματικές εταιρίες συνεχίζουν να αναπτύσσονται τόσο σε αριθμό όσο και σε αξία επένδυσης, είναι σκόπιμο να αναζητήσουμε τυχόν ομοιότητες και διαφορές που υπάρχουν σε δύο από τους σημαντικότερους τρόπους τέτοιου είδους χρηματοδότησης. Έτσι όσο αναφορά την λειτουργία των επενδύσεων μέσω ΚΥΕΚ και μέσω ιδιωτικών επενδύσεων (Private Investors) παρατηρούμε τα εξής :

- Επίπεδο της ανάμιξης του επενδυτή στις επιχειρήσεις

Έρευνες έχουν δείξει ότι τόσο οι εταιρίες ΚΥΕΚ όσο και ιδιώτες επενδυτές (PIs) συμμετέχουν σε παρόμοιες δραστηριότητες, όπως η ενασχόληση με τον όμιλο των επενδυτών, η απόκτηση εναλλακτικών πηγών (equity) χρηματοδότησης, έλεγχος απόδοσης χρηματοοικονομικών και λειτουργικών δραστηριοτήτων, βοήθεια στην δημιουργία και λειτουργία του συμβουλίου διοίκησης, και την οριοθέτηση της στρατηγικής.

Στις διαφορές σε αυτό τον τομέα, οι εταιρίες που δέχονταν χρηματοδότηση από ιδιώτες (PIs) θα επιθυμούσαν μεγαλύτερη ενασχόληση και βοήθεια των επενδυτών τους σε δραστηριότητες, διαχείριση κρίσεων και προβλημάτων, βοήθεια σε επίπεδο διοικητικού συμβουλίου και στην δημιουργία και ανάπτυξη επαγγελματικών ομάδων υποστήριξης. Βλέπουμε λοιπόν ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ (VCs) είναι καλύτερα οργανωμένες και παρέχουν περισσότερες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας.

- Σημεία αναφοράς και ελέγχου δραστηριοτήτων

Οι επιχειρηματίες, αναφέρουν ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ τους θέτουν πιο υψηλούς στόχους απόδοσης, όμως επίσης τους παρέχουν πιο συχνή ανατροφοδότηση πληροφοριών αλλά και συμβουλές για την πορεία των δραστηριοτήτων τους, σε σχέση με τους ιδιώτες επενδυτές (PIs). Συνήθως οι ιδιώτες επενδυτές (PIs) ασχολούνται περισσότερο με εξωτερικές

δραστηριότητες, με συνέπεια να μην έχουν την δυνατότητα ή τον χρόνο να ελέγχουν τις επενδύσεις τους πιο στενά και εσωτερικά.

Θα λέγαμε λοιπόν ότι η πιο επαγγελματική και συγκεκριμένη προσέγγιση των εταιριών ΚΥΕΚ είναι πιο χρήσιμη για εταιρίες με επιστημονικό και τεχνικό υπόβαθρο.

➤ Τύποι ειδικών που αναζητούν οι επιχειρηματίες

Όπως έχουμε αναφέρει, πολλές επιχειρήσεις αναζητούν μέσω των επενδυτών τους να τους παρέχουν βοήθεια στην επιλογή των κατάλληλων ατόμων για την στελέχωση της επιχείρησής τους. Όπως δείχνουν οι μελέτες, οι εταιρίες ΚΥΕΚ, παρέχουν μεγαλύτερη βοήθεια στην επιλογή διοικητικής ομάδας από ότι οι ιδιώτες επενδυτές (PIs). Αυτό επίσης μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι εταιρίες και επιχειρηματίες που διαθέτουν ήδη διοικητική εμπειρία μπορεί να προτιμούν περισσότερο τους ιδιώτες επενδυτές (PIs) γιατί δεν θα επιθυμούν να αντικαταστήσουν την διοικητική ομάδα που έχουν ήδη δημιουργήσει. Αντίθετα εταιρίες με επιστημονικό και τεχνικό υπόβαθρο προτιμούν τις εταιρίες ΚΥΕΚ οι οποίες τους βοηθούν στην προσέλκυση και επιλογή κορυφαίων επαγγελματιών διοίκησης με σχετική εμπειρία (Sanford, De Noble, Moore and Weaver 1994, σελ. 67-82).

➤ Είδη επενδύσεων που επιλέγουν

Έρευνες έχουν δείξει ότι και οι δύο τύποι επενδύσεων προτιμούν να χρηματοδοτούν εταιρίες με πιθανότητες μεγάλης απόδοσης, στους τομείς από τους οποίους προέρχεται η εμπειρία και η εξειδίκευσή τους (Sullivan 1991, σελ. 456-468)&(Tyebjee and Bruno 1984, σελ. 1051-1066). Επίσης μια ακόμα ομοιότητα είναι ότι τόσο οι ιδιώτες επενδυτές (PIs) όσο και οι εταιρίες ΚΥΕΚ, επιθυμούν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους σε ένα διάστημα μεταξύ πέντε και δέκα ετών (Sullivan 1991, σελ. 456-468) (Wetzel 1985, σελ. 91-96) & (Tyebjee and Bruno 1984, σελ.1051-1066).

Στις διαφορές αναφέρουμε ότι σύμφωνα με έρευνα (Freear και Wetzel 1991, σελ. 77-89), οι ιδιώτες επενδυτές (PIs) είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτούν εταιρίες στα πρώτα δύο στάδια ανάπτυξης και μάλιστα όταν η επένδυση δεν ξεπερνά τα 500.000 δολάρια, ενώ όσο το μέγεθος της επένδυσης μεγάλωνε αλλά και η εταιρία βρισκόταν σε πιο εξελιγμένο στάδιο, ο ρόλος των εταιριών ΚΥΕΚ είναι πιο σημαντικός.

Όσον αναφορά την γεωγραφική θέση της επένδυσης, οι ιδιώτες επενδυτές (PIs) δρουν πιο τοπικά και πολλές φορές βοηθούν επιχειρηματίες που τους ενώνει κάποιος δεσμός (φιλικός ή συγγενικός), ενώ για τις εταιρίες ΚΥΕΚ η γεωγραφική θέση δεν παίζει ρόλο αν και επιθυμούν περιοχές που δρουν και άλλες εταιρίες ΚΥΕΚ καθώς υπάρχει και μεγαλύτερη διασύνδεση, επικοινωνία και συνεργασία. (Sullivan 1991, σελ. 456-468) (Wetzel 1985, σελ. 91-96) (Florida and Kenney 1988, σελ. 77-89).

Τέλος συνοπτικά αναφέρουμε ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ (VCs) είναι πιο πιθανόν να τοποθετήσουν αυστηρότερους ελέγχους, απαιτούν πιο συχνή αναφορά και πληροφόρηση. Από την άλλη με δεδομένο ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούν πιο άνετα και με λιγότερους ελέγχους όταν παίρνουν χρηματοδότηση από ιδιώτες επενδυτές (PIs), δηλώνουν ότι θα επιθυμούσαν μεγαλύτερη βοήθεια και ενασχόληση από τους επενδυτές τους.

Επίσης οι επιχειρηματίες οι οποίοι λαμβάνουν χρηματοδότηση από εταιρίες ΚΥΕΚ φαίνεται να είναι πιο εύκολο να έχουν πρόσβαση σε επιπλέον κεφάλαια σε κρίσιμα σημεία ανάπτυξης.

### **3.7. Ρόλος του ΚΥΕΚ σε Επενδύσεις Νέας Τεχνολογίας**

Οι επενδύσεις για την δημιουργία νέας τεχνολογίας αποτελούν πάντα ένα εγχείρημα υψηλού κινδύνου, καθώς πολλές φορές είναι απαραίτητο οι επενδυτές να περιμένουν για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα (5-7 χρόνια) μέχρι η τεχνολογία αυτή να αρχίσει να αποδίδει, στην περίπτωση βέβαια που η επένδυση αυτή αποδειχτεί επιτυχημένη. Ωστόσο η τεχνολογία που κατέχει μια εταιρία, παίζει σημαντικό ρόλο στο να αναπτύσσει και να διατηρεί ανταγωνιστικό πλεονέκτημα (Schumpeter, 1934) , (Ansoff, 1965), (Adreus 1971), (Kantrow 1980, σελ. 6-21), (Porter 1883, σελ. 1-33), (Venkataraman and Camilus 1984, σελ. 513-525), (Frohman 1985 σελ. 45-59), (Grinyer – Al-Bazzaz and Yasai-Ardekani 1986, σελ. 3-28).

Λύση στην ανάγκη για επένδυση σε υψηλή τεχνολογία μπορεί να δώσουν εξειδικευμένες εταιρίες ΚΥΕΚ υψηλής τεχνολογίας, καθώς πολλές εταιρίες προκειμένου να μοιραστούν οι κίνδυνοι και το κόστος αυτών των ερευνών, συμμετέχουν από κοινού με άλλες εταιρίες σε υψηλής τεχνολογίας σχήματα ΚΥΕΚ. Είναι εξάλλου πολύ συνηθισμένη πρακτική μεγάλων εταιριών να προτιμούν εξωτερικές συμμετοχές (εξωτερικά ventures) έναντι εσωτερικών καθώς αποφεύγουν προβλήματα οργανωτικής ασυμβατότητας αλλά και άλλες οργανωτικές δυσλειτουργίες, τα οποίο αποτελούν από τις κύριες αιτίες εσωτερικών ventures (Weiss 1981, σελ 37-35), (Block 1982, σελ. 21-33), (MacMillan – Block and Subbanarasimha 1986, σελ. 177-192).

Το σκεπτικό της επένδυσης σε τέτοιου είδους επιχειρηματικά σχήματα, προχωρούν πέρα από την απλή απόκτηση τεχνολογίας και δεν περιορίζονται στην καθαρή απόδοση της συγκεκριμένης επένδυσης. Είναι στρατηγική επιλογή πολλών εταιριών και κυρίως Ιαπωνικών οι οποίες δεν ενδιαφέρονται τόσο στην άμεση απόδοση που θα έχει η απευθείας επένδυση σε τέτοια επιχειρηματικά σχήματα, αλλά οι παράπλευρες ωφέλειες. Οι παράπλευρες ωφέλειες θα προκύψουν από την απόκτηση τεχνολογιών και τεχνογνωσίας που μπορούν να την χρησιμοποιήσουν σε περαιτέρω επενδύσεις μέσα στην εταιρία, στην σχεδίαση και ανάπτυξη προϊόντων, την παραγωγική

δραστηριότητα και το μάρκετινγκ. Η διαδικασία αυτή συνήθως περιλαμβάνει δύο επενδύσεις, μια “εξωτερική” στο ΚΥΕΚ και μια περαιτέρω “εσωτερική” η οποία αφορά στην απόκτηση και την ενσωμάτωση της τεχνολογίας στις δραστηριότητες της.

Όπως παρατηρούμε λοιπόν μία εταιρία μπορεί να έχει δύο εναλλακτικές στρατηγικές : η μία είναι η λεγόμενη “στρατηγική σχεδίου” (project strategy) όπου η εταιρία προσδοκά άμεσα κέρδη από την επένδυση, και η άλλη εναλλακτική είναι η λεγόμενη στρατηγική δικαιώματος (option strategy) όπου η εταιρία αναζητά περισσότερο την τεχνολογία που θα προκύψει από την επένδυση αυτή (Hurry, Miller and Bowman 1992, σελ. 86-87).

### **3.8. Παράγοντες που Συμβάλλουν στην Ανάπτυξη του ΚΥΕΚ**

Αν και σε επόμενο κεφάλαιο θα αναφέρουμε τρόπους για την τόνωση των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών σε αυτό το σημείο θα αναφέρουμε συνοπτικά τους κυριότερες παράγοντες για την ανάπτυξη του θεσμού.

Οι κυριότεροι παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη των εταιριών ΚΥΕΚ είναι η μεγάλη ανάπτυξη της τεχνολογίας, η ύπαρξη καινοτομικών ιδεών και οι δυνατότητες ανάπτυξης που συντελούν στην κινητοποίηση των κεφαλαίων. Η κινητοποίηση είναι αποτέλεσμα της μη ικανοποίησης ενός επιχειρηματία με την καλύτερη λύση.

### **3.9. Ρόλος του κράτους**

Αν και η χρηματοδότηση μέσω ΚΥΕΚ που όπως βλέπουμε οδηγεί στην ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας με πολλές θετικές επιπτώσεις για την οικονομία μιας χώρας έχει ταυτιστεί πρώτιστος με την ιδιωτική πρωτοβουλία, θα εξετάσουμε και τον ρόλο των κυβερνήσεων στην χρηματοδότηση τέτοιων εταιριών. Τα προγράμματα τέτοιου είδους έχουν δημιουργηθεί και δομηθεί



βασισμένα στις εξής υποθέσεις: ότι ο ιδιωτικός τομέας παρέχει ανεπαρκή κεφάλαια για πολλές νέες επιχειρήσεις και ότι οι κυβερνήσεις μπορούν να προσδιορίσουν εταιρίες των οποίων οι επενδύσεις τελικώς θα έχουν υψηλές κοινωνικές και ιδιωτικές αποδόσεις (Federal Research 1995).

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3

1. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986, σελ 26
2. Ζοπουνίδη Κωνσταντίνου και Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μαρία, “*Το Venture Capital στην Ελλάδα Πρώτα Αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας*”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ. 88
3. Pratt E. Stanley and Khoylian Rvbina, “*Venture Capital Investement*” the Financial Analyst’s Handbook, Edited by Summer N. Levine, 2<sup>nd</sup> Edition, σελ. 611-612
4. Γαλάνης π. Βασίλειος, “*Leasing Factoring Forfaiting Franchising Venture Capital: Η Λειτουργία των Σύγχρονων Χρηματοοικονομικών Θεσμών*” , Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1994, σελ.163
5. Lorenz Tony, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 5
6. Μελέτη ΟΟΣΑ “*Καινοτομικό Κεφάλαιο – Πλαίσιο, Εξέλιξη και Στόχοι*”, Αθήνα 1990, σελ. 18-19
7. Shumpeter, J. A. ,”*The theory of Economic Development*”, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1934
8. Lerner Josh, “*Venture Capital and Private Equity*” John Wiley & Sons, USA 2000, σελ.155-157
9. Megginson W.C., Weiss K.A., “*Venture capitalist certification in initial public offerings*”. J. Finance 46 (3),1991, σελ. 879–903
10. Bygrave, W.D., Nishimoto, S., Roedel, J., Stock, W., “*Smart money? The impact of having topventure capital investors and underwriters backing a venture*”. Venture Cap. 3 (4), 2001, σελ. 309–326
11. Megginson W.C., Weiss K.A., “*Venture capitalist certification in initial public offerings*”. J. Finance 46 (3),1991, σελ. 879–903
12. Venkataraman, S.. “*The distinctive domain of entrepreneurship research: an editor’s perspective. In: Katz, J.,Brockhaus, R. (Eds.), Advances in*

*entrepreneurship, firm emergence, and growth*”, vol. 3, 1997, σελ. 119–138

13. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986, σελ. 25-26
14. **Sanford B. Ehrlich, De Noble F. Alex, Moore Tracy and Weaver R. Richard**, “*After The Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms*” *Journal of Business Venturing* vol 9, 1994, σελ. 67-82
15. **Sullivan M K.** “*Entrepreneurs as informal investors : Are there distinguishing characteristics?*” Center for Entrepreneurial Studies, 1991, σελ. 456-468
16. **Wetzel W. E.**, “*Informal Investors – When and where to look*”. In S.E. Pratt and J.K. Morris, eds., *Pratt’s Guide to Venture Capital Sources*, Wellesley Hills, MA: Venture Economics, Inc. 11, 1985, σελ. 91-96
17. **Tyebjee T. T. and Bruno A. V.**, “*A model of venture capitalist investment activity*” *Management science* 30(9), 1984, σελ.1051-1066
18. **Freear J. and Wetzel W. E.**, “*Who bankrolls high tech entrepreneurs?*” *Journal of Business Venturing* 5, 1990, σελ. 77-89
19. **Sullivan M K.** “*Entrepreneurs as informal investors : Are there distinguishing characteristics?*” Center for Entrepreneurial Studies, 1991, σελ. 456-468
20. **Wetzel W. E.**, “*Informal Investors – When and where to look*”. In S.E. Pratt and J.K. Morris, eds., *Pratt’s Guide to Venture Capital Sources*, Wellesley Hills, MA: Venture Economics, Inc. 11, 1985, σελ. 91-96
21. **Florida, R. L. and Kenney, M.**, “*Venture Capital and high technology entrepreneurship.* *Journal of Business Venturing* 4, 1988, σελ. 77-89
22. **Shumpeter, J. A.** ,”*The theory of Economic Development*”, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1934
23. **Ansoff, H. I.**, “*Corporate Strategy*”, McGraw – Hill, New York 1965
24. **Andrews, K. R.** “*The concept of corporate Strategy*”, Dow Jones – Irwin, Homewood, IL, 1971

25. **Kantrow, A. M.** “*The strategy-technology connection*”, Harvard Business Review, 58, July-August 1980, σελ. 6-21
26. **Porter, M. E.** “*The technological dimension of competitive strateg*” In R. S. Rosenbloom, (ed), Research on Technological Innovation, Management and Policy, vol 2, JAL Press, Greenwich, CT, 1983, σελ. 1-33
27. **Venkataraman, N.** and **J.C. Camilus** “*Exploring the concept of “Fit” in Strategic Management*”, Academy of Management Review, 9, 1984, σελ. 513-525
28. **Frohman, A. L.** “*Putting technology into strategic planning*”, California Management Review, 27, 1985, σελ. 45-59
29. **Grinyer, P. S. Al – Bazzaz** and **M. Yasai – Ardekani**, “*Toward a contingency theory of corporate planningQ Findings in 48 U.K. companies*” Strategic Management Journal, 7, 1986, σελ. 3-28
30. **Weiss, L. E.** “*Start-up business: A comparison of performance*”, Sloan Management review, 23, fall 1981, σελ 37-35
31. **Block, Z.** “*Can corporate venturing succeed?*”, Journal of Business strategy, 3, 1982, σελ. 21-33
32. **MacMillan, I. C., Z. Block** and **P. N. Subbanarasihma**, “*Corporate venturing : Alternatives, obstacles and experience effects*” Journal of Business Venturing, 1, 1986, σελ. 177-192
33. **Hurry Dillep, Miller T. Adam** and **Bowman E. H.** “*Calls on High Technology : Japanese Exploration of Venture Capital Investments in the United States*” Strategic Management Journal, vol. 13, 1992, σελ. 86-87
34. **Federal Research**, : “*Interim Report on the Small Business Innovation Research Program Washington*” General Accounting Office, 1995

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Κλάδος των ΚΥΕΚ

#### 4.1. Σκοπός του Κεφαλαίου

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να αναδείξουμε μια σφαιρική εικόνα για τον κλάδο των ΚΥΕΚ. Δηλαδή αναφέρουμε τις διάφορες κατηγορίες στις οποίες χωρίζονται οι εταιρίες ΚΥΕΚ, τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων που επενδύονται και τους λόγους που καθορίζουν τη διάθεση των κεφαλαίων αυτών. Επίσης αναφέρονται οι διαφορές που παρουσιάζουν στην δομή τους οι εταιρίες ΚΥΕΚ οι οποίες οφείλονται τόσο στην πηγή των χρημάτων όσο και στην φιλοσοφία που έχουν ως προς τις επενδύσεις τους. Τέλος παραθέτουμε κατηγοριοποιήσεις των εταιριών ΚΥΕΚ ως προς την εξειδίκευση που παρουσιάζουν αναφορικά με διάφορους παράγοντες.

#### 4.2. Κατηγορίες Εταιριών ΚΥΕΚ

Μιά πρώτη διαφοροποίηση των εταιριών ΚΥΕΚ έχουμε σύμφωνα με τον τρόπο που μια εταιρία επιλέγει να επενδύσει σε μια επιχείρηση και την στάση που κρατά όσο αναφορά την συνεργασία με τον επιχειρηματία, με την ανάμιξή της στην διοίκηση και σε άλλους τομείς.

Οι υπάρχουσες κατηγορίες των εταιριών ΚΥΕΚ είναι οι εξής:

1. Η κατηγορία των εταιριών ΚΥΕΚ κατά την οποία η εταιρία έχει στενή συνεργασία με τον επιχειρηματία, συμμετέχει στον κίνδυνο, παρακολουθεί την επένδυση και γενικότερα αναμιγνύεται στις εταιρικές υποθέσεις και συμβάλει στην ανάπτυξη της επένδυσης. Στις περισσότερες περιπτώσεις ο επενδυτής ασχολείται με το marketing, την αξιολόγηση της διοίκησης, τον προγραμματισμό, την ανάπτυξη της τεχνολογίας κ.α. Οι εταιρίες αυτές είναι γνωστές και ως Hands – on

2. Η κατηγορία των εταιριών ΚΥΕΚ που δεν έχουν καμιά συμμετοχή στη διοίκηση και γενικότερα τις εταιρικές υποθέσεις. Οι εταιρίες αυτές είναι διεθνώς γνωστές σαν passive funds ή Hands – off. Ουσιαστικά οι εταιρίες της κατηγορίας αυτής ενδιαφέρονται για τη λήψη ορισμένων πληροφοριών σε τακτά χρονικά διαστήματα.
3. Τέλος, μεταξύ των δύο παραπάνω κατηγοριών εταιριών ΚΥΕΚ είναι μια άλλη κατηγορία η οποία αντιπροσωπεύεται στο διοικητικό συμβούλιο, αλλά δεν συμμετέχει στις εταιρικές υποθέσεις και στην επίλυση των προβλημάτων που προκύπτουν. Η κατηγορία αυτή αποτελεί τα γνωστά reactive funds (Λαζαρίδης 1998, σελ. 143).

### **4.3. Πηγές ΚΥΕΚ**

#### **1. Ιδιώτες με Μεγάλη Περιουσία.**

Αποτελεί παραδοσιακή πηγή ΚΥΕΚ που σήμερα όμως δεν κυριαρχεί, προϋπήρξε όμως η απαρχή του θεσμού. Για να κάνουμε μια αναδρομή στην συγκεκριμένη πηγή άντλησης επιχειρηματικών κεφαλαίων αναφέρουμε τις δεκαετίες του 1940 και 1950, όπου στις ΗΠΑ, οικογένειες με μεγάλη περιουσία ίδρυσαν ιδιωτικές επιχειρήσεις οι οποίες θωρούνται σήμερα ως πρόγονοι των σημερινών εταιριών ΚΥΕΚ. Οι οικογένειες Rockefellers (Venrock), οι Philips (Bessemer Securities) και οι Whitneys (J. H. Whitney & Company) υπήρξαν από τις πρώτες οικογένειες οι οποίες δραστηριοποιήθηκαν στο χώρο αυτό, ενώ αργότερα προστέθηκαν στην κατηγορία αυτή και άλλες οικογένειες όπως οι Colliers (Collier Enterprises), οι Hillmans (Hillman Venture) και οι Watsons (Greylock), (Βασιλείου 1995, σελ. 85)

Οι ιδιώτες με μεγάλη περιουσία ενδιαφέρονται για φορολογικούς λόγους να εισπράττουν έσοδα με τη μορφή των κεφαλαιακών κερδών (capital gains) παρά με τη μορφή του τρέχοντος εισοδήματος (current income). Εάν η χρηματοδότηση μιας νέας επιχείρησης από τους ιδιώτες αυτούς αποβεί ζημιογόνος, η καθαρή μετά φόρων ζημία θα αποτελεί μόνο ένα τμήμα της αρχικής τους επένδυσης εφόσον οι επενδυτές αυτοί φορολογούνται με υψηλό

συντελεστή. Για παράδειγμα μια ζημιά 1.000.000 ευρώ «κοστίζει» μόνο 550.000 ευρώ στον επενδυτή ο οποίος φορολογείται με οριακό συντελεστή 45%. Στην περίπτωση κερδών δε, τα οποιαδήποτε έσοδα έχουν μορφή κεφαλαιακών κερδών τα οποία φορολογούνται με πολύ μικρότερο συντελεστή. Ακόμα και στην περίπτωση που ο συντελεστής ήταν ίδιος, ο επενδυτής εξακολουθεί να είναι ωφελημένος καθώς η φορολόγηση θα γίνει όταν η επένδυση παρουσιάσει αποτελέσματα δηλαδή σε διάστημα 5 με 10 ετών. Επομένως η αξία των χρημάτων που θα καταβάλουν στην εφορία θα είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη που θα κατέβαλαν εάν φορολογούντο με βάση το τρέχον εισόδημα. Τα φορολογικά αυτά πλεονεκτήματα, καθιστούν τους ιδιώτες επενδυτές πρόθυμους να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τους υπόλοιπους επενδυτές.

## **2. Ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΚΥΕΚ**

Η ανεπίσημη αυτή αγορά καινοτομικού κεφαλαίου, αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες πηγές ΚΥΕΚ. Η αγορά αυτή αποτελείται από ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι κατά κύριο λόγο χρηματοδοτούν νέες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Οι ιδιώτες επενδυτές που είναι ευκατάστατα άτομα, συνήθως με ανώτατη μόρφωση και μεγάλη εμπειρία σε επενδυτικά σχέδια, χρηματοδοτούν υψηλού κινδύνου - απόδοσης επιχειρηματικά σχέδια που πολλές φορές οι τυπικές εταιρίες ΚΥΕΚ είναι απρόθυμες να χρηματοδοτήσουν (Mason 1996α, σελ. 58). Όπως άλλωστε έχει διαπιστώσει ο Wetzel (Wetzel 1981, σελ. 23-24) οι επιχειρηματικοί άγγελοι είναι εκλεπτυσμένοι οικονομικά άτομα, με πρωτότερη πείρα σε επενδύσεις και διοικητική εμπειρία σε άλλες επιχειρηματικές προσπάθειες – ΚΥΕΚ.

Σύμφωνα με τον Haaf (1988) πολλές επενδύσεις που δεν τολμούν να κάνουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ, γίνονται από τους Επιχειρηματικούς Αγγέλους (Business Angels) καθώς βασίζονται περισσότερο στην διαίσθησή τους και τις συστάσεις άλλων Επιχειρηματικών Αγγέλων. Εξάλλου λόγω της πρωτότερης εμπειρίας τους, νιώθουν ότι καταλαβαίνουν την αγορά καλύτερα και έχουν

έτσι την ικανότητα να διαχειρισθούν τους κινδύνους καλύτερα (Mason Colin Paris 1996, σελ. 58).

Τον τρόπο που επιλέγουν οι Επιχειρηματικοί Άγγελοι τις επενδύσεις τους, καθώς και τις διαφορές από την διαδικασία επιλογής των εταιριών ΚΥΕΚ θα τις εξετάσουμε σε επόμενο κεφάλαιο.

Τους ιδιώτες επενδυτές της ανεπίσημης αγορά ΚΥΕΚ μπορούμε να τους χωρίσουμε στις εξής κατηγορίες :

- I. Στους Επιχειρηματικούς Αγγέλους, με ανώτατη μόρφωση και μεγάλη εμπειρία σε επιχειρηματικά θέματα, που προσφέρουν αξιόλογη βοήθεια στις νέες εταιρίες που χρηματοδοτούν.
- II. Στους ενδιαφερόμενους δυνητικούς επενδυτές, με καμιά προηγούμενη επενδυτική εμπειρία αλλά με επιθυμία να εισέλθουν στην συγκεκριμένη αγορά.
- III. Στους μη ενδιαφερόμενους δυνητικούς επενδυτές, οι οποίοι σε καμιά περίπτωση δεν θα χρηματοδοτούσαν σχέδια νεοσύστατων εταιρειών σαν μέρος της επενδυτικής πολιτικής τους.

Οι ιδιώτες επενδυτές λοιπόν είναι ιδιαίτερα έμπειροι, έχοντας ήδη θέσει σε λειτουργία ή πουλήσει μία ή περισσότερες επιχειρήσεις. Μια μερίδα ακόμα των επενδυτών αυτών αποτελείται από άτομα με μεγάλα εισοδήματα και πλούσια γνώση σε επιχειρηματικά θέματα. Το εισόδημά τους είναι αποτέλεσμα δικής τους μακρόχρονης προσπάθειας και είναι αισθητά χαμηλότερο από εκείνο των επενδυτών της πρώτης κατηγορίας. Σε περίπτωση όμως επενδυτικών ευκαιριών όπου το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων δεν μπορεί να χορηγηθεί από μεμονωμένο επενδυτή τότε συγκροτούνται λέσχες ή συνδικάτα, στα πλαίσια των οποίων οι επενδυτές καθορίζουν τους στόχους τους, αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες, αξιολογούν και τελικά τοποθετούν τα κεφάλαιά τους (Mason Colin 1996, σελ. 58).

Η σπουδαιότητα της ανεπίσημης αυτής αγοράς για την χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι διπλής σημασίας, καθώς είναι σημαντικά



μεγάλη και κατά δεύτερο λόγο, οι Επιχειρηματικοί Άγγελοι καλύπτουν το επονομαζόμενο μετοχικό κενό κάνοντας επενδύσεις ακριβώς σε εκείνες τις περιοχές και τους τομείς, όπου οι καθιερωμένες εταιρίες ΚΥΕΚ είναι απρόθυμες να επενδύσουν. Οι Επιχειρηματικοί Άγγελοι και οι δυνητικοί επενδυτές, μοιράζονται τις ίδιες απόψεις σχετικά με την οικονομική δύναμη του επιχειρηματία και τη δυσκολία εξασφάλισης του μετοχικού κεφαλαίου για ανάπτυξη.

Τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά αυτής της αγοράς είναι :

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

### **3. Θυγατρικές Χρηματοπιστωτικών ή μη Εταιριών**

Πρόκειται για θυγατρικές τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών που διακρίνονται για τις συντηρητικές στρατηγικές που ακολουθούν και τη μικρή εμπειρία σε σχέση με άλλες εταιρίες ΚΥΕΚ. Η συνεχής μείωση του ρόλου των τραπεζών ως μεσολαβητών και της σημασίας της έμμεσης χρηματοδότησης, προς όφελος των αγορών κεφαλαίου και της άμεσης χρηματοδότησης κυρίως των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων συντέλεσε στην αύξηση του

τραπεζικού ανταγωνισμού ενώ παράλληλα μείωσε την κερδοφορία των τραπεζών. Τα υψηλά επιτόκια που ακολουθούν την τραπεζική χρηματοδότηση ωθούν τις επιχειρήσεις στην εξεύρεση νέων φθηνότερων τρόπων χρηματοδότησης. Οι εξελίξεις αυτές παράλληλα με τις υψηλές αποδόσεις που παρουσιάζουν τα ΚΥΕΚ στο διεθνές περιβάλλον, οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην ίδρυση δικών τους εταιριών ΚΥΕΚ.

Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ θυγατρικές των τραπεζών έναντι των υπόλοιπων εταιριών ΚΥΕΚ είναι τα εξής : α) διαθέτουν χρηματοοικονομικούς πόρους, ενώ δεν είναι υποχρεωμένες να συνεργάζονται και να ανταγωνίζονται με άλλες εταιρίες ΚΥΕΚ προκειμένου να συγκεντρώνουν επενδυτικά κεφάλαια, β) διαθέτουν επίσης δίκτυο, το οποίο αποτελεί προνομιακό μέσο αναζήτησης και εξεύρεσης επενδυτικών ευκαιριών, γ) δεν είναι υποχρεωμένες να λειτουργούν ξεχωριστό τμήμα αναζήτησης τόσο χρηματοοικονομικών πόρων, όσο και επενδυτικών σχεδίων (Βασιλείου 1995, σελ. 86).

Η αγορά αυτή δεν έχει αναπτυχθεί στο βαθμό που θα περίμενε κανείς, γεγονός που οφείλεται κατά μεγάλο μέρος στη δύσκολη μετατροπή της τυπικής τραπεζικής νοοτροπίας σε κατατομή ριψοκίνδυνου – δυναμικού επιχειρηματικού κεφαλαίου. Ένα τραπεζικό στέλεχος εξετάζει και χορηγεί πιστώσεις με κύριο γνώμονα την αποφυγή κινδύνου και την βέβαιη αποπληρωμή του δανείου και των προκαθορισμένων τόκων, ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης.

#### **4. ΚΥΕΚ που χρησιμοποιούν Κρατικές Επιχορηγήσεις**

Οι κυβερνήσεις και οι δημόσιες αρχές πολλών χωρών, κατανοώντας της σημαντικότητα του θεσμού των ΚΥΕΚ για την ανάπτυξη των οικονομιών τους, με την αύξηση της παραγωγικότητας και τη δημιουργία νέων αγορών, παρεμβαίνουν θεσπίζοντας κίνητρα και νόμους για την ενθάρρυνση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Βασικά κίνητρα των προγραμμάτων αυτών είναι η παροχή εγγυήσεων σε χρηματοδοτήσεις,

καθώς και φορολογικές ελαφρύνσεις υπό τη μορφή εκπτώσεων και απαλλαγών.

Στα πλαίσια αυτά το 1958 η Ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ έθεσε σε λειτουργία το Small Business Investment Companies (SBICs), που σκόπευε στη δημιουργία εγκεκριμένων και ελεγχόμενων από την κυβέρνηση ΚΥΕΚ για τον σχηματισμό και την ανάπτυξη εκκολαπτόμενων επιχειρήσεων. Εμπνευστής και δημιουργός του προγράμματος αυτού ήταν ο δημόσιος οργανισμός Διοίκησης Μικρών Επιχειρήσεων (Small Business Administration – SBA) [Bygrave/Timmons 1992, σελ. 21].

Παρόμοια σχήματα κρατικών επιδοτήσεων ή φορολογικών κινήτρων υπάρχουν σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες, όπως για παράδειγμα στην Μεγάλη Βρετανία το Business Expansion Scheme. Σύμφωνα με το πρόγραμμα αυτό, οι ιδιώτες επενδυτές έχουν φορολογικές απαλλαγές για τις αγορές μεριδίων σε επιχειρήσεις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ηλικίας μικρότερης των πέντε ετών, ενώ τα έσοδα από την επένδυση φορολογούνται ως κεφαλαιακά κέρδη.

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

- Της χορήγησης επιδοτούμενων δανείων στις νέες επιχειρήσεις.
- Της φορολόγησης εταιριών ΚΥΕΚ με χαμηλούς συντελεστές.
- Της φορολόγησης των κεφαλαιακών κερδών με χαμηλούς συντελεστές ή απαλλαγής αυτών από τη φορολογία.
- Της μερικής αποζημίωσης των εταιριών ΚΥΕΚ για τις ζημιές που προέρχονται από επενδυτική δραστηριότητα (Βασιλείου Δ. 1995, σελ. 85)

## 5. Ιδιωτικές Επενδυτικές Κοινοπραξίες

Μια από τις σημαντικότερες και πιο συνηθισμένες περιπτώσεις κατηγοριών ΚΥΕΚ αποτελούν οι κοινοπραξίες. Σκοπός της ίδρυσης μια κοινοπραξίας είναι η δημιουργία ενός ικανού οργανισμού ως προς τα κεφάλαια και τις γνώσεις που διαθέτει, προκειμένου να εκμεταλλευτεί ευκαιρίες που παρουσιάζονται σε συγκεκριμένες αγορές.

Συμμετέχοντα μέρη της κοινοπραξίας μπορεί να είναι χορηγοί, ειδικευμένοι σε κοινοπρακτικές εταιρίες ΚΥΕΚ επενδυτές, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με επενδυτικές δραστηριότητες, ασφαλιστικοί οργανισμοί, καθώς και ανεξάρτητες επιχειρήσεις που αναζητούν ευκαιρίες για να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους.

Η κοινοπραξία απαρτίζεται από ομόρρυθμους εταίρους «general partners» και ετερόρρυθμους εταίρους, «limited partners». Οι ομόρρυθμοι εταίροι διοικούν την εταιρία και τα έσοδα τους καθορίζονται σε ποσοστό επί των μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών, ενώ πολλές φορές εισπράττουν και κάποια ετήσια προμήθεια ως αντιστάθμισμα των διαχειριστικών τους ευθυνών.

Η δημιουργία μιας κοινοπρακτικής εταιρίας ΚΥΕΚ προϋποθέτει την έγγραφη συμφωνία των εταιριών ΚΥΕΚ τόσο με τους επενδυτές, όσο και με τους νέους επιχειρηματίες. Η συμφωνία περιέχει τα εξής :

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

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

- ◆ Το πρόβλημα της επιλογής των περισσότερο ικανών εταιριών ΚΥΕΚ και συγκρότηση της διοικητικής ομάδας.
- ◆ Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που παρουσιάζεται ανάμεσα στους επενδυτές ΚΥΕΚ και τους νέους επιχειρηματίες.
- ◆ Το πρόβλημα της μείωσης του λειτουργικού κόστους της κοινοπραξίας καθώς και της φορολογίας (Sahlam William 1990, σελ. 489-502).

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε ότι πολλές εταιρίες δημιουργούν κοινοπρακτικές εταιρίες ΚΥΕΚ, καθώς αποτελεί μια σημαντική λύση στην ανάγκη για επενδύσεις στην υψηλή τεχνολογία, προκειμένου να μοιραστούν οι κίνδυνοι και το κόστος αυτών των ερευνών. Είναι εξάλλου πολύ συνηθισμένη πρακτική μεγάλων εταιριών να προτιμούν εξωτερικά ΚΥΕΚ έναντι εσωτερικών καθώς αποφεύγουν προβλήματα οργανωτικής ασυμβατότητας αλλά και άλλες οργανωτικές δυσλειτουργίες, τα οποία αποτελούν μια από τις κύριες αιτίες αποτυχίας εσωτερικών ΚΥΕΚ (Weiss 1981, σελ. 37-35), (Block 1982, σελ. 21-33), (MacMillan – Block and Subbanarasimha 1986, σελ. 177-192).

### **4.3.1 Ταξινόμηση των Εταιριών ΚΥΕΚ της Αγγλίας Σύμφωνα με Καταγωγή, Ιδιοκτησία και Πηγή Κεφαλαίου**

1. **Αμιγώς σχετιζόμενα με τράπεζες κεφάλαια.** Στην Αγγλία τα κεφάλαια που προέρχονται από τράπεζες ή άλλα τραπεζικά σχήματα υπήρξαν οι πρωτοπόροι και οι μεγαλύτεροι χορηγοί στην χρηματοδότηση ΚΥΕΚ. Το κοινό χαρακτηριστικό αυτών των επενδυτικών σχημάτων προερχόμενων από τράπεζες, είναι ότι σε σχέση με τους ανεξάρτητους χρηματοδότες, σπάνια έχουν περιορισμούς στην χρηματοδότηση και μπορούν να παρέχουν στις επιχειρήσεις ολοκληρωμένες λύσεις διοίκησης και χρηματοδότησης.
2. **Ταμεία επενδυτικών και αποταμιευτικών οργανισμών.** Εδώ συμπεριλαμβάνονται και εκείνα που διαχειρίζονται από εμπορικές τράπεζες και χρηματιστές.
3. **Ταμεία Επιχειρηματικής Ανάπτυξης.** Τα ταμεία αυτά ξεκινούν από κρατικές πρωτοβουλίες αλλά στα οποία συνεισφέρουν και ανεξάρτητοι ιδιώτες επενδυτές. Τα ποσά που διαχειρίζονται αυτοί οι ιδιώτες επενδυτές χαρτοφυλακίων επιχειρηματικών συμμετοχών, είναι προϊόν σχεδόν αποκλειστικά ιδιωτική δραστηριότητας τόσο σε φύση, στίλ και σκοπό.
4. **Επιχειρηματικά, ακαδημαϊκά και άλλα ιδιωτικού τομέα ταμεία.** Στην κατηγορία αυτή έχουμε ιδιωτικής προέλευσης επενδύσεις ΚΥΕΚ. Έχουμε επίσης την εισαγωγή επιστημονικού περιεχομένου πανεπιστημιακές επενδύσεις. Αποτέλεσμα αυτού είναι τα επιστημονικά πάρκα αλλά και άλλου είδους επιστημονικά προγράμματα που χρηματοδοτούνται από πανεπιστήμια από κοινού με εταιρίες ή ιδιώτες.
5. **Ημι-κρατικοί οργανισμοί.** Ο ρόλος του κράτους είναι σημαντικός για την ανάπτυξη των ΚΥΕΚ και μπορεί να λαμβάνει χώρα σε δύο περιοχές. Από την μία παρουσιάζοντας βοηθητικά σχήματα και ευνοϊκή νομοθεσία προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και από την άλλη δημιουργώντας εθνικά και τοπικά κρατικής ιδιοκτησίας χρηματοδοτικά ιδρύματα. Είναι γνωστά τα πολλά ταμεία χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων που δημιουργούνται και χρηματοδοτούνται τόσο από τα

κράτος όσο και από ιδιώτες. Επιπλέον ταμεία που δημιουργούνται για την ανάπτυξη επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται από τοπικούς πόρους (π.χ. Δημοτικά τέλη και φόρους, από ασφαλιστικά ταμεία των εργαζομένων στην τοπική αυτοδιοίκηση κ.α.) ( Lorenz Tony 1989, σελ. 8-26)

#### **4.3.2. Εξειδίκευση των ΚΥΕΚ**

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι όπως σε όλους τους κλάδους παρατηρείται μια διαφοροποίηση μεταξύ των εταιριών, εξειδίκευση τους και επικέντρωση τους σε ορισμένους τομείς, το ίδιο συμβαίνει και στον τομέα των ΚΥΕΚ. Παρατηρούμε λοιπόν ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ παρουσιάζουν ένα βαθμό εξειδίκευσης όσο αναφορά τους εξής τομείς :

1. Εξειδίκευση αναφορικά με την **θέση και φάση ανάπτυξης** που βρίσκεται η εταιρία στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια.
2. Εξειδίκευση αναφορικά με την **ακτίνα μεγέθους της επένδυσης**. Δεν επενδύουν όλες οι εταιρίες ΚΥΕΚ σε εταιρίες ίδιου μεγέθους, ούτε επενδύουν τα ίδια ποσά. Τέλος το ελάχιστο με μέγιστο ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών που επενδύουν, διαφέρει.
3. Εξειδίκευση αναφορικά με το **προτιμητέο χρηματοοικονομικό εργαλείο**. Περιληπτικά αναφέρουμε ότι μία συναλλαγή ΚΥΕΚ μπορεί να έχει ένα ή περισσότερα είδη πληρωμής, όπως ιδρυτικούς τίτλους (deferred shares), κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές και μετατρέψιμα δάνεια.
4. Εξειδίκευση αναφορικά με την **τεχνολογική εστίαση** της εταιρίας. Όπως θα δούμε και σε επόμενα κεφάλαια, πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ, προτιμούν να επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους τομείς όπου γνωρίζουν το αντικείμενο καλύτερα και μπορούν με μεγαλύτερη ασφάλεια να προβλέψουν τόσο την επιτυχία μιας νέας τεχνολογίας όσο και την απόδοση που μπορούν να έχουν.
5. Εξειδίκευση αναφορικά με το **χρονοδιάγραμμα για την πραγματοποίηση της επένδυσης**. Εδώ εννοούμε ότι παρατηρούμε

πως πολλά κεφάλαια εταιρικών συμμετοχών ή απλοί επενδυτές έχουν πιο βραχυπρόθεσμες προσδοκίες απόδοσης της επένδυσης τους από άλλες γνήσιες εταιρίες ΚΥΕΚ. Σε άλλες περιπτώσεις πολλά Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών δεν έχουν ιδιαίτερο κίνητρο ή ανάγκη για γρήγορη ρευστοποίηση της επένδυσής τους.

6. Εξειδίκευση αναφορικά με **γεωγραφικούς περιορισμούς**. Πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ επικεντρώνονται κυρίως σε επενδύσεις μέσα σε ορισμένα γεωγραφικά όρια που μπορεί να είναι συγκεκριμένη πόλης ή νομός ή να μην ξεπερνούν τα εθνικά όρια. Αντίθετα υπάρχουν εταιρίες ΚΥΕΚ που επενδύουν τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνή επίπεδο.
7. Εξειδίκευση αναφορικά με **Διεθνή δίκτυα**. Η επιδίωξη διεθνούς ανταγωνιστικότητας είναι το ζητούμενο όχι μόνο από τις μεγάλες αλλά και από τις μικρές επιχειρήσεις. Συνεπώς πρέπει να υπάρχει δυνατότητα για ενημέρωση και απόκτηση της τεχνολογίας που αναπτύσσεται διεθνώς, γεγονός που προϋποθέτει τη δημιουργία διεθνών δικτύων και συνδέσμων ώστε να μπορούν οι εταιρίες ΚΥΕΚ να επενδύουν διεθνώς. Πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ έχουν επιλέξει διαφορετικό τρόπο να αναπτύξουν διεθνές δίκτυο, όπως να ελέγχουν απ' ευθείας εταιρίες σε όλο τον κόσμο, να δημιουργήσουν συνεργασία με άλλες εταιρίες ΚΥΕΚ σε όλο τον κόσμο, ή να εγκαθιδρύσουν δεσμούς και συνεργασία με ένα ή δύο σημαντικά επενδυτικά κεφάλαια σε κάθε χώρα( Lorenz, 1989, σελ. 30-43).



### **4.3.3 Λόγοι Ενασχόλησης Τραπεζών με ΚΥΕΚ**

Η θεωρία υποδεικνύει ότι αντίθετα από τις ανεξάρτητες εταιρίες επιχειρηματικών κεφαλαίων, οι τράπεζες αναζητούν συμπληρωματικές δραστηριότητες ανάμεσα στα ΚΥΕΚ και τις δανειστικές τους δραστηριότητες. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν τις επενδύσεις σε ΚΥΕΚ για να κτίσουν σχέσεις με τις εταιρίες ώστε να προωθήσουν τις δανειακές τους δραστηριότητες. Οι τράπεζες για αυτό τον λόγο επιλέγουν να επενδύσουν σε επιχειρήσεις οι οποίες είναι πιθανότερο στο μέλλον να αναζητήσουν δάνεια, έτσι ώστε να προτιμήσουν τις ίδιες και για την νέα δανειοδότηση τους. Οι επιχειρήσεις επίσης ωφελούνται από την σχέση τους αυτή με τις τράπεζες, μέσω χαμηλότερης τιμολόγησης δανείου. Οι εταιρίες ΚΥΕΚ οι οποίες είναι θυγατρικές τραπεζών εστιάζουν περισσότερο στην δημιουργία σχέσεων για τις δανειστικές τους δραστηριότητες, παρά στην ανάπτυξη των αγορών επιχειρηματικών κεφαλαίων στα πρώτα στάδια. Οι τράπεζες παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στην βιομηχανία του ΚΥΕΚ, σε όρους της δημιουργίας σχέσεων οι οποίες είναι αμοιβαίως επωφελεί τόσο για τις ίδιες τις τράπεζες όσο και για τις επιχειρήσεις. Αλλά αυτός είναι τελείως διαφορετικός ρόλος από εκείνον των εταιριών ΚΥΕΚ που δημιουργούν πρωτοπόμενες επενδύσεις στα πρώτα τους στάδια.

Η βασικότερη διαφορά ανάμεσα στις ανεξάρτητες εταιρίες ΚΥΕΚ και τις θυγατρικές τραπεζών είναι ότι οι τράπεζες έχουν επίσης την κύρια τραπεζική δραστηριότητα τους, όπως η πώληση δανείων και άλλες χρηματοδοτικές υπηρεσίες (Helman, Lindsey and Puri Manju 2004, σελ. 1-21)

#### **4.3.4 Μεγάλες Επιχειρήσεις που Αποτελούν Μέρος των Εταιριών που Δραστηριοποιούνται στα ΚΥΕΚ**

Για να αναδείξουμε μια ακόμα πτυχή του κλάδου των ΚΥΕΚ, αναφέρουμε ότι μια επίσης σημαντική πηγή άντληση ΚΥΕΚ αποτελούν οι μεγάλες επιχειρήσεις. Πολλές μεγάλες επιχειρήσεις έχουν ξεκινήσει διάφορα επιχειρηματικά σχήματα, επενδύουν σε προγράμματα, με κύριο στρατηγικό σκοπό, το άνοιγμα πιθανών νέων αγορών. Η δραστηριότητα αυτή προέκυψε κυρίως από την διαπίστωση ότι οι μεγαλύτεροι σε ανάπτυξη τομείς της οικονομίας προέκυψαν από νέα προϊόντα που αναπτύχθηκαν από καινοτόμες μικρές εταιρίες. Οι Melberg και Fast (1980) και Klein (1987 σελ 22-27) πρότειναν την επένδυση σε ΚΥΕΚ ως ένα μέσο για τις μεγάλες επιχειρήσεις να αποκτήσουν γνώση και έγκυρη ενημέρωση σε νέους τομείς δραστηριότητας και νέας τεχνολογίας.

#### **4.3.5. Άλλες πηγές χρηματοδότησης**

##### **Κυβερνητικά σχήματα**

Όλες οι κυβερνήσεις πλέον προσφέρουν κάποια μορφή χρηματοδότησης ή βοήθειας που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σαν πηγή καινοτομικού κεφαλαίου. Οι πιο κοινές μορφές χρηματοδότησης είναι επιχορηγήσεις ή δανειακά κεφάλαια αν και διαθέτονται και κάποια κεφάλαια με δικαίωμα συμμετοχής στην ιδιοκτησία.

#### **4.3.6. Αναδρομή στις Κυριότερες Πηγές ΚΥΕΚ**

Ιστορικά, οι πλούσιες οικογένειες αποτελούσαν την κύρια πηγή χρημάτων για την χρηματοδότηση των επενδύσεων σε ΚΥΕΚ. Για παράδειγμα το 1978 αντιστοιχούσαν στο 32%, όταν τα ασφαλιστικά ταμεία ήταν η τέταρτη πηγή χρημάτων με 15%. Με τις νομοθετικές αλλαγές αλλά και τις γενικότερες οικονομικές αλλαγές, τα ασφαλιστικά ταμεία αντιστοιχούσαν στο 46% των συνολικών χρημάτων που δόθηκαν σε ΚΥΕΚ, ενώ τα χρήματα που δόθηκαν από πλούσιες οικογένειες ήταν μόνο το 8% (Bygrave and Timmons 1992, σελ. 45).

Στην Ευρώπη οι τράπεζες αποτελούν την κυρίαρχη πηγή ΚΥΕΚ, συνεισφέροντας στο 31% των συνολικών πόρων που διατέθηκαν για ΚΥΕΚ, ενώ οι πλούσιες οικογένειες διέθεσαν μόνο το 2%. Στην Ιαπωνία η μεγαλύτερη πηγή κεφαλαίων είναι οι επιχειρήσεις με 37% και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με 36%, ενώ το ποσοστό των πλούσιων οικογενειών είναι 7% (Bygrave and Timmons 1992, σελ. 78-81)

Σε πολλές χώρες έχουμε αγορές χρηματοδότησης ΚΥΕΚ πιο προσανατολισμένες στις τράπεζες, ενώ σε άλλες χώρες προέρχεται η χρηματοδότηση αυτή προέρχεται από ασφαλιστικά ταμεία και σε άλλες από επιχειρήσεις.

Τα σχήματα ΚΥΕΚ που προέρχονται από τράπεζες και από ασφαλιστικά ταμεία ή ασφαλιστικές εταιρίες παρατηρούμε ότι επενδύουν περισσότερο στα τελευταία στάδια του εγχειρήματος, σε σχέση με τα ΚΥΕΚ που προέρχονται είτε από εταιρίες, είτε από ιδιώτες επενδυτές, που προτιμούν να επενδύουν στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Στην Γερμανία οι τράπεζες είναι η μεγαλύτερη και πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης της βιομηχανίας του ΚΥΕΚ ενώ είναι σχεδόν απόντες οι πόροι από τα ασφαλιστικά ταμεία. Αντιθέτως στο Ηνωμένο Βασίλειο τα ασφαλιστικά ταμεία είναι η σημαντικότερη πηγή, ακολουθούμενη από ανεξάρτητους επενδυτές, εταιρίες και τράπεζες. Στο Ισραήλ τη σημαντικότερη πηγή αποτελούν οι βιομηχανικοί οργανισμοί. Ενώ στην Ιαπωνία την

σημαντικότερη πηγή αποτελούν μη-τραπεζικοί χρηματοδοτικοί οργανισμοί (όπως εταιρίες αμοιβαίων, πιστωτικές κάρτες, εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης – leasing κ. α.) ακολουθούμενοι από τράπεζες και ασφαλιστικά ταμεία (Colin, Koen and Yishay 2004, σελ. 2-22)

#### **4.4. Δομή των Εταιριών ΚΥΕΚ**

Η εταιρική μορφή του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις ΗΠΑ είναι “limited partnership” ή “S – Corporations (Sub-Chapter, νομική μορφή που είναι κάτι μεταξύ partnership και corporation, με αριθμό μετοχών περιορισμένο σε 35 άτομα) ενώ στην Αγγλία ανήκουν στην κατηγορία των “limited liability companies” – αντιστοίχων των ελληνικών Α.Ε.

Όσον αφορά την εσωτερική λειτουργία των ΕΚΕΣ, υπάρχουν δύο τύποι εταιριών: Οι ομόρρυθμοι εταίροι (general partners), και οι ετερόρρυθμοι εταίροι (limited partners).

Οι πρώτοι ασκούν τη διοίκηση της εταιρίας, ενώ οι δεύτεροι είναι οι χρηματοδότες. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι κατέχουν το 99% του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου, ενώ οι γενικοί εταίροι κατέχουν το 1%. Η συνηθισμένη κατανομή των κεφαλαιακών κερδών είναι γνωστή ως “ο κανόνας του 80/20” : το 80% (με ένα εύρος 75-85%) των κεφαλαιακών κερδών πηγαίνει στους ετερόρρυθμους εταίρους και το 20% (15-25%) στους ομόρρυθμους μετόχους, οι οποίοι εισπράττουν και μια ετήσια προμήθεια ως αντιστάθμισμα των διαχειριστικών τους ευθυνών (2-3% επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου). Συχνά ποσοστό των κεφαλαιακών ζημιών (write-offs) εκπίπτει από το μερίδιο των ομόρρυθμων μετόχων. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι είναι κατά κύριο λόγο παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως τραπεζικοί οργανισμοί, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρίες, πλούσιοι ιδιώτες και αλλοδαποί επενδυτές, οι οποίοι κατέχουν το υπόλοιπο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου προσδοκώντας μακροπρόθεσμες αποδόσεις από την αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν.

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

Ο αριθμός των διοικούντων την εταιρία παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων (ομόρρυθμοι εταίροι) είναι πάντα πολύ περιορισμένος. Κυμαίνεται από την ακραία περίπτωση του ενός και μόνου έως το μέγιστο των είκοσι ατόμων (περίπτωση σπάνια, συνήθως σε εταιρίες με πολλά κεφάλαια). Η ανάγκη διαρκούς παρακολούθησης και παροχής υποστήριξης στη χρηματοδοτούμενη εταιρία αλλά και η όλως ιδιαίτερη φύση της κάθε χρηματοδότησης, η έντονη προσωπική εμπλοκή του χρηματοδότη και η απαιτούμενη ευελιξία, είναι οι βασικότεροι λόγοι για τους οποίους ο αριθμός των διοικούντων είναι πολύ μικρός. Πολλά διοικητικά στελέχη και σύνθετα οργανογράμματα δεν θα ήταν συμβατό σχήμα με την έντονη διαίσθηση, μη συντηρητική, πρωτοπόρα νοοτροπία και τη δυνατότητα προσωπικών χειρισμών που χαρακτηρίζει το θεσμό.

Οι γενικοί ή ομόρρυθμοι εταίροι των ΚΥΕΚ δεν προέρχονται τόσο από το χρηματοπιστωτικό χώρο όσο από το χώρο των επιχειρήσεων. Έχουν μεγάλη εμπειρία σε ζητήματα επιχειρησιακής οργάνωσης και λειτουργίας και δεν αντιμετωπίζουν τα προβλήματα της επιχείρησης από μακριά ή από ακαδημαϊκή πλευρά. Τα ΚΥΕΚ είναι μια σύνθετη εξειδικευμένη τεχνική που δεν αναφέρονται μόνο στο χώρο του χρήματος. Οι γνώσεις των ομόρρυθμων

εταίρων πρέπει να είναι τεχνικές (να καταλαβαίνουν τι ακριβώς χρηματοδοτούν και που έγκειται η καινοτομία, άρα και ποιες οι πιθανές αποδόσεις της), διοικητικές (ώστε να μπορούν να στηρίξουν σωστά την επιχείρηση από οργανωτικής πλευράς), οι σχετικές με την αγορά (για να αντιληφθούν το ενδεχόμενο δυναμισμό της), και τέλος να καλύπτουν το χρηματοπιστωτικό χώρο. Παράλληλα, θα πρέπει να υπάρχει η διαίσθηση που θα επιτρέπει να κρίνουν σωστά τους επίδοξους συνεργάτες τους: εν ολίγοις, απαιτείται μια σφαιρική αντίληψη.

Όσο αφορά τον τρόπο που κατανέμουν τον χρόνο τους οι γενικοί εταίροι, φαίνεται να είναι λίγο πολύς σταθερός: το 40% του χρόνου αναλίσκεται στην έρευνα για την ανεύρεση νέων επενδυτικών ευκαιριών, 10% (maximum) πηγαίνει σε διαπραγματεύσεις με επιχειρηματίες για επίτευξη συμφωνιών για επενδύσεις και στην ανεύρεση νέων κεφαλαίων και το υπόλοιπο 50% πηγαίνει στην παρακολούθηση και την υποστήριξη των εταιρειών στις οποίες έχει γίνει επένδυση.

#### **4.4.1 Ποίους Τύπους Δομής ΚΥΕΚ Συναντάμε Συνηθέστερα**

Μέχρι το 1988 η τυπική εταιρία ΚΥΕΚ είναι οργανωμένη ως συνεργασία περιορισμένη ευθύνης όπου οι επενδυτές είναι ετερόρρυθμοι εταίροι και οι επιχειρηματίες ως ομόρρυθμοι εταίροι. Περίπου τα δύο τρίτα των εταιριών που δημιουργήθηκαν είναι οργανωμένα με αυτή την μορφή. Το υπόλοιπο ένα τρίτο της βιομηχανίας των ΚΥΕΚ είναι επενδεδυμένα ως ανεξάρτητα ιδιωτικά ΚΥΕΚ, ως επιχειρηματικά κεφάλαια θυγατρικών βιομηχανικών και χρηματοδοτικών οργανισμών, ως ανεξάρτητες εταιρίες επενδύσεων σε μικρές επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πρόσβαση σε κρατικές εγγυήσεις χρέους.

Οι περισσότερες εταιρίες ΚΥΕΚ είναι οργανωμένες ως εταιρίες διαχείρισης οι οποίες είναι υπεύθυνες για την διαχείριση πολλών δεξαμενών κεφαλαίου, καθεμία νομικά διαχωρισμένης ως ετερόρρυθμες εταιρίες.

Επίσης οι περισσότερες εταιρίες ΚΥΕΚ έχουν πολλούς ομόρρυθμους εταίρους και επιτελείο από συνεργάτες και προσωπικό διοικητικής υποστήριξης. Οι συνεργάτες λειτουργούν ως μαθητευόμενοι των ομόρρυθμων εταίρων και πολλές φορές γίνονται οι ίδιοι ομόρρυθμοι εταίροι σε επόμενα επιχειρηματικά σχέδια (Venture Economics 1989, σελ. 487-489).

#### **4.4.2. Διαφορετική φιλοσοφία- Διαφορετική Δομή**

Στο σημείο αυτό μπορούμε να αναφέρουμε ότι η διαφορετική φιλοσοφία για τον σκοπό της επένδυσης, οδηγεί και σε διαφορετική δομή του ΚΥΕΚ. Για παράδειγμα οι βασικές διαφορές στην Αμερικάνικη και Ιαπωνική Αγορά. Στην Αμερική κυριαρχεί η δομή των επιχειρήσεων περιορισμένης ευθύνης, σε σχήματα με πολλούς επενδυτές, ενώ στην Ιαπωνία η αγορά των ΚΥΕΚ κυριαρχείται από μεγάλες εταιρίες πλούσιες σε ρευστό με πολυεθνικούς προσανατολισμούς. Στην Αμερική δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε όρους όπως η απόδοση κεφαλαίου από την διάθεση της συμμετοχής της εταιρίας στην αρχική δημόσια προσφορά στο χρηματιστήριο. Από την άλλη μεριά στην Ιαπωνία δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε στρατηγικά κέρδη, όπως η απόκτηση νέων τεχνολογιών, νέων επιχειρηματικών ευκαιριών από την συμμετοχή τους στα διάφορα ΚΥΕΚ. Στην Ιαπωνία ακολουθούν την ονομαζόμενη στρατηγική δικαιώματος (option strategy) όπου η εταιρία αναζητά περισσότερο την τεχνολογία που θα προκύψει από την επένδυση αυτή και θέτουν περισσότερο μακροπρόθεσμους στόχους, ενώ στις ΗΠΑ ακολουθούν την “στρατηγική σχεδίου” (project strategy) όπου η εταιρία προσδοκά άμεσα κέρδη από την επένδυση και έχει πιο βραχυπρόθεσμους σκοπούς (Hurry, Miller and Bowman 1992, σελ. 85-101).

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4**

1. **Λαζαρίδη Τ. Γιάννη**, “Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης”, Θεσσαλονίκη 1998, σελ. 143
2. **Βασιλείου Δημήτρης**, “Ειδικό Αφιέρωμα *Venture Capital*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995, σελ. 85
3. **Mason Colin a**, “*Stimulating Business Angels*”, *Venture Capital and Innovation*, OECD Publications, Paris 1996, σελ. 58
4. **Wetzel, W. E.**, “*Informal risk capital in New England*”, *Sloan Management Review*, 24, 1981, σελ. 23-24
5. **Mason Collin b – Richard Harrison**, “*The UK clearing banks and the informal VC market*”: *International Journal of Business Venturing* : volume 14, Issue 1, 1996
6. **Βασιλείου Δημήτρης**, “Ειδικό Αφιέρωμα *Venture Capital*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995, σελ. 86
7. **Bygrave D. William and Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 21
8. **Sahlman A, William**, “*The structure and governance of venture-capital organization*” *Journal of Financial Economics* Volume 27, 1990, σελ. 489-502
9. **Weiss, L. E.** “*Start-up business: A comparison of performance*”, *Sloan Management review*, 23, fall 1981, σελ. 37-35
10. **Block, Z.** “*Can corporate venturing succeed?*”, *Journal of Business strategy*, 3, 1982, σελ. 21-33
11. **MacMillan, I. C., Z. Block and P. N. Subbanarasihma**, “*Corporate venturing : Alternatives, obstacles and experience effects*” *Journal of Business Venturing*, 1, 1986, σελ. 177-192
12. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 8-26



13. **Lorenz Tony**, "Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: *practical guide to the venture capital market*", Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 30-43
14. **Helman Thomas, Lindsey Laura and Puri Manju**, "*Building Relationships Early: Banks in Venture Capital*", National Bureau of Economic Research, Cambridge, w.p. 10535, June 2004, σελ. 1-21
15. **Klein L. E.**, "*How a Venture Capital initiative can help the corporate 'intrapreneur': A case study*", Business Development Review 1(4),1987, σελ 22-27
16. **Bygrave William**, "*The Portable MBA in entrepreneurship*", New York, John Willey & Sons, 1997, σελ. 45
17. **Bygrave D. William and Timmons A. Jeffrey** "*Venture Capital at the Crossroads*", Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 78-81
18. **Colin Mayer, Koen Schoors and Yishay Yafeh**, "*Sources of Funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom*", Journal of Corporate Finance, February 2004, σελ. 2-22
19. **Venture Economics**, "*Venture Capital Yearbook 1989*", Venture Economics, Inc., Needhman, MA, 1989, σελ. 487-489
20. **Hurry Dillep, Miller T. Adam and Bowman E. H.** "*Calls on High Technology : Japanese Exploration of Venture Capital Investments in the United States*" Strategic Management Journal, vol. 13, 1992, σελ. 85-101

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΥΕΚ

#### 5.1. Σκοπός Κεφαλαίου

Το συγκεκριμένο κεφάλαιο αναφέρει τις μορφές με τις οποίες επενδύει μια εταιρία ΚΥΕΚ σε μία νέα ή ακόμα και ήδη υπάρχουσα επιχείρηση, και τα χαρακτηριστικά των συμβολαίων που χρησιμοποιούν για την αντιμετώπιση ορισμένων προβλημάτων. Τα διάφορα επενδυτικά σχήματα που επιλέγονται κάθε φορά ως καταλληλότερα για την διασφάλιση της επένδυσης, του επενδυτή και την καλύτερη δυνατή αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου αναφέρεται η διάκριση και η ανάλυση των επενδύσεων ΚΥΕΚ σύμφωνα με το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης αλλά και του λόγους για τους οποίους χρησιμοποιείται η σταδιακή χρηματοδότηση.

#### 5.2. Μορφές Επενδύσεων Εταιριών ΚΥΕΚ

Συνήθως μια εταιρία ΚΥΕΚ επενδύει σε μια επιχείρηση με τους εξής τρόπους :

1. Συμμετέχει στο μετοχικό Κεφάλαιο
2. Χορηγεί δάνειο
3. Χρηματοδοτεί τη νεοσύστατη εταιρία και με τους δύο παραπάνω τρόπους

##### 1. Συμμετοχή στο Μετοχικό Κεφάλαιο

Πρόκειται για τον πιο συνηθισμένο τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων μιας εταιρίας ΚΥΕΚ. Με την επένδυση που πραγματοποιεί η εταιρία ΚΥΕΚ αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας και συνεπώς αυξάνεται η δανειοληπτική της ικανότητα. Ταυτόχρονα, με αυτού του είδους τη χρηματοδότηση δεν δημιουργείται υποχρέωση τακτικών και προκαθορισμένων με βεβαιότητα εκταμιεύσεων, όπως θα γινόταν στην

περίπτωση λήψης δανείου. Έτσι διευκολύνεται η ταμειακή διαχείριση της εκκολλαπτόμενης εταιρίας. Όταν η υπό χρηματοδότηση εταιρία εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, τότε η εταιρία ΚΥΕΚ ενδέχεται να πουλήσει μέρος ή το σύνολο της ιδιοκτησίας της στους ενδιαφερόμενους ή ακόμα και στην ίδια την επιχείρηση, πραγματοποιώντας κεφαλαιακά κέρδη.

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

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

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

Στην Ελλάδα κατά μέσο όρο, η αγορά περιμένει από μια εταιρία να πετυχαίνει αποδόσεις της τάξης του 30% τον χρόνο, ποσοστό που ξεπερνάει βέβαια τις αποδόσεις 5-8% που περιμένει κανείς από ομόλογα ή τις αποδόσεις περίπου 10-20% που περιμένει κανείς από τα χρηματιστήρια (Νομικός – Μακρυμανωλάκης – Χριστόπουλος 2001, σελ. 66).

Η υλοποίηση της συμμετοχικής επένδυσης διευκολύνεται όταν λειτουργεί ημιεπίσημο δευτερεύον χρηματιστήριο, με χαμηλότερους όρους εισαγωγής των μετοχών για διαπραγμάτευση, και όταν υπάρχει το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς που αναγνωρίζει τις ιδιαιτερότητες των επενδύσεων αυτής της μορφής. Ο επενδυτής πρέπει να έχει κάθε στιγμή τη δυνατότητα

ρευστοποίησης μέρους ή ολόκληρους της επένδυσης του, ιδιαίτερα όταν οι διακυμάνσεις απόδοσης και κινδύνου είναι μεγάλες. Αυτό το κενό καλύπτουν τα χρηματιστήρια όπως Over The Counter στις ΗΠΑ ή των Unlisted Securities στο Λονδίνο.

## 2. Χορήγηση Δανείου

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

Με αυτό τον τρόπο εξάλλου ο επενδυτής αποκτά προνομιακή θέση από πλευράς εξασφάλισης (σε σχέση με το μέτοχο), αφού σε περίπτωση ρευστοποίησης ή χρεοκοπίας της εταιρίας έχει περισσότερες πιθανότητες να λάβει έστω και μέρος των κεφαλαίων που έχει επενδύσει. Τέλος ο επενδυτής –ΚΥΕΚ εξασφαλίζει κάποιες άμεσες ταμειακές ροές στο μέλλον, αντί να περιμένει την ρευστοποίηση της επένδυσης σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Βέβαια, η χορήγηση δανείων ως τρόπου στήριξης μιας καινοτομικής επιχείρησης, ή ιδέας, αναιρεί πολλά από τα στοιχεία που συνθέτουν το δυναμικό χαρακτήρα των ΚΥΕΚ ως μέσου χρηματοδότησης αλλά και ως θεσμού γενικότερα.

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

Αξίζει να σημειωθεί ότι, στην περίπτωση που το επιτόκιο του ΚΥΕΚ δεν είναι πολύ μεγαλύτερο από το επιτόκιο χορηγήσεων, εάν πρόκειται, για τράπεζα, ή το επιτόκιο των τίτλων του δημοσίου, εάν προκειται για απλό επενδυτή, τότε ο ορθολογικός επενδυτής δεν θα ακολουθήσει τη λύση συμμετοχής σε σχήματα ΚΥΕΚ γιατί δε του παρέχουν το βέλτιστο συνδυασμό κινδύνου- απόδοσης.

Για αυτούς τους λόγους η μορφή επένδυσης ΕΚΥΚ με δανειακά κεφάλαια σπάνια εφαρμόζεται αμιγής.

### 3. Μετοχικό Κεφάλαιο και Δάνειο

Στην κατηγορία αυτή διακρίνουμε τις εξής περιπτώσεις:

1. Έκδοση από την υπό χρηματοδότηση εταιρία μετατρέψιμων ομολογιών που αγοράζει εξ ολοκλήρου η εταιρία ΚΥΕΚ. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται για την εταιρία ΚΥΕΚ ένα ελάχιστο αποδεκτό ύψος βέβαιης απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα, εάν η επιχείρηση στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια αποδειχθεί πράγματι δυναμική, δίδεται η δυνατότητα μετατροπής των απαιτήσεων σε μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να υπάρξει συμμετοχή της εταιρίας ΚΥΕΚ στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.
2. Χορήγηση δανείου, που συνοδεύεται από δικαιώματα μελλοντικής αγοράς μετοχών της επιχείρησης σε χαμηλές προκαθορισμένες τιμές (warrants, stock option)
3. Έκδοση μετατρέψιμων – προνομιούχων μετοχών.

Και στις τρεις περιπτώσεις η εταιρία ΚΥΕΚ απολαμβάνει μια σταθερή ταμειακή εισροή και παράλληλα έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει την υποχρέωση της επιχείρησης σε μετοχές, αποκομίζοντας κεφαλαιακά κέρδη, εάν η εν λόγω εταιρία επιδείξει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας.

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

Στην τρίτη περίπτωση, το πλεονέκτημα για την εταιρία υπό χρηματοδότηση είναι ότι εντάσσει τις προνομιούχες μετοχές στα ίδια κεφάλαια

της, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευρωστία και ικανότητα δανειοληψίας. Υπάρχει όμως και το μειονέκτημα ότι δεν έχει τη δυνατότητα έκπτωσης από τη φορολογία των υποχρεώσεων της προς την ΚΥΕΚ. Η εταιρία ΚΥΕΚ με τη σειρά της απολαμβάνει ταμειακές εισροές, ενώ διατηρεί τη δυνατότητα μετατροπής σε κοινές μετοχές, ώστε να εκμεταλλευτεί τις δυναμικά αυξανόμενες αποδόσεις που προκύπτουν από μια επιτυχημένη επένδυση. Ακόμη, πολύ συχνά τα δύο συμβαλλόμενα μέρη συμφωνούν ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα η εταιρία ΚΥΕΚ θα έχει το δικαίωμα να πουλήσει στον επιχειρηματία ή στους μετόχους της εταιρίας την κυριότητα των μετοχών που έχει στο χαρτοφυλάκιο της (put option) σε τιμή μετοχής, που θα υπολογίζεται με δοσμένο τρόπο. Με μια τέτοια συμφωνία η εταιρία ΚΥΕΚ διασφαλίζει ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα θα έχει την επιλογή να ρευστοποιήσει την επένδυση της, εάν θελήσει να αποχωρήσει. (Ξανθάκης, 2001)

### **5.3. Χαρακτηριστικά Συμβολαίων ΚΥΕΚ**

Οι συνεργασίες ΚΥΕΚ απεικονίζονται σε συμβόλαια, στα οποία συμβαλλόμενοι είναι τόσο οι εξωτερικοί επενδυτές, οι οποίοι συνεισφέρουν τα κεφάλαια τους, αλλά και οι επιχειρηματικές εταιρίες στις οποίες τοποθετούνται τα κεφάλαια αυτά. Τα συμβόλαια αυτά λοιπόν περιλαμβάνονται κάποια κοινά χαρακτηριστικά:

1. Παρουσίαση της δέσμευσης των κεφαλαίων και τα προνόμια που διατηρούν για εγκατάλειψη της επένδυσης.
2. Τα συστήματα αποζημίωσης τα οποία είναι απευθείας συνδεδεμένα με την δημιουργία αξίας.
3. Τρόποι διαφύλαξης ώστε να αναγκάσουν την διοίκηση να διανείμει τις εισπράξεις της επένδυσης.

Τα τρία αυτά χαρακτηριστικά των συμβολαίων, απευθύνονται σε τρία θεμελιώδη προβλήματα:

1. Πρόβλημα αξιολόγησης (Sorting problem): το πώς δηλαδή να επιλεγούν οι καλύτερες εταιρίες ΚΥΕΚ αλλά και οι καλύτερες επιχειρηματικές προτάσεις.
2. Πρόβλημα διαμεσολάβησης (Agency problem): πώς δηλαδή να ελαχιστοποιηθεί η παρούσα αξία του κόστους διαμεσολάβησης.
3. Πρόβλημα κόστους λειτουργίας (Operating-cost problem): πώς να ελαχιστοποιηθεί η παρούσα αξία του κόστους λειτουργίας, συμπεριλαμβανομένων και των φόρων (Sahlman 1990, σελ. 474).

### **5.3.1 Κόστος Διαμεσολάβησης**

Οι επιχειρηματίες ΚΥΕΚ έχουν πολλές ευκαιρίες να εκμεταλλευτούν τους ανθρώπους που επενδύουν σε αυτές. Και μάλιστα το πρόβλημα διαμεσολάβησης επιδεινώνεται με την νομική δομή που έχουν τα ΚΥΕΚ όπου εμποδίζονται συνήθως οι ετερόρρυθμοι εταίροι να παίζουν σημαντικό ρόλο στην διοίκηση των επιχειρήσεων. Βέβαια τα συμβόλαια αυτά που έχουν αντίστοιχα και όρους ώστε να προστατεύονται οι ετερόρρυθμοι εταίροι οι οποίοι έχουν διαθέσει τα κεφάλαια τους, από την πιθανότητα οι διαχειριστές των κεφαλαίων να πάρουν αποφάσεις ενάντια στα συμφέροντά τους. Κάποιοι από τους όρους αυτούς είναι οι εξής:

1. Αρχικά η διάρκεια ζωής του κεφαλαίου είναι περιορισμένη. Ο επιχειρηματίας ή ο διαχειριστής του ΚΥΕΚ δεν μπορεί να κρατήσει τα λεφτά για πάντα. Επίσης οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να μην επενδύσουν σε επόμενα στάδια χρηματοδότησης του σχεδίου.
2. Οι χρηματοδότες διατηρούν το δικαίωμα να αποσυρθούν από το σχέδιο χρηματοδότησης βασιζόμενοι στην δέσμευση τους να μην επενδύσουν πέρα από την αρχική δημιουργία του κεφαλαίου.
3. Το σύστημα αποζημίωσης των διαχειριστών των κεφαλαίων είναι σχεδιασμένο έτσι ώστε να δίνει τα κατάλληλα ερεθίσματα στους διαχειριστές των ΚΥΕΚ. Περίπου το 20% των κερδών καθορίζεται ως αμοιβή των διαχειριστών.
4. Η πολιτική υποχρεωτικής διανομής κερδών, αφαιρεί πιθανές διαφορές γνώμης, σχετικά με το τι θα κάνουν τα έσοδα από την πώληση των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου. Οι διαχειριστές των κεφαλαίων δεν μπορούν να επιλέξουν να επενδύσουν σε τίτλους που εξυπηρετούν τα δικά τους ενδιαφέροντα σε βάρος των χρηματοδοτών.
5. Τέλος το συμβόλαιο απευθύνεται σε περιοχές πιθανής διαμάχης μεταξύ του διαχειριστών επιχειρηματικών κεφαλαίων και των επενδυτών. (Sahlman 1990, σελ. 493-494)



### **5.3.2.Κόστος Λειτουργίας**

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως υπάρχουν δύο ήδη λειτουργικού κόστους όσο αναφορά τα ΚΥΕΚ, η φορολογία και το συνεχόμενο λειτουργικό κόστος. Όσο αναφορά την φορολογία τα κέρδη της συμμετοχής δεν υπόκεινται σε εταιρική φορολογία. Τόσο οι ετερόρρυθμοι όσο και οι ομόρρυθμοι εταίροι αναφέρουν τα πραγματοποιημένα κέρδη ή ζημίες στις ατομικές τους δηλώσεις. Επίσης οι συμμετοχές – μετοχές μπορούν να διανεμηθούν χωρίς να προκαλέσουν άμεση φορολογία εισοδήματος για τους παραλήπτες.

Όσο αναφορά το συνεχόμενο λειτουργικό κόστος έχει να κάνει με οικονομίες κλίμακας, οικονομίες σκοπού και επίδραση καμπυλών μάθησης. Ένας τρόπος αντιμετώπισης λειτουργικού κόστους είναι η δημιουργία πολλαπλών εταιριών οι οποίες διαχειρίζονται από τον ίδιο διαχειριστή ΚΥΕΚ. Με αυτό τον τρόπο από την μια η διαχείριση πολλών κεφαλαίων και διαφορετικών επενδύσεων δημιουργεί επιπλέον γνώσεις οπότε έχουμε την επίδραση καμπυλών μάθησης, και από την άλλη η διαχείριση πολλαπλών επενδύσεων εκμεταλλεύεται τις οικονομίες κλίμακας ή σκοπού αφού το κόστος διοίκησης διαμοιράζεται (Sahlman 1990, σελ. 499-501).

### **5.3.3.Κόστος Επιλογής**

Το συγκεκριμένο πρόβλημα είναι ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές των κεφαλαίων, οι ετερόρρυθμοι εταίροι αποφασίζουν ποιά εταιρία ΚΥΕΚ να επιλέξουν. Για προφανείς λόγους ο διαχωρισμός των 'καλών' από τους 'κακούς' διαχειριστές κεφαλαίων είναι εξαιρετικά σημαντικός. Συνήθως λοιπόν κάνουν μια προκαταρκτική έρευνα στις πιθανές επενδύσεις.

Ένας τρόπος να διαχωρίσουν οι επενδυτές τους κατάλληλους διαχειριστές των κεφαλαίων τους είναι και μέσω της δομής της διακυβέρνησης της επένδυσης. Οι καλές εταιρίες ΚΥΕΚ για παράδειγμα είναι πιο πιθανό να θέσουν πιο συγκεκριμένα όρια ζωής κάθε επιχειρηματικής συνεργασίας, ενώ θα έχουν ένα πιο καλά καθορισμένο σύστημα αμοιβών το οποίο εξαρτάται περισσότερο από την απόδοση της επένδυσης (Sahlman 1990, σελ. 501-503).

#### **5.4. Τρόποι Αντιμετώπισης Προβλημάτων**

Πολλοί τρόποι έχουν προταθεί για την επίλυση των προβλημάτων που αναφέραμε. Αυτοί οι τρόποι περιλαμβάνουν μηχανισμούς εντοπισμού κινήτρων για τα στελέχη και για την εταιρία ΚΥΕΚ, όπως συμφωνίες περιορισμένου χρόνου με στόχο την διασφάλιση των συμφερόντων των στελεχών της εταιρίας ΚΥΕΚ, των στελεχών της επιχείρησης αλλά και των επενδυτών. Χαρακτηριστική είναι η σύνδεση της αμοιβής των διαχειριστών με την απόδοση της επιχείρησης έτσι ώστε, να εργάζονται συστηματικά με σκοπό την βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης και συνεπώς την αύξηση της προσωπικής τους αμοιβής.

Όλες οι εταιρίες ΚΥΕΚ συμφωνούν να παρέχουν στους ετερόρρυθμους εταίρους τους, δηλαδή σε αυτούς που παρέχουν τα κεφάλαια, περιοδικές αναφορές για την αξία και για την πρόοδο των εταιριών που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο τους. Όπως επίσης έχουν κάποια ετήσια σύσκεψη με τους ομόρρυθμους εταίρους και επιλεγμένες ομάδες διοίκησης των εταιριών στις οποίες έχουν επενδύσεις.

#### **5.5. Επιλογή Επενδυτικού Οχήματος**

Είναι εύλογο το ερώτημα αν έχει πρακτική σημασία για την πορεία του ΚΥΕΚ το επενδυτικό όχημα το οποίο θα επιλεγεί. Πριν αναφέρομε τα συμπεράσματα για τα επενδυτικά σχήματα που χρησιμοποιούνται, θα αναφέρουμε τους τρόπους που μπορεί να επενδύσει μια εταιρία ΚΥΕΚ και ποιοι είναι οι παράγοντες που προάγουν την κάθε περίπτωση.

### **5.5.1. Πλεονεκτήματα Κοινών Μετοχών**

Μια επένδυση σε κοινές μετοχές τοποθετεί τους επενδυτές στο ίδιο επίπεδο με την διοικητική ομάδα και με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η συνεργασία μεταξύ της επιχειρηματική ομάδας και του διαχειριστή ΚΥΕΚ. Πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ αναζητούν την εξειδίκευση, κυρίως μικρότερες εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών, με περιορισμένες πηγές χρήματος αλλά και εργατικού δυναμικού, θεωρούν τους εαυτούς τους περισσότερο ως συνεργάτες. Για τα συγκεκριμένα επιχειρηματικά σχήματα, η χρήση μετοχών είναι πιο κατάλληλη καθώς θέλουν να διαχειριστούν πιο στενά το μη – συστηματικό κίνδυνο και να παίζουν έναν πιο ενεργό ρόλο και να συνεργάζονται στενά με την διοικητική ομάδα (Norton Edgar and Tenenbaum 1993, σελ. 150).

### **5.5.2. Μειονεκτήματα Κοινών Μετοχών**

Η χρήση κοινών μετοχών που όπως είπαμε, τοποθετεί τους επενδυτές και την διοικητική ομάδα στο ίδιο επίπεδο, δεν είναι ελκυστική μορφή επένδυσης όταν τους επενδυτές τους ενδιαφέρει περισσότερο, να ελέγχουν τις χρηματικές ροές τις επιχείρησης αλλά και άλλα προβλήματα διαμεσολάβησης (agency problems). Τέτοιες περιπτώσεις είναι όταν έχουμε μεγαλύτερες, περισσότερο γενικευμένες εταιρίες καινοτομικών κεφαλαίων (Norton Edgar and Tenenbaum 1993, σελ. 151).

### **5.5.3. Πλεονεκτήματα Δανείων**

Το χρέος τοποθετεί τον επενδυτή στην θέση του δανειστή και όχι του ιδιοκτήτη. Το χρέος είναι το κατάλληλο χρηματοδοτικό εργαλείο όταν οι κανόνες είναι με την σειρά τους η κατάλληλη δομή διακυβέρνησης. Η χρηματοδότηση μέσω χρέους μπορεί να προστατεύει τις απαιτήσεις των επενδυτών πάνω στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και τις χρηματικές ροές σε περιπτώσεις φθοράς της βιωσιμότητας της εταιρίας. Η χρήση χρέους είναι ένα ελκυστικό χρηματοδοτικό εργαλείο λόγω του υψηλού κινδύνου αλλά και πολλών προβλημάτων διαμεσολάβησης που μπορεί να προκύψουν από μια συμφωνία επιχειρηματικών κεφαλαίων (Norton Edgar and Tenenbaum1993, σελ. 151).

### **5.5.4. Μειονεκτήματα Δανείων**

Το χρέος δεν είναι κατάλληλο όταν οι επενδυτές επιθυμούν ελαστικότητα σε περιπτώσεις διακεκομμένων χρηματικών ροών και άλλων περιπτώσεων κρίσης. Το χρέος εξάλλου δεν είναι χρήσιμο στην περίπτωση αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων στις οποίες δεν υπάρχουν πολλά απτά περιουσιακά στοιχεία, ενώ δυσχεραίνει την ανεύρεση μελλοντικών χρηματοδοτήσεων και έκδοση νέων ομολόγων (Norton Edgar and Tenenbaum1993, σελ. 151).

### **5.5.5. Προνομιούχες Μετοχές**

Η χρήση προνομιούχων μετοχών, επιτρέπει στον επενδυτή να διατηρεί τα πλεονεκτήματα του χρέους και των κοινών μετοχών. Επενδύοντας σε μετοχές με δικαίωμα ψήφου, μπορεί να ασκήσει κάποιον έλεγχο πάνω στην επιχείρηση και να έχει και προτεραιότητα στις απαιτήσεις του, μεγαλύτερη από την διοικητική ομάδα, όσο αφορά την ροή χρήματος όταν υπάρχει επιτυχία, ή την ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων σε περιπτώσεις αποτυχίας. Όπως με τη χρήση δανείου έτσι και οι προνομιούχες μετοχές δίνουν προστασία στον επενδυτή από τον εγωιστή διοικητή, αλλά χωρίς να χάνει την χρηματοοικονομική ελαστικότητα της η εταιρία και την ροή χρήματος. Όπως οι κοινές μετοχές επιτρέπουν εξάλλου την ευλυγισία στον χειρισμό κρίσεων. Η διαφορά όμως είναι ότι τοποθετεί τον κάτοχο των προνομιούχων μετοχών σε καλύτερη θέση σε σχέση με την διοίκηση της εταιρίας, μειώνοντας έτσι την ανησυχία για προβλήματα διαμεσολάβησης. Η χρήση προνομιούχων μετοχών προτιμάται κυρίως σε συμφωνίες στα πρώτα στάδια (Norton Edgar and Tenenbaum 1993, σελ. 152).

### **5.5.6. Συμπεράσματα για το Κατάλληλο Επενδυτικό Όχημα**

Όλα τα χρηματοδοτικά οχήματα δεν είναι ίδια στην ικανότητά τους να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Φαίνεται ότι πολλοί διαχειριστές και επιχειρηματίες ΚΥΕΚ προτιμούν τις προνομιούχες μετοχές ως επενδυτικό εργαλείο. Το χρέος είναι περισσότερο κατάλληλο για μεγάλες εταιρίες ΚΥΕΚ, που επιθυμούν σταθερή ροή χρήματος από τις εταιρίες που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο τους ή σε χρηματοδοτήσεις που αφορούν τα επόμενα στάδια ανάπτυξης μια εταιρίας. Τέλος οι κοινές μετοχές χρησιμοποιούνται από επενδυτές που θέλουν να ελέγχουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους, εγκαθιστώντας μια πιο στενή σχέση με τον επιχειρηματία (Norton Edgar and Tenenbaum 1993, σελ. 156-157).

Βέβαια στο σημείο αυτό εκθέσαμε κάποιους γενικούς όρους όσο αναφορά τα διαθέσιμα επενδυτικά σχήματα. Στα συμπεράσματά μας για τα χαρακτηριστικά της χρηματοδότησης ενός ΚΥΕΚ αναφέρουμε ότι επιτρέπεται στους διαχειριστές ΚΥΕΚ να διαθέσουν ξεχωριστά δικαιώματα χρηματικής ροής, δικαιώματα ψήφου, δικαιώματα συμβουλίου διοίκησης, δικαιώματα ρευστοποίησης αλλά και άλλα δικαιώματα ελέγχου. Ενώ οι μετατρέψιμοι τίτλοι είναι το πιο συνηθισμένο εργαλείο χρηματοδότησης, χρησιμοποιείται επίσης από τις εταιρίες ΚΥΕΚ ένας συνδυασμός πολλών όρων, όπως κοινές μετοχές, μαζί με προνομιούχες μετοχές. Επίσης, δικαιώματα στη ροή χρημάτων, δικαιώματα ψήφου, δικαιώματα ελέγχου και μελλοντικές χρηματοδοτήσεις είναι συχνά ενδεχόμενα, τα οποία συναντώνται περισσότερο στα πρώτα στάδια χρηματοδότησης.

Στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν τα πηγαίνει καλά, συνηθίζεται από τις εταιρίες ΚΥΕΚ να αναλαμβάνουν τον πλήρη έλεγχο και όταν αρχίσει να βελτιώνεται, ο επιχειρηματίας επανακτεί σταδιακά περισσότερο έλεγχο. Στην περίπτωση που η επιχείρηση αποδίδει πάρα πολύ, οι εταιρίες ΚΥΕΚ, διατηρούν τα δικαιώματά τους πάνω στην ροή χρημάτων αλλά εγκαταλείπουν τον περισσότερο έλεγχο και τα δικαιώματα ρευστοποίησης. Ξεκαθαρίζουμε για μια ακόμα φορά ότι οι περισσότεροι όροι από αυτούς που αναφέραμε, λειτουργούν πολλές φορές συμπληρωματικά, η εταιρία ΚΥΕΚ εφαρμόζει ένα μίγμα, των ενδεχομένων αυτών (Kaplan 2000, σελ. 1-45).

Εξάλλου σύμφωνα με έρευνα του Cumming (2002) επιβεβαιώνεται ότι δεν υπάρχει μια μοναδική άριστη μορφή ΚΥΕΚ, που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάθε περίπτωση. Στην ίδια έρευνα αναφέρεται ότι συνήθως σε επενδύσεις στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μια επιχείρησης, προτιμάται κυρίως οι προνομιούχες μετοχές, παρά οι μετατρέψιμες μετοχές. Όπως επίσης επενδύσεις στα πρώτα στάδια είναι λιγότερο πιθανό να χρηματοδοτηθούν με οποιοδήποτε μίγμα χρέους. Επίσης εταιρίες υψηλής τεχνολογίας είναι πιο πιθανόν να χρηματοδοτηθούν με μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές (convertible preferred equity) (Cumming 2004, σελ. 1-33).

## **5.6. Μορφές Επενδύσεων Ανά Στάδιο Χρηματοδότησης**

Από τα βασικότερα κριτήρια σύμφωνα με τα οποία κατηγοριοποιούμε τις μορφές των ΚΥΕΚ είναι ο χρόνος που θα πραγματοποιηθεί η επένδυση και το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η επιχείρηση.

Τα βασικά στάδια κατά τα οποία μπορεί να επενδυθούν ΚΥΕΚ σε μια επιχείρηση είναι τέσσερα: α) πριν από την έναρξη λειτουργίας, οπότε το ΚΥΕΚ χρηματοδοτεί την ανάπτυξη κάποιας **ιδέας** που βρίσκεται σε πρωταρχικό στάδιο, β) ταυτόχρονα με την έναρξη, οπότε το ΚΥΕΚ χρηματοδοτεί το **ξεκίνημα** της εταιρίας, γ) μετά την έναρξη δραστηριότητας, οπότε το ΚΥΕΚ χρησιμοποιείται για την **εδραίωση** του αναπτυσσόμενου εταιρικού προϊόντος, δ) λίγο πριν τη μετάβαση σε **φάση κερδοφορίας**, οπότε η επένδυση των κεφαλαίων προϋποθέτει ότι η εταιρία διαθέτει κύκλο εργασιών, πραγματοποιεί πωλήσεις κ.λπ. και ε) προ της εισόδου στο χρηματιστήριο, οπότε τα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για να προετοιμαστεί η **είσοδος** της εταιρίας στο **χρηματιστήριο**. Όσο εγγύτερα στην αρχή τοποθετείται μια επένδυση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός κίνδυνος αλλά και τα πιθανά κέρδη. Για παράδειγμα, οι επενδύσεις που κατευθύνονται σε εταιρίες που βρίσκονται στο στάδιο εισαγωγής στο χρηματιστήριο θεωρούνται χαμηλού κινδύνου.

Σχετικά με το θέμα αυτό, υποστηρίζεται ότι «το πιο προσοδοφόρο στάδιο επένδυσης στη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία είναι εταιρίες που βρίσκονται σε στάδιο μεταγενέστερο του αρχικού, έχουν ήδη αναπτύξει τα πρώτα προϊόντα τους και ενδεχομένως έχουν επιτύχει τις πρώτες πωλήσεις» (Νικόπουλος 2003).



Συνοπτικά οι μορφές των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι:

α) **Χρηματοδότηση Σποράς (Seed Finance)**

β) **Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-Up Finance)**

γ) **Χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια παραγωγής και πωλήσεων  
(Early Stage Financing)**

δ) **Χρηματοδότηση Ανάπτυξης ή Επέκτασης  
(Development or Expansion Finance)**

ε) **Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Financing)**

στ) **Χρηματοδότηση Γέφυρας (Bridge Financing)**

ζ) **Κεφάλαιο Εξαγοράς MBO (Management Buy Outs) και  
MBI (Management Buy Ins)**

η) **Κεφάλαιο ανταλλαγής (Replacement Capital)**

θ) **Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής (Turn Around Finance)**

### **5.6.1. Χρηματοδότηση Σποράς**

Αν και ο όρος πολλές φορές χρησιμοποιείται με ευρύτερη έννοια, η πιο στενή έννοια της χρηματοδότησης σποράς (seed finance) είναι ένα μικρό ποσό κεφαλαίου το οποίο παρέχεται σε έναν επενδυτή ή επιχειρηματία για να εκτιμήσει κατά πόσο μια ιδέα αξίζει περαιτέρω μελέτη και περαιτέρω επένδυση. Η ιδέα αυτή μπορεί να περιλαμβάνει μια νέα τεχνολογία, ή μια καινούργια εμπορική προσέγγιση. Στην περίπτωση μιας νέας τεχνολογίας, το στάδιο αυτό μπορεί να περιλαμβάνει και το χτίσιμο ενός μικρού πρωτότυπου. Δεν περιλαμβάνεται σε αυτό το στάδιο παραγωγή και πώληση (Plummer, 1987 σελ 11-13).

Σύμφωνα με την «Ευρωπαϊκή Ένωση Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών» (European Venture Capital Association – EVCA) κεφάλαιο σποράς ορίζεται το κεφάλαιο που παρέχεται είτε για την ανάπτυξη ενός πρωτοποριακού προϊόντος, είτε για την προετοιμασία εισαγωγής στο επόμενο στάδιο της εκκίνησης (Boivard 1990, σελ. 30-31).

Τα χαρακτηριστικά μιας επένδυσης με κεφάλαιο σποράς είναι μεταξύ άλλων: έλλειψη ετοιμότητας εισόδου στην αγορά, έλλειψη ομάδας διοικήσεως, το προϊόν και η παραγωγική διαδικασία βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της έρευνας, απαιτείται χαμηλό ποσό κεφαλαίου, αντικείμενο αξιολόγησης της επένδυσης είναι η ιδέα και η διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται από 7 έως 10 χρόνια (Boivard 1990, σελ. 30-31).

Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση δεν έχει ακόμα δημιουργηθεί, δεν έχει ακόμα περιουσιακά στοιχεία, επομένως η ανάγκη για κάποιο αρχικό κεφάλαιο είναι μεγάλη. Ο επιχειρηματίας υπάρχει, διαθέτοντας μια ιδέα που δεν έχει ακόμα πάρει σαφή τεχνική και εμπορική μορφή. Ο επενδυτής ΚΥΕΚ συμπράττει χρηματοδοτώντας τον επιχειρηματία, και σε μερικές περιπτώσεις μια μικρή ομάδα ανάπτυξης, για τη χάραξη συγκεκριμένων προδιαγραφών του νέου προϊόντος, ή της νέας υπηρεσίας και την κατάσχεση

προγράμματος δράσης (business plan). Το marketing συνήθως δεν περιλαμβάνεται στην φάση αυτή.

Υπολογίζεται ότι η φάση αυτή μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα έτος και να απαιτήσει επένδυση μέχρι 300.000 δολάρια (Deleage 1982), Είναι η πιο επικίνδυνη μορφή επένδυσης, αφού τελικά εγκαταλείπεται το 70% των χρηματοδοτήσεων (Loffin1982). Αποτέλεσμα αυτού του κινδύνου είναι ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ αναζητούν μεγαλύτερη απόδοση όταν επενδύουν σε αυτό το στάδιο παρά όταν επενδύουν σε μεταγενέστερα στάδια. Βέβαια δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η επένδυση για την εταιρία ΚΥΕΚ σε αυτό το στάδιο μπορεί να αποβεί ιδιαίτερα συμφέρουσα γιατί διαθέτουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ εφόσον ο επιχειρηματίας είναι διατεθειμένος να κάνει περισσότερες υποχωρήσεις προκειμένου να θέσει σε λειτουργία το επιχειρηματικό του σχέδιο. Στο στάδιο αυτό ένας δραστήριος επενδυτής θα μπορούσε να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή προστιθέμενη αξία στην επένδυση του, χρησιμοποιώντας την εμπειρία του σε θέματα παραγωγής και προώθησης, επιχειρησιακής στρατηγικής κτλ.

Από ότι γνωρίζουμε από τα συνολικά κεφάλαια των 10 δισεκατομμυρίων δολαρίων που επένδυσαν οι εταιρίες Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου το 1997 στις ΗΠΑ, μόλις το 6% ήταν σε αυτό το στάδιο (Zider 1998, σελ. 132).

### **5.6.2. Χρηματοδότηση Εκκίνησης**

Το στάδιο εκκίνησης θεωρείται ως η ουσία της δραστηριότητας των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, έτσι ορισμένοι έχουν χρησιμοποιήσει τους όρους 'start-up' και 'venture capital' εναλλακτικά (Lorenz 1989, σελ. 54).

Το κεφάλαιο εκκίνησης (Start-Up Finance) αναφέρεται στο δεύτερο στάδιο της οικονομικής ζωής της επιχείρησης και διαφοροποιείται από αυτό της σποράς στο ότι η αρχική ιδέα έχει ήδη ερευνηθεί και αξιολογηθεί και το μόνο που απομένει είναι η μετατροπή της ιδέας αυτής σε συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία.

Σύμφωνα με την «Ευρωπαϊκή Ένωση Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών» (European Venture Capital Association – EVCA) κεφάλαιο εκκίνησης είναι η χρηματοδότηση εκείνη που έχει ως στόχο την ανάπτυξη συγκεκριμένου προϊόντος ή υπηρεσίας καθώς και την εισαγωγή του στην αγορά.

Τα χαρακτηριστικά μιας επένδυσης με κεφάλαιο εκκίνησης, μεταξύ άλλων είναι : δημιουργία επιχείρησης, συγκρότηση της ομάδας διοίκησης της επιχείρησης, ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού προγράμματος καθώς και δημιουργία του προϊόντος σε πρωτότυπη μορφή, απουσία εμπορικής συναλλαγής, τα υπάρχοντα κεφάλαια της επιχείρησης προέρχονται από τις αποταμιεύσεις των ιδιοκτητών της και η διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται από 6 έως 8 χρόνια.

Οι χρηματοδοτήσεις εκκίνησης συνήθως πηγαίνουν σε επιχείρηση οι οποίες έχουν ζωή συνήθως λιγότερο του ενός έτους. Η επιχειρήσεις χρησιμοποιεί τα χρήματα αυτά για την ανάπτυξη του προϊόντος, την δοκιμή του πρωτότυπου, σε δοκιμές του προϊόντος στην αγορά. Το στάδιο αυτό περιλαμβάνει και μελέτες πιθανής διείσδυσης στην αγορά, στην στελέχωση της διοικητικής ομάδας και βελτίωση του επιχειρηματικού σχεδίου (Plummer, 1987, σελ. 11- 13 ).

Είναι η συνηθέστερη φάση επέμβασης του επενδυτή ΚΥΕΚ. Πρόκειται να στηθεί μια επιχείρηση για την κατασκευή προϊόντος ή την παροχή υπηρεσίας, που έχει ήδη επινοηθεί, και να εκτελεστεί το ήδη καταρτισμένο πρόγραμμα δράσης. Η βιωσιμότητα του έργου παραμένει ακόμα αβέβαιη, αλλά ο επενδυτής κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, μπορεί να εκτιμήσει με τη βοήθεια ενός λεπτομερούς τεχνικού και εμπορικού σχεδιασμού, αν θα εισέλθει στην επιχείρηση και αναπτύξει τις ικανότητες του ως «manager νέας επιχείρησης» προκειμένου να βοηθήσει στην επιτυχία του έργου. Στο στάδιο αυτό το ενδιαφέρον του επενδυτή μετατοπίζεται από την ιδέα που βρίσκεται πίσω από την επιχείρηση, στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης καθώς και στις ευκαιρίες που εμφανίζονται στην αγορά ως επακόλουθο της πραγματοποίησης της ιδέας από τη διοίκηση της εταιρίας. Στο στάδιο αυτό η διάρκεια επένδυσης συνήθως διαρκεί ένα χρόνο αλλά μπορεί να φτάσει τα τρία χρόνια και χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο (Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ, Αθήνα 1986, σελ.18).

Συμπερασματικά το συγκεκριμένο στάδιο χαρακτηρίζεται από μικρότερο κίνδυνο και μικρότερη περίοδο ρευστοποίησης σε σύγκριση με το κεφάλαιο σποράς. Η περίοδος ρευστοποίησης παραμένει όμως μεγάλη.

### **5.6.3. Χρηματοδότηση στα Πρώτα Στάδια Παραγωγής και Πωλήσεων**

Η μορφή αυτή της χρηματοδότησης αναφέρεται σε επιχειρήσεις που έχουν ήδη περάσει επιτυχώς τόσο στο στάδιο της ανάπτυξης, όσο και στο στάδιο εκκίνησης. Σε αυτήν την περίπτωση ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι χαμηλότερος δεδομένου ότι η επιχείρηση έχει ήδη επιτύχει μια σημαντική πορεία, έχοντας παράλληλα μια αποτελεσματική και σαφώς καθορισμένη διοίκηση.

Σύμφωνα με την «Βρετανική Ένωση Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών» (British Venture Capital Association – BVCA) χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια παραγωγής (Early Stage Financing) και πωλήσεων είναι η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης που έχει ήδη αναπτύξει ένα προϊόν ή μια υπηρεσία και η οποία αναζητά περαιτέρω κεφάλαια προκειμένου να προχωρήσει στην εμπορική παραγωγή και πώλησή του. Η επιχείρηση αυτή δεν παρουσιάζει ακόμα κέρδη (Boivard 1990, σελ. 40-41).

Τα χαρακτηριστικά μιας επένδυσης με χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια παραγωγής μεταξύ άλλων είναι :τα ελάχιστα ή και μηδενικά έσοδα της επιχείρησης, οι αρνητικές χρηματικές ροές και τα μικρά κέρδη της επιχείρησης, η μικρή αλλά αποτελεσματική επιχειρηματική ομάδα η οποία συνήθως αποτελείται από τους εμπνευστές της αρχικής ιδέας, οι σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης, ο αισθητά χαμηλότερος κίνδυνος από τα προηγούμενα στάδια, η διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται από 4 έως 6 χρόνια.

Η χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια προχωρά όταν το πρωτότυπο δείχνει αρκετά καλό και ως εκ τούτου περαιτέρω τεχνολογικός κίνδυνος θεωρείται ελάχιστος. Επίσης οι έρευνες αγοράς δείχνουν ευσίωνες έτσι ώστε η διοίκηση μπορεί σχετικά άνετα να δημιουργήσει μια παραγωγική διαδικασία και να προχωρήσει στην προμήθεια της αγοράς με μια εμπορικά επαρκής ποσότητα. Σε αρκετές περιπτώσεις η επιχείρηση χρηματοδοτείται, ενώ δεν είναι κερδοφόρος ακόμα ( Plummer L. James 1987, σελ.11- 13).

Ποιο σωστά θα λέγαμε ότι υπάρχουν τόσο θετικοί όσοι και αρνητικοί λόγοι που χρειάζεται μια επιχείρηση περισσότερη χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια παραγωγής και πωλήσεων. Αρνητικό για παράδειγμα είναι η συχνή περίοδος ζημιών, μετά την ανάλωση των αρχικών κεφαλαίων στο στάδιο της εκκίνησης της επιχείρησης, η υπέρβαση του κόστους ανάπτυξης του προϊόντος και η ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων. Ανάμεσα στα θετικά είναι ότι η επιχείρηση μπορεί να μεγαλώνει με τόσο μεγάλο ρυθμό, όπου ακόμα και μικρά κέρδη ή καθόλου κέρδη προσελκύουν επενδυτές. Η χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια προσελκύει περισσότερους επενδυτές και εταιρίες ΚΥΕΚ από ότι τα δύο προηγούμενα. Η δομή σε αυτό το στάδιο χρηματοδότησης μπορεί να είναι αρκετά περίπλοκη ιδίως όταν αναμειγνύονται νέοι επενδυτές. (Lorenz, 1989, σελ. 56-58)

Ο κίνδυνος σε αυτή τη φάση ζωής της επιχείρησης όπως προείπαμε, μπορεί να είναι χαμηλότερος από τα προηγούμενα στάδια, είναι όμως υπαρκτός. Τέτοιοι κίνδυνοι είναι η απουσία του κατάλληλου προσώπου για τις δραστηριότητες της επιχείρησης η οποία μπορεί να οδηγήσει στην αποτυχία, όπως επίσης και η ύπαρξη ανταγωνιστών με μεγάλη δύναμη.

#### **5.6.4 Χρηματοδότηση Ανάπτυξης ή Επέκτασης**

Η χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης (Development or Expansion Finance) αφορά μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση, η οποία παρουσιάζει μηδενικά ή ελάχιστα κέρδη. Τα κεφάλαια επέκτασης χρησιμοποιούνται για την αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας της επιχείρησης, την ανάπτυξη του προϊόντος ή της αγοράς ή ακόμα και την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης.

Η χρηματοδότηση με κεφάλαιο επέκτασης μπορεί να κατευθύνεται σε α) επιχείρηση που μέχρι τώρα χρησιμοποιούσε δικά της κεφάλαια και αναζητά χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια για πρώτη φορά, ή β) επαναχρηματοδότηση επιχείρησης που έχει ήδη χρηματοδοτηθεί στα πρώτα στάδια ανάπτυξης της από εταιρία επιχειρηματικών κεφαλαίων (Boivard 1990, σελ. 48).

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

Τα χαρακτηριστικά μιας επένδυσης για χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης είναι μεταξύ άλλων: α) τα προϊόντα που διαθέτει η επιχείρηση να έχουν ήδη αναπτυχθεί και δοκιμαστεί, β) η παραγωγική της ικανότητα είναι σε υψηλά επίπεδα, γ) αυξανόμενος ρυθμός παραγωγής, δ) η επιχείρηση να διαθέτει ήδη σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι του ανταγωνισμού, ε) ενδείξεις ότι το προϊόν θα καθιερωθεί, στ) τα περιθώρια κέρδους των προϊόντων να είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα, ζ) η απόδοση της επένδυσης είναι μικρότερη από αυτές των προηγούμενων μορφών, η) το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται είναι μεγαλύτερο από αυτό των προηγούμενων μορφών, ενώ θ) η διάρκεια επένδυσης κυμαίνεται από 2 έως 5 χρόνια.

Οι εταιρίες σε αυτό το στάδιο μπορεί ακόμα να χρειάζονται εξωτερική εισροή μετρητών και υποστήριξη αλλά είναι ήδη επιτυχημένες εταιρίες και σταθερές αρκετά ώστε ο κίνδυνος είναι σχετικά μικρός. Συνέπεια αυτού είναι



ότι το κόστος του δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλο. Η εταιρία μπορεί να προτιμάει να χρησιμοποιεί περισσότερο δάνεια ώστε να περιορίσει την διασπορά και αραίωση των μετοχών της. Η πίστωση από μια εμπορική τράπεζα μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο. Αν και το σημείο εξαργύρωσης της επένδυσης για τους επενδυτές ΚΥΕΚ φαίνεται ότι είναι κοντά σε αυτό το στάδιο της εταιρίας, μπορεί τελικά να διαρκέσει πολύ περισσότερο ή να απαιτήσει πολύ μεγαλύτερη ενίσχυση απ' ότι είχε προγραμματιστεί (Plummer 1987, σελ.11-13).

Το στάδιο της περαιτέρω ανάπτυξης ή επέκτασης μπορεί να περιλαμβάνει δύο βασικές κατευθύνσεις, την οργανική ανάπτυξη ή την ανάπτυξη μέσω εξαγορών. Η οργανική ανάπτυξη υπονοεί νέες ή μεγαλύτερες εγκαταστάσεις, αποθήκες, εργοστάσια, νέα προϊόντα, νέες αγορές κ.α., ενώ η ανάπτυξη μέσω εξαγορών όπως διαφαίνεται και από το όνομά της επιτυγχάνεται μέσω αγοράς – εξαγοράς άλλων επιχειρήσεων, ή απλά περιουσιακά στοιχεία άλλων επιχειρήσεων. Και στις δύο περιπτώσεις απαιτείται ένα καλά καταρτισμένο επιχειρηματικό σχέδιο (Lorenz 1989, σελ. 60-61).

Οι επενδύσεις επέκτασης, λόγω μεγέθους, καθώς αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών κεφαλαίων που επενδύονται από τις εταιρίες ΚΥΕΚ, προσφέρονται για κοινοπρακτικά σχήματα, ενώ λόγω της σχετικά σύντομης ρευστοποίησης τους θεωρούνται από πολλούς ως από τις πιο πλεονεκτικές μορφές επένδυσης.

### **5.6.5. Ενδιάμεση Χρηματοδότηση**

Στο στάδιο της ενδιάμεσης χρηματοδότησης (Mezzanine Financing), η επιχείρηση μπορεί να έχει κάποια ιδέα για το ποια θα είναι η μορφή εξόδου από την επένδυση ή και ακόμα να γνωρίζει και τον ακριβή χρόνο της στιγμής αυτής, αλλά ακόμα χρειάζεται κεφάλαια για να παραμείνει γρήγορα αναπτυσσόμενη στο μεσοδιάστημα. Συνήθως οι χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις λειτουργούν τουλάχιστον στο νεκρό τους σημείο (break-even) και σχεδιάζουν κάποια επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Συχνά οι επενδύσεις αυτές είναι μακροπρόθεσμες, και επομένως έχει μεγαλύτερη διάρκεια από ένα τυπικό βραχυπρόθεσμο δανεισμό και λιγότερο μόνιμο χαρακτήρα από το μετοχικό κεφάλαιο. (Plummer 1987 σελ. 11- 13)

### **5.6.6. Χρηματοδότηση Γέφυρας**

Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση προετοιμάζεται για την είσοδό της στο χρηματιστήριο και διαρκεί το πολύ ένα χρόνο. Στόχος αυτής της χρηματοδότησης είναι η δημιουργία μια αποτελεσματικότερης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης.

Ανάλογα το πώς πηγαίνει η χρηματαγορά, και ποια είναι η πορεία των μετοχών των εταιριών υψηλής τεχνολογίας εκείνο τον καιρό, το “παράθυρο” της αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO), μπορεί να ανοίξει ή να κλείσει με απρόβλεπτους τρόπους. Επίσης, το επίπεδο των επιτοκίων και η διαθεσιμότητα της πίστωσης μπορεί να επηρεάσουν τον χρόνο και την σκοπιμότητα απόκτησης ή της εξαγοράς από πλεονεκτική θέση. Η χρηματοδότηση γέφυρας μπορεί επίσης να ανταποκρίνεται σε μια περιορισμένη εξαργύρωση των πρώτων επενδυτών ή της διοίκησης, ή την επαναδιαμόρφωση των θέσεων μεταξύ των επενδυτών. Γενικότερα το στάδιο αυτό της χρηματοδότησης αναφέρεται σε επιχειρήσεις που πρόκειται να εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο αξιών μέσα σε έξι μήνες έως έναν χρόνο και συνδέει το κενό που υπάρχει στη χρηματοδότηση της

επιχείρησης από την παρούσα κατάσταση έως ότου αυτή αποκτήσει μόνιμους χρηματοδότες (Plummer 1987 σελ.11- 13).

Η χρηματοδότηση γέφυρας (Bridge Financing) μπορεί περιλαμβάνει δάνειο και μετοχική συμμετοχή, πράγμα που κάνει τη μορφή αυτής της επένδυσης αρκετά ενδιαφέρουσα για εταιρίες ΚΥΕΚ θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

### **5.6.7 Κεφάλαιο Εξαγοράς MBO και MBI**

Το κεφάλαιο εξαγοράς αναφέρεται σε περιπτώσεις εξαγοράς της επιχείρησης και μπορούμε να το διακρίνουμε σε δύο κατηγορίες, ανάλογα με το εάν οι αγοραστές προέρχονται από το εσωτερικό ή εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης.

#### **Κεφάλαιο εξαγοράς επιχείρησης από την υπάρχουσα διοίκηση**

##### **(Management Buy-Out / MBO)**

Η εξαγορά από το εσωτερικό περιβάλλον (Management Buy-Out / MBO) της επιχείρησης, δηλαδή από την υπάρχουσα διοικητική ομάδα, αφορά την συμμετοχή στην ιδιοκτησία της επιχείρησης ομάδας των υπαλλήλων της. Η ομάδα αυτή των υπαλλήλων έχει ως στόχο την ενεργή συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης έτσι ώστε στο μέλλον να γίνουν ενεργοί ιδιοκτήτες και στελέχη. Ορίζεται ως το κεφάλαιο εκείνο που παρέχεται για να καλύψει ανάγκες της υπάρχουσας διοίκησης για εξαγορά της επιχείρησης. Δηλαδή τα κεφάλαια αυτά χορηγούνται στη διοίκηση μιας εταιρίας προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση.

Τα χαρακτηριστικά της επένδυσης με αυτή τη μορφή μεταξύ άλλων είναι : αντικείμενο αξιολόγησης και παράγοντας που προξενεί κίνδυνο είναι οι διοικητικές ικανότητες της ενδιαφερόμενης για την εξαγορά ομάδας των υπαλλήλων, το ύψος των κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο από της προηγούμενες

μορφές και η διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται από 2 ως 3 χρόνια και ρευστοποίηση της γίνεται είτε με μετρητά, είτε με τη διάθεση του μεριδίου.

Στους λόγους για τους οποίους οδηγούμαστε πολλές φορές στην εξαγορά της επιχείρησης από τα στελέχη της επιχείρησης μπορούμε να αναφέρουμε τα εξής : α) Περιπτώσεις όπου η επιχείρηση ανήκει σε έναν όμιλο επιχειρήσεων, ο οποίος έχει διαφορετικούς στόχους από αυτούς των στελεχών της επιχείρησης, β) σε επιχείρηση που ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης ο οποίος είναι και ενεργός επιχειρηματίας θέλει να αποσυρθεί και προτιμά έτσι την εκχώρηση της ιδιοκτησίας σε στελέχη ή υπαλλήλους που γνωρίζουν την επιχείρηση και έχουν επιδείξει σημαντικό έργο γ)όταν υπάρχει πρόβλημα με την ιδιοκτήτρια επιχείρηση δηλαδή διαφοροποιημένη στρατηγική και στόχοι μεταξύ ιδιοκτήτριας εταιρίας και στελεχών, δ) τέλος υπάρχουν και οι περιπτώσεις αμυντικής στρατηγικής, όπου στελέχη μιας επιχείρησης την εξαγοράζουν ώστε να απομακρύνουν την πιθανότητα εξαγοράς της από ανταγωνιστές (Bygrave William, 1997).

### **Λόγοι για τους οποίους η εξαγορά από το εσωτερικό περιβάλλον θεωρείται σημαντική**

- Δημιουργία μικρότερης κλίμακας επιχειρήσεων

Η εξαγορά από την υπάρχουσα διοικητική ομάδα είναι ένας επιπλέον και πιθανώς ο πιο σίγουρος μηχανισμός για την δημιουργία μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, ιδιαίτερα όταν συγκρίνονται με εταιρίες start-up νέας τεχνολογίας.

- Μεταστροφή της βιομηχανικής συγκέντρωσης

Η διαδικασία της διατήρησης της συγχώνευσης και η δημιουργία μικρότερων και πιο ελαστικών και ευπροσάρμοστων κέντρων κέρδους, είναι μέρος της διαδικασίας αποεπένδυσης των σημερινών μεγάλων βιομηχανικών ομίλων. Οι όμιλοι αυτοί μετά τις συνεχείς εξαγορές και επεκτάσεις, έχουν παρουσιάσει πολλές περιπτώσεις δυσλειτουργίας ιδίως στις σημερινές περιόδους γρήγορης τεχνολογικής και οικονομικής αλλαγής.

- Επανεένωση της διοίκησης και της ιδιοκτησίας

Στην εποχή μας παρατηρήσαμε ένα 'διαζύγιο' μεταξύ της διοίκησης μια εταιρίας από την ιδιοκτησία της. Αυτό οδήγησε σε αναποτελεσματικότητα καθώς δεν μπορούσαν οι διαχειριστές της επιχείρησης να προασπίσουν με το καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Η εξαγορά από το εσωτερικό περιβάλλον δίνει την ευκαιρία για κοινή ταύτιση των στόχων της διοίκησης με την ιδιοκτησία, καθώς σε αυτήν την περίπτωση οι διαχειριστές της επιχείρησης είναι και οι ιδιοκτήτες ταυτόχρονα.

- Κοινά συμφέροντα με επενδυτές – τραπεζίτες

Η εξαγορά από το εσωτερικό περιβάλλον δίνει δυνατότητα στους επενδυτές ή τους τραπεζίτες που παρέχουν τα κεφάλαια, να συμφωνήσουν σε κοινούς στόχους με την διοίκηση.

- Ανάπτυξη νέων επιχειρηματιών

Όπως καταλαβαίνουμε αυτή η μορφή επένδυσης οδηγεί στην δημιουργία νέων επιχειρηματιών.

- Χαμηλότερος κίνδυνος επένδυσης σε σχέση με τα πρώτα στάδια

Όπως εξηγήσαμε και στα χαρακτηριστικά αυτής της μορφής επένδυσης, η επένδυση έχει μικρότερο κίνδυνο καθώς η νέα ιδιοκτησία της ήδη έχει άριστη γνώση της επιχείρησης, η επιχείρηση είναι εγκατεστημένη και η απόδοση της γνωστή (Lorenz 1989, σελ. 67-70).

Όμως κίνδυνος πάντα υπάρχει καθώς οι μεγάλες αλλαγές κλίμακας εργασιών και προσβάσεων χρειάζονται μεγάλη προσαρμοστικότητα και ευλυγισία για να αντιμετωπιστούν. Γενικά η αγορά των εξαγορών από την υπάρχουσα διοίκηση (MBO) διακρίνεται από επενδύσεις που αποδίδουν κέρδη σε μικρό σχετικά χρονικό διάστημα, παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου, ενώ οι αποδόσεις τους δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικές.

## **Εξαγορά της επιχείρησης από νέα ομάδα διοίκησης**

### **(Management Buy-In / MBI).**

Αυτή η μορφή επένδυσης δεν είναι ιδιαίτερα συνηθισμένη. Η εξαγορά από το εξωτερικό περιβάλλον (Management Buy-In / MBI) της επιχείρησης αφορά τις περιπτώσεις όπου μια ομάδα επενδυτών, αναζητά εταιρία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών για εξαγορά της επιχείρησης. Η νέα ομάδα διοίκησης δεν είχε καμία σχέση με την συγκεκριμένη εταιρία στο παρελθόν και τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες- διευθυντές.

Στα χαρακτηριστικά αυτής της μορφής αναφέρουμε πως όπως και στην προηγούμενη κατηγορία το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων είναι μεγάλο αλλά και το γεγονός ότι οι αγοραστές της επιχείρησης, παράλληλα με τα κεφάλαια που διαθέτουν, αναλαμβάνουν και τη διοίκηση της επιχείρησης.

Η διαφορά της επένδυσης με εξαγορά από νέα ομάδα διοίκησης έγκειται στον κίνδυνο. Στην περίπτωση της εξαγοράς εκ των έσω (MBO) ο κίνδυνος είναι σχετικά περιορισμένος λόγω του ότι η ομάδα των αγοραστών έχει άριστη γνώση της επιχείρησης, ενώ στην περίπτωση της εξαγοράς από νέα διοίκηση (MBI) ο κίνδυνος είναι πολύ μεγαλύτερος δεδομένου ότι δεν υπάρχει γνώση της εσωτερικής κατάστασης της επιχείρησης αλλά και της πιθανότητας αδυναμίας συνεργασίας μεταξύ της νέας διοίκησης και των παλαιών στελεχών.

Αναφέρουμε ότι οι σημαντικοί παράγοντες οι οποίοι οδηγούν στην επιτυχία αυτής της μορφής επένδυσης είναι : α) δυνατή επιχειρηματική διοίκηση, η οποία πρέπει να διαθέτει καθαρό όραμα προωθημένης στρατηγικής με ικανότητες λειτουργικής αποτελεσματικότητας, β) υφιστάμενα δυνατά σημεία των προϊόντων της εταιρίας τα οποία δεν έχουν αξιοποιηθεί κατάλληλα, γ) καλές δυνατότητες χρηματικών ροών, δ) διαθεσιμότητα ισχυρού ποσοστού ώστε να μπορεί να ασκηθεί η διοίκηση της εταιρίας, ε) συμπτώματα 'στροφής' ή ανόρθωσης τα οποία μπορούν να αποφέρουν μεγάλες απόδοσης για ένα MBI.

### **5.6.8. Κεφάλαιο Ανταλλαγής**

Αρκετές περιπτώσεις επενδύσεων έχουν οδηγηθεί σε αυτό το στάδιο των συμφωνιών ανταλλαγής κεφαλαίου, ή αλλιώς εξαγορά μεριδίου απερχόμενου εταίρου (replacement capital). Πολλά ταμεία και εταιρίες επενδύσεων συνηθίζουν να ανασυγκροτούν τις επενδύσεις τους, με το να εξαγοράζουν υπάρχοντα μερίδια από τους επιχειρηματίες ή τις οικογένειές τους ώστε να εξασφαλίσουν μειοψηφικά πακέτα μετοχών. Ο πωλητής των μετοχών δεν είναι πάντοτε ο επιχειρηματίας ή τα μέλη της ομάδας διοίκησης του. Υπάρχει ένα μεγάλο κομμάτι μετοχών που προέρχονται από κληρονομίες ή από συμμετοχές διαφόρων οργανισμών (trust dispersals) μέσα στα χρόνια λειτουργίας της εταιρίας.

Αν και η αρχική κατοχή των επενδυτικών εταιριών μπορεί να είναι μια απλή αγορά μετοχών, η οποία από μόνη της δεν παρέχει χρηματοδότηση στην επιχείρηση, υπάρχει όμως η πιθανότητα η κίνηση αυτή να οδηγήσει σε περαιτέρω χρηματοδότηση της εταιρίας ώστε να βοηθηθεί η ανάπτυξή της.

Για τον λόγο αυτό οι επιχειρηματίες για να εκχωρήσουν μέρος των μετοχών τους στα επενδυτικές εταιρίες πρέπει να διευκρινίσουν το κατά πόσο έχει την θέληση να βοηθήσει η επενδυτική εταιρία την επιχείρησή τους με την παροχή επιπλέον κεφαλαίων. Η δομή του κεφαλαίου ανταλλαγής είναι σχετικά ειλικρινείς όταν η εταιρία δεν θα εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Είναι σύνηθες για την επενδυτική εταιρία να αγοράζει κοινές μετοχές από τους άλλους μετόχους και μετά να τις μετατρέπει συνήθως σε προνομιούχε μετοχές. Οι μετοχές αυτές επίσης ξανα-μετατρέπονται σε κοινές όταν η εταιρία πουληθεί ή εισαχθεί στο χρηματιστήριο (Lorenz 1989, σελ. 61-63).

### **5.6.9. Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής**

Η μορφή της χρηματοδότησης ανόρθωσης ή στροφής (Turn Around Finance), αναφέρεται στην εξαγορά ζημιολόγων επιχειρήσεων και χρηματοδότηση αυτών με σκοπό να μετατραπούν σε κερδοφόρες. Ο αμερικάνικος όρος στροφή 'turn-around' συχνά ερμηνεύεται ως περιπτώσεις ανάκτησης, αποκατάστασης ή ανόρθωσης.

Η συγκεκριμένη είναι μια σπάνια μορφή χρηματοδότησης των τελευταίων σταδίων. Κατάσταση ανόρθωσης μπορεί να δημιουργηθεί κατά την διάρκεια των πρώτων σταδίων ανάπτυξης αν ο επιχειρηματίας έχει αποτύχει να ελέγξει σωστά τις ταμειακές ροές ή αν έχει μεγαλώσει ανεξέλεγκτα το χρέος του. Επίσης όταν δεν έχει επιδείξει τις απαραίτητες διοικητικές ικανότητες αν και μπορεί να είναι ένας ικανός εφευρέτης ή τεχνολόγος ή ακόμα και σε περιπτώσεις που το επιχειρηματικό του σχέδιο ήταν υπερβολικά φιλόδοξο και η αγορά δεν έχει ακολουθήσει τους ρυθμούς ανάπτυξης που θα περίμενε.

Περιπτώσεις χρηματοδότησης ανόρθωσης στα τελευταία στάδια παρατηρούνται συνήθως όταν δεν υπάρχει εξωτερικός ή επαγγελματίας επενδυτής. Στην περίπτωση που από την αρχή υπήρχαν εξειδικευμένες εταιρίες ΚΥΕΚ, θα είχαν ήδη αντιμετωπίσει το πρόβλημα ή και ακόμα δεν θα είχαν επιτρέψει να δημιουργηθεί. Είτε στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει κάποιον επενδυτή είτε δεν έχει, το στάδιο ανόρθωσης, απαιτεί ειδικές ικανότητες. Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση θα επαναδιαπραγματευτεί τις δανειοληπτικές της σχέσης με τους τραπεζίτες και σίγουρα θα έχουμε διοικητικές αλλαγές (Lorenz 1989, σελ. 63-65).

Στην μορφή αυτή της επένδυσης, απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια προκειμένου να επιβιώσει η επιχείρηση και συνήθως οι εταιρίες ΚΥΕΚ που διαθέτουν τα κεφάλαια αυτά, θα ακολουθήσουν μια ενεργή συμμετοχή στην διοίκηση της εταιρίας (hands-on). Οι διαχειριστές των ΚΥΕΚ όταν αντιμετωπίζουν μια κατάσταση πιθανούς ανόρθωσης πρέπει να αποφασίσουν γρήγορα αν η επιχείρηση έχει γνήσιες προοπτικές όχι μόνο να εξυγιανθεί αλλά και να αποτελέσει καρπό μελλοντικών εισροών.



Το στάδιο χρηματοδότησης στροφής ή ανόρθωσης, σπάνια δημιουργεί το ίδιο μεγάλες αποδόσεις όπως στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μίας επιχείρησης. Σε πολλές περιπτώσεις η εταιρία που ζητά την υποστήριξη του κεφαλαίου στροφής είναι μια ώριμη επιχείρηση που ανήκει σε ένα παραδοσιακό βιομηχανικό κλάδο, όπου και οι προοπτικές αλματώδους ανάπτυξης είναι πολύ περιορισμένες. Όταν η εταιρία ανήκει σε ένα σύγχρονο τομέα βιομηχανίας, συνήθως βρίσκεται στο σημείο αυτό γιατί πιθανώς έχει χάσει κάποια αγορά ή τεχνολογικό προβάδισμα, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να εκπληρώσει τις αρχικές προοπτικές ανάπτυξης της.

Συχνά η χρηματοδότηση για την ανόρθωση μια εταιρίας, καταλήγει στην πώληση της σε μια μεγαλύτερα εταιρία του ίδιου κλάδου.

## **5.7.Μέγεθος Επένδυσης Σύμφωνα με το Στάδιο ΚΥΕΚ**

Όπως φάνηκε από τα προηγούμενα κεφάλαια, σε κάθε στάδιο χρηματοδότησης επενδύεται διαφορετικό ύψος κεφαλαίου. Το σύνολο των κεφαλαίων που επενδύονται είναι άμεσα συνδεδεμένο με το στάδιο που βρίσκεται το σχέδιο επένδυσης του ΚΥΕΚ στο χρόνο που πραγματοποιείται η επένδυση. Για παράδειγμα οι επενδύσεις σποράς (seed investments) για την δημιουργία του πρωτότυπου, την διεξαγωγή δοκιμών, και την ανάπτυξη επιχειρηματικού σχεδίου και την έρευνα της αγοράς, απαιτούν κατά πολύ λιγότερους πόρους, από το στάδιο της εκκίνησης της επιχείρησης, η οποία απαιτεί σημαντικά ποσά για την δημιουργία εγκαταστάσεων παραγωγής, συγκέντρωση εργατικού δυναμικού, έξοδα μάρκετινγκ και πρώτων υλών (Bygrave and Timmons 1992, σελ. 83).

## **5.8. Λόγοι Χρησιμοποίησης Σταδιακής Χρηματοδότησης**

Η χρηματοδότηση κατά στάδια έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στα ΚΥΕΚ. Κύρια χαρακτηριστικά στην χρηματοδότηση με ΚΥΕΚ είναι η σταδιακή δέσμευση κεφαλαίων και η διατήρηση της επιλογής εγκατάλειψης του επιχειρηματικού σχεδίου. Αντί να παρέχεται όλο το απαραίτητο κεφάλαιο μονομιάς στην αρχή, οι επενδυτές ΚΥΕΚ επενδύουν σε διάφορα στάδια ώστε να κρατήσουν το επενδυτικό σχέδιο υπό έλεγχο. Η επένδυση σε στάδια επιτρέπει στον επενδυτή ΚΥΕΚ να ελέγχουν την επιχείρηση πριν πραγματοποιήσουν αποφάσεις επανεπένδυσης. Η πληροφορία για την βιωσιμότητα του σχεδίου μέσω του ελέγχου βοηθά τους επενδυτές να μην συνεχίσουν να επενδύουν χρήματα σε κακά σχέδια. Μειώνει τις απώλειες από αναποτελεσματική συνέχιση των δραστηριοτήτων και δημιουργεί μια επιλογή εξόδου για τις εταιρίες ΚΥΕΚ. Η επιλογή αυτή έχει υψηλή αξία όσο μεγαλώνει και ο κίνδυνος του επιχειρηματικού σχεδίου.

Επίσης με τον συνεχή έλεγχο αλλά και την απειλή της διακοπής της χρηματοδότησης δίνει την δυνατότητα στις εταιρίες ΚΥΕΚ να έχουν καλύτερο έλεγχο και σε θέματα ηθικών κινδύνων. Όπως άλλωστε φαίνεται και από

έρευνα του Gompers (Gompers 1995, σελ. 1461-1489), στις χρηματοδοτήσεις εταιριών υψηλού κινδύνου με πολλούς ηθικούς κινδύνους, η σταδιακή χρηματοδότηση επιτρέπει στην εταιρία ΚΥΕΚ να συλλέξει τις απαραίτητες πληροφορίες και να ελέγχει την πρόοδο του επιχειρηματικού σχεδίου ενώ διατηρεί την επιλογή της αποχώρησης (Wang and Zhou 2002, σελ.131-155).

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5**

1. **Νομικός – Μακρυμανωλάκης – Χριστόπουλος**, “*Venture Capitals: Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης*” Περιοδικό: new economy observer, Τεύχος Νοεμβρίου 2001, σελ. 66
2. **Ξανθάκη / Τσιπούρη** “*Διαχείριση τεχνολογίας και Venture Capital : η περίπτωση της Ελλάδας*”, Αθήνα 2001, εκδ. Παπαζήση
3. **Sahlman A, William**, “*The structure and governance of venture-capital organization*” Journal of Financial Economics Volume 27, 1990, σελ. 474
4. **Sahlman A, William**, “*The structure and governance of venture-capital organization*” Journal of Financial Economics Volume 27, 1990, σελ. 493-494
5. **Sahlman A, William**, “*The structure and governance of venture-capital organization*” Journal of Financial Economics Volume 27, 1990, σελ. 499-501
6. **Norton Edgar and Tenenbaum**, “*The Effects of Venture Capitalists characteristics on the structure of the venture capital deal*”, Journal of Small Business Management, October 1993, σελ. 150
7. **Norton Edgar and Tenenbaum**, “*The Effects of Venture Capitalists characteristics on the structure of the venture capital deal*”, Journal of Small Business Management, October 1993, σελ. 151
8. **Norton Edgar and Tenenbaum**, “*The Effects of Venture Capitalists characteristics on the structure of the venture capital deal*”, Journal of Small Business Management, October 1993, σελ. 152
9. **Norton Edgar and Tenenbaum**, “*The Effects of Venture Capitalists characteristics on the structure of the venture capital deal*”, Journal of Small Business Management, October 1993, σελ. 156-157
10. **Kaplan N. Steven**, “*Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*”, National Bureau of Economic Research, NBER working paper 7660, April 2000, σελ. 1-45
11. **Cumming J. Douglas**, “*Capital Structure in venture finance*”, Journal of corporate finance, February 2004, σελ. 1-33

12. **Νικόπουλος Χ.**, “*Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία*”, Μηχανισμοί Χρήματος, 2003
13. **Plummer L. James**, “*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*”, 1987, σελ 11-13
14. **Boivard Chris**, “*Introduction to Venture Capital Finance*”, Pitman Publishing, 1990, σελ. 30-31
15. **Deleage**, “*Venture Capital aux Etas-Unis: Le reve et les chiffres*”, Bulletin du Credit National, No2. ,1982
16. **Loftin**, “*Introducion to Venture Capital*”, Datamation, November 1982
17. **Zider Bob**, “*How Venture Capital works*”, Harvard Business School Press, 1998, σελ. 132
18. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 54
19. **Plummer L. James**, “*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*”, 1987, σελ. 11- 13
20. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986, σελ.18
21. **Boivard Chris**, “*Introduction to Venture Capital Finance*”, Pitman Publishing, 1990, , σελ. 40-41
22. **Plummer L. James**, “*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*”, 1987, σελ.11- 13
23. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. σελ. 56-58
24. **Boivard Chris**, “*Introduction to Venture Capital Finance*”, Pitman Publishing, 1990, σελ. 48
25. **Plummer L. James**, “*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*”, 1987, σελ.11- 13
26. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 60-61

27. **Plummer L. James**, “*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*”, 1987, σελ. 11- 13
28. **Bygrave William**, “*The Portable MBA in entrepreneurship*”, New York, John Willey & Sons, 1997
29. **Lorenz Tony**, “Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: *practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 67-70
30. **Lorenz Tony**, “Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: *practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 61-63
31. **Lorenz Tony**, “Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: *practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ. 63-65
32. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 83
33. **Gompers P. A.**, 1995, “*Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital*”, Journal of Finance 50, σελ. 1461-1489
34. **Wang Susheng** and **Zhou Hailan**, “*Staged financing in Venture Capital: Moral hazard and risks*”, Journal of Corporate Finance,10,July 2002, σελ.131-155

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ**

#### **6.1. Σκοπός Κεφαλαίου**

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να αποσαφηνίσουμε τα κριτήρια με τα οποία μια εταιρία ΚΥΕΚ επιλέγει ένα επιχειρηματικό σχέδιο, ποια ακριβώς είναι τα χαρακτηριστικά που η εταιρία ΚΥΕΚ διερευνά σε μια επιχείρηση προκειμένου να προχωρήσει στην επένδυση αλλά και από την αντίθετη πλευρά, τι πρέπει να προσέχει και η επιχείρηση στην επιλογή της κατάλληλης εταιρίας ΚΥΕΚ. Ακόμα εκτός από μια σύντομη περιγραφή της διαδικασίας διαπραγμάτευσης μέχρι την αρχή της επένδυσης, αναφέρουμε και τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούν οι εταιρίες ΚΥΕΚ στην αξιολόγηση των επενδύσεων τους.

#### **6.2. Κριτήρια Επιλογής Επενδυτικών Προτάσεων**

Στο σημείο αυτό αναφέρουμε τις διάφορες μεθόδους και τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι εταιρίες ΚΥΕΚ προκειμένου να επιλέξουν τα κατάλληλα επενδυτικά σχέδια. Κάθε εταιρία ΚΥΕΚ έχει την δική της φιλοσοφία τόσο ως προς την επιλογή του είδους των επιχειρήσεων στις οποίες τοποθετούνται όσο και στα χαρακτηριστικά του κατάλληλου επιχειρηματία που αναζητούν.

Εξάλλου οι εταιρίες ΚΥΕΚ συνηθίζουν να εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους και βιομηχανίες όπου χρησιμοποιούν τις γνώσεις τους και τις διασυνδέσεις τους ώστε να βοηθήσουν τις εταιρίες αυτές να στρατολογήσουν τους κατάλληλους εργαζομένους, να αναπτύξουν σχέσεις με πελάτες και προμηθευτές, και να βοηθήσουν στην παραγωγική διαδικασία (Warne, 1998)

Συνοπτικά τα κύρια κριτήρια επιλογής των επενδύσεων από την πλευρά των εταιριών ΚΥΕΚ είναι οι ικανότητες και τα χαρακτηριστικά της

διοίκησης, η καινοτομία ή πρωτοτυπία του προϊόντος, οι εμπορικές προοπτικές του προϊόντος, ο αναμενόμενος βαθμός απόδοσης της επένδυσης, τα χαρακτηριστικά του κλάδου και ο αναμενόμενος κίνδυνος.

### **6.2.1. Ικανότητα Διοικητικών Στελεχών**

Η ικανότητα των διοικητικών στελεχών είναι υψίστης σημασίας για την εταιρία ΚΥΕΚ. Η προσωπικότητα της διοίκησης της εταιρίας ΚΥΕΚ, η προϋπηρεσία της στο χώρο που αναλαμβάνεται το εγχείρημα, η σχετικά μικρή ηλικία της, οι σπουδές της, η υψηλή ενεργητικότητα, η διαίσθηση, οι ηγετικές ικανότητες, είναι πολύ σημαντικά στοιχεία τα οποία λαμβάνει υπ' όψη της η εταιρία ΚΥΕΚ.

Κατά τον Steven Jurvetson τον ιδρυτή της Hotmail και ένα από τους πιο ένθερμους υποστηρικτές των επενδύσεων ΚΥΕΚ, στην απόφασή του για το αν θα επενδύσει στον εμπνευστή κάποιου οράματος αναφέρει το εξής σκεπτικό. Αρχικά αναρωτιέται ποιος νοιάζεται για την ιδέα αυτή, τι διαφορά μπορεί να κάνει, πόσο ψηλά μπορεί να ανέβει, συνήθως θέλει να χρηματοδοτεί ιδέες που δεν έχουν οροφή, μετά ασχολείται με το αν μπορούσε να πραγματοποιηθεί η ιδέα αυτή, τον τρόπο που θα υλοποιηθεί σταδιακά αυτή η ιδέα, αν μπορεί να διαδοθεί όπως ένας υιός. Τέλος και ποιο σημαντικά μαθαίνει πόσο αφοσιωμένος είναι ο εμπνευστής στην ιδέα του. Πολλές φορές το πάθος για τον ίδιο μετράει περισσότερο από την εμπειρία (Βασιλείου Μαρία 2001, σελ.29).

Την σημασία του ανθρώπινου παράγοντα στην επιλογή επενδυτικών σχεδίων έρχεται εξάλλου να επιβεβαιώσει και ο Arthur Rock, ένας από τους πλέον επιτυχημένους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων (Apple, Fairchild Semiconductor, Teledyne, Intel, Scientific Data Systems κ. α.). Χαρακτηριστικά αναφέρει : "Αν μπορείς να βρεις καλούς ανθρώπους, τότε αυτοί μπορούν πάντα να αλλάξουν το προϊόν. Σχεδόν όλα τα λάθη που έχω κάνει αναφέρονται σε λάθος επιλογή ανθρώπων και όχι ιδεών. Οι περισσότεροι επιχειρηματίες δεν έχουν πρόβλημα να βρίσκουν μια καλή στρατηγική, αλλά συνήθως χρειάζονται πολλή βοήθεια στην ανάπτυξη και την



εφαρμογή τακτικών οι οποίες θα τους κάνουν επιτυχημένους μακροπρόθεσμα (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 6).

Έχουν γίνει εξάλλου πολλές έρευνες οι οποίες υποστηρίζουν ακριβώς ότι οι περισσότερες εταιρίες ΚΥΕΚ τοποθετούν τις ικανότητες της διοίκησης και την εμπειρία ως το σημαντικότερο κριτήριο (Zacharakis and Meyer 2000, σελ. 323-346). Όπως επίσης και η συμπεριφορά των τραπεζών στην απόφαση επένδυσης η οποία επηρεάζεται από το ιστορικό και την εμπειρία της διοίκησης της επιχείρησης (Gulati and Higgins 2003, σελ. 127-144).

### **6.2.2. Ύπαρξη Κατάλληλης Αγοράς**

Θα λέγαμε ότι πρωταρχικό μέλημα των στελεχών της διοίκησης είναι η ανακάλυψη μιας ανεκμετάλλευτης αγοράς και στην συνέχεια ο τρόπος με τον οποίο μπορούν τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες της επιχείρησης να μπορέσουν να προωθηθούν στην αγορά αυτή. Συνήθως οι εταιρίες ΚΥΕΚ προτιμούν να χρηματοδοτούν επιχειρήσεις οι οποίες απευθύνονται σε αγορές οι οποίες αναζητούν προϊόντα, παρά σε προϊόντα που αναζητούν κάποια αγορά. Πολλές φορές θα λέγαμε ότι για τις εταιρίες ΚΥΕΚ τα προϊόντα ή υπηρεσίες δεν είναι τόσο σημαντικά όσο πιστεύουμε, αλλά η ύπαρξη μιας ανεκμετάλλευτης αγοράς η οποία αρχικά θα πρέπει να είναι μικρή για να μην προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών ανταγωνιστών αλλά να έχει σημαντική προοπτική ανάπτυξης. Επίσης θα πρέπει να υπάρχουν προοπτικές μεγέθυνσής της, έτσι ώστε η επιχείρηση να μπορέσει να αναπτυχθεί όσο το δυνατό περισσότερο (Μπακούρος - Εμμανουηλίδου).

### **6.2.3. Τεχνολογία**

Στον τομέα της τεχνολογίας, αν και έχει γίνει λόγος στα παραπάνω κριτήρια, χαρακτηριστικά αναφέρουμε πώς αξιολογείται μία νέα επένδυση : Ελέγχεται λοιπόν αν η υποψήφια εταιρία κατέχει καινοτόμο τεχνολογία, η οποία της ανήκει και η οποία απευθύνεται σε μεγάλες αγορές. Επίσης, αν η καινοτομία αυτή είναι πολύ ανώτερη από το υφιστάμενο πρότυπο στην αγορά - καθότι το λανσάρισμα μιας νέας τεχνολογίας είναι πάντα δύσκολο και θα

πρέπει έτσι η καινοτομία να είναι κατά κάποιον τρόπο επαναστατική για να επιτύχει.

Άλλη έρευνα επίσης (Zucker 1998, σελ. 209-306) έχει δείξει ότι η χρηματοδότηση νέων εταιριών κυρίως στον τομέα της βιοτεχνολογίας εξαρτάται από την παρουσία ενός σημαντικού αριθμού «διάσημων επιστημόνων», οι οποίοι διασφαλίζουν κατά κάποιο τρόπο την τεχνολογική ανωτερότητα της επιχείρησης. Ο παράγων αυτός εξάλλου έρχεται να ενισχύσει και την σημαντικότητα του ανθρώπινου δυναμικού στην απόφαση μιας εταιρίας ΚΥΕΚ να επιλέξει μια επένδυση, όπως αναφέραμε και παραπάνω.

#### **6.2.4. Επιχειρηματικό Σχέδιο**

Σημαντικότερος εξάλλου παράγοντας επιλογής επιχείρησης, αποτελεί ένα καλό επιχειρηματικό σχέδιο. Στο επιχειρηματικό πλάνο ή σχέδιο (business plan) περιγράφεται το προτεινόμενο προϊόν, η πιθανή αγορά, η τεχνολογία και οι πόροι που θα χρησιμοποιηθούν. Στο επιχειρηματικό σχέδιο απεικονίζονται προσδοκίες οι οποίες θεωρούνται πραγματοποιήσιμες τόσο από την επιχειρηματική ομάδα όσο και από την εταιρία ΚΥΕΚ.

Ένα καλό επιχειρηματικό σχέδιο πρέπει να περιλαμβάνει μια σύντομη ιστορική αναδρομή της επιχείρησης ή του επιχειρηματικού σχεδίου, μια σύνοψη της ιστορίας και της καριέρας του επιχειρηματία και των σημαντικότερων στελεχών της επιχείρησης, μια περιγραφή του υπόβαθρου και των ικανοτήτων της διοίκησης και γιατί έχουν τη δυνατότητα να φέρουν σε πέρας το επιχειρηματικό σχέδιο. Να καλύπτει μια περιγραφή του προϊόντος ή της υπηρεσίας, μια περιγραφή της αγοράς και του ανταγωνισμού, μια περίληψη της τεχνολογίας που χρησιμοποιείται, συμπεριλαμβανομένων των διαδικασιών παραγωγής αλλά και των απειλών από τεχνολογική απαξίωση ή ανταγωνισμό από άλλες τεχνολογίες καθώς και ξεκάθαρους στόχους για την ανάπτυξη της εταιρίας. Απαιτείται εξάλλου και μια ανάλυση SWOT με τα δυνατά και αδύνατα σημεία της εταιρίας καθώς και τους κινδύνους της αγοράς και τέλος να συνοδεύεται και από μια χρηματοοικονομική ιστορία (στην

περίπτωση που υφίσταται), μια λεπτομερή οικονομική κατάσταση πρόβλεψης εσόδων και εξόδων, χρηματικές ροές και μια πρόβλεψη για το πότε η εταιρία θα περάσει στην κερδοφορία (Νομικός – Μακρυμανωλάκης – Χριστόπουλος 2001) & (Lorenz Tony 1989, σελ.100).

### **6.2.5. Δυνατότητα Αποδέσμευσης**

Τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια πρέπει να παρέχουν τη δυνατότητα αποδέσμευσης σε σύντομο χρονικό διάστημα γιατί η απόδοση των επενδύσεων των περισσότερων ΚΥΕΚ προέρχεται κυρίως από κεφαλαιακά κέρδη (Βασιλείου Δ. 1996).

Αναλυτικότερα για τους τρόπους αποεπένδυσης ή αλλιώς για την έξοδο από την επένδυση θα αναφερθούμε στο επόμενο κεφάλαιο.

### **6.2.6. Στάδιο Χρηματοδότησης**

Όπως είδαμε και στο κεφάλαιο που αναφέραμε για την σταδιακή χρηματοδότηση, επειδή τα μεταγενέστερα στάδια χρηματοδότησης μια επιχειρήσεις παρουσιάζουν μειωμένο κίνδυνο σε σχέση με τα πρώτα στάδια χρηματοδότησης, οι εταιρίες ΚΥΕΚ προτιμούν να επενδύουν στα στάδια αυτά και μάλιστα μεγαλύτερα ποσά. Στα μεταγενέστερα στάδια μιας επιχείρησης εξάλλου υπάρχει μια πιο σαφής εικόνα, πολλές φορές εξάλλου θεωρείτε ήδη επιτυχημένη η επιχείρηση, έτσι ο επενδυτής θα μπορεί να προβεί σε καλύτερη ανάλυση και να εξασφαλίσει κατά καλύτερο τρόπο τα χρήματα του. Βέβαια αυτό εξαρτάται και από την εξειδίκευση και την στρατηγική κάθε εταιρίας ΚΥΕΚ καθώς υπάρχουν ορισμένες εταιρίες ή κοινοπραξίες ΚΥΕΚ που ειδικεύονται σε τοποθετήσεις κεφαλαίων σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης.

### **6.2.7. Διάρθρωση και Περιεχόμενο Συμφωνίας**

Ιδιαίτερο ρόλο παίζει η διάρθρωση και το περιεχόμενο της συμφωνίας για την χρηματοδότηση, και μάλιστα τα χαρακτηριστικά στα οποία η εταιρία ΚΥΕΚ δίνει προσοχή είναι τα εξής:

- Παροχή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου (preference shares)
- Χάραξη μερισματικής πολιτικής
- Δικαιώματα ψήφου των μετοχών
- Μετατρεψιμότητα άλλων τίτλων σε κοινές μετοχές (preferred ordinary shares)
- Προστασία όρων μετατρεψιμότητας τίτλων
- Δικαιώματα ρευστοποίησης
- Δικαιώματα επαναγοράς μετοχών από τις εταιρίες
- Όροι άσκησης δικαιωμάτων αγοράς μετοχών
- Μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια (convertible bonds)

### **6.3. Επιλογή Εταιρίας ΚΥΕΚ**

Ερχόμαστε τώρα στην μεριά του επιχειρηματία για να τονίσουμε πως εξίσου σημαντικό για την επιτυχία της επένδυσης, είναι η επιλογή από τον επιχειρηματία της κατάλληλης εταιρίας ΚΥΕΚ για την εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων.

Ο επιχειρηματίας που νοιώθει ότι πραγματικά η ιδέα του αξίζει και το προϊόν ή η υπηρεσία που θέλει να δημιουργήσει αποτελεί πραγματικά κάτι καινοτόμο πρέπει να πείσει του υποψήφιους επενδυτές ότι η ιδέα του είναι σωστή και ότι αξίζει να διακινδυνεύσουν τα χρήματά τους γι' αυτήν.

Σημαντικό είναι να αναζητήσει ο επιχειρηματίας μια εταιρία ΚΥΕΚ η οποία να είναι ειδικευμένη στον κλάδο της επιχείρησης και να δραστηριοποιείται στην ίδια γεωγραφική περιοχή. Κατά αυτό τον τρόπο η επιχείρηση ωφελείται από τις διασυνδέσεις, τις εξειδικευμένες γνώσεις και πληροφορίες της συγκεκριμένης εταιρίας ΚΥΕΚ έτσι ώστε να γίνεται πιο σίγουρη η επιτυχή πορεία της επιχείρησης.

Έρευνες εξάλλου έχουν δείξει εταιρίες ΚΥΕΚ με εμπειρία και καλή φήμη στο παρελθόν οδηγούν τις επιχειρήσεις με την καλύτερη απόδοση, μερικά γιατί χρησιμοποιούν τους καλύτερους επαγγελματίες, έχουν πολλές γνώσεις γύρω από τον τομέα, και έτσι παρέχουν τις πιο κατάλληλες υποστηρικτικές υπηρεσίες (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 198 – 202).

Ακόμα ο επιχειρηματίας πρέπει να αναζητήσει επενδυτές με επαρκή κεφάλαια και καλό ιστορικό στις επενδύσεις ώστε να είναι δυνατή και πιο εύκολη πιθανή μελλοντική ανάγκη επαναχρηματοδότησης της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Bygrave και Timmons είναι “Πολύ πιο σημαντικό ποιανού τα χρήματα παίρνεις παρά το πόσα χρήματα και πόσο πληρώνεις για αυτά” (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 208).

Αναφέρουμε κάποια βασικά σημεία κινδύνου που οι επιχειρηματίες πρέπει να έχουν υπ' όψιν όταν επιλέγουν να συνεργαστούν με μια εταιρία ΚΥΕΚ.

1. Όταν η εταιρία ΚΥΕΚ συμμετέχει σε πάρα πολλές εταιρίες μειώνεται ο ρόλος της σαν σύμβουλος και επενδυτής δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, καθώς έχει πλέον περιορισμένο χρόνο να αφιερώσει.
2. Όταν η εταιρία ΚΥΕΚ έχει περιορισμένη λειτουργική εμπειρία ή υπερβολικούς χρηματοδοτικούς προορισμούς.
3. Όταν η προϊστορία της εταιρίας ΚΥΕΚ χαρακτηρίζεται από συνεχείς αντικαταστάσεις διοικήσεων στις εταιρίες που αναλαμβάνει να χρηματοδοτήσει, καθώς και από μεγάλο ποσοστό αποτυχημένων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο της.
4. Όταν οι επενδυτές σε μια εταιρία, η οποία βρίσκεται στο μέσο της αναπτυξιακής της πορείας, στρέφουν την προσοχή τους σε μια άλλη επένδυση η οποία χρειάζεται ενεργότερη συμμετοχή, κλονίζοντας έτσι την υποστήριξη τους.
5. Όταν η εταιρία ΚΥΕΚ πιστεύει ότι θα μπορούσε να διοικήσει καλύτερα την εταιρία από τους διοικητές ή ιδρυτές της. Συνήθως τέτοιοι επενδυτές διακατέχονται από ψευδαισθήσεις και είναι κακοί συνεργάτες των επιχειρηματιών (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 225).

### **6.3.1. Εμπειρία των Εταιριών ΚΥΕΚ**

Όπως είπαμε, στην προσπάθειά τους οι επιχειρήσεις να βρουν την κατάλληλη εταιρία ΚΥΕΚ η οποία θα χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά τους σχέδια, μερικά από τα χαρακτηριστικά που λαμβάνουν υπόψη τους είναι η εμπειρία της εταιρίας ΚΥΕΚ, το ιστορικό της και οι γνώσεις της στον συγκεκριμένο κλάδο.

Ερωτήματα όμως γίνονται το κατά πόσο η μεγαλύτερη εμπειρία οδηγεί σε καλύτερη απόδοση την εταιρία ΚΥΕΚ και καλύτερες αποφάσεις. Σίγουρα με τον καιρό και καθώς μεγαλώνει η εταιρία ΚΥΕΚ αποκτά ορισμένα πλεονεκτήματα καθώς αποκτά εμπειρία σε ορισμένες εργασίες, όπως ότι γίνονται πιο αποτελεσματικοί μαθαίνοντας να εστιάζουν την προσοχή τους σε ορισμένες διαστάσεις κλειδιά κατά την εξέταση της πρότασης επένδυσης και να αγνοούν πολλές μη ουσιώδης μεταβλητές. Έτσι η εμπειρία βοηθάει την εταιρία ΚΥΕΚ να επιλέξει τις σωστές επενδύσεις.

Όμως έρευνες δείχνουν ότι από ένα σημείο και μετά η αυξανόμενη εμπειρία δεν σημαίνει αναγκαστικά και καλύτερες αποφάσεις. Πολλές φορές οι έμπειρες εταιρίες υποφέρουν από υπερβολική αυτοπεποίθηση και βγάζουν γρήγορα συμπεράσματα ακολουθώντας ορισμένες επικίνδυνες γενικεύσεις. Οι παράγοντες στους οποίους φαίνεται να οφείλεται το φαινόμενο της μείωσης της αποδοτικότητας καθώς αυξάνεται η εμπειρία από ένα σημείο και μετά (περίπου 14 χρόνια), είναι μεταξύ άλλων είναι ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ βασίζονται υπερβολικά σε κάποιες αυτοματοποιημένες διαδικασίες διεργασίας πληροφοριών. Αντί να εκτιμούν όλα τα κομμάτια της πληροφορίας μπορεί να εστιάζουν σε εκείνα τα χαρακτηριστικά τα οποία ήταν σημαντικά για επιτυχίες ή αποτυχίες του παρελθόντος. Έτσι μπορεί να παγιδευτούν σε παρελθόντες τρόπους σκέψης και εξέτασης και να αποτύχουν να αναπτύξουν καλύτερες πολιτικές αποφάσεων, οι οποίες μπορούν να βελτιώσουν την μελλοντική τους απόδοση.

Είναι απαραίτητο για την εταιρία ΚΥΕΚ λοιπόν να βρει την χρυσή τομή έτσι ώστε να συνεχίσει να επωφελείται από την εμπειρία της, η οποία της δίνει μεγαλύτερη ταχύτητα στην λήψη αποφάσεων και μεγαλύτερη αποδοτικότητα

αλλά να μην κινδυνεύει να υποπέσει σε σημαντικά λάθη κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων (Shepherd, Zacharakis, Baron 2003, σελ. 381-401).

#### **6.4. Βήματα Δημιουργίας Επιτυχημένου ΚΥΕΚ**

Η κατάλληλη εταιρία ΚΥΕΚ εξάλλου φαίνεται και από τα βήματα που συνηθίζει να ακολουθεί για την δημιουργία της επιχείρησης. Έτσι για την διασφάλιση της επιτυχίας κλειδί αποτελεί η στρατολόγηση της κατάλληλης διοικητικής ομάδας, εξάλλου αυτό αποτελεί την μεγαλύτερη μη νομισματική συνεισφορά των εταιριών ΚΥΕΚ στις επενδύσεις που αναλαμβάνουν. Η εταιρία ΚΥΕΚ συμβάλει στην ανεύρεση των κατάλληλων προμηθευτών, καναλιών διανομής και σημαντικών πελατών. Σημαντικό ρόλο στην εξασφάλιση όλων αυτών των στοιχείων εξάλλου παίζει η καλή γνώση αγοράς.

Η καλή οργάνωση ενός ισχυρού συμβουλίου η οποία θα δημιουργήσει την κατάλληλη επιχειρηματική κουλτούρα. Η συμμετοχή των εταιριών ΚΥΕΚ στην διοίκηση της υπο επένδυση επιχείρησης αποτελεί μεγάλη βοήθεια ιδίως όταν οι επιχειρηματίες δεν είναι έμπειροι διοικητικά και ασχολούνται κυρίως με το τεχνολογικό κομμάτι της επιχείρησης. Ενώ όταν τα πράγματα δεν πηγαίνουν καλά η συμμετοχή, η ψυχραιμία και η εμπειρία της εταιρίας ΚΥΕΚ αποτελεί κρίσιμος παράγοντας στην αποφυγή της αποτυχίας (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 209-216).



### **6.4.1 Παράγοντες Επιτυχίας Νέων Επιχειρήσεων**

Έρευνες έχουν δείξει ότι οι νέες επιχειρήσεις στα πρώτα στάδια επενδύσεων είναι περισσότερο εντάσεως διοικήσεως παρά εντάσεως κεφαλαίου. Αυτό συνεπάγεται σημαντικές επιπτώσεις για την στρατηγική η οποία πρέπει να ακολουθηθεί και τους παράγοντες στους οποίους πρέπει να δώσουν σημασία προκειμένου να επιτύχει η νέα επένδυση. Οι παράγοντες λοιπόν αυτοί είναι:

1. Συγκέντρωση στην ποιότητα, στις δυνατότητες της διοίκησης και της αγοράς.
2. Αναζήτηση πιο ενεργού ρόλου του ηγέτη – επενδυτή.
3. Εστίαση στο πώς σαν γενικοί εταίροι μπορούν να μεταφέρουν την τεχνογνωσία τους, την εμπειρία τους και τις διασυνδέσεις τους στη νέα επιχείρηση.
4. Δημιουργία διαφορετικών εναλλακτικών λύσεων από αυτή της δημόσιας προσφοράς, για την περίπτωση που δεν μπορεί να προχωρήσει εύκολα αυτό το στάδιο.
5. Συγκέντρωση επιπλέον κεφαλαίων για την τυχόν ύπαρξη μεγαλύτερων επιχειρηματικών ευκαιριών και όχι στη λογική των διαθέσιμων χρημάτων.
6. Δημιουργία δημιουργικών δομών συμφωνίας οι οποίες θα εξασφαλίζουν τα κατάλληλα κίνητρα τόσο για τους επενδυτές όσο και για την διοίκηση.
7. Εγκατάσταση δεσμών με ένα παγκόσμιο δίκτυο ΚΥΕΚ μέσω συνεργασιών, κοινών επιχειρηματικών σχεδίων, αμοιβαίων επενδύσεων, συν – επενδύσεων και ανταλλαγή κατάλληλων ατόμων (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 323).

## **6.5 Διαδικασία Διαπραγμάτευσης και Λήψης Απόφασης**

Τα στάδια που περνάει η διαδικασία διαπραγμάτευσης προκειμένου να καταλήξουν σε συμφωνία ο επιχειρηματίας και η εταιρία ΚΥΕΚ είναι τα εξής:

- Ο νέος επιχειρηματίας που κάνει την πρόταση πρέπει να προετοιμάσει ένα επιχειρηματικό σχέδιο, το οποίο να εξηγεί την ιδέα, τον τρόπο υλοποίησης της και πώς αυτή θα καταλήξει σε ένα κερδοφόρο προϊόν ή υπηρεσία.
- Οι νέοι επιχειρηματίες αποστέλλουν το επιχειρηματικό σχέδιο σε μία ή εταιρίες ΚΥΕΚ. Πολλές φορές δεν είναι απαραίτητο να υπάρχει πρωτύτερη γνωριμία με κάποιο από τα στελέχη των εταιριών ΚΥΕΚ, είτε προσωπική είτε μέσω τρίτων.
- Οι εταιρίες ΚΥΕΚ επειδή έχουν συνήθως να αξιολογήσουν ένα μεγάλο αριθμό προτάσεων για χρηματοδότηση, με μικρό αριθμό προσωπικού, και προκειμένου να διαχειριστούν αποδοτικά όλο αυτό τον όγκο των προτάσεων, συντάσσουν ένα ετήσιο επιχειρηματικό πρόγραμμα στο οποίο εντάσσουν τους στόχους τους. Έτσι βασικός στόχος είναι στο τέλος να χρηματοδοτήσουν έναν μικρό αριθμό επιχειρηματικών προτάσεων αφού τα περάσουν από μια διαδικασία σκληρής επιλογής. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι το ποσοστό των αιτημάτων για χρηματοδότηση που τελικά φτάνουν στο στάδιο διαπραγμάτευσης δεν ξεπερνά το 5%, και τελικά αποφασίζουν να επενδύσουν στο 1% από τις αρχικές προτάσεις .
- Κάθε εταιρία λοιπόν έχει ορίσει κάποια ειδικά επιχειρηματικά κριτήρια, τα οποία αναλύουμε στο παρόν κεφάλαιο και τα οποία την βοηθούν να επιλέξει τα πιο υποσχόμενα επιχειρηματικά σχέδια. Από την φάση αυτή περνάει ένα μικρό ποσοστό επί των συνολικών επιχειρηματικών σχεδίων, για τα οποία κανονίζεται μια πρώτη συνάντηση μεταξύ του επιχειρηματία και των υπευθύνων της εταιρίας ΚΥΕΚ.
- Περνάμε λοιπόν στο στάδιο της πρώτης συνάντησης του επιχειρηματία με τον υποψήφιο επενδυτή η οποία ίσως είναι και η πιο κρίσιμη. Οι νέοι επενδυτές είναι καλά προετοιμασμένοι και πολύ προσεκτικοί για αυτή

την συνάντηση. Καθώς σκοπός του επικεφαλής διαχειριστή των ΚΥΕΚ είναι να διασφαλιστούν τα κεφάλαια που τους έχουν εμπιστευθεί οι επενδυτές, περνάνε την επιχειρηματική πρόταση από αυστηρό έλεγχο. Έτσι κάνουν στον επιχειρηματία τις ερωτήσεις που αυτοί θεωρούν απαραίτητες ώστε να καταλάβουν, αν η επιχειρηματική ιδέα είναι άρτια, αν είναι πραγματοποιήσιμη, αν έχει ελπίδες επιτυχίας και αν ο επιχειρηματίας έχει τις ικανότητες και την θέληση να την στηρίξει και να εξασφαλίσει την ανάπτυξη της επιχείρησης. Επίσης από την άλλη μεριά για ο επιχειρηματίας πρέπει να καταφέρει να πείσει τους χρηματοδότες, μετά από μακρά, έντονη συζήτηση και ανταλλαγή επιχειρημάτων, ότι η ιδέα τους είναι σωστή και αξίζει να την χρηματοδοτήσουν.

- Αν είναι επιτυχημένη η πρώτη συνάντηση τότε θα ακολουθήσουν και άλλες συναντήσεις όπου θα διευκρινιστούν κάποια θέματα και θα ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις. Στα πλαίσια που οι επιχειρηματίες έχουν ορίσει στο επιχειρηματικό σχέδιο θα ζητήσουν κάποιο χρηματικό ποσό για να ξεκινήσουν την υλοποίηση της ιδέας τους. Η αποτίμηση της εταιρίας είναι στα καθήκοντα του επενδυτή οπότε και το ποσοστό που θα αναλογεί στους ίδιους και το αντίστοιχο ποσοστό που θα αναλογεί στον επιχειρηματία. Δεν συνηθίζεται τουλάχιστον σε αυτή την φάση, οι επιχειρηματίες να λένε ποιο ποσοστό της εταιρίας τους είναι διατεθειμένοι να παραχωρήσουν προκειμένου να πάρουν την χρηματοδότηση. Οι επενδυτές θα συνεκτιμήσουν όλα τα στοιχεία και θα δώσουν τη δική τους αποτίμηση για την εταιρία προς χρηματοδότηση. Πάγια πολιτική των επενδυτών είναι να μην έχουν το πλειοψηφικό έλεγχο της εταιρίας.
- Στην επόμενη φάση αρχίζουν οι ουσιαστικές διαπραγματεύσεις. Οι επιχειρηματίες έχουν το δικαίωμα να αντικρούσουν την αποτίμηση που κάνει ο επενδυτής και να προτείνουν την δική τους αποτίμηση. Οι προτάσεις αυτές πρέπει να βασίζονται σε πραγματικά και καλά τεκμηριωμένα δεδομένα και όχι σε υποκειμενικές προσδοκίες. Στο σημείο αυτό βρίσκεται και ο μεγαλύτερος κίνδυνος καθώς υπάρχει περίπτωση καλές και πολλά υποσχόμενες ιδέες να ναυαγήσουν από ασυμφωνία των δύο πλευρών.

- Όταν επέλθει η πολυπόθητη συμφωνία, οι συμβαλλόμενοι υπογράφουν ένα «προσωρινό κείμενο όρων», όπου καταγράφουν την συμφωνία τους πλήρως αλλά και με προσωρινό τρόπο. Το κείμενο αυτό έχει περιγραφική ισχύ και δεν αποτελεί δεσμευτικό συμβολαίου, θεωρητικά οποιοδήποτε από τα δύο μέρη έχει δικαίωμα να σπάσει την συμφωνία αλλά αυτό συμβαίνει σπάνια.
- Μετά την υπογραφή του προσωρινού κειμένου αρχίζει η νομική προετοιμασία του συμβολαίου. Τα δύο μέρη ορίζουν νομικούς συμβούλους, οι οποίοι διαπραγματεύονται όλες τις λεπτομέρειες του συμβολαίου στο οποίο ορίζονται οι όροι και οι συνθήκες χρηματοδότησης.
- Τέλος ταυτόχρονα με την νομική προετοιμασία των συμβολαίων ο επενδυτής κάνει και έναν έλεγχο στην επενδύμενη εταιρία. Σκοπός του ελέγχου αυτού είναι να διαπιστώσει αν όλα όσο αφορούν την κατάσταση και το ιστορικό της επιχείρησης είναι όπως αναφέρονται στον επιχειρηματικό σχέδιο. Ο έλεγχος αυτός είναι ο λεγόμενος “due diligence”.

## **6.6. Αρχική Αξιολόγηση Επενδυτικών Προτάσεων**

Πριν ακόμα αρχίσει η λεπτομερής αξιολόγηση των επιχειρηματικών σχεδίων από τις εταιρίες ΚΥΕΚ, τα στελέχη τους πραγματοποιούν ένα πρόχειρο έλεγχο του επιχειρηματικού προγράμματος. Ο έλεγχος αυτός θέλει να εξακριβώσει κατά πόσο η προτεινόμενη επένδυση καλύπτει καταρχάς κάποια βασικά κριτήρια που έχουν ορισθεί και αφορούν την αγορά, το απαιτούμενο ύψος κεφαλαίου, το ιστορικό του επιχειρηματία και άλλα. Καθώς λοιπόν ο πρόχειρος έλεγχος έχει προχωρήσει και απορρίπτονται οι επενδυτικές προτάσεις που δεν τηρούν τα προκαθορισμένα κριτήρια, οι επενδυτικές προτάσεις που απομένουν αξιολογούνται στα πλαίσια τριών βασικών αρχών. Οι αρχές αυτές είναι γνωστές και ως οι τρεις νόμοι των ΚΥΕΚ (Silver David 1990, σελ. 47).

**Πρώτη Αρχή:** Μη αποδοχή επενδυτικής πρότασης που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων.

**Δεύτερη Αρχή:** Επιλογή επένδυσης με μεγάλη αξία. Η αξία της επένδυσης είναι το αποτέλεσμα του γινομένου  $V = P \times S \times E$ , όπου  $V$  είναι η αξία της επένδυσης,  $P$  το μέγεθος του προβλήματος που καλείται να αντιμετωπίσει η επένδυση,  $S$  η λύση του προβλήματος και  $E$  η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της επιχείρησης.

**Τρίτη Αρχή:** Τοποθέτηση κεφαλαίων σε επενδύσεις που καλούνται να λύσουν μεγάλο πρόβλημα ( $P$ ), καθώς μετά την πραγματοποίηση της επένδυσης η αγορά θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης ( $V$ ), δεδομένης της λύσης ( $S$ ) και της ποιότητας της διοικητικής ομάδας ( $E$ ).

### **6.6.1. Απόρριψη Επένδυσης Εξαιτίας Μεγάλου Αριθμού Κινδύνων**

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, οι κίνδυνοι που μπορεί να αντιμετωπίσει μια τέτοια επένδυση είναι πέντε:

- Κίνδυνος Ανάπτυξης: Αναφέρεται στο κατά πόσο είναι δυνατό να αναπτυχθεί το προϊόν.
- Κίνδυνος Παραγωγής: Εφόσον αναπτυχθεί το προϊόν, αν είναι δυνατό να παραχθεί.
- Κίνδυνος Αγοράς: Εφόσον παραχθεί, αν υπάρχει η δυνατότητα να πουληθεί.
- Κίνδυνος Διοίκησης: Αναφέρεται στο κέρδος με το οποίο μπορεί να πουληθεί το προϊόν.
- Κίνδυνος Αύξησης της Αξίας της Επιχείρησης: Εφόσον αντιμετωπιστούν οι παραπάνω κίνδυνοι, αν είναι δυνατή η αύξηση της αξίας της επιχείρησης.

Με την μέθοδο αυτή των εταιριών ΚΥΕΚ, ένας γενικός κανόνας που χρησιμοποιείται είναι να απορρίπτονται επενδύσεις οι οποίες προδιαγράφουν περισσότερα από δύο είδη κινδύνων. Συνήθως επενδύσεις που εμπεριέχουν τους κινδύνους της διοίκησης και της αγοράς, προκαλούν το ενδιαφέρον των εταιριών ΚΥΕΚ επειδή το είδος αυτού του κινδύνου μπορεί να αντιμετωπιστεί με την εμπειρία και την τεχνογνωσία που διαθέτουν οι διαχειριστές των ΚΥΕΚ.

### **6.6.1.1. Στρατηγικές Αποφυγής Κινδύνου**

Στο σημείο αυτό και πριν αναφέρουμε άλλους τρόπους επιλογής επιχειρηματικών σχεδίων, θα σταθούμε λίγο στην αποτίμηση των πιθανών κινδύνων από τις εταιρίες ΚΥΕΚ. Γενικότερα δύο μεγάλες κατηγορίες στις οποίες μπορούμε να χωρίσουμε τους κινδύνους σύμφωνα με τις εταιρίες ΚΥΕΚ είναι σε: α) Κίνδυνο προερχόμενο από την αγορά (market risk) και έχει να κάνει με τεχνολογική απαξίωση, πολλούς ανταγωνιστές, νέους ανταγωνιστές οι οποίοι πρόκειται να εμφανιστούν στο μέλλον, υποκατάστατα προϊόντα, ασθενή ζήτηση των προϊόντων ή των υπηρεσιών και η ελκυστικότητα της αγοράς και β) κίνδυνο διαμεσολάβησης (agency risk) στον οποίο έχουμε αναφερθεί και έχει να κάνει με πιθανούς μη τίμιους επιχειρηματίες, επιχειρηματίες που γνωρίζουν περισσότερα από τους επενδυτές, βραχυπρόθεσμη αναζήτηση προσωπικών ωφελειών, πολυάριθμοι επιχειρηματίες που πρέπει να ελεγχθούν κ. α.

Έρευνες δείχνουν ότι κάθε επενδυτής έχει διαφορετική στρατηγική στην αποτίμηση των πιθανών κινδύνων η οποία τους οδηγεί να έχουν διαφορετικές απόψεις για την σημασία των κινδύνων αυτών. Φαίνεται ότι κάθε επενδυτής επιλέγει το είδος του κινδύνου που μπορεί να ελέγξει καλύτερα και εξειδικεύεται σε αυτό, η εξειδίκευση εξάλλου αυτή τους κάνει να χρησιμοποιούν καλύτερες τεχνικές πρόβλεψης πιθανών τέτοιων κινδύνων.

Έτσι οι εταιρίες ΚΥΕΚ, θεωρούν τον κίνδυνο της αγοράς πιο σημαντικό από ότι τον κίνδυνο διαμεσολάβησης τον οποίον μπορούν να ελέγξουν καλύτερα με την χρήση ειδικών όρων και περίπλοκων συμβολαίων αλλά και με την χρήση συστημάτων παρακολούθησης της επένδυσης τα οποία έχουν δημιουργήσει. Έτσι φαίνεται να αποφεύγουν επενδύσεις οι οποίες έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο αγοράς, με σημαντικότερους κινδύνους να θεωρούν τους τωρινούς αλλά και μελλοντικούς ανταγωνιστές, ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων και την ζήτηση των καταναλωτών.

Αντίθετα οι επιχειρηματικοί άγγελοι, ή αλλιώς οι ανεξάρτητοι επενδυτές χρησιμοποιούν διαφορετική στρατηγική για την αποφυγή κινδύνων, καθώς

θεωρούν το κίνδυνο διαμεσολάβησης ως σημαντικότερο και πιστεύουν ότι αν βρουν τους κατάλληλους ανθρώπους, μπορούν να περιορίσουν και τους κινδύνους της αγοράς. Έτσι δίνουν μεγαλύτερη σημασία στην επιλογή των επιχειρηματιών από ότι στους πιθανούς κινδύνους της αγοράς. Φαίνεται λοιπόν ότι οι ανεξάρτητοι επενδυτές δείχνουν να αποφεύγουν επιχειρηματικές προτάσεις στις οποίες υπάρχει διαφορά με τον επιχειρηματία στους στόχους των χρηματικών ροών, διαφορά στους στόχους κερδοφορίας, ύπαρξη στοιχείων χειραγώγησης της κερδοφορίας της εταιρίας, στοιχεία αναζήτησης προσωπικών βραχυπρόθεσμων ωφελειών και ύπαρξη νομικών ασαφειών (Fiet 1995, σελ. 552-573).

#### **6.6.1.2. Τρόποι Μείωσης Κινδύνου**

Για να μειώσουν τον κίνδυνο στις επενδύσεις τους οι εταιρίες ΚΥΕΚ διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους. Έτσι προτιμούν να :

- α) επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης,
- β) επενδύουν σε πολλές επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων,
- γ) επενδύουν σε διαφορετικές περιοχές,
- δ) επιτρέπουν τη συμμετοχή στα επενδυτικά προγράμματα τους και άλλων επενδυτών ΚΥΕΚ.



### **6.6.2. Επιλογή Επένδυσης με Μεγάλη Αξία**

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, επενδύσεις που έχουν υψηλά P, S, E, έχουν πολλές πιθανότητες να πραγματοποιήσουν υψηλές αποδόσεις καθώς αυξάνεται η αξία της.

Όπως προαναφέραμε η αξία της επένδυσης ισούται:

$$V = P \times S \times E$$

Όπου V είναι η αξία της επένδυσης, P το μέγεθος του προβλήματος που καλείται να αντιμετωπίσει η επένδυση, S η λύση του προβλήματος και E η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της επιχείρησης.

Σύμφωνα λοιπόν με τις αριθμητικές τιμές που θα δώσουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ στα διάφορα στοιχεία της εξίσωσης, καταλήγουν σε ένα γινόμενο. Όσο πιο υψηλό είναι τόσο πιο πιθανό είναι να γίνει δεκτή η πρόταση επένδυσης, εκτός βέβαια και αν ξεπερνάει ένα αποδεκτό επίπεδο V που έχει καθοριστεί από τις ίδιες τις εταιρίες ΚΥΕΚ.

### **6.6.3. Επιλογή Επένδυσης με Μεγάλο Πρόβλημα**

Η συγκεκριμένη επιλογή σχετίζεται με την τρίτη αρχή των ΚΥΕΚ, η οποία αναφέρεται στο πρόβλημα που έρχεται να αντιμετωπίσει η επένδυση. Δηλαδή αν η επένδυση που πραγματοποιείται σκοπεύει να λύσει ένα μεγάλο πρόβλημα, ιδιαίτερα κοινωνικό, τότε είναι αρκετά ελκυστική.

Μια επένδυση που καλείται να αντιμετωπίσει ένα πρόβλημα, ακόμα και εάν τελικά αποτύχει, δημιουργεί στην αγορά ένα θετικό κλίμα που οδηγεί στην αύξηση της αξίας της. Το γεγονός αυτό δημιουργεί προϋποθέσεις γρηγορότερης εξόδου της εταιρίας ΚΥΕΚ, με ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις.

#### **6.6.4. Συγκρίσεις**

Πρόκειται για μια μέθοδο κατά την οποία παρέχεται ένας γρήγορος και εύκολος τρόπος για τη δημιουργία μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας από τη σύγκριση της επιχείρησης με μία άλλη. Ανήκει στην κατηγορία των προκαταρτικών αρχικών μεθόδων αξιολόγησης επιχειρηματικών προτάσεων. Έτσι στην περίπτωση αυτή παίρνουμε την υπό εξέταση εταιρία και την συγκρίνουμε σε κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά σε σχέση με μια άλλη εταιρία του κλάδου. Βέβαια στην περίπτωση που οι εταιρίες δεν είναι όμοιες πρέπει να γίνει η κατάλληλη προσαρμογή των στοιχείων τους. Στην κρίση αυτή πρέπει να κυριαρχεί η λογική και όχι το συναίσθημα του αναλυτή. Μερικοί δείκτες εξάλλου δεν μπορούν να θεωρηθούν κατάλληλοι ή να βγάλουν χρήσιμα συμπεράσματα όταν η εταιρία είναι ζημιογόνος ή αντιστοιχούν σε εταιρία που παρουσιάζει γρήγορη ανάπτυξη.

Συμπερασματικά τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι ότι αποτελεί μια μέθοδο απλή στην κατανόηση και αρκετά γρήγορη στην χρήση και βασίζεται στην αγορά. Στα μειονεκτήματά της μεθόδου αυτής συγκαταλέγεται η δυσκολία ανεύρεσης ιδιωτικών εταιριών με παρόμοια χαρακτηριστικά, καθώς και η προσαρμογή που χρειάζεται αν χρησιμοποιηθούν δημόσιες εταιρίες.

## **6.7. Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων**

Στο σημείο αυτό και αφού εξηγήσαμε περιληπτικά την διαδικασία με την οποία οι εταιρίες ΚΥΕΚ αποφασίζουν ότι μια επένδυση είναι ελκυστική, προχωρούν σε μια πιο λεπτομερή αξιολόγησή της. Στο τμήμα αυτό θα αναλύσουμε τα χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία βοηθούν τον επενδυτή να αποφασίσει αν θα προχωρήσει στην τοποθέτηση των κεφαλαίων στην συγκεκριμένη επιχειρηματική πρόταση. Τα συγκεκριμένα εργαλεία δεν λαμβάνουν υπ' όψιν τους το κίνδυνο.

- ◆ Δείκτης Λογιστικής Αποδοτικότητας
- ◆ Μέθοδος περιόδου επανείσπραξης (Payback Period)
- ◆ Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας
- ◆ Μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (Internal Rate of Return, IRR)

### **6.7.1. Μέθοδος Λογιστικής Αποδοτικότητας**

Η μέθοδος της λογιστικής αποδοτικότητας ή αλλιώς και μέθοδος του επιτοκίου αποδόσεως επί της λογιστικής αξίας της επενδύσεως, (return on investment) βασίζεται στα λογιστικά κέρδη που εκτιμά πως θα έχει η επιχείρηση για τη δεδομένη χρονική περίοδο στην οποία αναφέρεται το επιχειρηματικό σχέδιο.

Συγκεκριμένα η μέθοδος της λογιστικής αποδοτικότητας υπολογίζει την αποδοτικότητα της επένδυσης με βάση το μέσο ετήσιο κέρδος, μετά από την αφαίρεση των φόρων, προς το μέσο κόστος της επένδυσης.

$$\text{Λογιστική Αποδοτικότητα} = \frac{\text{Μέσο Ετήσιο Κέρδος}}{\text{Μέσο Κόστος Επένδυσης}}$$

Η πρόταση επένδυσης θεωρείται συμφέρουσα, αν η λογιστική αποδοτικότητα είναι τουλάχιστον ίση με ή μεγαλύτερη από, την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα, δηλαδή την αποδοτικότητα κάτω από την οποία η επιχείρηση δεν αποδέχεται προτάσεις επενδύσεων. Συνεπώς η επένδυση με αυτή την μέθοδο γίνεται δεκτή όταν ο συντελεστής απόδοσης μεγαλύτερος από εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο.

Πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι η ευκολία που παρουσιάζει καθώς χρησιμοποιεί έτοιμες λογιστικές λύσεις.

Μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι βασίζεται σε λογιστικό κέρδος και όχι σε ταμειακές ροές και κατά συνέπεια, δεν λαμβάνει υπ' όψη το χρόνο πραγματοποίησης των ταμειακών ροών, δηλαδή την διαχρονική αξία χρήματος. Εξάλλου τα ταμειακά διαθέσιμα βρίσκονται στο επίκεντρο όλων των αποφάσεων της επιχείρησης. Μόνο οι καθαρές ταμειακές ροές μπορούν να επενδυθούν πάλι στην επιχείρηση. Κατά συνέπεια, μετρητά και όχι κέρδη, είναι εκείνο που έχει σημασία στην πρόκριση επιχειρήσεων (Αρτίκης 1999, σελ.133-135).

### **6.7.2. Μέθοδος περιόδου Επανείσπραξης**

Η μέθοδος περιόδου επανείσπραξης ή μέθοδος επανείσπραξης του κόστους επένδυσης (payback period) δίνει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης, δηλαδή :

$$\text{Periodo}V \text{ Επανείσπραξης Κόστους Επένδυσης} = \frac{\text{Κόστος Επένδυσης}}{\text{Ετήσια Καθαρή Ταμειακή Ροή}}$$

Όταν η περίοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης είναι ίση ή μικρότερη από τη μέγιστη αποδεκτή περίοδο επανείσπραξης, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή. Διαφορετικά η πρόταση απορρίπτεται. Όταν οι ετήσιες καθαρές ταμειακές δεν είναι ίσες πρέπει να υπολογιστεί η αθροιστική καθαρή ταμειακή ροή.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε ότι οι Καθαρές Ταμειακές Ροές ισούνται με το άθροισμα των Καθαρών Κερδών και των Αποσβέσεων.

Πλεονεκτήματα της μεθόδου επανείσπραξης είναι ότι:

α) Δίνει μια ένδειξη του κινδύνου και της ρευστότητας της επένδυσης, καθώς όσο βραδύτερη είναι η περίοδος επανείσπραξης, τόσο λιγότερη η ρευστότητα της. β) Θεωρείται πολύ χρήσιμη σε περιπτώσεις επενδύσεων με γρήγορη τεχνολογική απαξίωση. γ) Είναι χρήσιμη για αξιολόγηση επενδύσεων σε χώρες με πολιτική αστάθεια.

Κύριο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δε λαμβάνει υπόψη τις καθαρές ταμειακές ροές μετά την περίοδο επανείσπραξης και κατά συνέπεια, δεν μπορεί να θεωρηθεί μονάδα μέτρησης της αποδοτικότητας της επένδυσης. Επίσης δεν λαμβάνει ευθέως υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος (Αρτίκης 1999, σελ. 135-138).

### 6.7.3. Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value) αποτελεί μία από τις σημαντικότερες που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων, καθώς μπορεί να λάβει υπόψη τόσο τη διαχρονική αξία του χρήματος, όσο και από την επιθυμητή απόδοση που πρέπει να έχει κατά την εταιρία ΚΥΕΚ.

Με την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξία όλες οι καθαρές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στο παρόν με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή αποδοτικότητα.

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^v \left[ \frac{\text{ΚΤΡ}_t}{(1 + \text{Κ})^t} \right] - \text{ΚΕ}$$

Όπου:

ΚΠΑ = Καθαρή Παρούσα Αξία

ΚΤΡ<sub>t</sub> = Καθαρή Ταμειακή Ροή στην περίοδο t

ΚΕ = Κόστος Επένδυσης

Κ = Ελάχιστη Αποδεκτή Αποδοτικότητα

v = Αριθμός Περιόδων

Η επένδυση γίνεται αποδεκτή όταν η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι ίση ή μεγαλύτερη από το 0. Διατυπωμένο με άλλο τρόπο, η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή όταν η παρούσα αξία των Καθαρών Ταμειακών Ροών είναι ίση ή μεγαλύτερη από το Κόστος Επένδυσης.

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι : 1) Λαμβάνει υπόψη της τη διαχρονική αξία του χρήματος, 2) Προεξοφλεί τις καθαρές ταμειακές ροές με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο παρέχει μια σαφή αναγνώριση του κόστους χρηματοδότησης και της αποδοτικότητας που απαιτούν οι μέτοχοι, 3) εκφράζεται σε απόλυτα χρηματικά ποσά και όχι σε ποσοστά, 4) καθαρές παρούσες αξίες των διαφόρων προτάσεων επενδύσεων ακολουθούν την ιδιότητα της προσθετικότητας, έτσι η καθαρή παρούσα αξία ενός αριθμού

προτάσεων επενδύσεων είναι εύκολο να υπολογιστεί, 5) μπορεί ακόμα να τροποποιηθεί έτσι ώστε να λαμβάνει υπόψη κίνδυνο της επένδυσης, 6) τηρουμένων των αναλογιών, αποδεχόμενοι προτάσεις επενδύσεων με τις υψηλότερες καθαρές παρούσες αξίες, μπορούμε να μεγιστοποιήσουμε την αξία της επιχείρησης.

Μειονεκτήματα της μεθόδου αυτή αποτελούν : 1) Υποθέτει η μέθοδος ότι τα κεφάλαια που αποδεδμεύονται από την επένδυση έχουν δυνατότητα επανεπένδυσης με αποδοτικότητα ίση με το μέσο σταθμικό κόστους κεφαλαίου, 2) υποθέτει ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό σε όλη τη διάρκεια της επένδυσης, 3) ερμηνεύεται δύσκολα, όταν οι προτάσεις επένδυσης έχουν σημαντικά διαφορετικό κόστος επένδυσης (Αρτίκης 1999, σελ. 138-143).

#### **6.7.4. Επανείσπραξη Κόστους Επένδυσης με Βάση την Παρούσα Αξία**

Η μέθοδος αυτή αποτελεί μια προσπάθεια εξάλειψης των μειονεκτημάτων, που παρουσιάζει η μέθοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης και οδηγεί στον υπολογισμό των ετών που χρειάζονται για να επανεισπραχθεί το κόστος επένδυσης, αφού προηγουμένως έχουν προεξοφληθεί οι μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές.

Με την μέθοδο αυτή η χρονική περίοδος που απαιτείται για την επανείσπραξη είναι μεγαλύτερη εκείνης της παραδοσιακής μεθόδου, όμως η εταιρία ΚΥΕΚ γνωρίζει με περισσότερη ακρίβεια το χρόνο που θα ρευστοποιήσει το μερίδιο της (Αρτίκης 1999, σελ. 143)

### 6.7.5. Μέθοδος Εσωτερικής Αποδοτικότητας

Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (Internal Rate of Return) δίνει την εσωτερική αποδοτικότητα της επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία ταμειακών ροών. Η μέθοδος αυτή δηλαδή υπολογίζει την απόδοση σε ποσοστό ( $i$ ), ένα προεξοφλητικό επιτόκιο δηλαδή το οποίο μηδενίζει την ΚΠΑ της επένδυσης.

$$Κ.Ε. = \sum_1^t \frac{ΚΤΡ}{(1+i)^t}$$

Κ.Ε. = Κόστος Επένδυσης

$ΚΤΡ_{1,2,v}$  = Καθαρή ταμειακή ροή πρώτης δεύτερης και  $v$  περιόδου αντίστοιχα

$i$  = Συντελεστής εσωτερικής αποδοτικότητας

$v$  = Αριθμός περιόδων

Αν το επιτόκιο ( $i$ ) που θα βρεθεί λύνει την παραπάνω εξίσωση είναι ίσο ή μεγαλύτερο από την επιθυμητή απόδοση τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή. Σε περίπτωση που το επιτόκιο ( $i$ ) που βρεθεί είναι μικρότερο από την επιθυμητή απόδοση τότε η επένδυση απορρίπτεται.

Το μειονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου έγκειται στην δυσκολία υπολογισμού του. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις πολλών επενδυτικών προτάσεων με μεγάλη διάρκεια ζωής, η διαδικασία δοκιμής λάθους γίνεται ανεξέλεγκτη.

Επιπλέον η εξίσωση του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας, κάτω από ορισμένες συνθήκες, δίνει πολλαπλούς συντελεστές εσωτερικής αποδοτικότητας. Τέλος θα λέγαμε ότι η μέθοδος αυτή δεν δίνει την απόλυτη οικονομική συνεισφορά των προτάσεων επενδύσεων, αλλά μόνο τη σχετική συνεισφορά (ποσοστό).



Πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, και επίσης δίνει την δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (Αρτίκης 1999, σελ. 146-149).

## **6.8. Άλλα Εργαλεία Αξιολόγησης Επενδυτικών Προτάσεων**

### **6.8.1. Monte Carlo Simulation**

Η μέθοδος αυτή είναι μια βελτίωση της απλής μεθόδου ευαισθησίας επειδή λαμβάνει υπ' όψιν της όλους τους πιθανούς συνδυασμούς εισερχόμενων μεταβλητών. Πραγματοποιείται με την χρήση υπολογιστών όπου στο πρόγραμμα ο χρήστης εισάγει τις μεταβλητές, με όλες τις πιθανές υποθέσεις, την κατανομή πιθανοτήτων και τις σχέσεις που επιθυμεί να έχουν μεταξύ τους και ο υπολογιστής εξάγει το πιθανό αποτέλεσμα σε κάθε περίπτωση.

Στα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής συγκαταλέγονται η ευκολία και η προσβασιμότητα στο μοντέλο, αποτελεί περισσότερο λεπτομερή ανάλυση και δηλώνει τις σχέσεις στις διάφορες μεταβλητές. Στα μειονεκτήματά της βρίσκουμε την δυσκολία του εντοπισμού των μεταβλητών και της διατύπωσης σχέσεων.

### **6.8.2. The Venture Capital Method**

Η μέθοδος αυτή είναι ένα χρήσιμο εργαλείο το οποίο όπως φαίνεται και από την ονομασία του χρησιμοποιείται κατά κόρων από τις εταιρίες ΚΥΕΚ. Καθώς οι επενδύσεις κεφαλαίων αποτελούνται κυρίως από αρνητικές ταμειακές ροές στην αρχή αλλά και από κεφαλαιακά κέρδη τα οποία είναι αβέβαια στο μέλλον, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές, αξιολογώντας την επιχείρηση στο μέλλον ανάλογα με τη χρονική στιγμή που

θα παράγει θετικές ταμειακές ροές. Η τελική της αξία προεξοφλείται χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο ανάμεσα στο 40 – 75%. Έτσι χρησιμοποιώντας την προεξοφλημένη τελική αξία αλλά και το μέγεθος της επενδυτικής πρότασης υπολογίζεται το επιθυμητό επίπεδο ιδιοκτησίας της εταιρίας. Η μέθοδος αυτή έχει τέσσερα βήματα. Στο πρώτο βήμα υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης σε κάποιο μελλοντικό επιθυμητό επίπεδο, η οποία συνήθως είναι όταν η εταιρία ΚΥΕΚ υπολογίζει την έξοδό της. Στο δεύτερο στάδιο υπολογίζεται η προεξοφλημένη τελική αξία αφού έχουν καθορίσει το προεξοφλητικό επιτόκιο ανάλογα με τον στόχο που έχουν ορίσει. Δηλαδή την απόδοση, η οποία είναι συνάρτηση του κινδύνου, που επιθυμεί η εταιρία ΚΥΕΚ. Στο τρίτο βήμα υπολογίζεται το απαιτούμενο επιθυμητό επίπεδο ιδιοκτησίας. Τέλος στο τέταρτο βήμα υπολογίζεται το παροντικό επίπεδο ιδιοκτησίας ανάλογα με το Μελλοντικό επίπεδο ψευδαίσθησης σύμφωνα με το Ποσοστό Παρακράτησης, δηλαδή το ποσοστό των κερδών της επιχείρησης που δεν θα διατεθεί στους κατόχους της. Αυτός ο δείκτης ουσιαστικά ισοσταθμίζει την μελλοντική ψευδαίσθηση με τη δυνατότητα πολλαπλών γύρων χρηματοδότησης κάτω από την ιδιοκτησία του ΚΥΕΚ.

Στα πλεονεκτήματα της μεθόδους Venture Capital συγκαταλέγεται η ευκολία στην κατανόηση της ενώ επίσης η χρήση της δεν κρίνεται ιδιαίτερα δύσκολη και παράλληλα δεν απαιτεί πολύ χρόνο. Εξάλλου για αυτό το λόγο είναι και από τις πλέον χρησιμοποιούμενες μεθόδους από τις εταιρίες ΚΥΕΚ.

Παρόλο την ευρεία χρήση της όμως παρουσιάζει κάποια μειονεκτήματα όπως το ότι στηρίζεται σε τελικές αξίες οι οποίες είναι αποτέλεσμα άλλων μεθόδων, ή ότι χρησιμοποιεί απλουστευμένες παραδοχές. Η μεγαλύτερη κριτική την οποία έχει δεχθεί αυτή η μέθοδος όμως αφορά τη χρήση υψηλών επιτοκίων, αφού αυτά ουσιαστικά κυμαίνονται ανάμεσα στο 40-75% (Lerner Josh 2000, σελ. 187-188).

Γενικότερα πάντως υπάρχουν και άλλες πολλές μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων καθώς κάθε μια εταιρία ΚΥΕΚ καταλήγει στην υιοθέτηση διαφορετικών τρόπων αξιολόγησης με παραλλαγές των κυριότερων μεθόδων.

Εξάλλου κάθε εταιρία ΚΥΕΚ αξιολογεί διαφορετικά τον κίνδυνο, εξειδικεύεται σε διαφορετικούς τομείς και είναι διατεθειμένη να αναλάβει διαφορετικού είδους κινδύνου.

### **6.9. Προσδοκίες Αποδόσεων κατά Κατηγορία ΕΚΕΣ, Σταδίου Χρηματοδότησης & Συμμετοχή στη Διοίκηση**

Σε αυτό το σημείο μπορούμε να αναφέρουμε έρευνα όσο αναφορά τις προσδοκίες των αποδόσεων που θέτουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ αναφορικά με την κατηγορία τους, το στάδιο χρηματοδότησης και συμμετοχή που θα έχουν στη διοίκηση. Έτσι έρευνα σε 200 εταιρίες ΚΥΕΚ από πέντε χώρες (ΗΠΑ, Αγγλία, Γαλλία, Βέλγιο, Ολλανδία) έδειξε ότι: α) οι εταιρίες ΚΥΕΚ απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για χρηματοδοτήσεις πρώιμων φάσεων ανάπτυξης των επιχειρήσεων από ότι στα μεταγενέστερα στάδια, β) οι ανεξάρτητες εταιρίες ΚΥΕΚ αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές ομίλων ή μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, και γ) γενικότερα υψηλότερες αποδόσεις έχουν να κάνουν με εταιρίες ΚΥΕΚ που παρέχουν ουσιαστική ανάμειξη και συμμετοχή στις εταιρίες στις οποίες επενδύουν, έχουν μικρότερη αναμενόμενη διάρκεια επένδυσης και τέλος, τοποθετούνται στις ΗΠΑ και στην Αγγλία σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες του δείγματος (Manigart, Wale, Wrigh, Robbe, Desbrires, Sapienza, Beekman, 2002 )

## **6.10. Το Φαινόμενο της Μυωπίας Αγοράς Κεφαλαίου**

Το φαινόμενο αυτό (Capital Market Myopia) αναφέρεται σε έναν ακόμα κίνδυνο που μπορεί να αντιμετωπίσουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ και οφείλεται στην υπέρ – συγκέντρωση πολλών κεφαλαίων στον ίδιο τομέα. Το αναφέρουμε σε αυτό το σημείο της εργασίας για να τονίσουμε ότι μια εταιρία ΚΥΕΚ όταν αξιολογεί μια επένδυση δεν πρέπει να βασίζεται μόνο στην χρήση κάποιων χρηματοοικονομικών εργαλείων και κάποιων γενικών κριτηρίων που μπορεί να υποδεικνύουν ότι η επιχειρηματική πρόταση είναι πολύ ελκυστική. Υπάρχουν κίνδυνοι οι οποίοι να μην της είναι εμφανής για κάποιου λόγους.

Ο κίνδυνος της “Μυωπίας” στην αγορά κεφαλαίου, δημιουργείται όταν κάποιιοι τομείς οι οποίοι διαφαίνονται πολύ ελκυστικοί τραβούν την προσοχή πολλών ξεχωριστών κεφαλαίων, τα οποία δεν λαμβάνουν υπόψη τους τις επιπτώσεις από τις επενδύσεις τους σαν σύνολο. Έτσι οδηγούμαστε στην χρηματοδότηση σε υπερβολικά επίπεδα ενός νέου τομέα της οικονομίας, με δημιουργία πολλών φιλόδοξων επιχειρήσεων οι οποίες όλες μαζί δεν μπορούν να συντηρηθούν από την αγορά.

Τα μαθήματα που μπορούν να προκύψουν από το πρόβλημα της «μυωπίας της αγοράς κεφαλαίου» είναι: α) η ανάπτυξη δεν ισοδυναμεί με κέρδη, β) τα κέρδη ορισμένων δεν συνεπάγονται καλές δουλειές για όλους, γ) Η αστάθεια της αγοράς μπορεί να συνεπάγεται άσχημα νέα καθώς η γρήγορη αλλαγή δημιουργεί επιχειρηματικές ευκαιρίες παράλληλα με κινδύνους, δ) αναγνώριση της αλυσίδας, δηλαδή των αλληλεπιδράσεων που δημιουργούνται.

Βέβαια εκτός από την πιθανή απώλεια αρκετών κεφαλαίων εξαιτίας αυτού του κινδύνου, καθώς λίγες από τις πολλές επιχειρήσεις που δημιουργούνται θα καταφέρουν να επιβιώσουν, έχουμε και κάποια θετικά από την ανάπτυξη του έντονου αυτού ανταγωνισμού. Έτσι ο μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων και ο έντονος ανταγωνισμός που δημιουργήθηκε σε ορισμένους τομείς οδήγησε στην γρήγορη ανάπτυξη του κλάδου, την πτώση

τιμών, και την υιοθέτηση πολλών καινοτομιών (Bygrave – Timmons 1992, σελ. 125-148)

## **BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6**

1. **Warne K.**, “*Risk and industry characteristics of Venture Capital investments*”, Washington University of St Louis, working paper, 1998
2. **Βασιλείου Μαρία**, “Υπάρχει *Venture Capital* στην Ελλάδα;” Οικονομικός Ταχυδρόμος (2001), φ.5, σελ.29
3. **Bygrave D. William and Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 6
4. **Zacharakis, A. L., Meyer G. D.**, “*The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision?*”, Journal of Business Venturing 15, 2000, σελ. 323-346
5. **Gulati R., Higgins M.C.**, “Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success” Strategic Management Journal 24, 2003, σελ. 127-144
6. **Μπακούρος Ι. Λ. και Εμμανουηλίδου Π.**, “*Το VENTURE CAPITAL Πηγή Χρηματοδότησης Καινοτόμων Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων*”
7. **Zucker L.G., Darby M. R. Brewer, M. B.**, “*Intellectual human capital and the birth of U.S. biotechnology enterprises*”, American Economy Review 88,1998, σελ. 209-306
8. **Νομικός – Μακρυμανωλάκης – Χριστόπουλος**, “*Venture Capitals: Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης*” Περιοδικό: new economy observer, Τεύχος Νοεμβρίου 2001
9. **Lorenz Tony**, “*Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ.100
10. **Βασιλείου Δημήτρης**, “*Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δεκέμβριος 1996
11. **Bygrave D. William and Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 198 – 202

12. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 208
13. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 225
14. **Shepherd A. Dean, Zacharakis Andrews** and **Baron A. Robert**, “*VC’s decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better*”, *Journal of Business Venturing* 18, 2003, σελ. 381-401
15. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 209-216
16. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 323
17. **Silver David**, “*Venture Capital – a Complete Guide for Investors*”, John Wiley & Sons Publications, 1990, σελ. 47
18. **Fiet O. James** , “*Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets*”, *Journal of Management Studies* 32:4 July 1995, σελ. 552-573
19. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, σελ.133-135
20. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, σελ. 135-138
21. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, σελ. 138-143
22. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, σελ.143
23. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, σελ. 146-149
24. **Lerner Josh**, “*Venture Capital and Private Equity*” John Wiley & Sons, USA 2000, σελ. 187-188
25. **Manigart S., Waele K., Wright M., Robbe K., Desbrieres P., Sapienza H., Beekman A.**, “*Determinants of required return in venture capital*

*investments: a five country study*”, Journal of Business Venturing:  
Volume 17, Issue 4, July 2002

26. **Bygrave D. William** and **Timmons A. Jeffrey** “*Venture Capital at the Crossroads*”, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992, σελ. 125-148



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### Μέθοδοι Εξόδου Εταιριών ΚΥΕΚ από τις Επενδύσεις Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου

#### 7.1. Σκοπός Κεφαλαίου

Σκοπός του κεφαλαίου είναι να αναφέρουμε τους τρόπους με τους οποίους μια εταιρία ΚΥΕΚ πραγματοποιεί την έξοδο της από την επένδυση. Κατά αυτόν τον τρόπο ολοκληρώνεται η επένδυση και συνεπώς η εταιρία ΚΥΕΚ πραγματοποιεί κέρδη ή ζημίες. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού αναφέρουμε και την κατάσταση επενδύσεων οι οποίες χαρακτηρίζονται ως “ζωντανές νεκρές” οι οποίες βρίσκονται στο μεταίχμιο να θεωρηθούν επιτυχημένες ή αποτυχημένες και τι κάνουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ στην κατάσταση αυτή.

#### 7.2. Μέθοδοι Αποεπένδυσης

Όπως έχουμε αναφέρει από τα πρώτα κεφάλαια της εργασίας σκοπός των εταιριών ΚΥΕΚ από την επένδυση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων σε νέες επιχειρηματικές προσπάθειες είναι η δημιουργία υπεραξιών και συνεπώς η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Τα κέρδη ή ζημίες λοιπόν για την εταιρία ΚΥΕΚ πραγματοποιούνται με την έξοδο της από την επένδυση. Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί θα λέγαμε την φυσική κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας. Στο σημείο αυτό λοιπόν θα δούμε τους μηχανισμούς με τους οποίους πραγματοποιείται η αποεπένδυση.

Γενικά αναφέρουμε ότι ο χρόνος που απαιτείται για να αποδεσμευτεί μια εταιρία ΚΥΕΚ από την επένδυση υπολογίζεται μεταξύ 2 έως 10 ετών. Η οικονομική ζωή της επένδυσης είναι συνήθως προκαθορισμένη από το αρχικό συμβόλαιο και ορίζεται στα 10 χρόνια ενώ οι παρατάσεις που μπορεί να δοθούν δεν ξεπερνούν τα 3 χρόνια. Ενώ η έξοδος μπορεί να είναι εκούσια ή

μη. Οι εκούσιες έξοδοι από μια επένδυση δεν αφορούν πάντα κερδοφόρες περιπτώσεις καθώς υπάρχουν φορές που η εκούσια έξοδος αποτελεί την μόνη εναλλακτική λύση στην αποτυχία. Επίσης οι μη εκούσιες έξοδοι είναι συνήθως αποτέλεσμα εξαγοράς ή ρευστοποίησης αποτυχημένων επενδυτικών προσπαθειών (Lorenz 1989, σελ.127).

Η πετυχημένη έξοδος από μια επένδυση καταδεικνύει και την επιτυχία των στελεχών της εταιρίας ΚΥΕΚ καθώς επίσης προάγει και τη φήμη της.

Η ρευστοποίηση της επένδυσης γίνεται συνήθως με τους εξής τρόπους:

- 1) Πώληση μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου (IPO, Initial Public Offering)
- 2) Πώληση σε τρίτες εταιρίες (trade sale)
- 3) Πώληση μετοχών στους μετόχους της χρηματοδοτούμενης εταιρίας (MBO, Management Buy – Out)
- 4) Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή – ή εταιρία ΚΥΕΚ
- 5) Χρηματοδότηση από μια “παραδοσιακή” πηγή (τράπεζα)
- 6) Ρευστοποίηση – Εκκαθάριση (liquidation)

### **7.2.1. Πώληση Μετοχών Μέσω του Χρηματιστηρίου**

Η συγκεκριμένη μορφή εξόδου της εταιρίας ΚΥΕΚ από την επένδυση, με την εισαγωγή της επιχείρησης σε χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί την πιο διαδεδομένη διαδικασία. Συνήθως όταν η επιχείρηση έχει αναπτυχθεί αρκετά και χρειάζεται νέα κεφάλαια, είναι πιθανό να αποφασισθεί η πώληση των μετοχών της στο κοινό. Η διαδικασία αποεπένδυσης μέσω Αρχικής Δημόσιας Προσφοράς (IPO, Initial Public Offering) είναι και η πιο κερδοφόρος καθώς σύμφωνα με έρευνες τα κέρδη που δημιουργήθηκαν με την μέθοδο αυτή ήταν σχεδόν πέντε φορές μεγαλύτερα από ότι με τις άλλες κερδοφόρες μεθόδους. Η διαδικασία αυτή μπορεί να επιτευχθεί είτε με πώληση νέων μετοχών στην πρωτογενή αγορά είτε με την πώληση των ήδη υφιστάμενων μετοχών στην δευτερογενή αγορά.

Συνήθως η μέθοδος αυτή προϋποθέτει και την υπογραφή μιας συμφωνίας που λέγεται “lock-up agreement”. Με την συμφωνία αυτή η εταιρία ΚΥΕΚ δεσμεύεται να μην πραγματοποιήσει πώληση των μετοχών της για μια καθορισμένη περίοδο μετά τη δημόσια προσφορά. Η δέσμευση αυτή έχει ως σκοπό να μην σταλούν ανησυχητικά μηνύματα στην αγορά από πώληση των μετοχών της εταιρίας ΚΥΕΚ πράγμα που θα οδηγούσε στην υποβάθμιση της αξίας της μετοχής της επιχείρησης. Πάντως για τους υπεύθυνους των εταιριών ΚΥΕΚ αποτελεί την ιδανική μέθοδο εξόδου γιατί επιφέρει πολύ μεγάλες αποδοχές καθώς και τη δυνατότητα να επωφεληθούν από τη μελλοντική ανάπτυξη της εταιρίας σε περίπτωση που κρατήσουν κάποιο μερίδιο μετοχών.

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

- ♦ Άντληση κεφαλαίων για επέκταση για τον επιχειρηματία
- ♦ Υψηλότερες αποδόσεις έναντι των άλλων στρατηγικών εξόδων
- ♦ Ενίσχυση του γοήτρου και της θέσης της επιχείρησης στον κλάδο της αλλά και γενικότερα στις αγορές της
- ♦ Εμπορεύσιμες μετοχές διαθέσιμες για εξαγορές

- ◆ Δίνεται η δυνατότητα στους παλιούς μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά, αποκομίζοντας σημαντικά κέρδη κεφαλαίου
- ◆ Δημιουργία οφέλους για τους υπαλλήλους από σενάρια διανομής μετοχών

Τα μειονεκτήματα της διαδικασίας εισαγωγής των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά είναι τα εξής:

- ◆ Πιθανή απώλεια ελέγχου της εταιρίας
- ◆ Μη επιθυμητές προσφορές
- ◆ Εξονυχιστική έρευνα από τους μετόχους και τον τύπο
- ◆ Ιδιαίτερα μεγάλη προσπάθεια για και τη σωστή πληροφόρηση μεγάλου αριθμού επενδυτών
- ◆ Μεγάλη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα κέρδη και μερίσματα
- ◆ Υψηλό κόστος εισαγωγής

Καταλαβαίνουμε ότι η επιτυχής έξοδος των εταιριών ΚΥΕΚ από τις επιχειρήσεις που έχουν τοποθετήσει τα κεφάλαιά τους, μέσω της αρχικής δημόσια προσφοράς των μετοχών τους στο κοινό, επηρεάζεται και από τη συγκυρία στην οποία βρίσκεται η χρηματαγορά.

### **7.2.2. Πώληση σε Τρίτους**

Η πώληση σε τρίτους (trade sale) αποτελεί μια επίσης δημοφιλέστατη μορφή αποεπένδυσης, μάλιστα είναι η δεύτερη σε συχνότητα. Στην περίπτωση αυτή έχουμε την εξαγορά ενός μεριδίου ή ακόμα και ολόκληρης της επιχείρησης από μια μεγάλη εταιρία, η οποία έλκεται από τις προοπτικές και τα αποτελέσματά της. Συνήθως η πώληση της εταιρίας γίνεται σε κάποιον στρατηγικό επενδυτή.

Η μεγαλύτερη επιχείρηση μπορεί να ενδιαφερθεί τόσο για το προϊόν της εταιρίας, όσο και για την μεταφορά τεχνολογίας και τεχνογνωσίας που η καινοτόμος επιχείρηση χρησιμοποιεί. Έτσι η μεγάλη επιχείρηση εκφράζει πρόταση για αγορά του μεριδίου συμμετοχής της εταιρίας ΚΥΕΚ ή ολόκληρης

της εκκολαπτόμενης εταιρίας. Πολλές φορές στην συμφωνία πώλησης του μεριδίου που κατέχει η εταιρία ΚΥΕΚ στην επιχείρηση περιέχεται όρος που αναγκάζει και τους υπόλοιπους μετόχους της επιχείρησης να πωλήσουν το δικό τους μερίδιο στον ίδιο αγοραστή.

Από την πλευρά της επιχείρησης είναι πολύ πιθανό όταν η ίδια λειτουργεί με μικρό κέρδος αλλά κατέχει κάποιο σημαντικό πλεονέκτημα (προϊόν ή τεχνολογία) σε μια αγορά με μεγάλη ανάπτυξη, να πετύχει μεγαλύτερη αποτίμηση εξόδου με την πώλησή της σε μια μεγαλύτερη εταιρία από ότι με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

Εξάλλου επιπρόσθετο θετικό στοιχείο αυτής της μεθόδου εξόδου από την επένδυση είναι ότι αποφεύγεται η γραφειοκρατία και το κόστος της πρώτης διαδικασίας.

Σαν αρνητικό της μεθόδου αυτή συγκαταλέγουμε την απώλεια ελέγχου της εταιρίας από τον επιχειρηματία- εμπνευστή της καθώς μεταβιβάζεται σημαντικό μέρος της εταιρίας στους σε μεγαλύτερη εταιρία.

### **7.2.3. Πώληση Μεριδίου στους Μετόχους της Χρηματοδοτούμενης Εταιρίας**

Στην περίπτωση αυτή έχουμε τους κύριους μετόχους της εταιρίας, στους οποίους συγκαταλέγονται και οι ιδρυτές της, να επαναγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της εταιρίας ΚΥΕΚ καταβάλλοντας το ανάλογο αντίτιμο (Company payback ή Management Buy-out).

Η επαναγορά του μεριδίου της εταιρίας ΚΥΕΚ αλλά και η τιμή της μετοχής, μπορούν να έχουν καθοριστεί στο αρχικό συμβόλαιο συνεργασίας. Πολλές φορές η τιμή εξαγοράς της εταιρίας έχει προκαθοριστεί, είτε ως ποσοστό των πωλήσεων των προηγούμενων ετών επί ένα πολλαπλασιαστή είτε ως πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών του προηγούμενου έτους.

Για την εξαγορά της επιχείρησης από το εσωτερικό της περιβάλλον αναφερθήκαμε αναλυτικότερα στο κεφάλαιο 5. Επίσης στο κεφάλαιο 5 αναφέραμε τους λόγους που πολλές φορές πραγματοποιείται αυτή μέθοδος εξόδου των εταιριών ΚΥΕΚ.

#### **7.2.4 Πώληση Μετοχών σε Άλλο Επενδυτή – ΕΚΕΣ**

Στην περίπτωση αυτή έχουμε την μεταβίβαση του μεριδίου της εταιρίας ΚΥΕΚ σε μια άλλη εταιρία ίδιας μορφής, δηλαδή σε μια άλλη εταιρία ΚΥΕΚ, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς τη χρηματοδότηση και τη στήριξη των εργασιών της καινοτομικής επιχείρησης ή σε κάποιον άλλον θεσμικό επενδυτή.

#### **7.2.5. Χρηματοδότηση από μια “Παραδοσιακή” Πηγή**

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

#### **7.2.6. Ρευστοποίηση – Εκκαθάριση**

Η περίπτωση αυτή (liquidation) μπορεί να επιβάλλεται εκ των πραγμάτων όταν η επένδυση έχει αποτύχει να επαληθεύσει τις προσδοκίες της. Με την διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και περιέχονται στην κυριότητα της εταιρίας ΚΥΕΚ με σκοπό την κατά το δυνατό επανάκτηση των επενδυμένων κεφαλαίων από μέρους της. Στην περίπτωση που διαπιστωθεί ότι τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης έχουν μεγαλύτερη αξία από την αποτίμηση της σύμφωνα με την παρούσα αξία μελλοντικών εισροών της, η εταιρία ΚΥΕΚ μπορεί να προχωρήσει στην λύση αυτή.

Η λύση της ρευστοποίησης έχει ως σκοπό την ελαχιστοποίηση της ζημιάς και αποτελεί την έσχατη λύση για μια εταιρία ΚΥΕΚ, η οποία πρέπει να κάνει ότι είναι δυνατόν με την συμμετοχή τους στη διοίκηση της επιχείρησης, ώστε να αποτρέψει ένα τέτοιο ενδεχόμενο.

Η απόδοση της επένδυσης στην προκειμένη περίπτωση θεωρείται μηδενική ή αρνητική.

### **7.3. Καταστάσεις “Ζωντανών – Νεκρών” Επενδύσεων**

Βέβαια στην οικονομική δραστηριότητα δεν παρατηρούνται πάντα ξεκάθαρες περιπτώσεις ώστε για μια εταιρία ΚΥΕΚ να είναι εύκολο να πάρει απόφαση εξόδου από μια επένδυση και με ποιο τρόπο. Στις επενδύσεις επιχειρηματικών συμμετοχών λοιπόν δεν είναι τόσο σπάνιο το φαινόμενο των “ζωντανών νεκρών” επενδύσεων στις οποίες δηλαδή η επένδυση βρίσκεται στο ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ του να θεωρηθεί επιτυχημένη ή αποτυχημένη.

Συνήθως οι επενδύσεις αυτές βρίσκονται στα μεσαία ή τελευταία στάδια της οικονομικής τους ζωής, είναι οικονομικά αυτόρκειες επενδύσεις αλλά αποτυγχάνουν να αποδώσουν τα αναμενόμενα επίπεδα κερδών, ρυθμών ανάπτυξης ή ακόμα και να προσφέρουν τις κατάλληλες ευκαιρίες για επιτυχή έξοδο από την επένδυση.

#### **7.3.1. Χαρακτηριστικά “Ζωντανών - Νεκρών” επενδύσεων**

Τα χαρακτηριστικά των επενδύσεων που χαρακτηρίζονται ως “ζωντανές νεκρές” σύμφωνα με τα στελέχει των εταιριών ΚΥΕΚ είναι τα εξής:

- Έχουν πολύ φτωχές πιθανότητες για να πραγματοποιήσουν μια επιτυχημένη και κερδοφόρα έξοδο από την επένδυση. Είναι σχεδόν μη – ρευστοποιήσιμες άμεσα.
- Χαρακτηριστικό εξάλλου της λειτουργίας τους είναι οι περιορισμένες προοπτικές μεγέθυνσης των εργασιών και η ανεπαρκής κερδοφορία,

- Όμως οι επενδύσεις αυτές είναι αυτάρκεις οικονομικά, δεν χρειάζονται δηλαδή επιπλέον οικονομική στήριξη.
- Ενώ οι επενδύσεις “νικητές” πληρούν τόσο τις προσδοκίες χρέους (debt) και κεφαλαίου (equity), οι επενδύσεις “ζωντανές νεκρές” καταφέρνουν να διατηρούν θετικές χρηματικές ροές και να ανταποκρίνονται στους όρους του χρέους τους, αλλά δεν πραγματοποιούν επαρκή μεγέθυνση εσόδων και κερδών ώστε να πληρούν τις προσδοκίες των επενδυτών, δηλαδή τους όρους των κεφαλαίων.
- Κάποιες φορές διακρίνονται για λειτουργικά και διοικητικά προβλήματα, και συρρίκνωση της αγοράς στην οποία βρίσκονται.

Συνήθως “ζωντανές νεκρές” επενδύσεις παρουσιάζονται στα μεσαία στάδια χρηματοδότησης, τα οποία αναφέραμε στο πέμπτο κεφάλαιο. Πάντως συνήθως σε τέτοια κατάσταση βρίσκονται οι επιχειρήσεις σε στάδιο μετά την ανάπτυξη του προϊόντος το οποίο έχει ήδη εισαχθεί στην αγορά.

Σαν μεγαλύτερη αιτία του προβλήματος, οι ίδιοι οι υπεύθυνοι των εταιριών ΚΥΕΚ χαρακτηρίζουν την αδυναμία διοίκησης, ενώ κατά σειρά σημαντικότητας αίτια αποτελούν οι “τυχαίοι” παράγοντες που έχουν να κάνουν με παράγοντες της αγοράς αλλά και της ανταγωνιστικότητας. Δηλαδή οι “ζωντανές νεκρές” επενδύσεις πραγματοποιούνται όταν οι αγορές στις οποίες επιχειρούν είτε είναι μικρές είτε αναπτύσσονται με αργό ρυθμό, ή η επιχείρηση δεν καταφέρνει να αποκτήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα (Ruhkna, Feldman and Dean Thomas 1992, σελ. 137- 146).

### **7.3.2. Στρατηγικές Αντιμετώπισης του Προβλήματος**

Η πιο συνηθισμένη στρατηγική για την αντιμετώπιση καταστάσεων “ζωντανών νεκρών” επενδύσεων είναι να προσπαθήσουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ να πουλήσουν ή να συγχωνεύσουν την επιχείρηση στην οποία έχουν επενδύσει συνήθως σε μεγάλη εταιρία η οποία σχετίζεται με το ίδιο προϊόν ή την τεχνολογία που χρησιμοποιείται. Επίσης εναλλακτικά αντικαθιστάται η



διοίκηση της επιχείρησης, παίρνει ενεργό ρόλο ο επενδυτής στην διοίκηση της επιχείρησης και συνεισφέρει με την εμπειρία του στην διαδικασία αποφάσεων. Υπάρχει επίσης και η επιλογή της “επανατοποθέτησης” του προϊόντος στην αγορά. Πολλές φορές η προσπάθεια πώλησης ή συγχώνευσης της επιχείρησης, πραγματοποιείται αφού έχει εξαντληθεί η προσπάθεια της ανόρθωσης τη επένδυσης με αντικατάσταση της διοίκησης ή επανατοποθέτηση του προϊόντος (Ruhkna, Feldman and Dean Thomas 1992, σελ. 147-150).

### **7.3.3. Επιτυχία ή Αποτυχία από τις Καταστάσεις “Ζωντανών Νεκρών” Επενδύσεων**

Σύμφωνα με την έρευνα οι “ζωντανές νεκρές” επενδύσεις οι οποίες κατέληξαν σε επιτυχία είναι περίπου οι μισές από τις περιπτώσεις (55,9%) από τις οποίες το μεγαλύτερο μέρος (33,3%) αφορά επιτυχημένη πώληση ή συγχώνευση της επιχείρησης, και αμέσως μετά (13,6%) περιπτώσεις όπου η εταιρία ΚΥΕΚ με αλλαγή της διοίκησης κατάφερε να επιτύχει την ανόρθωση της επιχείρησης. Από τις περιπτώσεις όπου χαρακτηρίζονται ως ανεπιτυχείς, το μεγαλύτερο μέρος (26,7% επί των συνολικών υποθέσεων) αφορούσαν την διαγραφή της επένδυσης (Ruhkna, Feldman and Dean Thomas 1992, σελ. 151-154).

## **BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7**

1. **Lorenz Tony**, “Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: *practical guide to the venture capital market*”, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989, σελ.127
2. **Ruhkna C. John, Feldman D. Howard and Dean Thomas**, “The ‘Living Dead’ Phenomenon in Venture Capital investments”, Journal of Business Venturing 7, 1992, σελ. 137- 146
3. **Ruhkna C. John, Feldman D. Howard and Dean Thomas**, “The ‘Living Dead’ Phenomenon in Venture Capital investments”, Journal of Business Venturing 7, 1992, σελ. 147-150
4. **Ruhkna C. John, Feldman D. Howard and Dean Thomas**, “The ‘Living Dead’ Phenomenon in Venture Capital investments”, Journal of Business Venturing 7, 1992, σελ. 151-154

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8**

### **ΤΟ ΚΥΕΚ ΣΗΜΕΡΑ ΔΙΕΘΝΩΣ**

#### **8.1. Σκοπός Κεφαλαίου**

Σκοπός του κεφαλαίου είναι να κάνουμε μια περιληπτική παρουσίαση των βασικών μεγεθών του κλάδου του ΚΥΕΚ παγκοσμίως, πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της ελληνικής αγοράς. Θα κάνουμε μια αναφορά των σημαντικότερων παγκόσμιων αγορών ΚΥΕΚ, με την προβολή των κυριότερων χαρακτηριστικών της κάθε αγοράς, και τους σημαντικότερους δείκτες προόδου. Στην ανάλυσή μας χωρίζουμε την παγκόσμια αγορά σε μεγάλες περιφέρειες, της βόρειας Αμερικής, της Ασίας και του Ειρηνικού και της Ευρώπης στην οποία θα επικεντρωθούμε περισσότερο μιας και εκεί ανήκει και η δική μας αγορά.

#### **8.2. Αγορά ΚΥΕΚ στις ΗΠΑ**

Οι Ηνωμένες Πολιτείες όπως είδαμε αποτελούν την παραδοσιακή αγορά ΚΥΕΚ καθώς είναι η χώρα στην οποία ξεκίνησαν τα ΚΥΕΚ με τη σύγχρονη τους μορφή και γνώρισαν την μεγαλύτερη ανάπτυξη. Είναι εξάλλου πασίγνωστες και πλέον καθιερωμένες οι εταιρίες που δημιουργήθηκαν από αυτόν τον θεσμό, όπως: Microsoft software, Sun Microsystems, Intel, Lotus Developments Corporation, Compaq Computers, Dell Computers, Genetics Institute, Staples Inc, Teledyne, People Express, Hybritech. Επίσης έχουμε νεότερες επιχειρήσεις που δημιουργήθηκαν από την ραγδαία ανάπτυξη του διαδικτύου και της υψηλής τεχνολογίας και είναι πια πασίγνωστες όπως η Yahoo, Netscape, Google, eBay και άλλες.

Ο θεσμός αυτός λοιπόν ευνόησε ιδιαίτερα την αλματώδη ανάπτυξη των ηλεκτρονικών υπολογιστών και τη νέα τεχνολογία γενικότερα. Την δεκαετία του '70 η γενικότερη οικονομική ύφεση είχε αποτέλεσμα την συρρίκνωση του θεσμού, ο οποίος όμως ανέκαμψε κατά την δεκαετία του '80

ενώ από το 1990 η συνολική προσφορά ΚΥΕΚ ακολούθησε σταθεροποιητική στάση.

Παραδοσιακά οι βασικότερες πηγές ΚΥΕΚ είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι ιδιώτες επενδυτές, οι ξένοι επενδυτές καθώς και διάφορα φιλανθρωπικά ιδρύματα (Bygrave and Timmons 1992, σελ. 42). Οι κλάδοι που κατά το παρελθόν απορρόφησαν το μεγαλύτερο μέρος των ΚΥΕΚ ήταν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές (λογισμικό και εξοπλισμός Η/Υ), κλάδος της υγείας, οι τηλεπικοινωνίες, ενώ ο κυριότερος τόπος προορισμού των ΚΥΕΚ είναι η Silicon Valley.

Στα κυριότερα χαρακτηριστικά του θεσμού των ΚΥΕΚ στις ΗΠΑ είναι μεταξύ άλλων, η μεγάλη προσφορά κεφαλαίων, η τοποθέτηση των κεφαλαίων αυτών γίνεται κυρίως σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώιμα στάδια ανάπτυξης και δραστηριοποιούνται κυρίως σε τεχνολογίες αιχμής, ενώ οι χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ είναι ιδιαίτερα αναπτυγμένες, πράγμα που βοηθά στην ρευστοποίηση των επενδύσεων.

Η συνεισφορά των ΚΥΕΚ στην Αμερικάνικη οικονομία όπως αναφέραμε και σε προηγούμενα κεφάλαια είναι σημαντικότερη, χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι σύμφωνα με τον NVCA (National Venture Capital Association), δημιουργούνται καινοτόμες επιχειρήσεις, οι οποίες συμβάλλουν, στην δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, δημιουργούνται νέοι κλάδοι και διευρύνονται αγορές με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι πωλήσεις (10 εκατ. απασχολούμενοι σε εταιρίες που προέρχονται από χρηματοδότηση μέσω ΚΥΕΚ, 1,8 τρισεκατομμύρια δολ. πωλήσεις το 2003), αυξάνουν τους μισθούς προς εργαζομένους και στελέχη τους με μεγαλύτερο ρυθμό από παραδοσιακές εταιρίες, έχουν μεγαλύτερη συνεισφορά στην έρευνα και ανάπτυξη καθώς είναι και πιο αποδοτικές, ενώ γενικότερα ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα της Αμερικής στο παγκόσμιο περιβάλλον. (NVCA.org)

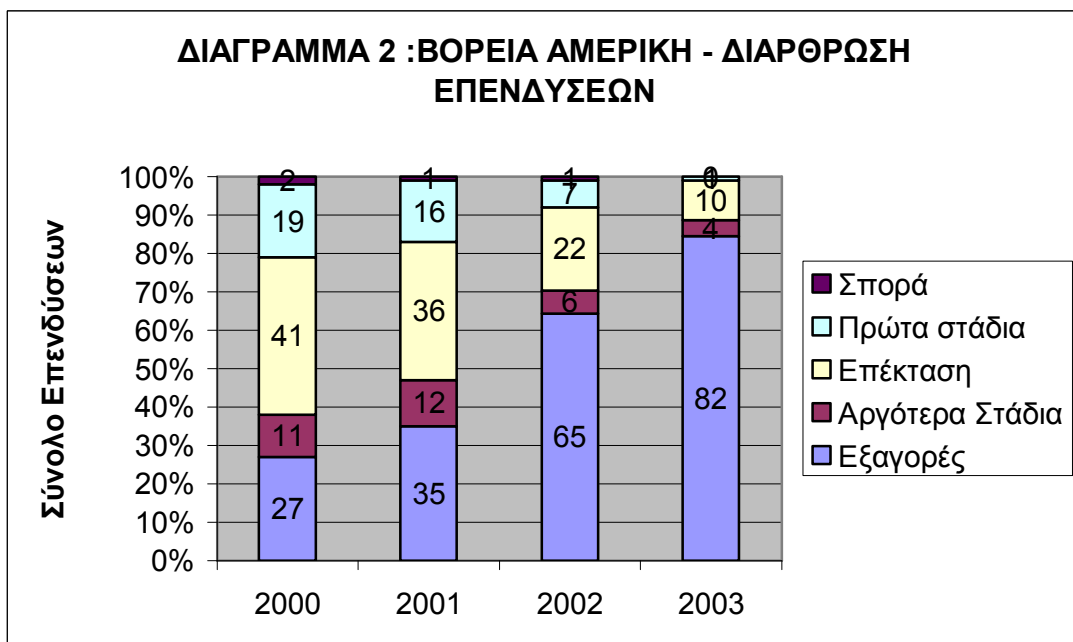
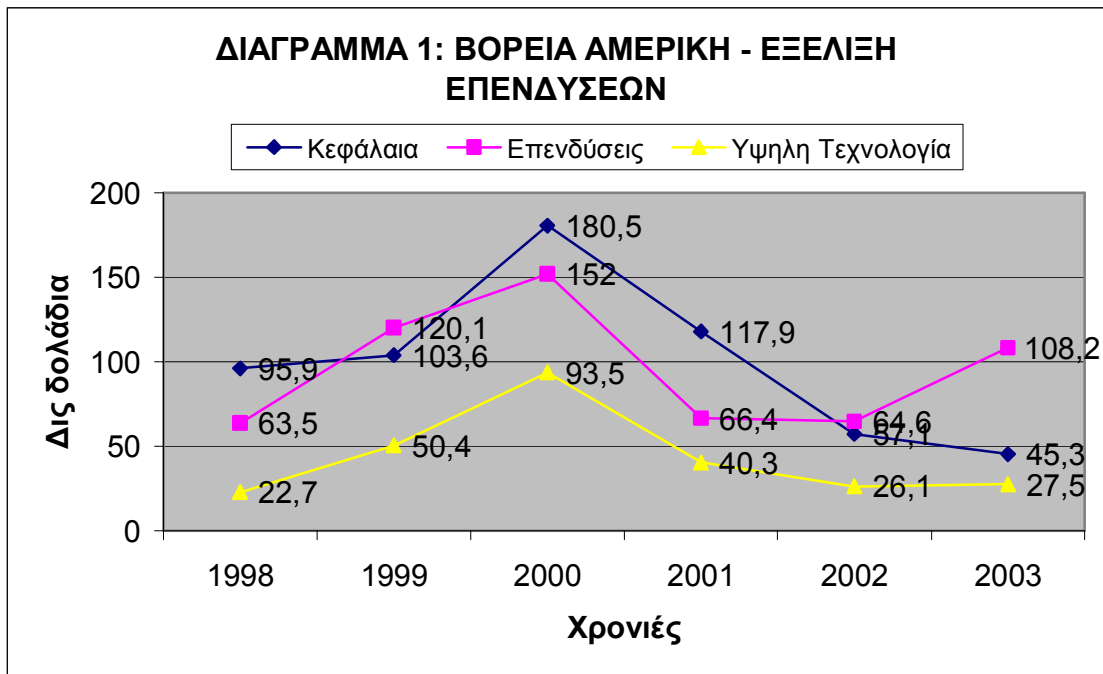
Οι προοπτικές για το 2005 στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο αναφορά τα ΚΥΕΚ δείχνουν αρκετά ευοίωνες καθώς οι περισσότεροι αναλυτές της αγοράς εκφράζουν την αισιοδοξία τους για το μέλλον του θεσμού. Χαρακτηριστικά ο Mark Heesen, πρόεδρος του NVCA (National Venture Capital Association) λέει "Είναι καλός καιρός να είσαι venture capitalist. Όπως μπαίνουμε στο

2005, θα υπάρξουν πολλές ευκαιρίες σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους, στάδια χρηματοδότησης και γεωγραφικές περιοχές. Η ισχυροποίηση των δημόσιων εγγραφών και των εξαγορών βοηθούν στην χρηματοδότηση των τελευταίων σταδίων κατά το 2004. Τώρα που οι επιχειρηματίες ΚΥΕΚ ξεκινούν να επενδύουν στα νέα τους κεφάλαια (funds) θα δούμε ξανά μια εστίαση στα πρώτα στάδια δημιουργίας μιας επιχείρησης. (NVCA, Money tree survey, 2004)

Στο σημείο αυτό θα παρουσιάσουμε κάποια τελευταία στοιχεία για τον κλάδο των ΚΥΕΚ όσο αναφορά την αγορά της Βόρειας Αμερικής (ΗΠΑ, Καναδάς).

### **8.2.1. Βόρεια Αμερική**

- 108 δις δολάρια επενδύθηκαν σε (private equity) και ΚΥΕΚ το 2003, αύξηση 67% από το 2002
- Το ποσό αυτό αντιστοιχεί στο 0.97% του ΑΕΠ της βόρειας Αμερικής
- Το ποσό που μαζεύτηκε από τα διάφορα ταμεία ήταν περίπου 82 δις δολάρια, 21% μείωση σε σχέση με το 2002
- Τουλάχιστον 27,5 δις δολάρια επενδύθηκαν σε τομείς τεχνολογίας, 6% άνοδο σε σχέση με το 2002
- Περίπου 10,4 δις δολάρια επενδύθηκαν σε στάδια επέκτασης το 2003, 24% μείωση σε σχέση με το 2002
- Τουλάχιστον 89 δις δολάρια επενδύθηκαν σε εξαγορές το 2003, αύξηση 114% σε σχέση με τα 41,6 δις δολάρια του 2002

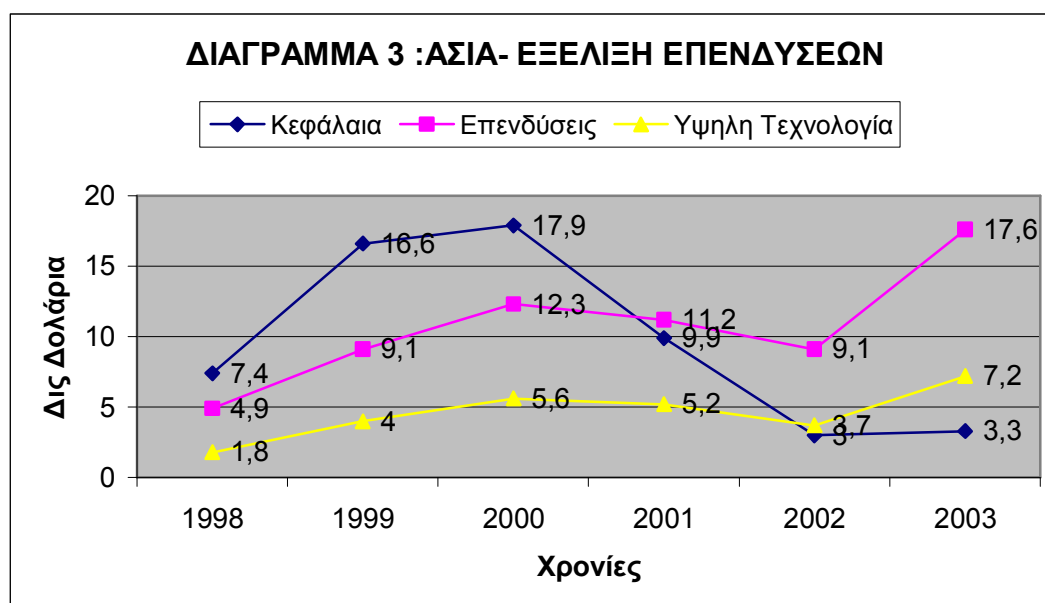


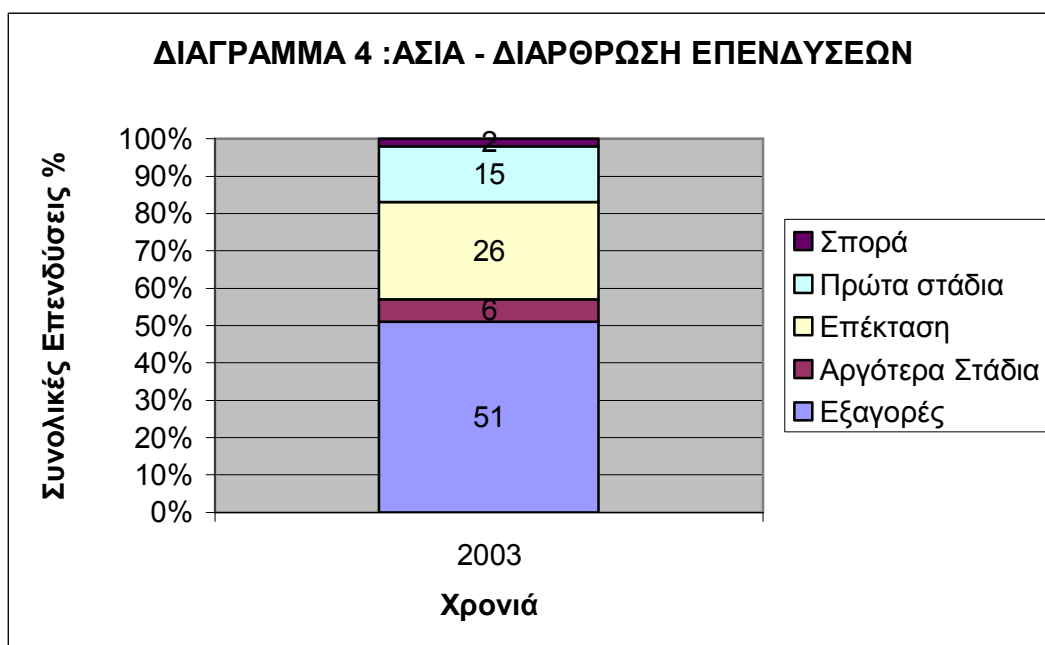
Πηγή: The PricewaterhouseCoopers/ Venture Economics/ National Venture Capital Associate Money Tree Survey/ Buyout Newsletter/ Private Equity Analyst/ CVCA Annual Statistical Review

### 8.3. Αγορά ΚΥΕΚ σε Ασία – Ειρηνικό

Όπως είδαμε και στα προηγούμενα κεφάλαια η ανάπτυξη του ΚΥΕΚ τα τελευταία χρόνια στην Ασία υπήρξε ραγδαία, η Ιαπωνία, έχει γίνει ένας από τους μεγαλύτερους επενδυτές, σε όλο τον κόσμο, ακολουθούν Κορέα, Ταϊβάν και άλλες χώρες του Ειρηνικού, όπως η Σιγκαπούρη και το Χονγκ Κονγκ και η Μαλαισία οι οποίες σύμφωνα με διεθνείς δείκτες είναι από τις χώρες με την μεγαλύτερη διαθεσιμότητα ΚΥΕΚ προς τις επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Συνοπτικά κάποια βασικά στοιχεία όσο αναφορά το 2003 για την Ασία διακρίνουμε τα εξής:

- Περίπου 17,5 δις δολάρια επενδύθηκαν το 2003 σε private equity και ΚΥΕΚ, αύξηση 91% σε σχέση με το 2002
- Το ποσό αυτό αντιστοιχεί στο 0,23% του ΑΕΠ της Ασίας
- Μόνο 3,3 δις δολάρια τα ποσά που μαζεύτηκαν από τα διάφορα ταμεία, 11% αύξηση σε σχέση με το 2002
- Οι επενδύσεις σε τεχνολογία στην Ασία ήταν 7,3 δις δολάρια για το 2003 αύξηση δηλαδή 100% σε σχέση με τα επίπεδα του 2002
- Περίπου 2,6 δις δολάρια επενδύθηκαν σε κεφάλαια επέκτασης το 2003, μείωση 28%
- Τα κεφάλαια που δόθηκαν για εξαγορές ήταν του ύψους ρεκόρ των 8,9 δις δολάρια, αύξηση 454% σε σχέση με το 2002





Πηγή: AVCJ Guide to Venture Capital in Asia/ AVCJ estimates

#### **8.4 Αγορά ΚΥΕΚ στην Ευρώπη**

Η Ευρώπη είναι η δεύτερη περιφέρεια σε σημασία ανάπτυξης και εξάπλωσης του ΚΥΕΚ και όπως αναφέραμε, ξεκίνησαν με την σύγχρονη μορφή τους από την Μεγάλη Βρετανία, στα τέλη της δεκαετίας του '70. Η Μεγάλη Βρετανία παραμένει η μεγαλύτερη αγορά ΚΥΕΚ στην Ευρώπη. Κατά τις δεκαετίες του '80 και '90 τα ΚΥΕΚ παρουσίασαν μια σταθερά αυξητική πορεία. Η προσφορά ΚΥΕΚ είναι γεωγραφικά διάσπαρτη, και σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, οι περισσότερες επενδύσεις παρουσιάζονται σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ωριμότερα στάδια της οικονομικής τους ζωής, έχουν δηλαδή μια πιο συντηρητική νοοτροπία οι ευρωπαϊκές εταιρίες ΚΥΕΚ. (Stevens 1996, σελ. 36).

Από το 1983 δημιουργήθηκε η EVCA (European Venture Capital Association) με έδρα της Βρυξέλες και που έχει ως βασικό στόχο την προώθηση του θεσμού των ΚΥΕΚ ανά την Ευρώπη, παροχή βοήθειας στις Ευρωπαϊκές εταιρίες ΚΥΕΚ, συλλογή και παροχή πληροφοριών στα μέλη,



ανάπτυξη, παρουσίαση και υλοποίηση προγραμμάτων ενίσχυσης του θεσμού στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η ανταλλαγή απόψεων έτσι ώστε να δημιουργηθούν νέες πηγές διακρατικής χρηματοδότησης αλλά και συμμετοχή στις προσπάθειες ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Ο ΕVCA έχει πάνω από 925 μέλη σε 50 χώρες, συμπεριλαμβανομένου και των σημαντικότερων εταιριών ΚΥΕΚ της Ευρώπης. Μέσω της ΕVCA, η Ευρωπαϊκή Ένωση προωθεί ορισμένα προγράμματα που έχουν σκοπό την ενίσχυση τόσο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, όσο και τη συνεργασία μεταξύ των ευρωπαϊκών ΚΥΕΚ.

Στα κυριότερα χαρακτηριστικά του θεσμού των ΚΥΕΚ στην Ευρώπη είναι μεταξύ άλλων, η περισσότερο συντηρητική στρατηγική που έχουν αποφεύγοντας τον κίνδυνο, ο χώρος στον οποίοι πραγματοποιείται το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων είναι της τεχνολογίας, η Ευρωπαϊκή Ένωση παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξή του και οι χρηματιστηριακές αγορές βοηθούν τις δραστηριότητες των ΚΥΕΚ παρόλο που δεν είναι τόσο ανεπτυγμένες όπως αυτές των ΗΠΑ.

Παραδοσιακά οι βασικότερες πηγές ΚΥΕΚ στην Ευρώπη είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές. Οι κλάδοι που κατά το παρελθόν απορρόφησαν το μεγαλύτερο μέρος των ΚΥΕΚ ήταν οι τηλεπικοινωνίες, τα καταναλωτικά προϊόντα, οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, τα βιομηχανικά προϊόντα, και ο κλάδος της υγείας.

Συνοπτικά κάποια σημαντικά στοιχεία όσο αναφορά την αγορά ΚΥΕΚ στην Ευρώπη κατά το 2003 είχαμε τα εξής:

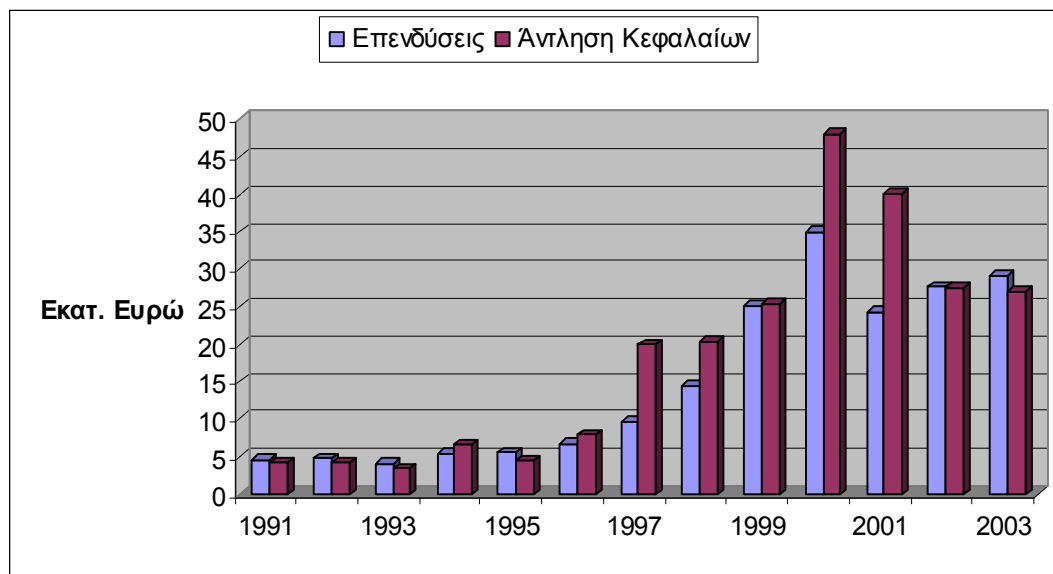
- Περίπου 29 δις ευρώ επενδύθηκαν σε 7.446 εταιρίες το οποίο αντιστοιχεί περίπου στο 0,3% του Ευρωπαϊκού ΑΕΠ, και παρουσίασε άνοδο 5,2% σε σχέση με το 2002
- Το Ηνωμένο Βασίλειο υπήρξε η πρώτη χώρα προορισμού των επενδύσεων με το 25% επί του συνόλου, ακολουθούμενο από την Γαλλία με 16,7%, την Γερμανία με 14,2% και την Ιταλία με 14%
- Από τις συνολικές επενδύσεις ΚΥΕΚ στην Ευρώπη το 63,3% των κεφαλαίων επενδύθηκε σε εξαγορές, το 21,4% των κεφαλαίων σε

- στάδια επέκτασης, το 7,9% σε κεφάλαια αντικατάστασης, το 6,8% σε κεφάλαια εκκίνησης και το 0,6% σε κεφάλαιο σποράς
- Οι τομείς στους οποίους επενδύθηκαν τα ΚΥΕΚ ήταν κατά σειρά σε εταιρίες καταναλωτικών ειδών με 5,6 δις ευρώ (19,4%), τηλεπικοινωνίες με 4,9 δις ευρώ (16,9%)
  - Οι εταιρίες υψηλής τεχνολογίας διπλασίασαν τα ποσά που επενδύθηκαν σε αυτές με 7 δις ευρώ, το οποίο αντιστοιχεί στο 1/4 των συνολικών επενδύσεων σε σχέση με το 1/8 το 2002
  - Οι χώρες που επένδυσαν το μεγαλύτερο μέρος των ΚΥΕΚ σε εταιρίες υψηλής τεχνολογίας είναι η Ιρλανδία με 95,8%, η Ουγγαρία με 77,5% και η Ελβετία με 50%
  - Ο αριθμός των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν αυξήθηκε κατά 1,4% στις 10,375. Από αυτές το 75,5% επί του συνόλου πήγε σε επενδύσεις που έγιναν για πρώτη φορά και το 24,5% σε συνέχιση χρηματοδότησης. Οι εταιρίες που δημιουργήθηκαν από ΚΥΕΚ ήταν 7,446, δηλαδή μειωμένες κατά 10% σε σχέση με το 2002
  - Το μέγεθος της κάθε επένδυσης αυξήθηκε ελαφρώς στα 2,8 εκατ. ευρώ έναντι 2,7 εκατ. Ευρώ το 2002
  - Τα κεφάλαια ΚΥΕΚ που συγκεντρώθηκαν το 2003 ήταν 27 δις ευρώ έναντι 27,5 δις ευρώ το 2002 μειώθηκαν συνεπώς κατά 1,8%
  - Οι σημαντικότερες κατά σειρά πηγές ΚΥΕΚ ήταν οι τράπεζες με 21,5% επί του συνόλου για το 2003 έναντι 26% το 2002, τα ταμεία συντάξεων με 19,4% το 2003 έναντι 16% το 2002, Fund of Funds με 16,4% το 2003 έναντι 13% το 2002, οι ασφαλιστικές εταιρίες με 8,7% το 2003 έναντι 12,7% το 2002 και τέλος κρατικοί πόροι με 6,8% το 2003 έναντι 6,5% το 2002
  - Οι αποεπενδύσεις ΚΥΕΚ ήταν της τάξεως του 13,6 δις ευρώ σε σύγκριση με 10,7 δις ευρώ το 2002, αύξηση κατά 27%, ενώ το 20,4% εκ αυτών έγινε μέσω εξαγορών, το 20,2% μέσω δευτερευόντων εξαγορών, το 11,8% μέσω εισαγωγής σε χρηματιστήριο (IPO) και 11,6% μέσω διαγραφών

Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

## Εξέλιξη επενδύσεων και άντλησης κεφαλαίων Ευρωπαϊκών ΚΥΕΚ

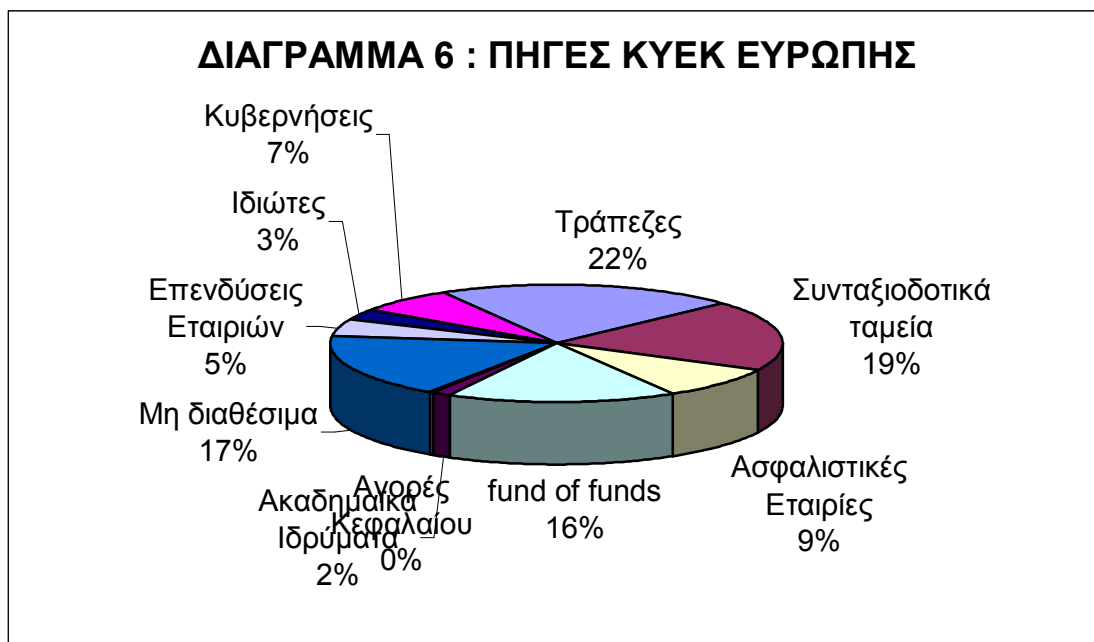
### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 : ΕΥΡΩΠΗ - ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ & ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Επενδύσεις	4,632	4,701	4,115	5,440	5,546	6,788	9,655	14,461	25,116	34,986	40,012	27,533	27,020
Άντληση Κεφαλαίων	4,188	4,214	3,425	6,693	4,398	7,960	20,002	20,343	25,401	48,023	40,012	27,533	27,020

Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

## Πηγές ΚΥΕΚ Ευρώπης



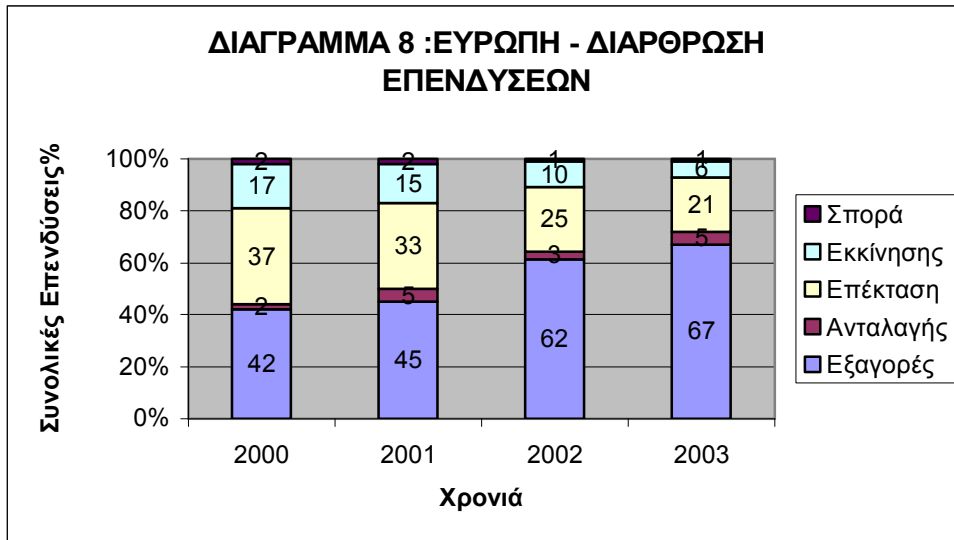
Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

## Κατανομή Σταδίου επένδυσης ΚΥΕΚ 2003



Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

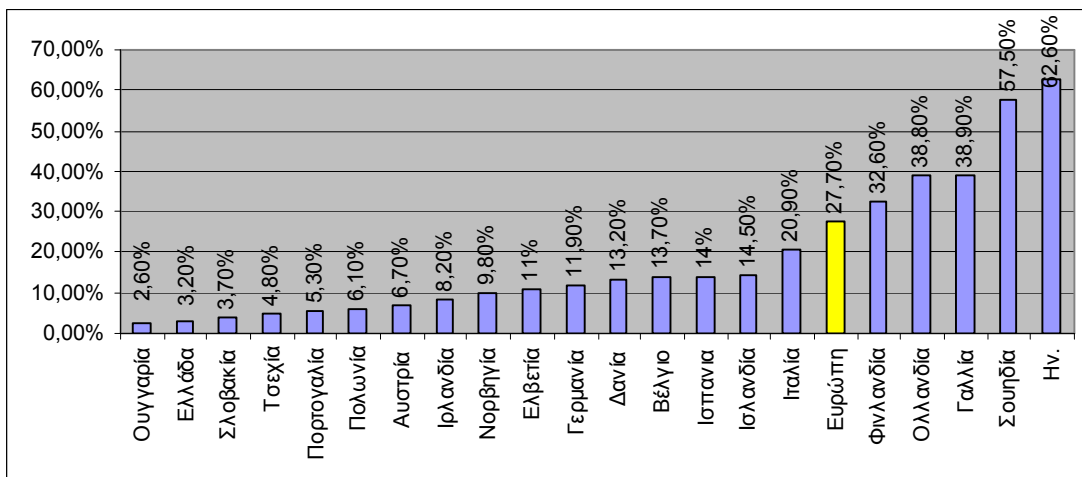
## Εξέλιξη διάρθρωσης επενδύσεων



Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

## Επενδύσεις Κεφαλαίου ως ποσοστό επί του ΑΕΠ

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 : ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΑΕΠ



Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

Γενικότερα μπορούμε να αναφέρουμε ότι τα ΚΥΕΚ στην Ευρώπη έχουν εισέλθει σε φάση ανάκαμψης, μετά από την φθίνουσα τάση επί τρία συνεχόμενα έτη, που ήταν το αποτέλεσμα της τεχνολογικής «φούσκας».

Τα στοιχεία αυτά, που αποτελούν αφορμή θετικών προσδοκιών για τους επιχειρηματίες, δείχνουν επίσης ότι οι επενδύσεις σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, στο πρώτο τους στάδιο, έδειξαν άνοδο. Όπως τονίζει και ο Μπράιαν Πιρς, επικεφαλής του τμήματος ΚΥΕΚ στην Ernst & Young «Είναι πλέον οριστικό ότι πρόκειται για την απαρχή του νέου κύκλου στην επενδυτική δραστηριότητα στο ΚΥΕΚ». Τα στοιχεία δείχνουν να έχουν σημειωθεί ουσιαστικές βελτιώσεις των θεμελιωδών παραμέτρων που αφορούν τη βιομηχανία ΚΥΕΚ, η οποία, τα τελευταία χρόνια, βρέθηκε σε δυσμενή μοίρα, λόγω της επιλογής των επενδυτών προς τις τοποθετήσεις στον τομέα του διαδικτύου, κατά την περίοδο της ιδιαίτερης άνθησής του. (Ναυτεμπορική “Venture capital: Χαμόγελα πέρυσι στις επενδύσεις”, Δευτέρα, 24 Ιανουαρίου 2005)

## **8.5 Παγκόσμια Αγορά ΚΥΕΚ**

Στο σημείο αυτό θα αναφέρουμε και κάποια σημαντικά στοιχεία για την παγκόσμια αγορά ΚΥΕΚ όσο αναφορά το 2003.

- Τουλάχιστον 155 δις δολάρια αντλήθηκαν σε private equity και ΚΥΕΚ παγκοσμίως, αύξηση κατά 43% σε σχέση με το 2002
- Τα κεφάλαια αυτά αντιστοιχούν στο 0,48% του παγκόσμιου ΑΕΠ για το 2003
- Οι επενδύσεις σε τεχνολογία έφτασαν το ύψος των 42 δις δολαρίων το 2003, και αντιστοιχούν στο 27% του συνόλου των επενδύσεων, παρουσίασαν όμως πτώση κατά 11% σε σχέση με το 2002
- Περίπου 19 δις επενδύθηκαν σε κεφάλαια επέκτασης το 2003, μείωση κατά 27% σε σχέση με τα επίπεδα του 2002
- Περίπου 118 δις δολάρια επενδύθηκαν για εξαγορές το 2003 το οποίο αντιστοιχεί σε αύξηση κατά 83% σε σχέση με το 2002

- Στα χαρακτηριστικά της παγκόσμιας αγοράς θα μπορούσαμε να πούμε ότι εισέλθετε σε φάση ωρίμανσης αλλά εξακολουθεί να αποτελεί μια πολύ δυναμική βιομηχανία
- Η κυκλικότητα της αγοράς θα συνεχίσει να αποτελεί πρόβλημα για τα ταμεία επενδύσεων
- Οι επενδύσεις στην τεχνολογία θα εξακολουθήσουν να προσφέρουν μοναδικές αποδόσεις
- Το μέλλον του κλάδου διαφαίνεται αρκετά αισιόδοξο αλλά υπάρχουν πολλές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπιστούν

Στο σημείο αυτό αναφέρουμε ότι έπειτα από φθίνουσα τάση επί τρία συνεχόμενα χρόνια, οι επενδύσεις στις εταιρίες ΚΥΕΚ αυξήθηκαν πέρυσι, σε ετήσια βάση, για πρώτη φορά, μετά την τεχνολογική «φούσκα», σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία.

Τα στοιχεία αυτά, που αποτελούν αφορμή θετικών προσδοκιών για τους επιχειρηματίες, δείχνουν επίσης ότι οι επενδύσεις σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, στο πρώτο τους στάδιο, έδειξαν άνοδο. «Είναι πλέον οριστικό ότι πρόκειται για την απαρχή του νέου κύκλου στην επενδυτική δραστηριότητα στο ΚΥΕΚ», τόνισε χθες ο Μπράιαν Πιρς, επικεφαλής του τμήματος επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ernst & Young.

Τα στοιχεία αυτά δείχνουν να έχουν σημειωθεί ουσιαστικές βελτιώσεις των θεμελιωδών παραμέτρων που αφορούν τη βιομηχανία ΚΥΕΚ, η οποία, τα τελευταία χρόνια, βρέθηκε σε δυσμενή μοίρα, λόγω της επιλογής των επενδυτών προς τις τοποθετήσεις στον τομέα του Διαδικτύου, κατά την περίοδο της ιδιαίτερης άνθησής του (NAYΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 24 Ιανουαρίου 2005 ).

Σύμφωνα με την παγκόσμια κατάταξη των χωρών όσο αναφορά την ευκολία πρόσβασης μιας επιχείρησης σε ΚΥΕΚ για την πραγματοποίηση επενδύσεων, οι πρώτες κατά σειρά δέκα χώρες στον τομέα αυτό είναι : ΗΠΑ, Χονγκ Κονγκ, Φιλανδία, Ταϊβάν, Σιγκαπούρη, Καναδάς, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιρλανδία, Ισραήλ και Μαλαισία (World Competitiveness Yearbook, 2004).

Ενώ έρευνα που αναφέρει τις επενδύσεις ΚΥΕΚ σε τομείς υψηλής τεχνολογίας ως ποσοστό επί το ΑΕΠ, προηγείται ο Ισραήλ ακολουθούμενο κατά σειρά από τις ΗΠΑ, Καναδά , Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Κορέα, Ολλανδία και Ιρλανδία, ενώ αξίζει να σημειώσουμε ότι η χώρα μας όπως και πολλές χώρες της Ε.Ε καθώς και η Ιαπωνία και η Αυστραλία παρουσιάζουν πολύ μικρότερα ποσοστά. (Μελέτη ΟΑΣΑ, 1999-2002)



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8**

1. **NVCA**, Money tree survey, 2004
2. The **PricewaterhouseCoopers/** Venture Economics/ National Venture Capital Associate Money Tree Survey/ Buyout Newsletter/ Private Equity Analyst/ CVCA Annual Statistical Review
3. AVCJ Guide to Venture Capital in Asia/ AVCJ estimates
4. **Stevens William**, “*Venture Capital and Innovation, European venture capital Markets: Trends and Prospects*”, OECD Publications, Paris 1996, σελ. 36
5. **EVCA 2004 Yearbook**, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004
6. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “*Venture capital: Χαμόγελα πέρυσι στις επενδύσεις*”, 24 Ιανουαρίου 2005
7. **World Competitiveness Yearbook**, 2004

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΥΕΚ ΚΑΙ ΘΕΣΜΟΘΕΤΗΣΗ ΑΛΛΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΕΡΓΑΛΕΙΩΝ ΓΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

#### **9.1. Σκοπός Κεφαλαίου**

Σκοπός του κεφαλαίου είναι να αναλύσουμε το θεσμικό πλαίσιο που έχει δημιουργηθεί για την ανάπτυξη του ΚΥΕΚ στην Ελλάδα από το 1988 μέχρι σήμερα, τις αδυναμίες των νομοθετικών ρυθμίσεων και τις αλλαγές που συνέβησαν. Παρουσιάζουμε του όρους που διέπουν την λειτουργία των εταιριών ΚΥΕΚ (με την ονομασία ΕΚΕΣ και ΑΚΕΣ), καθώς τα φορολογικά και άλλα κίνητρα που τους παρέχονται. Στην συνέχεια του κεφαλαίου αναφέρουμε και την δημιουργία ορισμένων εργαλείων που θεσμοθετήθηκαν για την τόνωση της επιχειρηματικότητας.

#### **9.2. Νομοθετικό Πλαίσιο**

Το πρώτο θεσμικό πλαίσιο, διαμορφώθηκε με τον νόμο Ν.1775/1988, “περί εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου”. Ο νόμος αυτός αποτελεί προσπάθεια κάλυψης του νομοθετικού κενού μεταξύ Ελλάδας και Ευρωπαϊκής Ένωσης, όμως όπως απέδειξε η πράξη ήταν ένας νόμος περίπου απαγορευτικός ή αποτρεπτικός για τους επενδυτές. Στην συνέχεια είχαμε τον Ν. 2367/95 που προσπάθησε να αναμορφώσει το πλαίσιο λειτουργίας του ΚΥΕΚ χωρίς να το επιτύχει, ο οποίος με την σειρά του τροποποιήθηκε από τον νόμο Ν. 2789/2000 κυρίως σε σχέση την φορολογική επιβάρυνση. Το νομοθετικό πλαίσιο όπως είπαμε δεν απέδωσε τα αναμενόμενα, για το λόγο αυτό μέχρι πρόσφατα όλες οι σοβαρές προσπάθειες στηρίχθηκαν σε offshore εταιρίες (funds) υπερπηδώντας έτσι όλα τα εμπόδια (κυρίως φορολογικά) και αυξάνοντας την ανταγωνιστικότητα των προσπαθειών. Την τελευταία νομοθετική ρύθμιση στο χώρο του ΚΥΕΚ ,

αποτελεί ο νέος νόμος 2992/2002 ο οποίος εισάγει ευνοϊκά φορολογικά και άλλα κίνητρα.

### **9.3. Νόμος 1775/1988**

Όπως είπαμε ο πρώτος νόμος που θεσμοθέτησε το ΚΥΕΚ στην Ελλάδα ήταν ο Ν. 1775/1988 “περί εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου”, ο οποίος θέσπισε τις προϋποθέσεις ίδρυσης μιας Εταιρίας Παροχής Επιχειρηματικών Κεφαλαίων.

Έτσι σύμφωνα με τον νόμο Ν. 1775/1988, οι ΕΠΕΚ που είναι ο φορέας παροχής του ΚΥΕΚ, πρέπει να είναι ανώνυμες εταιρίες με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πεντακόσια εκατομμύρια δραχμές (500.000.000 δρχ.), που καταβάλλεται μόνο σε μετρητά και έχουν σκοπό την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων τεχνολογίας και καινοτομίας.

Οι επιχειρήσεις στις οποίες θα τοποθετούνται τα ΚΥΕΚ θα πρέπει να έχουν την νομική μορφή της Α.Ε. ή της ΕΠΕ. Επίσης θεσπίστηκαν επιχορηγήσεις (30% επί του ύψους της επένδυσης) και φορολογικές απαλλαγές (το 50% της συμμετοχής καθώς και τα κέρδη από ρευστοποίηση απαλλάσσονταν φόρων) για τις ΕΠΕΚ που πραγματοποιούσαν επενδύσεις (Μούζουλας 1997, σελ. 6-35).

#### **9.3.1. Μειονεκτήματα**

Ο νόμος του 1988 περιελάμβανε ορισμένους περιοριστικούς για την ανάπτυξη τους θεσμού όρους όπως :

- Ο ορισμός της ΕΠΕΚ, ως επιχείρησης που επενδύει μόνο σε νέες τεχνολογίες και καινοτομίες δεν ήταν ορθός, δεδομένου ότι η ΕΠΕΚ, με γνώμονα το κέρδος μπορεί να επενδύσει (ανεξαρτήτως επιχορηγήσεων και κινήτρων) σε οποιοδήποτε κλάδο

- Επίσης ο περιορισμός του σκοπού των ΕΠΕΚ στην προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, στερούσε από αυτές τη δυνατότητα μείωσης του επιχειρηματικού κινδύνου, με τη διενέργεια, δευτερευόντως και άλλων επενδύσεων καθώς και την ανάληψη άλλων κερδοφόρων συμμετοχών σε άλλους κλάδους (Το συγκεκριμένο άρθρο τροποποιήθηκε με το άρθρο 8 του Ν. 2166/1993, όπου διευρύνθηκαν οι επενδύσεις των ΕΠΕΚ, περιορίζοντας τον αρχικό τους σκοπό σε ποσοστό τουλάχιστον 51% του χαρτοφυλακίου τους).
- Ο καθορισμός της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνεργασία με το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, ως εποπτεύουσας αρχής, ήταν ιδιαίτερα ασαφής και δημιούργησε πολλά προβλήματα στις ΕΠΕΚ.
- Για τη λήψη της επιχορήγησης απαιτείτο ένας ιδιαίτερα μεγάλος όγκος εντύπων ο οποίος δημιούργησε πολύπλοκες γραφειοκρατικές διαδικασίες (Μούζουλας 1997, σελ. 6-35)

Τα μειονεκτήματα αυτά σε συνδυασμό με κάποιους ανασταλτικούς παράγοντες που θα αναφέρουμε αμέσως τώρα, συνέβαλαν στην περιορισμένη ανάπτυξη του θεσμού. Οι παράγοντες αυτοί ήταν:

- Η έλλειψη της απαραίτητης τεχνογνωσίας
- Η έλλειψη πληροφόρησης, στις περισσότερες επιχειρήσεις, για τη λειτουργία του θεσμού
- Η έλλειψη κινήτρων για την ανάπτυξη του θεσμού και σε άλλους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας
- Οι πολύ υψηλές αποδόσεις της αγοράς χρήματος τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο (1988 – 1995)

## **9.4. Νόμος 2367/1995**

Αποτέλεσμα των μειονεκτημάτων του νόμου 1775/1988 ήταν η θέσπιση του νόμου Ν.2367/1995, ο οποίος μαζί με κάποιες τροποποιήσεις του πιο πρόσφατου Ν.2789/2000, αποτελεί το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο. Οι ΕΠΕΚ μετονομάστηκαν σε ΕΚΕΣ (Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών), οι οποίες τώρα προβλέπονται ως φορείς παροχής ΚΥΕΚ.

### **9.4.1. Έννοια των ΕΚΕΣ**

Στην πρώτη παράγραφο του άρθρού 5 του Ν. 2367/1995 ορίζεται ότι οι Ε.Κ.Ε.Σ. είναι ανώνυμες εταιρίες που σκοπό έχουν τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, εκμεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Εξαιρούνται σε κάθε περίπτωση κτηματικές εταιρίες, επιχειρήσεις τυχερών παιγνίων, αθλητικά σωματεία και οργανισμοί κοινής ωφέλειας (Προσθήκη του Ν.2789/2000 ΦΕΚ Α 21/11.2.2000).

### **9.4.2. Δικαιώματα των ΕΚΕΣ**

Η συγκεκριμένη νομοθεσία δίνει τη δυνατότητα σε μία ΕΚΕΣ :

- Να επενδύει σε μετοχές Α.Ε. ή εταιρικά μερίδια Ε.Π.Ε. των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο
- Να επενδύει σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές που εκδίδονται από επιχειρήσεις οι μετοχές των οποίων δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο. Η μετατροπή πρέπει να πραγματοποιείται το αργότερο εντός τριών (3) ετών από την απόκτησή τους
- Να παρέχει εγγύηση για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις, στις οποίες συμμετέχει
- Να τοποθετεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και βραχυχρόνιες κινητές αξίες σε δραχμές ή συνάλλαγμα, που αποτελούν αντικείμενο

διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά και στην κεφαλαιαγορά, καθώς και σε τοποθετήσεις σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, στην Ελλάδα και στο εξωτερικό (Προσθήκη του Ν.2789/2000 ΦΕΚ Α 21/11.2.2000)

- Να παρέχει τις υπηρεσίες της στις παραπάνω επιχειρήσεις για την έρευνα αγοράς, την ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, την οργάνωσή τους και γενικά κάθε άλλη υπηρεσία πρόσφορη για την πραγματοποίηση των σκοπών τους
- Να αναθέτει, με σύμβαση διαχείρισης, σε εξειδικευμένες εταιρίες την εκπλήρωση των σκοπών της και τη διαχείριση της περιουσίας της. Οι εταιρίες αυτές έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρίας και διαθέτουν την προς τούτο αναγκαία οργάνωση, στελέχωση και εμπειρία.
- Επίσης, κατ' εξαίρεση, να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, εφόσον η επένδυση της Ε.Κ.Ε.Σ. είναι αποτέλεσμα της άσκησης δικαιώματος που απορρέει από προϋπάρχουσα επένδυση της Ε.Κ.Ε.Σ. στην επιχείρηση και για χρονικό διάστημα όχι μεγαλύτερο των πέντε (5) ετών από την εισαγωγή σε χρηματιστήριο (Προσθήκη του Ν.2789/2000 ΦΕΚ Α 21/11.2.2000)

#### **9.4.3. Υπαγωγή και Εποπτεία των ΕΚΕΣ**

- Ο υπουργός Εμπορίου εξετάζει αν για την σύσταση ΕΚΕΣ συντρέχουν οι προϋπόθεσης του παρόντος νόμου και εγκρίνει την υπαγωγή της σε αυτόν
- Ο Υπουργός Εμπορίου ασκεί εποπτεία στις Ε.Κ.Ε.Σ., μπορεί να ζητεί από αυτές οποιαδήποτε σχετικά στοιχεία και να επιβάλλει τη συμμόρφωση με τις διατάξεις του παρόντος νόμου

#### **9.4.4. Μετοχικό Κεφάλαιο – Μέτοχοι και Κανόνες Αποτίμησης των ΕΚΕΣ**

- Το ελάχιστο κεφάλαιο της Ε.Κ.Ε.Σ. ορίζεται σε ένα δισεκατομμύριο (1.000.000.000) δραχμές και καταβάλλεται μόνο σε μετρητά. Σε περίπτωση τμηματικής καταβολής του κεφαλαίου, το ποσό που πρέπει να καταβληθεί κατά τη σύσταση της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το ποσό των πεντακοσίων εκατομμυρίων (500.000.000) δραχμών. Η καταβολή του υπόλοιπου κεφαλαίου μέχρι του ελάχιστου ποσού πρέπει να ολοκληρωθεί μέχρι τη λήξη της τρίτης εταιρικής χρήσης της Ε.Κ.Ε.Σ.. Με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, είναι δυνατή η αύξηση του ελάχιστου κεφαλαίου
- Οι μετοχές της Ε.Κ.Ε.Σ. είναι ονομαστικές και μπορούν να εισάγονται σε χρηματιατήριο αξιών, σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις
- Νομικά πρόσωπα και συνδεδεμένες με αυτά επιχειρήσεις, κατά την έννοια του ν. 2296/1995, καθώς και φυσικά πρόσωπα και πρώτου και δευτέρου βαθμού συγγενείς τους εξ αίματος ή εξ αγχιστείας δεν επιτρέπεται να κατέχουν, αμέσως ή εμμέσως, πάνω από το τριάντα τοις εκατό (30%) των μετοχών της Ε.Κ.Ε.Σ.. Ειδικά για τα πιστωτικά ιδρύματα επιτρέπεται να κατέχουν κατ' ανώτατο όριο, αμέσως ή εμμέσως, το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) των μετοχών της Ε.Κ.Ε.Σ.
- Η επένδυση κεφαλαίων ή η παροχή εγγυήσεων από την Ε.Κ.Ε.Σ. σε επιχείρηση ή σε συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει αθροιστικά το είκοσι τοις εκατό (20%) των ιδίων κεφαλαίων της Ε.Κ.Ε.Σ.
- Δεν επιτρέπεται οι υποχρεώσεις της Ε.Κ.Ε.Σ. να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαιά της. Στις υποχρεώσεις συνυπολογίζεται ποσοστά πενήντα τοις εκατό (50%) του συνόλου των εγγυήσεων που έχουν χορηγηθεί από την Ε.Κ.Ε.Σ. για δάνεια των επιχειρήσεων. Αν οι υποχρεώσεις υπερβούν τα ίδια κεφάλαια, η Ε.Κ.Ε.Σ., μέσα στους πρώτους έξι (6) μήνες της επόμενης διαχειριστικής χρήσης, είναι υποχρεωμένη να αποκαταστήσει με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου τη σχέση των

ιδίων κεφαλαίων προς τις υποχρεώσεις. Η μη συμμόρφωση προς την υποχρέωση αυτή συνεπάγεται την ανάκληση της άδειας λειτουργίας από την αρμόδια αρχή. Με την ανάκληση της άδειας η Ε.Κ.Ε.Σ τίθεται υπό εκκαθάριση, σύμφωνα με τους όρους του καταστατικού και του νόμου.

- Μετά το κλείσιμο της τρίτης χρήσης της η Ε.Κ.Ε.Σ υποχρεούται να έχει συνεχώς επενδεδυμένα ποσοστά τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό (50%) των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες. Στον υπολογισμό του ποσοστού πενήντα τοις εκατό (50%) συμπεριλαμβάνονται οι συμμετοχές σε επιχειρήσεις, των οποίων οι μετοχές εισήχθησαν στο χρηματιστήριο μετά την επένδυση της Ε.Κ.Ε.Σ., και για πέντε (5) έτη από την ημερομηνία εισαγωγής τους.
- Στον υπολογισμό του ανωτέρω ποσοστού 50% συμπεριλαμβάνεται τέλος και το προϊόν από τη ρευστοποίηση των παραπάνω συμμετοχών και για δώδεκα (12) μήνες από το τέλος της χρήσης εντός της οποίας γίνεται η ρευστοποίησή τους (Προσθήκη του Ν.2789/2000 ΦΕΚ Α 21/11.2.2000)
- Οι κανόνες αποτίμησης των επενδύσεων των Ε.Κ.Ε.Σ. καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου. Οι Ε.Κ.Ε.Σ. έχουν την υποχρέωση να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ηλεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές.
- Η παραβίαση των παραπάνω διατάξεων επιφέρει απώλεια των πλεονεκτημάτων, φορολογίας και επιχορηγήσεων



#### **9.4.5. Επιχορηγήσεις προς τις ΕΚΕΣ**

Ειδικά για τη συμμετοχή τους σε αύξηση του κεφαλαίου ή σε ίδρυση επιχειρήσεων, που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας στην Ελλάδα, οι Ε.Κ.Ε.Σ. επιχορηγούνται με ποσοστό μέχρι είκοσι τοις εκατό (20%) στο ποσό της συμμετοχής τους. Για τον υπολογισμό του ύψους της επένδυσης υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας εκτός από τις δαπάνες για την απόκτηση υλικών παγίων περιουσιακών στοιχείων λαμβάνονται υπόψη και οι δαπάνες για την κάλυψη προληπτικών δαπανών για έρευνα αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού, απόκτηση τεχνογνωσίας και εξόδων ιδρύσεως και οργανώσεως.

#### **9.4.6. Φορολογικές Ρυθμίσεις**

Οι κείμενες διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος, όπως ισχύουν κάθε φορά, εφαρμόζονται και στις Ε.Κ.Ε.Σ. με τις εξής παρεκκλίσεις:

- Αντικείμενο του φόρου εισοδήματος στις Ε.Κ.Ε.Σ. είναι τα μερίσματα που διανέμονται με οποιαδήποτε μορφή μετά την αναγωγή τους σε μικτό ποσό με την προσθήκη του φόρου που αναλογεί επί τούτων, εξαιρουμένου του τμήματος των μερισμάτων αυτών που προέρχονται από μερίσματα ημεδαπών ανωνύμων εταιριών γενικά ή από κέρδη από συμμετοχή σε ημεδαπές εταιρίες περιορισμένης ευθύνης, τα οποία σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 2238/1994 φορολογούνται στο όνομα των εταιριών τούτων
- Ο συντελεστής φορολογίας των Εταιριών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.) ορίζεται σε είκοσι τοις εκατό (20%) σε κάθε περίπτωση.
- Από το ποσό του φόρου που προκύπτει σύμφωνα με τα παραπάνω εκπίπτουν: α) ο φόρος που παρακρατήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 114 του ν. 2238/ 1994 και ο οποίος αναλογεί στα φορολογικά κέρδη των Ε.Κ.Ε.Σ., β) ο φόρος που παρακρατήθηκε ή

καταβλήθηκε για τα εισοδήματα τα οποία αφ' ενός μεν φορολογούνται με ειδικό τρόπο και εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης, αφ' ετέρου δε εμπεριέχονται στα φορολογητέα κέρδη των Ε.Κ.Ε.Σ. και γ) ο φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή για τα εισοδήματα που προέκυψαν σε αυτή και ο οποίος αναλογεί επί των εισοδημάτων τούτων που εμπεριέχονται στα φορολογητέα κέρδη των Ε.Κ.Ε.Σ., μη δυνάμενος ο φόρος αυτός να είναι μεγαλύτερος

- Τα κέρδη που διανέμουν οι Ε.Κ.Ε.Σ. με τη μορφή αμοιβών και ποσοστών, εκτός μισθού, στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό, εξαιρουμένου του τμήματος των κερδών αυτών που προέρχονται από τα εισοδήματα που αναφέρονται στην πρώτη περίπτωση, φορολογούνται στο όνομα των Ε.Κ.Ε.Σ. μετά την αναγωγή τους σε μικτό ποσό με την προσθήκη του φόρου που αναλογεί επί τούτων. Ο φόρος υπολογίζεται με συντελεστή τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) ή σαράντα τοις εκατό (40%) σε κάθε περίπτωση, ανάλογα αν οι μετοχές των Ε.Κ.Ε.Σ. κατά τη λήξη της διαχειριστικής χρήσης είναι εισηγμένες ή μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- Οι διατάξεις των παραγράφων 1 έως και 5 του άρθρου 111 του ν. 2238/1994 δεν εφαρμόζονται στις Ε.Κ.Ε.Σ
- Τα μερίσματα που διανέμουν οι Ε.Κ.Ε.Σ. στους μετόχους τους με οποιαδήποτε μορφή δεν υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος στο όνομα των τελευταίων, μη ισχυούσης οποιασδήποτε άλλης διάταξης η οποία ορίζει κάτι διαφορετικό. Το ίδιο ισχύει και όταν οι μέτοχοι Ε.Κ.Ε.Σ. είναι νομικά πρόσωπα τα οποία διανέμουν περαιτέρω τα ως άνω μερίσματα στους εταίρους ή μετόχους αυτών.

#### **9.4.7. Μειονεκτήματα του Νόμου**

Ο νόμος Ν.2367/1995 που ρυθμίζει τις ΕΚΕΣ μέχρι σήμερα, μαζί με την τροποποίηση του πιο πρόσφατου Ν.2789/2000, παρουσιάζει κάποια μειονεκτήματα:

- Το μετοχικό κεφάλαιο των ΕΚΕΣ πρέπει να είναι μεγαλύτερο του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών πράγμα που μας παραπέμπει σε τραπεζικού οργανισμούς και συντηρητικές τοποθετήσεις με βάση τον κίνδυνο και όχι τις εν δυνάμει προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης
- Δεν επιτρέπεται η ΕΚΕΣ να επενδύει άνω του 20% των ιδίων κεφαλαίων της στην ίδια επιχείρηση
- Ο αποκλεισμός της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΚΕΣ συνδεδεμένων με αυτή επιχειρήσεων ή νομικών προσώπων καθώς και φυσικών πρώτου ή δεύτερου βαθμού συγγένειας στο σύνολο τους, πέρα από το 30% αυτού, είναι ιδιαίτερα περιοριστικός, διότι έτσι αποκλείονται βασικές πηγές χρηματοδότησης των ιδίων ΕΚΕΣ
- Η υποχρέωση των ΕΚΕΣ μετά το κλείσιμο της τρίτης χρήσης να έχουν συνεχώς το 50% του μετοχικού τους κεφαλαίου επενδεδυμένο σε συμμετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες, είναι δύσκολα επιτεύξιμη προϋπόθεση, δεδομένου ότι είναι δυνατόν ενίοτε οι επενδύσεις ως ποσοστό, να μειώνονται
- Η γραφειοκρατία και οι διαδικασίες που απαιτούνται για τη λήψη της επιχορήγησης είναι το ίδιο πολύπλοκη, όπως και με τον προηγούμενο νόμο
- Μόνο η συμμετοχή των ΕΚΕΣ σε επιχειρήσεις με έδρα εντός της ελληνικής επικράτειας τυγχάνει αντικείμενο επιχορήγησης και φορολογικών απαλλαγών
- Η παροχή των φορολογικών ελαφρύνσεων μόνο εφόσον η ΕΚΕΣ συμμετέχει με μέγιστο ποσοστό 45% στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης είναι εσφαλμένη, διότι όπως προαναφέρθηκε περιορίζει σημαντικά τις δραστηριότητες των ΕΚΕΣ

## **9.5. Νόμος 2992/2002**

Τα κύρια χαρακτηριστικά του νομοθετήματος αυτού είναι τα εξής

### **9.5.1. Ορισμός ΑΚΕΣ**

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες ενσώματες ή άυλες, εταιρικά μερίδια και μετρητά. Συνιστάται για ορισμένη χρονική διάρκεια με αποκλεισμό του δικαιώματος απόκτησης και μεταβίβασης στοιχείων του ενεργητικού υπό όρους άλλους από τους οριζόμενους στην παράγραφο 8 του παρόντος άρθρου και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεριδιούχους). Η διάρκεια του Α.Κ.Ε.Σ. δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από δεκαπέντε (15) χρόνια.

### **9.5.2. Χαρακτηριστικά και Όροι Δημιουργίας ΑΚΕΣ**

- Το Α.Κ.Ε.Σ. ιδρύεται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Η σύμβαση αυτή καταρτίζεται εγγράφως και κατατίθεται, όπως και κάθε τροποποίησή της στο θεματοφύλακα
- Το Α.Κ.Ε.Σ. δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για υποχρεώσεις του Α.Κ.Ε.Σ. πέραν της αξίας του μεριδίου της συμμετοχής τους σε αυτό
- Η έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. βρίσκεται υποχρεωτικά στην Ελλάδα
- Το Α.Κ.Ε.Σ. επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές και σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα προς απόληψη.

- Το Α.Κ.Ε.Σ. μπορεί να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, εφόσον αυτό είναι αποτέλεσμα επένδυσης που έγινε πριν την έγκριση της εισαγωγής από τις αρμόδιες αρχές και το Α.Κ.Ε.Σ. μεταβιβάσει τη συμμετοχή του αυτή εντός πέντε (5) το πολύ ετών από την εισαγωγή των αξιών της επιχείρησης προς διαπραγμάτευση.
- Διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ανώνυμη εταιρία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Διαχειριστής μπορεί να είναι και επιχείρηση η οποία έχει λάβει άδεια για τη διαχείριση αντίστοιχων σχημάτων παροχής του επιχειρηματικού κεφαλαίου από τις αρμόδιες αρχές άλλου κράτους - μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου
- Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ίσα μερίδια
- Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. κατά τη σύστασή του είναι 3.000.000 ευρώ. Η ελάχιστη αξία της συμμετοχής κάθε μεριδιούχου κατά τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ. Επιτρέπεται η τμηματική καταβολή της συμμετοχής του μεριδιούχου σύμφωνα με όρους που θα προβλέπονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Σε κάθε περίπτωση το ποσό της πρώτης καταβολής δεν μπορεί να είναι κατώτερο από 50.000 ευρώ
- Η καταβολή του τιμήματος συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. γίνεται μόνο με μετρητά
- Απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 20% του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη
- Για τη δημιουργία Α.Κ.Ε.Σ. δεν απαιτείται η ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
- Στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης, καθώς και στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η διαχειρίστρια εταιρία συντάσσει την εξαμηνιαία και ετήσια, αντίστοιχα, έκθεση του Α.Κ.Ε.Σ.

### **9.5.3. Φορολογία ΑΚΕΣ**

- Τα αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών δεν είναι υποκείμενα οποιουδήποτε φόρου. Η φορολόγηση των μεριδιούχων Α.Κ.Ε.Σ. για το κάθε μορφής εισόδημα που αποκτούν από την ιδιότητα αυτή γίνεται στο πρόσωπό τους ως εξ αδιαιρέτου συγκυρίων, κοινωνιών και γενικά συνδικαιούχων των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το Α.Κ.Ε.Σ.
- Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης Α.Κ.Ε.Σ., καθώς και η καταβολή της συμμετοχής των μεριδιούχων, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και τρίτων

### **9.5.4. Όροι μετατροπής ΕΚΕΣ σε ΑΚΕΣ**

Με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, που λαμβάνεται μέσα σε ένα έτος από τη δημοσίευση του παρόντος νόμου, είναι δυνατόν μια Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.), που διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 2367/1995 και λειτουργεί ήδη κατά τη δημοσίευση του νόμου αυτού να μετατραπεί σε Α.Κ.Ε.Σ.

Το Α.Κ.Ε.Σ. που θα συσταθεί με αυτόν τον τρόπο θεωρείται έναντι των τρίτων καθολικός διάδοχος της Ε.Κ.Ε.Σ. που μετατράπηκε. Στην περίπτωση της μετατροπής, μπορεί, κατ' εξαίρεση, η ελάχιστη αξία κάθε μεριδίου να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ. Από τη μετατροπή της Ε.Κ.Ε.Σ. σε Α.Κ.Ε.Σ. δεν δημιουργείται καμία φορολογική υποχρέωση, σε βάρος της Ε.Κ.Ε.Σ. ή του Α.Κ.Ε.Σ. που προκύπτει από τη μετατροπή ή σε βάρος των μεριδιούχων του.

## **9.6. TANEΟ**

Τον τελευταίο καιρό λαμβάνουν χώρα κάποιες ενέργειες για την τόνωση της επιχειρηματικότητας αλλά και ειδικότερα του θεσμού των ΚΥΕΚ. Σε αυτά τα πλαίσια είχαμε την δημιουργία του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (TANEΟ) το οποίο αναμένεται να αποτελέσει σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του ΚΥΕΚ στην Ελλάδα. Το TANEΟ συστάθηκε με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000.

Το TANEΟ 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 εκατ. ευρώ. Το ποσό αυτό συγκεντρώθηκε τον Ιούνιο του 2003, προέρχεται δε από το Ελληνικό Δημόσιο (45 εκατ. ευρώ) και από Έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές (τα υπόλοιπα 105 εκατ. ευρώ).

Σκοπός της εταιρίας είναι η μειοψηφική συμμετοχή σε ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, τα οποία θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης.

Η σχεδίαση και η υλοποίηση του TANEΟ βασίσθηκε στην δομή, τα πρότυπα και τη φιλοσοφία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (European Investment Fund), του UK High Technology Fund και του ισραηλινού YOZMA.

Με πρωτοβουλία του TANEΟ, ιδρύθηκε η Ένωση Ελληνικών Εταιριών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων το Σεπτέμβριο του 2003 στην οποία συμμετέχουν οι 15 εταιρίες ΚΥΕΚ που δραστηριοποιούνται στο χώρο αυτό.

### **9.6.1. Επενδυτική πολιτική του TANEO**

Το TANEO συμμετέχει σε επενδυτικά σχήματα που επενδύουν :

- Σε καινοτόμες εταιρίες, κατά προτίμηση σε εταιρίες που θα δραστηριοποιούνται στους κατεξοχήν τομείς της νέας οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά) αλλά και σε εταιρίες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία. Το TANEO δεν επιτρέπεται να συμμετάσχει σε σχήματα που επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ήδη πρόσβαση σε οργανωμένες αγορές κεφαλαίων.
- Σε μικρές ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται, κατά προτίμηση, στο στάδιο της εκκίνησης ή στο αρχικό στάδιο λειτουργίας και των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκονται στην Ελλάδα.
- Κατ' ανώτατο ένα εκατομμύριο ευρώ (1.000.000) ανά εταιρία ανά γύρο χρηματοδότησης.
- Κατ' ανώτατο όριο τρία εκατομμύρια ευρώ (3.000.000) συνολικά ανά εταιρία, εφόσον πρόκειται για μικρομεσαία εταιρία σε στάδιο μεταγενέστερο από το στάδιο της εκκίνησης.

Το TANEO δε επιτρέπεται να συμμετέχει σε επενδυτικά σχήματα που να επενδύουν : α) σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται στους τομείς της ναυπηγοεπισκευαστικής βιομηχανίας, του άνθρακα και του χάλυβα, των συνθετικών ινών, αυτοκινήτων και εξαρτημάτων τους, των ακινήτων, καθώς και των τυχερών παιχνιδιών, β) σε εταιρίες που έχουν αναστείλει ή διακόψει τη λειτουργία τους για οικονομικούς λόγους, βρίσκονται σε έκδηλη οικονομική αδυναμία πληρωμής των οφειλών, σε κατάσταση παύσης πληρωμών ή πτώχευσης, ή έχουν τεθεί υπό τη διοίκηση και διαχείριση των πιστωτών ή υπό προσωρινή διαχείριση ή υπό οιασδήποτε άλλης μορφής εκκαθάριση ή αναγκαστική διαχείριση.

(Ν.2843/2000 (ΦΕΚ, τεύχος Α' αρ. 219) περί εκσυγχρονισμού των χρηματιστηριακών συναλλαγών, Άρθρο 28 όπως τροποποιήθηκε από το



άρθρο 8 του Ν.2992/2002 (ΦΕΚ, τεύχος Α' αρ. 54) περί ενίσχυσης της κεφαλαιαγοράς, ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας και άλλων διατάξεων)

### **9.6.2. Κριτήρια Επιλογής Επενδυτικών Σχημάτων από ΤΑΝΕΟ**

Τα κριτήρια επιλογής των επενδυτικών σχημάτων στα οποία θα συμμετέχει το ΤΑΝΕΟ είναι η αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων και των διαχειριστών καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας. Τα κριτήρια αυτά εξειδικεύονται ως εξής:

- **Ομάδα διαχείρισης:** σχετική εμπειρία στο αντικείμενο, μέγεθος ομάδας και σύνθεση δεξιοτήτων, δυνατότητα δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, δέσμευση καθ' όλο το χρόνο ζωής του επενδυτικού σχήματος
- **Αγορά:** Προσδιορισμός της αγοράς-στόχου, μέγεθος αγοράς και προοπτικές ανάπτυξης, προοπτικές ανάπτυξης μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην αγορά-στόχο
- **Προσδοκώμενες επενδύσεις:** Εμπειρία σε ανεύρεση επενδυτικών ευκαιριών, ποιότητα επενδυτικών προτάσεων, αξιοπιστία σχεδίων για την προσέλκυση επενδυτικών προτάσεων
- **Επενδυτική στρατηγική:** Καταλληλότητα επενδυτικής στρατηγικής για τη συγκεκριμένη αγορά-στόχο, συμβατότητα με τους στόχους του ΤΑΝΕΟ, προσδιορισμός καταλλήλων και επιτεύξιμων στρατηγικών αποεπένδυσης ρευστοποίησης των επενδύσεων
- **Μέγεθος του επενδυτικού σχήματος:** Σχέση μεταξύ μεγέθους και προσδοκώμενων επενδυτικών ευκαιριών, πρόβλεψη για συμμετοχή σε μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου
- **Ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια:** Το επενδυτικό σχήμα να λειτουργεί με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να αναμένεται να είναι οικονομικά βιώσιμο
- **Προτεινόμενοι όροι:** Σύμφωνοι με τη διεθνή πρακτική, με επεξήγηση για κάθε παρέκκλιση. Η αμοιβή επιτυχίας να συνδέεται με τη συνολική απόδοση του επενδυτικού σχήματος

- **Λοιποί επενδυτές:** Συμμετοχή λοιπών επενδυτών από τον ιδιωτικό τομέα  
(ΥΠΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ Αριθ. 217550 (ΦΕΚ Β' 1544))

## **9.7. Άλλα Χρηματοδοτικά Εργαλεία**

Στα πλαίσια την ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, με την δημιουργία νέων επιχειρήσεων και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων έχουν δημιουργηθεί κάποια ακόμα χρηματοδοτικά εργαλεία. Μερικά εξ αυτών είναι:

### **9.7.1. ΚΕΣΥΤ**

Προς την κατεύθυνση της ανάπτυξης νέων καινοτόμων επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας κινείται η ίδρυση του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας (ΚΕΣΥΤ) ενός κατ' εξοχήν χρηματοοικονομικού μέσου κεφαλαιοδότησης και όχι δανεισμού. Στόχος είναι να στηριχθούν νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις, σε τομείς τεχνολογικής έντασης και έντασης γνώσης, μέσω της απόκτησης μικρού -μη πλειοψηφικού- μεριδίου του κεφαλαίου τους. Αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο απευθύνεται κυρίως σε νέους επιχειρηματίες και σε νέες επιχειρήσεις με καινοτόμες ιδέες.

Το παραπάνω χρηματοδοτικό εργαλείο, θεσμοθετήθηκε στα πλαίσια του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανταγωνιστικότητα» και αναμένεται να ξεκινήσει τη λειτουργία του σύντομα. Η χρηματοδότηση του ΚΕΣΥΤ προέρχεται από τις ελληνικές Αρχές –έως 18%-, από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης –έως 36,55%- και από ιδιώτες επενδυτές – τουλάχιστον 45,5%.

Το ΚΕΣΥΤ δημιουργήθηκε με σκοπό την ενθάρρυνση επιστημόνων και νέων επιχειρηματιών στην ανάπτυξη αντίστοιχης επιχειρηματικής δραστηριότητας και θα συνεργασθεί με ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και άλλους χρηματοδοτικούς φορείς. Η συνεργασία θα έχει τη μορφή είτε της συμμετοχής των φορέων αυτών στο κεφάλαιο και τη διοίκηση του ταμείου, είτε της από

κοινού χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Στο σύνολο των δραστηριοτήτων που θα ενισχυθούν από το ταμείο η συμμετοχή κεφαλαίων του ιδιωτικού τομέα θα είναι τουλάχιστον 50%.

Το ΚΕΣΥΤ θα συσταθεί από το κράτος με μορφή ανώνυμης εταιρίας, με βάση το Ν.2919/01 και αρχικό μέτοχο το ελληνικό Δημόσιο. Θα υπάρξει όμως και σημαντική συμμετοχή ιδιωτικών κεφαλαίων. Το συνολικό προς τοποθέτηση ποσό θα ανέλθει σε 28 εκατομμύρια ευρώ, εκ των οποίων τα 14 εκατομμύρια είναι Δημόσια Δαπάνη, καλυπτόμενη κατά 67% από Κοινοτικούς πόρους και κατά 33% από εθνικούς.

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

### **9.7.2. ΤΕΜΠΜΕ**

Η δυσκολία πρόσβασης των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων στο τραπεζικό σύστημα καθιστά επιτακτική την ανάγκη δημιουργίας ενός νέου χρηματοδοτικού φορέα όπως είναι το Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (ΤΕΜΠΜΕ), ο οποίος θα καλύπτει το κενό που υπάρχει στην αγορά όσον αφορά τη διαχείριση του αυξημένου κινδύνου.

Το Ταμείο, το οποίο θα λειτουργεί συμπληρωματικά και όχι ανταγωνιστικά προς τις τράπεζες, στοχεύει στην ενθάρρυνση πρόσβασης των μικρών επιχειρήσεων στην αγορά κεφαλαίων μέσω ενός μηχανισμού επιμερισμού του κινδύνου, σκοπεύει λοιπόν να αποτελέσει μια γέφυρα μεταξύ των τραπεζών από τη μια πλευρά και των μικρών επιχειρήσεων από την άλλη.

Το Ταμείο έχει ήδη ξεκινήσει τη λειτουργία του με μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατομμυρίων ευρώ. Μέσα από τα πέντε προγράμματα που προσφέρει, παρέχει εγγυήσεις σημαντικού μέρους των δανείων που συνάπτονται μεταξύ επιχειρήσεων και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Έτσι, αναλαμβάνει μέρος του κινδύνου και καθιστά ευκολότερη και φθηνότερη τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αυτών. Ειδικότερα, το ΤΕΜΠΜΕ στοχεύει στην ενίσχυση:

- Επιχειρηματικών πρωτοβουλιών σχετικά υψηλού κινδύνου, όπως είναι η εκκίνηση επιχειρήσεων.
- Επιχειρηματικών πρωτοβουλιών που εστιάζουν στην καινοτομία, την ανταγωνιστικότητα, τη νέα οικονομία, την έρευνα και τεχνολογία, αλλά και την προστασία του περιβάλλοντος.
- Επιχειρηματικών δράσεων που αναλαμβάνονται από ειδικές κατηγορίες επιχειρηματιών, όπως οι νέοι, οι γυναίκες, τα άτομα με αναπηρίες, οι παλιννοστούντες, οι οικονομικοί μετανάστες, οι Έλληνες τσιγγάνοι, οι πολύτεκνοι και οι άνεργοι μακράς διάρκειας.
- Επιχειρηματικών δράσεων που συμβάλλουν στην τουριστική ανάπτυξη της χώρας.
- Της μεταβίβασης, εκχώρησης ή συγχώνευσης των μικρών επιχειρήσεων.

Όπως είπαμε το ΤΕΜΠΜΕ δεν αποτελεί ανταγωνιστικό μέσο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αντίθετα, έχει στόχο να το συμπληρώσει και να συμβάλει στην ισόρροπη ανάπτυξη της χώρας, στην άρση των οικονομικών και περιφερειακών ανισοτήτων και στην ενίσχυση της επιχειρηματικότητας. Για αυτόν τον λόγο, παρέχει εγγυήσεις για:

- Επιχειρηματικά δάνεια στους ιδιοκτήτες μικρών επιχειρήσεων για την απόκτηση, μεταβίβαση, διατήρηση ή επέκταση συμμετοχών.
- Μεσομακροπρόθεσμα δάνεια.
- Βραχυπρόθεσμα δάνεια, με έμφαση σε εκείνα που συνοδεύουν μεσομακροπρόθεσμα.

Το ΤΕΜΠΜΕ έχει ενταχθεί στο επιχειρησιακό πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» - ΕΠΑΝ τον Ιούλιο του 2003 (11/7/2003) και στο Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων τον Αύγουστο 2003 (26/8/2003)

Από το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο αξίζει περισσότερο να επισημανθούν τα εξής:

- Η ΤΕΜΠΜΕ ΑΕ είναι ανώνυμη εταιρία με μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατ. ευρώ. Το μετοχικό κεφάλαιο έχει καλυφθεί από την Ε.Ε. (67% του συνόλου) και το Ελληνικό Δημόσιο (33% του συνόλου).
- Παρέχει εγγυήσεις και αντεγγυήσεις στο χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας μας υπέρ ΜΕ που απασχολούν έως 30 άτομα, ενώ απαγορεύεται να παρέχει δάνεια.
- Η αξία του συνόλου των εγγυήσεων της δεν μπορεί να υπερβαίνει το δεκαπλάσιο των ιδίων κεφαλαίων της.
- Για το σκοπό του υπολογισμού του δείκτη φερεγγυότητας των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος πιστωτικών ιδρυμάτων και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων, τα ποσά των απαιτήσεων τους που καλύπτονται από την εγγύηση της ΤΕΜΠΜΕ ΑΕ σταθμίζονται με συντελεστή 20%.
- Οι παρεχόμενες από την ΤΕΜΠΜΕ ΑΕ εγγυήσεις καλύπτουν μέρος του ύψους των πιστωτικών διευκολύνσεων που τα πιστωτικά και χρηματοδοτικά ιδρύματα χορηγούν στις ΜΕ και η εγγύηση μπορεί να κυμαίνεται από 40% έως 70% επί του ύψους της πίστωσης (εκτός από τις περιπτώσεις πυρκαγιάς, πλημμυρών, σεισμού, αναγκαστικής απαλλοτρίωσης, περιοχής Δ' ζώνης κινήτρων, όπου με Υπουργική απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης το ποσοστό της εγγύησης μπορεί να ανέλθει στο 80%)

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

### **9.8.Πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» Υπουργείου Ανάπτυξης**

Το Επιχειρησιακό Πρόγραμμα "Ανταγωνιστικότητα" (ΕΠΑΝ) του Υπουργείου Ανάπτυξης εντάσσεται στο Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (Γ' ΚΠΣ) 2000-2006 και περιλαμβάνει μια δέσμη δράσεων και ενισχύσεων που έχουν ως στρατηγικό στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και την επίτευξη της κοινωνικής και οικονομικής σύγκλισης της χώρας μας με τις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το ΕΠΑΝ αρθρώνεται σε 9 άξονες προτεραιότητας και 41 μέτρα στα οποία εντάσσονται 145 δράσεις που αποτελούν εφαρμογή των αντίστοιχων πολιτικών στους τομείς παρέμβασης του προγράμματος. Στο Πρόγραμμα αντιστοιχούν 6,6 δις ευρώ. Η κοινοτική συνεισφορά ύψους 2,06 δις ευρώ που διατίθενται για το Πρόγραμμα προέρχεται από:

- Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης 1,9 δις ευρώ το οποίο συμβάλλει στην άμβλυνση των ανισοτήτων που υπάρχουν στην ανάπτυξη και το βιοτικό επίπεδο διαφόρων περιφερειών, καθώς και στη μείωση της καθυστέρησης των λιγότερο ευνοημένων περιφερειών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο 157 εκατ. ευρώ το οποίο συμβάλλει στην ανάπτυξη της απασχόλησης μέσα από την προώθηση του επιχειρηματικού πνεύματος, της απασχολησιμότητας, της ικανότητας προσαρμογής των εργαζομένων και της ισότητας των ευκαιριών, καθώς και της επένδυσης στους ανθρώπινους πόρους.

Η εθνική δημόσια δαπάνη ανέρχεται σε 1,29 δις ευρώ και η ιδιωτική χρηματοδότηση (συμμετοχή ωφελουμένων) σε 3,32 δις ευρώ.

Οι άξονες προτεραιότητας του προγράμματος είναι οι εξής:

- ✓ Βελτίωση του Επιχειρηματικού περιβάλλοντος
- ✓ Στήριξη και Ενθάρρυνση της Επιχειρηματικότητας
- ✓ Προώθηση Επιχειρηματικής Αριστείας
- ✓ Τεχνολογική Καινοτομία και Έρευνα
- ✓ Διαφοροποίηση του Τουριστικού προϊόντος και Προβολή της Ελλάδας ως Τουριστικού Προορισμού
- ✓ Ασφάλεια Ενεργειακού Εφοδιασμού και προώθηση της Αγοράς Ενέργειας
- ✓ Ενέργεια και Αειφόρος Ανάπτυξη
- ✓ Ανθρώπινοι Πόροι
- ✓ Τεχνική Βοήθεια

Το ΕΠΑΝ περιλαμβάνει διάφορες δράσεις για την ενίσχυση και βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, μερικές από αυτές είναι και τα ταμεία που αναφέραμε (ΤΑΝΕΟ, ΤΕΜΠΜΕ, ΤΕΣΥΤ) αλλά και πολλά προγράμματα χρηματοδότησης και επιδότησης επιχειρήσεων.

Οι χρηματοδοτήσεις αυτές χωρίζονται σε εκείνες που απευθύνονται σε όλες τις εταιρίες ανεξαρτήτως μεγέθους, τομέα δραστηριότητας για την πραγματοποίηση ορισμένων δράσεων όπως, εξοικονόμηση ενέργειας, επενδύσεις σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, ποιοτικό εκσυγχρονισμό, δημιουργία περιβαλλοντικών σχεδίων, δημιουργία ή επέκταση επιχειρήσεων για την αποσυναρμολόγηση, αξιοποίηση στερεών υλικών και αποβλήτων ή υγρών ουσιών. Επίσης προβλέπονται επιδοτήσεις επενδύσεων που έχουν ενταχθεί στον αναπτυξιακό νόμο, επενδύσεις για έργα έρευνας και τεχνολογικής ανάπτυξης, υιοθέτηση Ευρωπαϊκού μοντέλου Επιχειρηματικής Αριστείας, κατάρτιση ανθρώπινου δυναμικού, μεταφορά τεχνογνωσίας καθώς και πολλά άλλα.

Εκτός από τις χρηματοδοτήσεις που απευθύνονται σε όλες τις εταιρίες ανεξαρτήτως μεγέθους και τομέα δραστηριότητας, το ΕΠΑΝ χωρίζει και διάφορες κατηγορίες επιχειρήσεων που έχουν ευκαιρίες χρηματοδότησης, ενδεικτικά αναφέρουμε τις ευκαιρίες χρηματοδότησης υφιστάμενων επιχειρήσεων που απασχολούν έως 250 άτομα και αφορούν την βελτίωση και ολοκλήρωση της παραγωγικής δραστηριότητας της επιχείρησης, παραγωγή καινοτομικών προϊόντων, εισαγωγή καινοτομικών μεθόδων στην παραγωγική διαδικασία, εκσυγχρονισμός της εφοδιαστικής αλυσίδας, ενίσχυση περιβαλλοντικών συνεργασιών, επέκταση και ενίσχυση μονάδων για τη διαχείριση και αξιοποίηση αποβλήτων. Σε μικρότερες μεταποιητικές επιχειρήσεις μέχρι 50 άτομα όπου εκτός από τις ενισχύσεις που προβλέπονται στις περιπτώσεις που αναφέραμε προηγουμένως, έχουμε επιπλέον ενισχύσεις για εισαγωγή νέων τεχνολογιών, βελτίωση του υπάρχοντος παραγωγικού εξοπλισμού, ανάπτυξη και πιστοποίηση συστημάτων διασφάλισης ποιότητας και πιστοποίηση προϊόντων, προβολή και προώθηση προϊόντων, προμήθεια και εγκατάσταση συστημάτων εξοπλισμού υγιεινής και ασφάλειας των εργαζομένων, ανάπτυξη και πιστοποίηση συστημάτων και εξοπλισμού προστασίας του περιβάλλοντος, ενσωμάτωση τεχνολογιών φιλικών στο περιβάλλον.

Έχουμε επίσης ειδικές κατηγορίες επιχειρήσεων που λαμβάνουν οικονομικής υποστήριξης όπως τουριστικές επιχειρήσεις για συγκεκριμένες επενδύσεις, επιχειρήσεις με ερευνητικές δραστηριότητες, επιχειρήσεις που υλοποιούν ενεργειακές επενδύσεις, επίσης το υπουργείο ανάπτυξης δημιουργεί νέες βιομηχανικές και επιχειρηματικές υποδομές, απλοποιεί το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την αδειοδότηση των επιχειρήσεων, ιδρύει Κέντρα Υποδοχής Επενδυτών τα οποία θα λειτουργούν ως κέντρα εξυπηρέτησης των υποψηφίων επενδυτών και επιχειρηματιών, αναπτύσσει δομές για την υποστήριξη της επιχειρηματικότητας, τα Κέντρα Επιχειρηματικής και Τεχνολογικής Ανάπτυξης (ΚΕΤΑ).

Τέλος αναφέρουμε ότι στα πλαίσια ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας έχουν δοθεί ευκαιρίες χρηματοδότησης επιχειρηματικής δραστηριότητας επιλεγμένων ομάδων πληθυσμού. Έτσι έχουμε ανάπτυξη, υποστήριξη και προώθηση της επιχειρηματικότητας των νέων ηλικίας 21 έως 39 ετών. Την χρηματοδοτική ενίσχυση γυναικών ηλικίας 21 έως 55 ετών και ενίσχυση επιχειρηματικότητας ατόμων με ειδικές ανάγκες ([www.ypan.gr](http://www.ypan.gr)).



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 9**

1. **N.1775/1988**, “Περί εταιριών επιχειρηματικών κεφαλαίων”, ΦΕΚ Α’ 101 24.5.1988
2. **N.2367/1995** , “Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α'261/1995
3. **N.2789/2000**, “Προσαρμογή ελληνικού δικαίου προς οδηγία αριθ. 98/26/ΕΚ και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α’ 21 11.2.2000
4. **N.2992/2002**, “Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεων”, ΦΕΚ Α’ 54 20.3.2004
5. **Μούζουλας Σπήλιος**, “*Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών : η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης – Ερμηνεία άρθρων 5-9 Ν. 2367/95, Ανάλυση ειδικών συμφωνιών, Υποδείγματα εξωτερικών συμβάσεων*”, Αθήνα 1997, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 6-35
6. **N.2992/2002**, “Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεων”, ΦΕΚ Α’ 54 20.3.2004
7. **N.2843/2000**, “Εκσυγχρονισμός χρηματιστηριακών συναλλαγών”, ΦΕΚ, τεύχος Α’ 219 12.10.2000
8. **ΥΠΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ Αριθ. 217550/2002**, “Των όρων και προϋποθέσεων για τη συμμετοχή της ανώνυμης εταιρίας με την επωνυμία “Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε.” σε επενδυτικά σχήματα και των σχετικών κριτηρίων αξιολόγησης”, ΦΕΚ Β’ 1544
9. [www.ypan.gr](http://www.ypan.gr)
10. **N.3091/2002**, “Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α’ 330 24.12.2002

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΥΕΚ**

#### **10.1. Σκοπός Κεφαλαίου**

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε κάποια βασικά μεγέθη του κλάδου των ΚΥΕΚ στον ελληνικό χώρο και στην συνέχεια θα κάνουμε μια παρουσίαση των κυριότερων εταιριών που δραστηριοποιούνται στα τομέα αυτό καθώς και τις επενδύσεις στις οποίες έχουν προχωρήσει.

#### **10.2. Μεγέθη Ελληνικής Αγοράς**

Ο κλάδος των ΚΥΕΚ στην Ελλάδα αλλά και γενικότερα των επενδύσεων κεφαλαίου κυριαρχείται ακόμα από έναν μικρό αριθμό εταιριών. Βέβαια ο αριθμός τους έχει αυξηθεί κάπως τα τελευταία χρόνια, όπως επίσης είχαμε και την δημιουργία των λεγόμενων θερμοκοιτίδων που βοηθούν την ανάπτυξη νέων καινοτόμων επιχειρήσεων.

Τον Σεπτέμβριο του 2003 μετά από πρωτοβουλία του ΤΑΝΕΟ ιδρύθηκε ο σύνδεσμος ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ που έχει μέλη περίπου δεκαπέντε εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο χώρο στην Ελλάδα με υπό διαχείριση κεφάλαια περί τα 850 εκ. ευρώ και έχει σαν στόχο την προαγωγή του θεσμού.

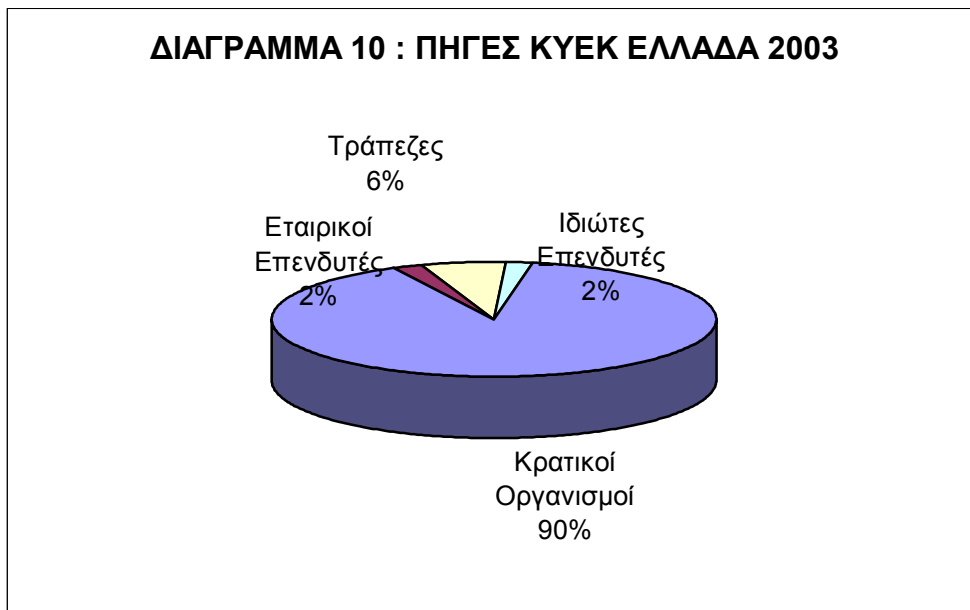
Το 2003 τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν είναι 28,7 εκατ. ευρώ έναντι 65,55 εκατ. ευρώ που συγκεντρώθηκαν το 2002. Σημειώθηκε μείωση 56%.

Το 2003 πραγματοποιήθηκαν 70 επενδύσεις ΚΥΕΚ ύψους 25,6 εκ. ευρώ ενώ το 2002 πραγματοποιήθηκαν 43 επενδύσεις ύψους 45,38 εκατ. ευρώ.

Αξίζει να αναφέρουμε ότι σύμφωνα με τον EVCA το ποσοστό επενδύσεων κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ βρίσκεται κοντά στο 3% στα έτη 2002 και 2003 (EVCA 2004 Yearbook).

### **10.3. Πηγές ΚΥΕΚ Ελλάδας**

Σύμφωνα με την έρευνα του EVCA για το 2003 από τα χρήματα που συγκεντρώθηκαν για επενδύσεις ΚΥΕΚ, περίπου 28,7 εκατομ. ευρώ, το κύριο μέρος αυτών προήλθαν από κρατικούς οργανισμούς (περίπου το 90%). Τα χρήματα αυτά δόθηκαν κυρίως για την δημιουργία θερμοκοιτίδων οι οποίες θα βοηθήσουν στην ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων. Τα υπόλοιπα συγκεντρώθηκαν κυρίως από τράπεζες (6%) και από εταιρικούς και ιδιώτες επενδυτές. Για το 2002 αντίθετα το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων 37,4% προήλθε από τράπεζες, το 30,5% από μεγάλα Ταμεία κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλες εταιρίες ΚΥΕΚ, ενώ το υπόλοιπο 20,3% από εταιρικούς επενδυτές.



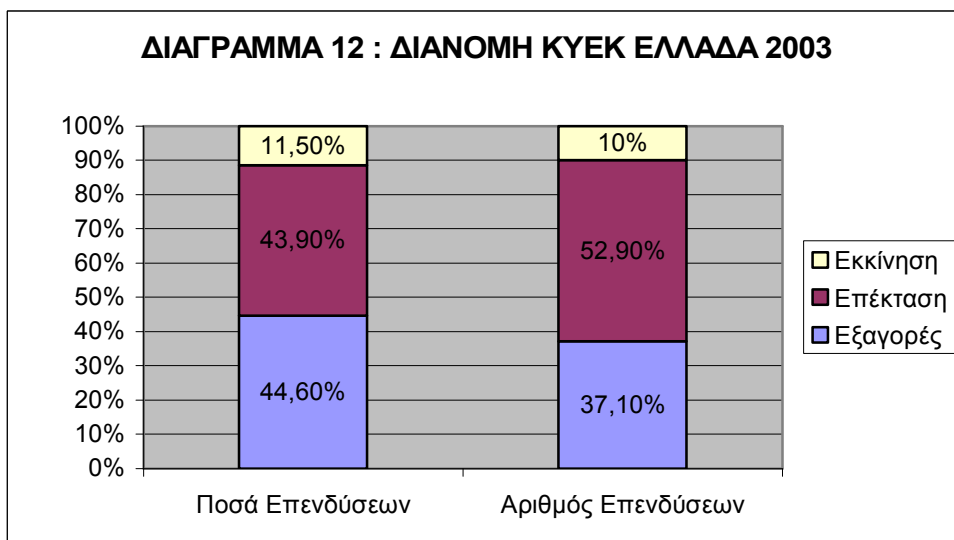
Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

Αντίστοιχα για το 2001 η έρευνα του EVCA έδειξε ότι από τα 51 εκατομ. ευρώ, που συγκεντρώθηκαν, το 86,7% από αυτά προήλθε από τις τράπεζες, και το υπόλοιπο 13,3% από διάφορα συνταξιοδοτικά ταμεία.



Πηγή: EVCA 2002 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2001

#### **10.4. Διανομή ΚΥΕΚ στα Διάφορα Στάδια Επενδύσεων**



Πηγή: EVCA 2004 Yearbook, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

Όπως είδαμε στο παραπάνω διάγραμμα, το μεγαλύτερο μέρος των ΚΥΕΚ επενδύεται στα στάδια των εξαγορών και επέκτασης. Ενώ όσο αναφορά την γεωγραφική τους κατανομή, το 84,7% των ΚΥΕΚ που επενδύθηκαν το 2003, τοποθετήθηκαν στην Ελλάδα ενώ το υπόλοιπο 15,3%

επενδύθηκε σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Στο σημείο αυτό διακρίνουμε μια σημαντική μεταστροφή των επενδύσεων προς τον ελληνικό χώρο καθώς τα αντίστοιχα ποσοστά για το 2002 ήταν 36,1% στην Ελλάδα, το 58,2% σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες και το υπόλοιπο 5,7% σε μη ευρωπαϊκές χώρες (EVCA 2004 Yearbook).

#### **10.4.1. Κατανομή Επενδύσεων ΚΥΕΚ στην Ελλάδα**

Σε σχέση με την κατανομή των ΚΥΕΚ στους διάφορους κλάδους της οικονομίας, παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο μέρος (73,3%) τοποθετήθηκε σε επιχειρήσεις που έχουν να κάνουν με καταναλωτικά προϊόντα και υπηρεσίες, ακολουθεί ο κλάδος των μεταφορών με 11,5%, ο αγροτικός τομέας με 11,5% και οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες με 2,8%. Βέβαια οι τιμές αυτές διαφοροποιούνται αν εξετάσουμε τον αριθμό των επιχειρήσεων κάθε κλάδου που χρηματοδοτήθηκαν, όπου τα ποσοστά είναι 57,8% για τον κλάδο των καταναλωτικών προϊόντων και υπηρεσιών, 17% για επιχειρήσεις υπηρεσιών, 7,8% στους κλάδους των μεταφορών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, και 9,4% για επιχειρήσεις του αγροτικού τομέα (EVCA 2004 Yearbook).

Όσο αναφορά για το αν τα κεφάλαια που έχουν συγκεντρωθεί αναμένεται να τοποθετηθούν σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, για το 2003 παρατηρήσαμε μια μεταστροφή όπου τα περισσότερα ΚΥΕΚ (75% του συνόλου) τοποθετήθηκαν σε υψηλής τεχνολογίας πρώτα στάδια δημιουργίας επιχειρήσεων. Για το 2002 από τα στοιχεία του EVCA παρατηρείται ότι δεν επενδύθηκαν ΚΥΕΚ σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, αντίθετα το 50% των κεφαλαίων τοποθετήθηκαν σε μη-υψηλής τεχνολογίας πρώτα στάδια δημιουργίας επιχειρήσεων, για το 2003 το ποσοστό ήταν 25%, και το υπόλοιπο 50% των ΚΥΕΚ για το 2002 επενδύθηκε για μη-υψηλής τεχνολογίας επενδύσεις επέκτασης (EVCA 2004 Yearbook).

Παρόμοια είναι και τα συμπεράσματα άλλης εργασίας στην οποία παρατηρείται ότι η υψηλή τεχνολογία, τουλάχιστον μέχρι πρόσφατα δεν αποτελεί δημοφιλή κλάδο επένδυσης των Ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ (62% του συνόλου των εταιριών ΚΥΕΚ δεν επιλέγει επενδύσεις σε εταιρίες υψηλής τεχνολογίας), αντίθετα ο κλάδος της βιομηχανίας και του εμπορίου επιλέγεται

από το μεγαλύτερο μέρος των εταιριών ΚΥΕΚ. Πάντως συμπεραίνουμε ότι ο ελληνικός κλάδος ΚΥΕΚ τουλάχιστον κατά τον χρόνο διεξαγωγής της έρευνας δεν είχε κατασταλάξει στα είδη των επιχειρήσεων στις οποίες θα επενδύσουν (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 96)

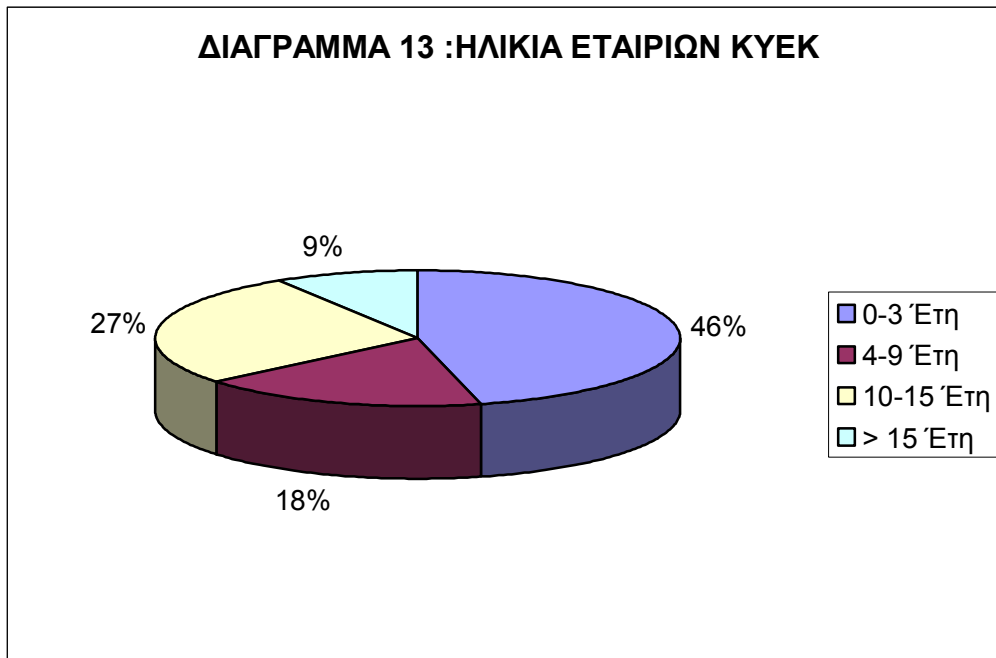
Αναφορικά με τους τρόπους αποεπένδυσης, παρατηρούμε ότι για το 2003 το 9,8% των συνολικών ποσών αποεπένδυσης έγινε μέσω δημόσιας προσφοράς, το οποίο όμως αντιστοιχεί στο 50% επιχειρήσεων που χρηματοδοτήθηκαν με ΚΥΕΚ, ενώ το υπόλοιπο 90,2% έγινε με άλλους τρόπους και όχι με τους γνωστούς που έχουμε αναφέρει. Για το 2002 το 84,1% του ποσού αποεπένδυσης έχει γίνει μέσω εξαγορών, ενώ το υπόλοιπο 15,9% έγινε μέσω εξαγοράς της επιχείρησης από την υπάρχουσα διοίκηση της επιχείρησης (EVCA 2004 Yearbook).

### **10.5. Χαρακτηριστικά Ελληνικών Εταιριών ΚΥΕΚ**

Για να δώσουμε μια εικόνα των χαρακτηριστικών των ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ θα αναφέρουμε κάποια αποτελέσματα της έρευνας των Ζοπουνίδη – Μπακατσάκη που ξεκίνησε το 2000 και τελείωσε το 2002 και δημοσιεύτηκε στο περιοδικό της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών.

Όσο αναφορά την ηλικία των ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ, το 46% αυτών έχει ηλικία μέχρι 3 έτη, το 18% μεταξύ 4 και 9 ετών, το 27% μεταξύ 10 και 15 έτη, ενώ το 9% έχει ηλικία περισσότερο από 10 έτη.

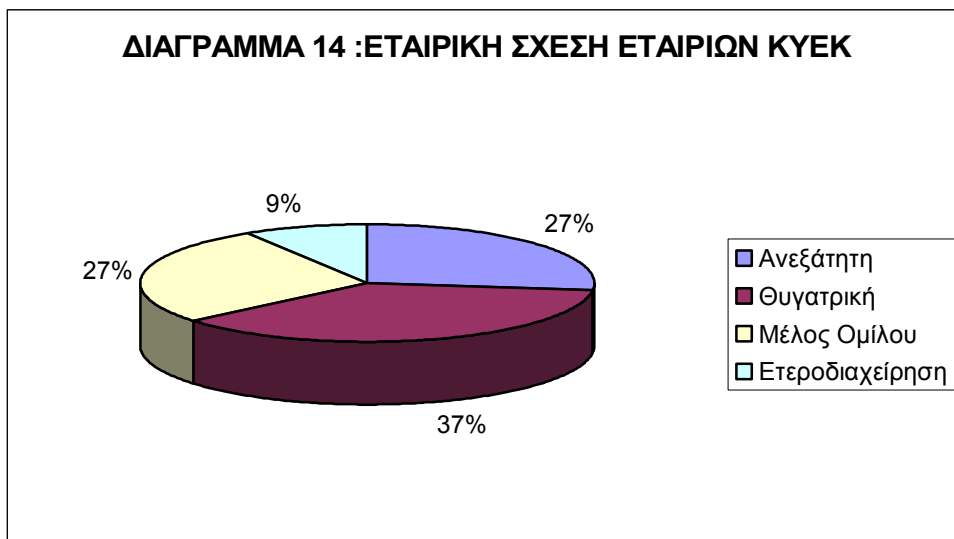
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 : ΗΛΙΚΙΑ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΥΕΚ**



(Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 90)

Παρόμοια είναι και τα αποτελέσματα μιας άλλης έργασίας, σύμφωνα με την οποία το μεγαλύτερο ποσοστό των ελληνικών εταιριών (62%) ιδρύθηκε μεταξύ των ετών 1996-2000 (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 95).

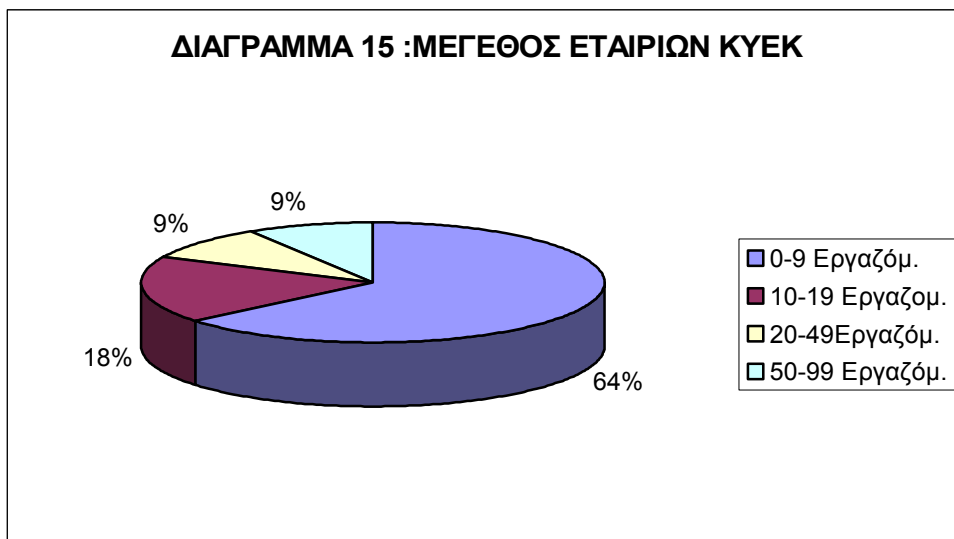
Από την έρευνα προκύπτει ότι οι περισσότερες ελληνικές εταιρίες ΚΥΕΚ (37%) είναι θυγατρικές άλλων εταιριών (κυρίως τραπεζών), το 27% αποτελούν μέλη ομίλων, αλλά επίσης και ένα ποσοστό 27% είναι ανεξάρτητες, ενώ το 9% δηλαδή μία εταιρία του δείγματος υπόκειται σε διαχείριση από άλλη εταιρία και μάλιστα χρησιμοποιεί το προσωπικό χρηματοπιστηριακής επιχείρησης.



(Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 91).

Η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ 64% χαρακτηρίζονται ως μικρές καθώς απασχολούν μέχρι 9 άτομα, το 18% απασχολούν 10-19 εργαζόμενους ενώ οι εταιρίες ΚΥΕΚ με 20-49 εργαζομένους αντιστοιχούν στο 9% του δείγματος όπως και οι εταιρίες με περισσότερα από 50 άτομα (Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 91). Το ίδιο αποτέλεσμα παρουσιάζει και έρευνα του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών όπου παρατηρείται ότι οι μισές από τις συγκεκριμένες εταιρίες απασχολούν περισσότερα από 8 άτομα, ακολούθως οι εταιρίες με 3-4 στελέχη αποτελούν το 37,5% του συνόλου, ενώ το υπολοιπο 12,5% των εταιριών διαθέτουν 1-2 στελέχη. Κάθε στέλεχος της εταιρίας ΚΥΕΚ ασχολείται συνήθως (50% των περιπτώσεων) με 3-4 επενδυτικές υποθέσεις. (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 102-103).

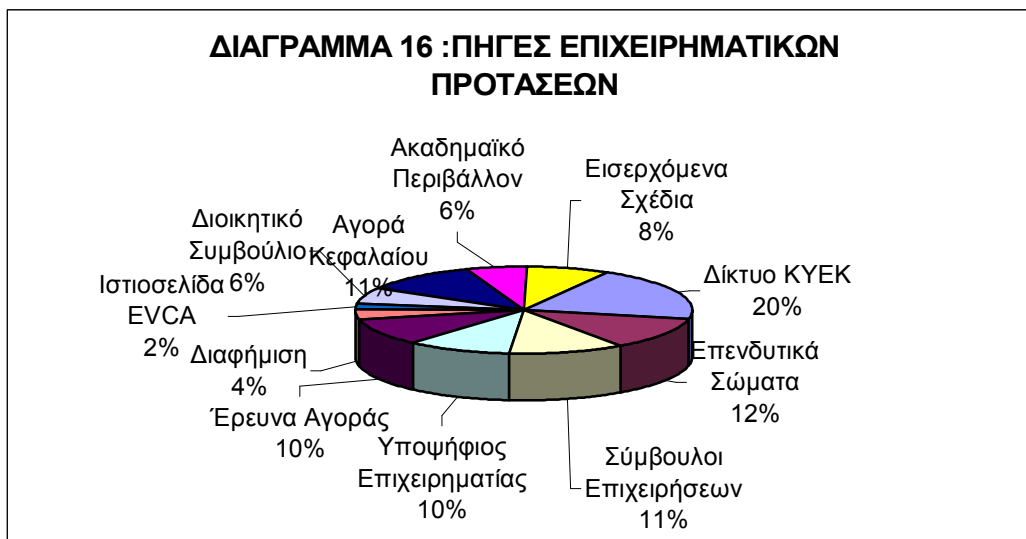




Όσο αναφορά το επίπεδο μόρφωσης των στελεχών των ελληνικών ΚΥΕΚ, παρατηρείται ότι το 46% είναι κάτοχοι μεταπτυχιακού τίτλου και το 8% κατέχουν διδακτορικό τίτλο. Το 33% των υπαλλήλων είναι απόφοιτοι ανώτατης εκπαίδευσης, και το 6% είναι απόφοιτοι ανώτερης εκπαίδευσης και μόλις το 7 % είναι απόφοιτη μέσης εκπαίδευσης (Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 91).

## **10.6. Διαδικασία Προσέλκυσης και Επιλογής Επιχειρηματικών Προτάσεων**

Σίγουρα ενδιαφέρον στοιχείο εξέτασης για τον κλάδο του ΚΥΕΚ στην Ελλάδα είναι να διαπιστώσουμε την προέλευση και την διαδικασία δημιουργίας των επιχειρηματικών προτάσεων. Σύμφωνα με την έρευνα του του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών διαπιστώνεται ότι δεν υπάρχει ένας γενικός κανόνας με το οποίο οι ελληνικές εταιρίες ΚΥΕΚ προσελκύουν επιχειρηματικά σχέδια. Όπως παρατηρούμε το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρηματικών σχεδίων προέρχεται από το δίκτυο των εταιριών ΚΥΕΚ.



(Χαλκιά, Κοφινάς, Παππάς, 2002, σελ 55-56)

Στην Ελλάδα, από το σύνολο των επιχειρηματικών προτάσεων που υποβάλλονται για χρηματοδότηση με ΚΥΕΚ, μόνο ένα ποσοστό μεταξύ 3% και 5% τελικά πραγματοποιούνται όπως συμβαίνει διεθνώς.

Αναφορικά με το πλήθος των επιχειρήσεων που έχουν χρηματοδοτήσει οι εταιρίες ΚΥΕΚ, το μεγαλύτερο μέρος (37% των εταιριών ΚΥΕΚ) έχουν επενδύσει σε 2-8 επιχειρήσεις, πράγμα που αποδίδεται στην σχετικά μικρή ηλικία των περισσότερων εταιριών ΚΥΕΚ, το 25% σε περισσότερες από 28 επιχειρήσεις, επίσης 25% σε 9-15, και τέλος 12,5% σε 16-22 επιχειρήσεις (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 99).

Αναφέρουμε επίσης ότι δεν υπάρχει στον ελληνικό χώρο εταιρία ΚΥΕΚ η οποία να έχει χρηματοδοτήσει με κεφάλαια άνω των 30 εκατομμυρίων ευρώ κάποια επιχείρηση (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 106).

Όσο αναφορά την αναμενόμενη απόδοση που επιδιώκουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ από τις επενδύσεις τους, το 37,5% αυτών προτιμούν μια απόδοση μεταξύ 26-30%, ενώ εξίσου με ποσοστό 12,5% των εταιριών ΚΥΕΚ προτιμούν απόδοση 6-10%, 11-15, 21-25%, 31-35 και 36-40%. Από το σύνολο των εταιριών ΚΥΕΚ το 87% απάντησε ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις διέφεραν από τις πραγματοποιηθείσες, ενώ το 14% ότι δεν διέφεραν (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 108).

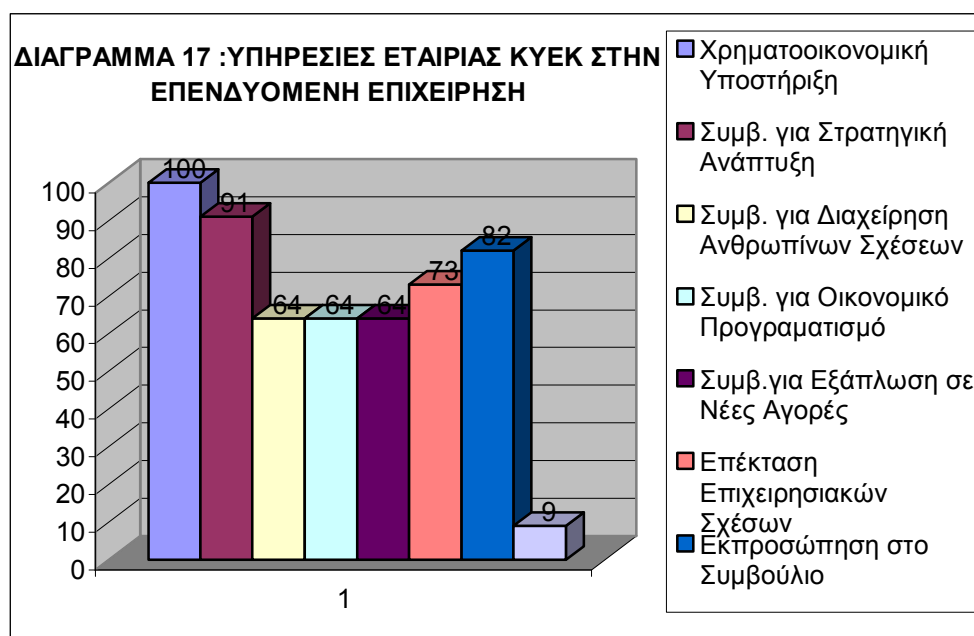
Σαν γενική εικόνα ο κλάδος του ΚΥΕΚ στην Ελλάδα δεν έχει αναφέρει αξιοσημείωτες ζημιές. Το μεγαλύτερο ποσοστό των ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ παραμένει στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει για ένα χρονικό διάστημα 5-6 χρόνων. Όσο αναφορά τους λόγους για τους οποίους παραμένουν στην επένδυση τους για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, κυρίαρχη αιτιολογία αποτελεί η διοικητική ομάδα της επιχείρησης η οποία ικανοποιεί απόλυτα την εταιρία ΚΥΕΚ αλλά και το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις αυτές βρίσκονται σε χρονική στιγμή αύξησης των πωλήσεων και επομένως δεν έχει έλθει ακόμα η χρονική στιγμή της αποχώρησης. Επίσης ισχυρό λόγο αποτελεί το ελκυστικό επίπεδο προϊόντων και υπηρεσιών που έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση καθώς και η ισχύ της στον κλάδο που δραστηριοποιείται (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 110-119).

Αναφορικά με τα κριτήρια αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων, έχουμε κατά σειρά: προοπτικές μελλοντικής εξέλιξης της επιχείρησης, λογιστικοί δείκτες, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, φήμη της, ποιότητα του επιχειρηματία και τέλος δυσκολίες εξόδου από την επένδυση. Από τα χρηματοοικονομικά εργαλεία αξιολόγησης, αυτό του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης αποτελεί σαφώς το δημοφιλέστερο μεταξύ των εταιριών ΚΥΕΚ (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 120).

Τέλος ο κυριότερος τρόπος αποχώρησης από τις επενδύσεις τους είναι η εισαγωγή στο χρηματιστήριο, ακολουθεί η εξαγορά από κάποια άλλη επιχείρηση, καθώς και η συγχώνευση με κάποια άλλη επιχείρηση (Μιχαλόπουλος 2003, σελ. 120)

## 10.7. Υπηρεσίες που Προσφέρουν οι Εταιρίες ΚΥΕΚ στις Ελληνικές Επιχειρήσεις

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ όπως προκύπτει από την έρευνα δεν προσφέρουν μόνο χρηματοοικονομική υποστήριξη στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν. Βλέπουμε λοιπόν ότι από τις πιο συνηθισμένες υπηρεσίες που προσφέρουν είναι η συμβολή τους στην χάραξη της στρατηγικής της επιχείρησης και στην επιχειρηματική τους ανάπτυξη (91%) καθώς και η συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο των επιχειρήσεων (82%) και η επέκταση του δικτύου επιχειρηματικών σχέσεων (73%). Πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ ακόμα προσφέρουν βοήθεια στην διαχείριση ανθρωπίνων πόρων (64%), οικονομικό προγραμματισμό (64%) και εξάπλωση σε νέες αγορές (64%). Τέλος αναφέρουμε ότι ελάχιστες είναι οι εταιρίες ΚΥΕΚ που επιδιώκουν αλλαγή στη διοίκηση της υποστηριζόμενης επιχείρησης 9% (Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 97).



(Ζοπουνίδη και Μπακατσάκη-Μανουδάκη, 2002, σελ. 97).

## **10.8. Παρουσίαση Ελληνικών Εταιριών ΚΥΕΚ**

Στο σημείο αυτό για να αποκτήσουμε μια ακόμα καλύτερη εικόνα για την αγορά ΚΥΕΚ στην Ελλάδα, θα προχωρήσουμε σε παρουσίαση των κυριότερων εταιριών που δραστηριοποιούνται στο χώρο.

Πιο συγκεκριμένα τα μέλη του ελληνικού συνδέσμου εταιριών ΚΥΕΚ είναι τα εξής :

- ΑΙΑΣ FINANCE - ΑΙΑΣ Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
- ΑΤΤΙΚΑ VENTURES Α.Ε. - ΑΤΤΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
- ALPHA TRUST INNOVATION Α.Ε.Κ.Ε.Σ.
- ALPHA VENTURES - ΑΛΦΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
- CAPITAL CONNECT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ Α.Κ.Ε.Σ.
- ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. - ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
- ΕΘΝΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
- GLOBAL FINANCE S.A. - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
- ULYSSES FINANCE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ - ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
- MARFIN BANK Α.Τ.Ε. - Διαχειρίστρια της AVC VENTURE CAPITAL Α.Ε.
- NOTOS ASSOCIATES S.A. - ΝΟΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
- PARTHENON TRUST S.A. - ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
- ΤΑΜΕΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

- VECTIS CAPITAL A.E. - ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
- iVen S.A. INNOVATIVE VENTURES

Επίσης στον τομέα των ΚΥΕΚ συγκαταλέγουμε και τις εταιρίες i-cube, i4G και Θέρμη που ανήκουν στην κατηγορία των θερμοκοιτίδων.

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

Η Attica Ventures A.E. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003, ανήκει στον όμιλο εταιρειών της Τράπεζας Αττικής και έχει σαν αντικείμενο την Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ). Στόχος της Attica Ventures είναι η ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας, η συνδρομή στην ανάπτυξη και μεγέθυνση μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε όλο το φάσμα της παραγωγικής δραστηριότητας και η μεταφορά εφαρμοσμένης έρευνας και τεχνολογίας στο επιχειρείν.

Η πρώτη επένδυση της Attica Ventures αποτελεί η δημιουργία του ZAITECH FUND στο οποίο συμμετέχει η Τράπεζα Αττικής με 15.000.000 ευρώ και το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας με 14.999.900 ευρώ. Τη διαχείριση του fund έχει αναλάβει η ATTICA VENTURES.

Το Zaitech Fund λειτουργεί με στόχο τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των συμμετοχών του για λογαριασμό των μετόχων του, επενδύοντας σε ένα χαρτοφυλάκιο εταιριών, με κλαδική διασπορά, κατά προτεραιότητα σε καινοτόμες επιχειρήσεις σε τομείς αιχμής της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά και πληροφορική) αλλά και σε εταιρίες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών, καινοτομίας και πρωτογενούς επιστημονικής έρευνας ([www.atticaventure.gr](http://www.atticaventure.gr)).

Η πρώτη επιχειρηματική συμμετοχή του ZAITECH FUND ΑΚΕΣ είναι στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας e-Global Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Υπηρεσιών Διαδικτύου και Πληροφορικής.

Η δραστηριότητα της Attica Ventures από την έναρξη της λειτουργίας της είναι ιδιαίτερα έντονη καθώς έχουν εξεταστεί πάνω από 400 επιχειρηματικά σχέδια εταιριών (Γραφείο Τύπου Attica Ventures).

### **10.8.2. ΑΙΑΣ Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**

Η Αίας Finance Α.Ε ιδρύθηκε το 1999 ως διαχειρίστρια εταιρία της 4Ε ΕΚΕΣ. Σήμερα το μετοχικό της κεφάλαιο ανήκει κατά 66,5% στην Omega Bank.

Η 4Ε Α.Ε.Ε.Κ.Ε.Σ είναι εταιρία ΚΥΕΚ με αρχικό κεφάλαιο 26,5 εκ. ευρώ. Στις 31/12/2003 τα επενδεδυμένα κεφάλαια ανέρχονταν σε 14,59 εκ. ευρώ και αφορούσαν τη συμμετοχή σε 17 εταιρίες, εκ των οποίων 3 είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η πλειοψηφία των εταιριών στις οποίες έχει επενδύσει η 4Ε ανήκουν στους τομείς της νέας οικονομίας, πληροφορικής και ιντερνετ. Ενώ γεωγραφικά η Αττική συγκεντρώνει τις περισσότερες τοποθετήσεις.

Συνοπτικά οι εταιρίες στις οποίες συμμετέχει η 4Ε Α.Ε.Ε.Κ.Ε.Σ είναι οι εξής:

- **Protecta A.E.B.E.** Πόρτες ασφάλειας - επένδυση 1.438.014 ευρώ
- **Stibetherm A.E.B.E.** Ηλιακοί συσσωρευτές, λέβητες – επένδυση 1.395.717 ευρώ
- **Οξύμαχον Α.Ε.** Κεραμικά πλακίδια – επένδυση 1.408.663 ευρώ
- **Leon Engineering A.B.E.** Συστήματα ηλεκτρονικής ζύγισης – επένδυση 587.000 ευρώ
- **Hellas Flying Dolphins A.N.E.** Ακτοπλοΐα – επένδυση 792.370 ευρώ
- **Βασιληάς Α.Ε.Ε.** Χονδρεμπόρια ηλεκτρικών συσκευών – επένδυση 669.831 ευρώ
- **Ελιθέρμ Α.Ε.Β.Ε.** Χονδρεμπόριο προϊόντων θέρμανσης – κλιματισμού – επένδυση 134.322 ευρώ

- **PRC Group A.E.** Σύμβουλοι επιχειρήσεων – επένδυση 892.500 ευρώ
- **Interform A.E.** Εκθεσιακή Αρχιτεκτονική – επένδυση 861.00 ευρώ
- **Θέρμη A.E.** Επιχειρησιακή θερμοκοιτίδα – επένδυση 362.500 ευρώ
- **01 Πληροφορική A.E.** Πληροφορική – επένδυση 528.247 ευρώ
- **Intellectron systems A.E.** Πληροφορική – επένδυση 2.363.442 ευρώ
- **Europrom A.E.** Τηλεπικοινωνίες – επένδυση 1.241.818 ευρώ
- **MSV A.B.E.E.** Παραγωγή και αναπαραγωγή CD's – επένδυση 982.890 ευρώ
- **BETANET A.B.E.E.** Προκατασκευές από σκυρόδεμα – επένδυση 110.982 ευρώ
- **Newsphone hellas A.E.** Υπηρεσίες τηλεπληροφόρησης – επένδυση 143.419 ευρώ
- **Compucon A.B.E.E.** Πληροφορική – επένδυση 676.993 ευρώ

([www.omegabank.gr](http://www.omegabank.gr)) & (4Ε Απολογισμός 2003)

### **10.8.3. ALPHA TRUST INNOVATION**

Η Alpha Trust Innovation A.E.K.E.Σ. (Ανώνυμη Εταιρία 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 εταιρίες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε καινοτομικά 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 Alpha Trust Innovation έχει επενδύσει στις παρακάτω εταιρίες, που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξής τους:

- **Vector Informatics Systems AE** η οποία δραστηριοποιείται στην παραγωγή λογισμικού. Συμμετοχή 20% της Alpha Trust Innovation στο μετοχικό κεφάλαιο
- **Harmony Cruises A.N.E** η οποία δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διαχείριση μικρών υπερπολυτελών κρουαζιερόπλοιων (megayachts). Συμμετοχή 25% της Alpha Trust Innovation στο μετοχικό κεφάλαιο
- **Γνώμων Πληροφορική AE** η οποία προσφέρει υπηρεσίες εγκατάστασης πληροφοριακών συστημάτων και διαχείρισης έργων. Συμμετοχή 20% της Alpha Trust Innovation στο μετοχικό κεφάλαιο
- **Logisys AE** η οποία παρέχει υπηρεσίες αποθήκευσης και διανομής για λογαριασμό τρίτων. Συμμετοχή 25% της Alpha Trust Innovation στο μετοχικό κεφάλαιο

(Πηγή site: [www.alphatrust.gr](http://www.alphatrust.gr))

#### **10.8.4. ALPHA VENTURES**

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι μία από τις πρώτες εταιρίες ΚΥΕΚ στην Ελλάδα. Είναι θυγατρική του ομίλου της Alpha Bank. Η Alpha Ventures έχει ενισχύσει την αξιοπιστία και το κύρος που απολαμβάνει στην επιχειρηματική και χρηματοπιστωτική αγορά και θεωρείται ως μία από τις πιο ευέλικτες, σοβαρές και αξιόπιστες εταιρίες ΚΥΕΚ. Το 2003 διαμόρφωσε μια νέα προσέγγιση στην επενδυτική της πολιτική. Σημείωσε παράλληλα σημαντική πρόοδο στην αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου επενδύσεών της. Επενδύει κατ' εξαίρεση πλέον σε νέες εταιρίες ή startups που είναι εξ'ορισμού υψηλότερου κινδύνου και απαιτούν περισσότερα έτη για να ωριμάσουν. Συνήθως επιλέγει εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους με έντονα δυναμικά χαρακτηριστικά και προοπτικές ανάπτυξης.

Γεωγραφικά η Alpha Ventures επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κατά δεύτερο λόγο σε ελληνικές εταιρίες που επενδύουν σε χώρες όπου ο όμιλος της Alpha Bank έχει παρουσία, δηλαδή Βαλκάνια, Κύπρο και Ευρωπαϊκή Ένωση.

Το 2001 η εταιρία ανέλαβε τη διαχείριση των επενδύσεων της Alpha A.E. Συμμετοχών και Επενδύσεων (Alpha Equity Fund), μέσω της οποίας διενεργούνται νέες επενδύσεις ΚΥΕΚ στον Όμιλο και συνολικά προοριζόμενα προς επένδυση κεφάλαια 44 εκατ. ευρώ.

Το 2003 η εταιρία παρουσίασε βελτιωμένα αποτελέσματα σε σχέση με το προηγούμενο έτος και τα κέρδη της, προ φόρων, ανήλθαν σε 2,6 εκατ. ευρώ. Το ενεργητικό της εταιρίας διαμορφώθηκε στα 11,2 εκατ. ευρώ.

Η ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης της Alpha Ventures και της αναδιαρθρώσεως του χαρτοφυλακίου της, σε συνδυασμό με τη μέχρι στιγμής πορεία της Alpha Equity Fund δημιουργεί τις προϋποθέσεις ώστε η εταιρία να σχεδιάσει και να ξεκινήσει ένα νέο Fund με νέο προσανατολισμό και μεγαλύτερη γεωγραφική κάλυψη, το οποίο θα προσελκύσει κεφάλαια τρίτων επενδυτών.

Ενδεικτικά οι εταιρίες στις οποίες η Alpha Ventures έχει επενδύσει είναι:

- **Inform Π. Λύκος** εταιρία έντυπης πληροφορικής
- **Micrel Medical Devices** ηλεκτρονικά μηχανήματα
- **Coffee Connection** καταστήματα λιανικού εμπορίου καφέ
- **Goldair Handling** επίγεια εξυπηρέτηση επιβατών και μεταφορά εμπορευμάτων σε ελληνικά αεροδρόμια
- **Helic – Ελληνικά Ολοκληρωμένα Κυκλώματα** σχεδιασμός και εμπορία μικροκυκλωμάτων για ασύρματες επικοινωνίες
- **Grafo** εταιρία έντυπης πληροφορικής
- **Energy** σταθερή ασύρματη τηλεφωνία
- **Star Foods Romania** παραγωγή και διανομή εδεσμάτων στην Ρουμανία

([www.aphavc.gr](http://www.aphavc.gr)) & ([www.alpha.gr](http://www.alpha.gr))

### **10.8.5. CAPITAL CONNECT**

Την ονομασία Capital Connect Venture Partners φέρει το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών που ιδρύθηκε βάσει του Ν.2992/2002, με επενδυτές το ΤΑΝΕΟ με συμμετοχή 49%, ξένους θεσμικούς επενδυτές και ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια από τον τομέα της ναυτιλίας. Τα συνολικά κεφάλαιά του ανέρχονται σε 24 εκατ. ευρώ. και έχει στόχο του να επενδύσει σε ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται στους τομείς της νέας οικονομίας και σε εταιρίες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές νέων τεχνολογιών. Γενικά προσφέρει 1 με 3 εκατ. ευρώ σε κάθε επένδυση. ([www.capitalconnect.gr](http://www.capitalconnect.gr))

Διαχειρίστρια εταιρία του συγκεκριμένου ΑΚΕΣ είναι η «Capital Connect Α.Ε.». Το ΑΚΕΣ Capital Connect έχει ήδη πραγματοποιήσει τις δύο πρώτες επενδύσεις του, μέσω έκδοσης δύο ομολογιακών δανείων 1 εκατ. ευρώ έκαστο στις εταιρίες «Advice Α.Ε. - Ανάπτυξη Λογισμικού» και στη «Micrel - Ιατρικά Μηχανήματα Α.Ε.».

Η Advice ιδρύθηκε το 1993 με στόχο την παροχή ολοκληρωμένων και τεχνολογικά προηγμένων λύσεων σε επιχειρήσεις του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα. Διαθέτει μία από τις περισσότερο ολοκληρωμένες λύσεις επιχειρησιακού λογισμικού (ERP) στην εγχώρια αγορά.

Η Micrel ιδρύθηκε το 1980 και δραστηριοποιείται στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας ιατρικών μηχανημάτων. Βασικό αντικείμενο των εργασιών της είναι ο σχεδιασμός, η ανάπτυξη, η κατασκευή και η διεθνής εμπορία ηλεκτρονικών φορητών αντλιών χορήγησης φαρμακευτικών ουσιών (Ναυτεμπορική 5 Ιουνίου 2004).

(Πηγή site: [www.capitalconnect.gr](http://www.capitalconnect.gr))

### **10.8.6. GLOBAL FINANCE**

Η Global Finance είναι η αρχαιότερη, μεγαλύτερη και επιτυχέστερη ελληνική εταιρία στον κλάδο της, έχοντας συνδέσει το όνομα της με πληθώρα επιχειρηματικών επιτυχιών στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια. Ιδρύθηκε το 1991 με βασικό σκοπό την παροχή χρηματοδότησης και συμβουλευτικών υπηρεσιών σε αναπτυσσόμενες και δυναμικές επιχειρήσεις. Τα υπό διαχείριση κεφάλαια της ελληνικής εταιρίας KYEK Global Finance ανέρχονται συνολικά στα 380 εκατ. ευρώ. Οι επιχειρήσεις στις οποίες έχει επενδύσει υπερβαίνουν τις 40 εκ των οποίων οι 27 βρίσκονται στην Ελλάδα και οι 15 στην Ανατολική Ευρώπη. Βέβαια στόχος της Global Finance αποτελεί και η Δυτική Ευρώπη σε συνεργασία με ελληνικές εταιρίες που επιθυμούν να επεκταθούν στην περιοχή αυτή.

Κατά τη διάρκεια της 14χρονης ιστορίας της, η Global Finance έχει δημιουργήσει έξι διαφορετικά KYEK, που είναι τα εξής: **Baring Hellenic Ventures** (1991, 3 δισ. δρχ.), **Euromerchant Balkan Fund** (1994, 27 εκατ. δολάρια ΗΠΑ), **Global Capital Investors I** (1997, 50 εκατ. δολάρια), **Black Sea Fund** (1998, 100 εκατ. δολάρια), **Global Capital Investors II** (2000, 200 εκατ. ευρώ) και **Growth Fund** (2003, 20 εκατ. ευρώ). Επισημαίνεται ότι, βεβαίως τα κεφάλαια των KYEK δεν εισέφερε η ίδια η Global Finance - η οποία είναι εταιρία διαχείρισης - αλλά Έλληνες και αλλοδαποί ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές που της εμπιστεύτηκαν τις συγκεκριμένες αξίες.

Το κύριο χαρακτηριστικό των τοποθετήσεων όλων των KYEK που έχει δημιουργήσει η Global Finance είναι η εμπιστοσύνη στους δυναμικά ανερχόμενους επιχειρηματίες που οπωσδήποτε εκπροσωπούν μια καινοτομία στην αγορά, όχι όμως απαραίτητα τεχνολογική. Η συγκεκριμένη επιλογή φαίνεται πως τελικά αποφέρει διπλά οφέλη στη Global Finance: α) όταν το αποτέλεσμα στέφεται από επιτυχία, οι υπεραξίες είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σύγκριση με επενδύσεις σε «ώριμες» επιχειρήσεις, αλλά και β) η επιτυχής «ενηλικίωση» μιας μικρής δυναμικής εταιρίας που έχει στο πλευρό της τη Global Finance διευκολύνει τη συμμετοχή της τελευταίας στα στρατηγικά σχέδια της πρώτης, σε περιόδους που η εταιρία διαθέτει περισσότερες

επιλογές επενδυτών. Οι κλάδοι οι οποίοι συνήθως επιλέγονται για επένδυση είναι αυτοί του εμπορίου, κυρίως λόγω του όγκου πωλήσεων των εταιριών αλλά και αυτό της βιομηχανίας κυρίως λόγω της σταθερότητας των πωλήσεων σε αυτόν. Ιδιαίτερη προτίμηση επίσης δίνουν στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των υπηρεσιών και του τουρισμού.

Αναγνωρίσιμες στην Ελλάδα χαρακτηριστικές συμμετοχές της που απέφεραν έως και υπερβολικές υπεραξίες στους επενδυτές της περιλαμβάνουν τις περιπτώσεις των Goody's, Chipita, Γερμανός, Babyland, Παγωτά Δωδώνη, Eurodrip, Γρηγόρης, Διακίνηση, DIS, Mark Alalen, Μπουτάρη, Sea Farm Ionian, Επιφάνεια και πολλές άλλες.

Σήμερα η Global Finance διαθέτει τρία γραφεία σε Αθήνα, Σόφια και Βουκουρέστι με συνολικό προσωπικό 30 ατόμων εκ των οποίων οι 15 είναι επαγγελματίες.

Η Global Finance διαχειρίζεται κεφάλαια τρίτων και έχει καταφέρει να πραγματοποιήσει εντυπωσιακές υπεραξίες των χαρτοφυλακίων της, που συνήθως κυμαίνονται μεταξύ 26 και 45%. Ένα άλλο χαρακτηριστικό των επενδύσεων της Global Finance είναι το ότι όλες έχουν προκαθορισμένο χρόνο επένδυσης και αποχώρησης. Αυτό γιατί η Global Finance χειρίζεται χρήματα τρίτων οπότε δεν έχει την πολυτέλεια να παραμείνει στην επιχείρηση ακόμα και όταν προβλέπεται περαιτέρω σημαντική ανάπτυξη της.

Το μοναδικό ΚΥΕΚ της εταιρίας που έως τώρα έχει προλάβει να ολοκληρώσει πλήρως τον κύκλο επένδυσης - αποεπένδυσης, είναι το **Baring Hellenic Ventures (BHV)**, το οποίο στο τέλος της ζωής του απέφερε υπεραξίες ίσες με 13 φορές το αρχικό του κεφάλαιο, με το μέσο ετήσιο επιτόκιο εσωτερικής αποδοτικότητας του να ανέρχεται στο 42%. Πρακτικά, οι - αποκλειστικά Έλληνες σε αυτό το ΚΕΥΚ - επενδυτές του **BHV** εισέφεραν 3 δισ. δρχ. και έλαβαν σε αντάλλαγμα περίπου 40,8 δισ. δρχ. μετά από δέκα έτη. Μεταξύ των εταιριών που συγκαταλέγονται στο **BHV** είναι η Chipita, Goody's, Babyland, Γερμανός, Επιφάνεια, Eurodrip, Mark Aalen, Παναγιά και η DIS.

Η επιτυχία του **BHV** - η οποία ομολογουμένως πολύ δύσκολα θα επαναληφθεί στο εγγύς μέλλον - έδωσε τη δυνατότητα στη Global Finance να διεθνοποιήσει την παρουσία της μέσω της άντλησης κεφαλαίων για επενδύσεις στην Ελλάδα από αλλοδαπούς επενδυτές. Είναι χαρακτηριστικό ότι, ενώ στο **BHV** δε συμμετείχε κανένας αλλοδαπός επενδυτής, στο **GCI I** η συμμετοχή ξένων επενδυτών διαμορφώθηκε στο 50% της αξίας του ΚΥΕΚ και στο **GCI II** το ίδιο ποσοστό ανήλθε σε 75%, με αυξημένη και τη συμμετοχή Ελλήνων επενδυτών (σε απόλυτες αξίες).

Το **Euromerchant Balkan Fund** με κεφάλαια υπό διαχείριση 27 εκατ. δολαρίων, ξεκίνησε το 1994 και σε συνεργασία με το **Black Sea Fund** που ξεκίνησε το 1998 με κεφάλαια 100 εκατ. δολάρια, επικεντρώθηκε κυρίως στην Βουλγαρία και Ρουμανία αλλά έγιναν επίσης κάποιες επενδύσεις σε Πολωνία και Ρωσία. Οι επενδύσεις κατά κύριο λόγο έγιναν σε συνεργασία με επιτυχημένες ελληνικές αλλά και κάποιες ξένες επιχειρήσεις που επιθυμούν να επεκταθούν στην Ανατολική Ευρώπη. Ενδεικτικά επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στις τοποθετήσεις της Global Finance στην Ανατολική Ευρώπη είναι η Chipita Bulgaria, Chipita Poland, Delrom (Δέλτα παραγωγή και διανομή Παγωτού), Romcolor (Πλαστικά Κρήτης), Neoset Balkans, Axxon Romania (Γερμανός), Balkan Restaurants (Goody's), Stind (Youla/Frigoglass), Titan/ Moara Mills, Slcomed (Galenica Phaurmaceuticals), Mobil Rom (France Telecom) και άλλες.

Τα ΚΥΕΚ **Global Capital Investors I** και **Global Capital Investors II** βρίσκονται σήμερα σε διαφορετική φάση ανάπτυξης, αφού ιδρύθηκαν σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Το **GCI I** έχει ολοκληρώσει τις επενδύσεις του και έχει ρευστοποιήσει το ήμισυ αυτών, οδηγούμενο σε σταδιακή ρευστοποίηση των υπολοίπων επενδύσεων ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Οι επενδύσεις του **GCI I** το οποίο ακολούθησε την φιλοσοφία του **BHV** επικεντρώθηκαν κυρίως στον τομέα της τεχνολογίας, σε ελληνικά εγχειρήματα αλλά και επενδύσεις σε επαναγορά επιχειρήσεων από τους κύριους μετόχους της. Η συνολική αρχική αξία των ρευστοποιηθεισών επενδύσεων έχει πενταπλασιαστεί, ενώ μέχρι σήμερα, το σύνολο της αξίας του **GCI I** ανέρχεται σε 3,3 φορές τα αρχικά του κεφάλαια, δηλαδή σε περίπου

165 εκατ. δολάρια. Χαρακτηριστική επιτυχία του συγκεκριμένου ΚΥΕΚ ήταν η συμμετοχή του στην εισηγμένη στο ΧΑ εταιρία Χατζηγιάννου Συμμετοχών, η οποία απέφερε 11 φορές την αξία της αρχικής επένδυσης. Μεταξύ των εταιριών που περιλαμβάνει το **GCI I** είναι η Γρηγόρης Μικρογεύματα, Logic DIS, Δωδώνη, Μπουτάρης, Profile Systems Information Dynamics και άλλες.

Το **GCI II** διανύει μια διαφορετική φάση ανάπτυξης, καθώς ιδρύθηκε μόλις το 2000. Μέχρι σήμερα έχει ολοκληρώσει το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεών του (137 εκατ. ευρώ) και δεν έχει προλάβει να πραγματοποιήσει από-επενδύσεις (ρευστοποιήσεις). Από αυτό το συγκεκριμένο ΚΥΕΚ προήλθαν 25,6 εκατ. ευρώ από τα συνολικά 60,6 εκατ. ευρώ που απαιτήθηκαν τον περασμένο Ιανουάριο για την εξαγορά μεριδίου 49,92% στην αλλαντο-βιομηχανία Νίκας (τα υπόλοιπα μέσω πενταετούς δανείου). Αυτή η συναλλαγή - πρακτικά ένα leveraged buy-out - ήταν η πρώτη του είδους της για εισηγμένη στο Χ.Α. εταιρία στην οικονομική ιστορία της Ελλάδος. Επίσης μέσω του **GCI II** η Ι. Μπουτάρης & Υιος Holding ΑΕ απέκτησε τον έλεγχο του 100% της θυγατρικής Μπουτάρη Οινοποιητική ΑΕ.

(Ναυτεμπορική 22 Νοεμβρίου 2004) & ([www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr))

### **10.8.7. VECTIS CAPITAL**

Η Vectis Capital είναι εταιρία διαχείρισης επιχειρηματικών κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών και αποτελεί μέλος του Ομίλου Λεβέντη. Διαχειρίζεται συνολικά 26,5 εκατομ. ευρώ και στους επενδυτές των κεφαλαίων αυτών περιλαμβάνονται, εκτός του Ομίλου Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου. 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 εταιρίες στις οποίες συμμετέχει, τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της, όσο και τις συνέργιες των τριών ομίλων επενδυτών των

κεφαλαίων της. Τα παραπάνω στοιχεία συμβάλλουν ουσιαστικά στη δημιουργία επιτυχημένων και γοργά αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Η Vectis Capital επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες που διαθέτουν:

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

Η Vectis Capital έχει επενδύσει μέχρι σήμερα 12 εκατομ. ευρώ και το χαρτοφυλάκιο της περιλαμβάνει τις εξής εταιρίες :

- **KOY- KOY A.E.** Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην KOY - KOY ανέρχεται στο 1.467.351 ευρώ
- **DD-Synergy A.E.** Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAP. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην DD- Synergy ανέρχεται στα 440.205 ευρώ
- **IDEAL SYSTEMS A.E.** Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Ideal Systemes ανέρχεται στα 2.201.027 ευρώ
- **Ελληνικός Γύρος A.E.** Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Ελληνικός Γύρος ανέρχεται στα 698.457 ευρώ
- **Αίολος Logistics Services A.E.** Διανομή και εμπορία Α ύλων και τροφίμων σε εταιρίες μαζικής εστίασης. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Αίολος Logistics Services ανέρχεται 880.411 ευρώ
- **Pizza Fun A.E.** Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Pizza Fun ανέρχεται στο 1.467.351 ευρώ



- **Mantis Πληροφορική Α.Ε** Λύσεις Warehouse Management Software, Front Line Solutions και Customer Interaction Solutions. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Mantis Πληροφορική ανέρχεται στο 1.467.351 ευρώ
- **SafeDoc Α.Ε.** Εταιρία που παρέχει επαγγελματική διαχείριση αρχείων εταιριών. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην SafeDoc ανέρχεται στο 1.467.351 ευρώ
- **Iven Α.Ε.** Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων και επιχειρηματικών ιδεών. Το ποσό που έχει επενδύσει η Vectis Capital στην Iven ανέρχεται στο 1.467.351 ευρώ

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

### **10.8.8. NOTOS ASSOCIATES**

Η εταιρία Notos Associates είναι σύμβουλος διαχείρισης του EIKON CAPITAL το οποίο έχει υπό διαχείριση 30,5 εκατ. ευρώ και τα οποία επενδύονται κυρίως σε επιχειρήσεις στην Ελλάδα αλλά και του ευρύτερου χώρου της ανατολικής Μεσογείου.

Οι μέτοχοι του Eikon Capital είναι 25 ελληνικές και διεθνής εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται στον χώρο της ναυτιλίας, της βιομηχανίας και των υπηρεσιών.

### **10.8.9. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Η Εμπορική Κεφαλαίου, ως θυγατρική της Εμπορικής Τράπεζας, ιδρύθηκε στα πλαίσια του νόμου 1775/1988, το δεύτερο εξάμηνο του 1994 και μέχρι σήμερα είχε αποτελέσει τη μεγαλύτερη ελληνική εταιρία ΚΥΕΚ. Συνολικά τα κεφάλαια που έχει διαχειριστεί είναι του ύψους των 170 εκατομ. ευρώ. Σήμερα η Εμπορική Κεφαλαίου έχει συγχωνευτεί με τον όμιλο της Εμπορικής

και δεν αποτελεί ανεξάρτητο τμήμα του. Ουσιαστικά σήμερα διαχειρίζεται κεφάλαια της τράπεζας και τα κεφάλαια υπό διαχείριση αφορούν μόνο της υπό επένδυση εταιρίες.

Οι επενδύσεις στις οποίες η Εμπορική Κεφαλαίου έχει προχωρήσει εστιάζουν κυρίως σε ταχέως αναπτυσσόμενους τομείς με προοπτικές διεθνούς ανάπτυξης και σημαντικών αποδόσεων. Επικεντρώνονται στον κλάδο των τροφίμων και ποτών, οικοδομικών υλικών, καταναλωτικών αγαθών, λιανικών πωλήσεων, υπηρεσιών και τεχνολογίας. Σύμφωνα με την φιλοσοφία της Εμπορικής Κεφαλαίου η ανατολική Ευρώπη και η ανατολική Μεσόγειος αντιμετωπίζεται ως ενοποιημένη οικονομική περιοχή στην οποία προσφέρονται μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες.

Το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιεί κυμαίνονται από 1 εκατ. ευρώ μέχρι και 10 εκατ. ευρώ. σε κάθε εταιρία και η χρονική διάρκεια της κάθε επένδυσης είναι μεταξύ 2 έως 7 ετών. Από την δημιουργία της μέχρι σήμερα όπως αναφέραμε η Εμπορική Κεφαλαίου έχει επενδύσει περίπου 170 εκατομ. ευρώ σε 59 εταιρίες.

Από τις επενδύσεις που έχουν ήδη ρευστοποιηθεί διακρίνουμε τις εξής: Babylon (Παιχνίδια), BIB (Επενδυτική τράπεζα), ComQuest (Υπηρεσίες Επικοινωνιών), Delcom (Παγωτά), Κυριακίδης (Μάρμαρα), Marfin Momentum (Διαχείριση Χαρτοφυλακίου), Marfin Magnum (Διαχείριση Χαρτοφυλακίου), Netgain (Internet incubator), Παναγία (Κλινική), Quest Wireless (Τηλεπικοινωνίες), Rhodes Casino (Casino), Σαλαμής (Τουρισμός), Sit-Kyros (Αξεσουάρ σπιτιού), Smelter (Ιατρικός εξοπλισμός), Μύλοι Αγ. Γεωργίου (Δημητριακά), Star Cinemas (Multiplex Cinemas), Synko (Πουλερικά), Temenos (Τράπεζα software).

Στις τρέχουσες επενδύσεις τόσο σε Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό διακρίνουμε τις εξής: Αδάμης (Ψάρια), Alphagraphics Franchise Development (Εκτυπωτικές Υπηρεσίες/ Digital Publishing), Altan (Παραγωγή ζυμαρικών), Ce Com (Fiber Optic Transmition), Chipita East Europe (Snacs), CRC Health Corporation (Αποθεραπεία απλών εθισμών), Cream Line (Μπισκότα,

σοκολάτες), Decon (Γυάλισμα πλοίων), Delta Bulgaria (Παγωτά), Ecoturn (Βιομηχ. Panels από ανακυκλωμένα πλαστικά), Egetgoing (Αποθεραπεία απλών εθισμών), Euromart (Cash&Carry Stores), Famadar Cartona (Χαρτόκουτες), Fibran (Θερμαντική μόνωση), flora (γλυκίσματα), Factor Investments (Ξυλεία), Helen's Club (Γυναικεία Ρούχα), Helbio (ενέργεια από Βιομάζα), Incuriam (Κατασκευές), Isiklar Ambalaj (Χειροποίητες τσάντες), Itsmobile (Συστήματα κινητών), Kyr-Com (real estate), Mobifon (Κινητή τηλεφωνία), Mr Snack (αλυσίδα Fast Food), Newsat Holdings (Δορυφορικές επικοινωνίες), Parametru (Γαλακτοκομικά προϊόντα), Paynet (συστήματα ηλεκτρονικών πληρωμών), Promota Hellas (Promotiona & Business Gifts), Σεϊτανίδης (Ηλεκτρικές συσκευές), Σπάτα (Real Estate), Theta Microelectronics (Ηλεκτρ. Κυκλώματα), Total Care Network (Ιατρικές Υπηρεσίες), Βενέτης (snacks & γλυκίσματα), Vitamina (Τροφές σε κονσέρβες), Zephyr Telecommunications (Τηλεπικοινωνίες).

Στο σημείο αυτό να αναφέρουμε ότι άλλα χαρτοφυλάκια της Εμπορικής Κεφαλαίου αποτελούν, το **Baring Communication Equity Emerging Europe**, που απευθύνεται σε εισηγμένες εταιρίες τηλεπικοινωνιών, Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, και IT στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη. Το **GMT Communication Partners II**, που απευθύνεται πάλι στους ίδιους τομείς δραστηριότητας με το προηγούμενο, με τη διαφορά ότι επενδύει στις ανεπτυγμένες οικονομίες της Δ, Ευρώπης. Το **Ukraine Fund** που ιδρύθηκε το 1994 με σκοπό να ενισχύσει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται στην πρώιμη φάση ανάπτυξής τους πετυχαίνοντας έτσι την πρόσβαση σε μια καλή πηγή δυνατών συνεργασιών. Τέλος συμμετέχει στο Zero stage capital VII, που σχηματίστηκε από μια πρωτοπόρα εταιρία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου με έδρα το Καίμπριτζ και τη Μασαχουσέτη, επενδύοντας στο διαδίκτυο, IT, τηλεπικοινωνίες και ιατρική τεχνολογία ([www.comcap.gr](http://www.comcap.gr) & [www.emporiki.gr](http://www.emporiki.gr))

### **10.8.10. MARFIN BANK**

Ο Όμιλος MARFIN εισήλθε στον τομέα του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου στα τέλη του 2000 με τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της ελληνικής εταιρίας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ) AVC Venture Capital και την ανάληψη της διαχείρισης του κεφαλαίου της. Η AVC ασχολήθηκε κυρίως με μέσο-βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις εταιριών σε ώριμο στάδιο ανάπτυξης, και σε τομείς με «αμυντικά» χαρακτηριστικά σε περιόδους δυσμενούς επιχειρηματικού κλίματος.

Σήμερα, η AVC Venture Capital έχει ολοκληρώσει το επενδυτικό πρόγραμμα της, επιτυγχάνοντας σημαντικές υπεραξίες παρά το ιδιαίτερα αρνητικό οικονομικό περιβάλλον και έχει εισέλθει σε φάση σταδιακής ρευστοποίησης των συμμετοχών του χαρτοφυλακίου της. Συγκεκριμένα, η ετήσια απόδοση του επενδεδυμένου χαρτοφυλακίου της AVC Venture Capital έχει ανέλθει στο 37% (από το 2000 και για κάθε χρόνο μέχρι σήμερα και πριν την οριστική ρευστοποίηση του συνόλου των συμμετοχών). Σήμερα το AVC Venture Capital βρίσκεται σε φάση ρευστοποίησης.

Το IBG Hellenic Fund II είναι το δεύτερο Κεφαλαίο Επιχειρηματικών Συμμετοχών που διαχειρίζεται ο Όμιλος Marfin. Το ΚΥΕΚ αυτό είναι συνολικού ύψους 17.059.900. ευρώ. και συμμετέχουν το ΤΑΝΕΟ με 8.529.900 ευρώ, θυγατρικές εταιρίες της Marfin Financial Group (MFG) περίπου με 2.500.000 ευρώ, καθώς και γνωστά ονόματα επενδυτών από τον επιχειρηματικό και ναυτιλιακό χώρο. Στόχος του είναι η δημιουργία ενός αποτελεσματικά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, με την πραγματοποίηση επενδύσεων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις που ανήκουν σε ευρύ φάσμα τομέων οικονομικής δραστηριότητας με έμφαση στην τεχνολογία και την καινοτομία. Η εδραίωση των εταιριών αυτών στο χώρο τους, η ύπαρξη ικανοποιητικής και διατηρήσιμης μεσο-μακροπρόθεσμα κερδοφορίας καθώς και η δυνατότητα εισόδου στο Χρηματιστήριο, αποτελούν κριτήρια για την επενδυτική απόφαση, πάντα βέβαια με γνώμονα την αποτελεσματική διασπορά του κινδύνου και τη βελτιστοποίηση της σχέσης κινδύνου-απόδοσης (Γραφείο τύπου ΤΑΝΕΟ, 6/12/2004) & ([www.marfin.gr](http://www.marfin.gr)).

### 10.8.11. ΕΘΝΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι θυγατρική της NBG International, του διεθνούς επενδυτικού βραχίονα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδας (ΕΤΕ) που έχει έδρα το Λονδίνο. Η NBG International με την σειρά της είναι θυγατρική της ΕΤΕ και της ΕΤΕΒΑ. Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών έχει αναλάβει τη διαχείριση της δραστηριότητας ΚΥΕΚ του Ομίλου της ΕΤΕ στην Ελλάδα και την ευρύτερη περιοχή της νοτιοανατολικής Μεσογείου.

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών αποσκοπεί στην δημιουργία υπεραξιών, ενισχύοντας την κεφαλαιακή δομή των εταιριών στις οποίες επενδύει και δίδοντας προτεραιότητα στην επανεπένδυση των κερδών με στόχο τη γρηγορότερη ανάπτυξη. Σκοπός της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι η ρευστοποίηση των συμμετοχών της μέσα σε ένα ορίζοντα τριών έως έξι ετών, είτε μέσω του εισαγωγής των εταιριών στις οποίες έχει επενδύσει στο Χρηματιστήριο, είτε μέσω της πώλησης της συμμετοχής της σε στρατηγικό επενδυτή ή στους κύριους μετόχους της εταιρίας.

Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών εξετάζει επενδύσεις σε όλους τους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας, αλλά έχει σαφή προτίμηση στην υψηλή τεχνολογία, στην παροχή υπηρεσιών και στο λιαν εμπόριο. Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών αποφεύγει να επενδύει στην ανάπτυξη ακινήτων (real estate) και στην ναυτιλία.

Τα συνολικά κεφάλαια που διαχειρίζεται η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι ύψους 135 εκατ. ευρώ. Από τα οποία τα 45 εκατ. ευρώ είναι επενδεδυμένα στο **NBG Greek Fund** το οποίο επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, ή μαζί με Ελληνικές επιχειρήσεις στην Δυτική Ευρώπη. Περίπου 30 εκατ. ευρώ είναι τοποθετημένα στο **NBG Balkan Fund** το οποίο έχει μετονομαστεί σε **NBG Emerging Europe Fund LP** και επενδύει κυρίως μαζί με Ελληνικές επιχειρήσεις στα Βαλκάνια, την νοτιοανατολική Ευρώπη και Μεσόγειο. Και τέλος το **NBG Technology LP** με

τοποθετημένα κεφάλαια 60 εκατ. ευρώ το οποίο επενδύει σε εταιρίες τεχνολογίας, μέσωσιν μαζικής ενημέρωσης και τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα και την νοτιοανατολική Ευρώπη

Ενδεικτικά αναφέρουμε ορισμένες απο τις επενδύσεις των Κεφαλαίων που συμβουλεύει η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και είναι οι εξής:

**Agris AEBE.** - Το **NBG Greek Fund** έχει αποκτήσει σημαντικό μειοψηφικό ποσοστό της εταιρίας, η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο της παραγωγής και εμπορίας πιστοποιημένων σπόρων και αγροτικών εφοδίων και εδρεύει στη Θεσσαλονίκη.

**Mr. Bricolage Bulgaria** - Το **NBG Balkan Fund** έχει αποκτήσει το 18% της νεοσύστατης εταιρίας, που έχει ως στόχο την ανάπτυξη αλυσίδας καταστημάτων Do-It-Yourself (DIY) στη Βουλγαρία και στη Π.Γ.Δ.Μ. Βασικός μέτοχος της εταιρίας είναι η Doverie Brico, μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες Holding της Βουλγαρίας, ενώ στην εταιρία συμμετέχει και η διεθνής γαλλική αλυσίδα καταστημάτων DIY Mr. Bricolage που έχει εκχωρήσει στη Mr. Bricolage Bulgaria το master franchise για τις προαναφερθείσες χώρες.

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας μαζί με την J.P. Morgan και τον Ομιλο Dogus (μέσω της θυγατρικής του Garanti Securities) προχώρησαν στην ίδρυση ενός private equity Fund με την ονομασία Anatolia Capital Partners με σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων σε γρήγορα αναπτυσσόμενες Τούρκικες επιχειρήσεις. Οι τρεις εταίροι έχουν συμφωνήσει να επενδύσουν \$ 15 εκατ. έκαστος στο Anatolia Capital Partners. Η συνολική κεφαλαιοποίηση του Fund αναμένεται να ανέλθει στα 100 εκατ. ευρώ.

Επίσης η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, επένδυσε το ποσό των 2,5 εκατ. ευρώ στην εταιρία **Forth Photonics**, spin-off του Ιδρύματος Τεχνολογίας και Έρευνας (ΙΤΕ). Η επένδυση γίνεται από το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών σε εταιρίες τεχνολογίας NBG Technology L.P.

Αντίστοιχη επένδυση για την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών αποτελεί και η επένδυση στην Theta Microelectronics Inc. Που ειδικεύεται

στον σχεδιασμό ολοκληρωμένων κυκλωμάτων για ασύμμετρη μεταφορά δεδομένων και φωνής.

Τέλος αναφέρουμε πως η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, συμμετέχει με κεφάλαια περίπου 3 εκατ. ευρώ στην θερμοκοιτίδα δημιουργίας iVen την οποία θα αναφέρουμε και στην συνέχεια και που σαν σκοπό έχει να υποστηρίξει νεοσύστατες επιχειρήσεις στην ταχύτερη επίτευξη των στόχων τους ([www.nbgvc.gr](http://www.nbgvc.gr)).

### **10.8.12. iVEN**

Η εταιρία iVen ανήκει στην κατηγορία των θερμοκοιτίδων. Η θερμοκοιτίδα iVen A.E. (Καινοτόμες Επιχειρήσεις A.E.) λοιπόν 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. Αποτελεί τον έμπειρο συνεταίρο και συνεργάτη του νέου επιχειρηματία στα πρώτα δύσκολα βήματα.

Η iVen έχει χρηματοδοτηθεί από την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και το Υπουργείο Ανάπτυξης (ΓΓΕΤ) μέσω του προγράμματος «ΕΛΕΥΘΩ» και διαχειρίζεται εγκεκριμένα κεφάλαια 8,8 εκ. Ευρώ. Στην δημιουργία της iVen συνέβαλε και η εταιρία Vectis που έχουμε ήδη αναφέρει.

Η iVen επιλέγει και υποστηρίζει καινοτόμα επιχειρηματικά σχέδια συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο νέων ή υφιστάμενων εταιρειών, με επένδυση, που ανάλογα με τις ανάγκες φθάνει έως και 500.000 ευρώ. Με τα κεφάλαια αυτά, η νεοσυσταθείσα εταιρία (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.

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 από τη συνεργασία με την iVen. Τελικός στόχος της iVen είναι η έξοδος της από τις εταιρίες που συμμετέχει και η εξασφάλιση υπεραξίας με τη πώληση του μεριδίου της μέσω χρηματιστηριακής αγοράς ή τη μεταβίβασή του σε στρατηγικούς επενδυτές.

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 εταιρίας, υποστηρίζοντάς τη στις διαπραγματεύσεις με τράπεζες και εταιρίες επιχειρηματικού κεφαλαίου. Πέρα από την αρχική χρηματοδότηση λοιπόν η iVen παρέχει τις ακόλουθες υπηρεσίες και για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η περίοδος του incubation:

- Χώρο εγκατάστασης
- Στρατηγική καθοδήγηση
- Δίκτυο επαφών
- Συμβουλευτικές υπηρεσίες
- Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, φοροτεχνική, λογιστική και νομική υποστήριξη
- Εξεύρεση προσωπικού και στελεχών
- Υποστήριξη σε θέματα τεχνολογίας και πληροφορικής



## **Επενδύσεις iVen**

### **ΚΑΡΙΕΡΑ Α.Ε.**

Η iVen κατέχει πλέον το 34,6 % του μετοχικού κεφαλαίου της Καριέρα Α.Ε., η οποία ιδρύθηκε το 1998 και παρέχει ολοκληρωμένες και κάθετες λύσεις σε επιχειρήσεις που αναζητούν προσωπικό, αλλά και σε υποψηφίους που αναζητούν εργασία. Η Καριέρα εκδίδει την εβδομαδιαία εφημερίδα «Επιλογές για την Καριέρα» (με κυκλοφορία 3.500-4.000 φύλλα), 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».

### **ZYMH Α.Ε.**

Η Ζύμη ΑΕ είναι εταιρία παραγωγής κατεψυγμένων προϊόντων ζύμης τα οποία διατίθενται στην αγορά με την μορφή υπερchonδρικής, outsourcing και private label. Στους πελάτες της ήδη περιλαμβάνονται μεγάλες αλυσίδες εστιατορίων γρήγορης εξυπηρέτησης. Με την συμμετοχή της iVen η εταιρία θα 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.

### **Safe Doc**

Παλαιότερη επένδυση της iVen που τώρα ανήκει στο χαρτοφυλάκιο της Vectis αποτελεί η εταιρία Safe Doc που ιδρύθηκε τον Δεκέμβριο του 2001. Η SafeDoc Α.Ε. είναι μια νέα εταιρία που παρέχει ένα πλήρες εύρος υπηρεσιών στον τομέα επαγγελματικής διαχείρισης των αρχείων εταιριών.

(Πηγή site: [www.iven.gr](http://www.iven.gr))

### **10.8.13. ΘΕΡΜΟΚΟΙΤΙΔΑ i4G**

Η Θερμοκοιτίδα Ανάπτυξης Επιχειρήσεων Incubation for Growth-i4G αποτελεί μια από τις σημαντικότερες και ιδιαίτερα επιτυχείς επιχειρηματικές δραστηριότητες της ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. η οποία υλοποιείται στο πλαίσιο του Προγράμματος “ΕΛΕΥΘΩ” του ΥΠ.ΑΝ ακολουθώντας πιστά τις διεθνείς προδιαγραφές αντίστοιχων προγραμμάτων.

Η δημιουργία και λειτουργία της Θερμοκοιτίδας Ανάπτυξης Επιχειρήσεων καινοτομίας και έντασης γνώσης i4G ξεκίνησε με την απόφαση της ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. να υλοποιήσει επένδυση ύψους 5.492.912 ευρώ. Είχε προηγηθεί υποβολή σχετικής αίτησης για την ένταξη της επένδυσης στο Πρόγραμμα “ΕΛΕΥΘΩ” του ΥΠ.ΑΝ. τον Σεπτέμβριο του 2001.

Η i4G υποδέχεται στους χώρους της φιλόδοξους νέους αλλά και καταξιωμένους επιχειρηματίες παρέχοντάς τους κατάλληλο εργασιακό και υποστηρικτικό περιβάλλον για να μετατρέψουν την καινοτόμα επιχειρηματική τους ιδέα σε επικερδή δραστηριότητα.

Σήμερα, στην i4G είναι εγκατεστημένες δεκατρείς (13) επιχειρήσεις, οι οποίες δραστηριοποιούνται επιχειρηματικά στον τομέα της Πληροφορικής, της Επικοινωνίας & της Βιομηχανίας Περιεχομένου, των Βιομηχανικών Εφαρμογών, του Περιβάλλοντος και του Ιατρικού Εξοπλισμού

Η i4G διαθέτει χρηματοδοτικό εργαλείο ύψους 2 εκ. ευρώ, ώστε να διενεργεί επενδύσεις χαρτοφυλακίου στις θερμοκοιτιζόμενες εταιρίες με τη μορφή μετοχικών τίτλων.

Η i4G διαφέρει από τα ΚΥΕΚ:

- Στο μέγεθος των συμμετοχών (μέγιστο 2.000.000€)
- Στη φάση ανάπτυξης των νέων επιχειρηματικών σχημάτων περιλαμβάνοντας επενδύσεις ακόμη και σε start-ups
- Επενδύει σε επιχειρήσεις με τις οποίες μπορεί να έχει κοινές επιχειρηματικές δραστηριότητες

Το χαρτοφυλάκιο της i4G περιλαμβάνει τις εξής εταιρίες:

- **ExperTeam S.A.** ΚΑΙΝΟΤΟΜΕΣ ΛΥΣΕΙΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ παροχή ολοκληρωμένων λύσεων περιβάλλοντος, επεξεργασία νερού, βιολογικοί καθαρισμοί, επεξεργασία στερεών αποβλήτων και Φωτοβολταϊκά
- **Digital Innovations** εφαρμογές νέων τεχνολογιών, πολυμέσων, internet και εικονικής πραγματικότητας στον χώρο της εκπαίδευσης, του τουρισμού, του πολιτισμού και των εμπορικών εφαρμογών
- **INTELIN S.A.** ΕΥΦΥΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ Α.Ε. ανάπτυξη και εμπορία προϊόντων, εφαρμογών και λογισμικού
- **ICTV Hellas S.A** Information Content Telecommunication Vision Hellas S.A. εμπορευματοποίηση της ήδη υπάρχουσας τεχνολογίας και αντίστοιχων εφαρμογών στη βιομηχανία της φιλοξενίας
- **NEXT AE** σχεδιασμός, ανάπτυξη, ολοκλήρωσης και υποστήριξη συστημάτων πληροφορικής υψηλής τεχνολογίας
- **MIK3** ανάπτυξη ολοκληρωμένων λύσεων λογισμικού για κάθετες αγορές
- **Mercury Communications** Διαχείριση Εταιρικής Επικοινωνίας
- **Tero** υπηρεσίες Έρευνας και Ανάπτυξης
- **ACTUS** οργάνωση και ανάπτυξη επιχειρήσεων ή οργανισμών του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα
- **ΙΑΤΡΟΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΗ Ε.Π.Ε** κατασκευή και εμπορία αξιόπιστων ιατροτεχνολογικών και επιστημονικών μηχανημάτων υψηλών προδιαγραφών
- **Entersoft A.E** παραγωγή & εμπορία λογισμικού & υπηρεσιών για επιχειρήσεις & οργανισμούς
- **Reform** υποστήριξη και εγκατάσταση λύσεων λογισμικού ERP των μεγαλύτερων ελληνικών κατασκευαστών λογισμικού
- **ΑΤΛΑΝΤΙΣ** παροχή ολοκληρωμένων λύσεων στο χώρο της παραγωγής και της συντήρησης του ηλεκτρομηχανολογικού εξοπλισμού.

([www.i4g.gr](http://www.i4g.gr))

#### **10.8.14. i-Cube**

Η θερμοκοιτίδα i-cube μεταμορφώνει ιδέες, σχετιζόμενες με την τεχνολογία σε επιχειρήσεις που καλύπτουν νέες ανάγκες της αγοράς. Από την ίδρυση της εταιρίας το 2000 έχει συμβάλει στην δημιουργία 14 ανεξάρτητων επιχειρήσεων και μέχρι τώρα έχει επενδύσει περίπου 13 εκατ. ευρώ. Το επενδυτικό σχέδιο της εταιρίας χρηματοδοτείται εν μέρει από το πρόγραμμα ΕΥΕΥΘΩ του Υπουργείου Ανάπτυξης. Η εταιρία i-cube προσφέρει όλες τις απαραίτητες υπηρεσίες ώστε οι καλές επιχειρηθούν σε επιτυχημένες εταιρίες.

Οι υπηρεσίες που προσφέρει περιλαμβάνουν υποστήριξη διοίκησης, χρηματοδότηση, δίκτυο συνεργασιών, στέγαση επιχειρήσεων, τεχνολογική υποστήριξη, υπηρεσίες IT.

Το χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης περιλαμβάνει τις εξής επιχειρήσεις:

**Spirit S.A.:** Σύμβουλοι επιχειρήσεων, εγκατάσταση συστημάτων επιχειρησιακής υποστήριξης.

**Innovis:** Σχεδιασμός και την ανάπτυξη ενδοεταιρικών εφαρμογών και προϊόντων, όπως και δικτυακών εφαρμογών για την υποστήριξη της λειτουργίας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

**Webtour Ltd.:** Ταξιδιωτικό Πρακτορείο και κράτηση πακέτων διακοπών μέσω διαδικτύου.

**ORATION A.E:** δραστηριοποιείται στον χώρο των νέων τεχνολογιών και η οποία ειδικεύεται στην ανάπτυξη και φιλοξενία ολοκληρωμένων φωνητικών λύσεων.

**Future Reality:** Η εταιρία δραστηριοποιείται στον τομέα της ανάπτυξης εφαρμογών software και πολυμέσων με πρώτο πεδίο εφαρμογής τον χώρο της εκπαίδευσης

**MindWell:** Παροχή λύσεων outsourcing σε τηλεπικοινωνιακούς και ενεργειακούς παρόχους

**Your Partner:** Ανώνυμη Εταιρία Προϊόντων και Υπηρεσιών Πληροφορικής

**Theron:** Σχεδίαση και ανάπτυξη φωτοβολταϊκών συστημάτων, τηλεπικοινωνιακών εφαρμογών χρησιμοποιώντας οπτικές ίνες και οπτικά δίκτυα, ευρωζωνικά δίκτυα, καθώς και εφαρμογές θερμικών καμερών για την ασφάλεια, συντήρηση και εποπτεία.

**Regate S.A.:** Είναι εταιρία σχεδιασμού και ανάπτυξης ολοκληρωμένων λύσεων πληροφορικής. Εξειδικεύεται στην υλοποίηση έργων ηλεκτρονικών συναλλαγών και δυναμικής πληροφόρησης, αξιοποιώντας πλήρως τις δυνατότητες του Internet και του e-επιχειρείν. Η συνεχής προσπάθεια για καινοτομία και η σημαντική εξειδίκευσή της σε σύγχρονους τομείς της πληροφορικής, την ανέδειξαν σε μια από τις κορυφαίες εταιρίες στο χώρο της υψηλής τεχνολογίας.

**Imagics S.A.:** Διαδραστική επεξεργασία εικόνων και υπηρεσίες δικτυακών

**Dipolon AT S.A.:** Κατασκευή και συντήρηση ηλεκτρικών, τηλεπικοινωνιακών, και ασφάλειας δικτύων υπολογιστών.

**SYMPER:** ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1998 με βασικό αντικείμενο δραστηριότητας την παροχή συμβουλών σχετικές με την εφαρμογή εργαλείων πληροφορικής σε επιχειρήσεις και την εκπόνηση μελετών για τον εκσυγχρονισμό τους. Παράλληλα η εταιρία ερεύνησε και επένδυσε σε τεχνολογία για την ανάπτυξη ERP συστημάτων , με αποτέλεσμα στα τέλη του 2000 να έχει ολοκληρώσει την οικογένεια εφαρμογών Επιχειρησιακού Λογισμικού ASOS ERP.

**Click Home S.A.:** Ηλεκτρονικό εμπόριο για Real Estate

**R.E. Net S.A.:** Δίκτυο Επιχειρήσεων για Real Estate

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

### **10.8.15. ΘΕΡΜΗ Α.Ε.**

Μια ακόμα εταιρία που ανήκει στην κατηγορία των θερμοκοιτίδων, αποτελεί η εταιρία ΘΕΡΜΗ Α.Ε., η οποία έχει δημιουργήσει ένα Ολοκληρωμένο Εταιρικό Σύστημα Υποστήριξης (THERMI DEVELOPMENT), όπου φιλοξενούνται νεοσύστατες καινοτόμες επιχειρήσεις. Σε ένα "ζεστό" επιχειρηματικό περιβάλλον οι επιχειρήσεις θα έχουν την δυνατότητα να υποστηριχθούν σε θέματα καινοτομιών και γενικότερα στην επιχειρηματική τους ανάπτυξη. Πέρα από τις υψηλού επιπέδου εγκαταστάσεις και εξοπλισμό που προσφέρει η ΘΕΡΜΗ Α.Ε., προσφέρει και ένα μοναδικό στρατηγικό πλεονέκτημα για τους ενοίκους της: το ανθρώπινο δυναμικό της. Το Thermi development system είναι ένα ολοκληρωμένο σύστημα υποστήριξης εταιριών, το βασικό συστατικό του οποίου είναι οι σύμβουλοι - στελέχη της θερμοκοιτίδας.

Η έδρα της Θερμοκοιτίδας είναι στο 9ο χλμ. του δρόμου Θεσσαλονίκης – Θέρμης. Τα κεφάλαια της ΘΕΡΜΗ ΑΕ είναι 14,5 εκατ. ευρώ. Οι εγκαταστάσεις της Θερμοκοιτίδας θα ξεπεράσουν τα 6.000 τ.μ. καθιστώντας την μεγαλύτερη ΘΕΡΜΟΚΟΙΤΙΔΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Το επιχειρηματικό σχέδιο της νέας θερμοκοιτίδας έχει τύχει έγκρισης από τη γενική γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας του υπουργείου Ανάπτυξης, στο πλαίσιο του προγράμματος ΕΛΕΥΘΩ.

Μέτοχοι της Θέρμη είναι ο Βασίλειος Τακάς, επιχειρηματίας της Β. Ελλάδας, η εισηγμένη στο Χ.Α. «Κούμπας Συμμετοχές Α.Ε.», η 4Ε Α.Ε. Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (διαχειρίζεται από τον όμιλο Ωμέγα Τράπεζας) και η IBG Α.Ε. κεφαλαίου, συμμετοχών και κτηματικών συναλλαγών (εταιρία του ομίλου Marfin.

Οι μέτοχοί της έχουν ήδη αναπτύξει ένα δίκτυο διασυνδέσεων στις βαλκανικές χώρες, με έμφαση σε τεχνολογικά ιδρύματα και πανεπιστήμια. Μάλιστα, τεχνολογικοί φορείς των Σκοπίων, της Βουλγαρίας και χωρών της πρώην Γιουγκοσλαβικής Δημοκρατίας έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον σύστασης

εταιριών προς φιλοξενία από τη θερμοκοιτίδα Θέρμη. Εξάλλου το Εθνικό Κέντρο Έρευνας και Τεχνολογικής Ανάπτυξης (ΕΚΕΤΑ), το Τεχνολογικό Πάρκο Θεσσαλονίκης (ΤΠΘ), το Ινστιτούτο Μελετών/Έρευνών Τηλεπικοινωνιών & Πληροφορικής Χωρών Νοτιοανατολικής Ευρώπης (ΙΝΑ), καθώς και η μελλοντική λειτουργία του Κέντρου Διάδοσης Επιστημών και Τεχνολογικού Μουσείου, και της Τεχνόπολης Θεσσαλονίκης, δημιουργούν πρόσφορες συνθήκες μετεξέλιξης της συμπρωτεύουσας σε πόλο έλξης τεχνολογικών καινοτομιών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Για την ένταξη μιας εταιρίας στη θερμοκοιτίδα Θέρμη, πρέπει αυτή να είναι νέα, να εξειδικεύεται σε αντικείμενο καινοτόμο, να διαθέτει ικανή διοίκηση και να έχει ανάγκη χρηματοδότησης. Απαραίτητη προϋπόθεση, η προσφορά προϊόντων και υπηρεσιών με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης. Συγκεκριμένα η ΘΕΡΜΗ σκοπεύει να επενδύσει τα επιχειρηματικά της κεφάλαια σε εταιρίες που ανήκουν σε κλάδους: Πληροφορικής, Βιοτεχνολογίας, Τηλεπικοινωνίας, Ιατρικής–Φαρμάκων, Ενέργεια-Περιβάλλον ή οποιοδήποτε άλλο κλάδο ή ενδιαφέρουσα πρόταση παρουσιαστεί και καλύπτει τα προηγούμενα κριτήρια (Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 7 Ιουνίου 2004) & ([www.thermokoitida.gr](http://www.thermokoitida.gr)).

Οι εταιρίες που φιλοξενούνται ήδη στις εγκαταστάσεις της ΘΕΡΜΗ Α.Ε. και στις οποίες έχει επενδύσει η θερμοκοιτίδα είναι οι εξής:

- **Emetris** Α.Ε. έξυπνα συστήματα ανάπτυξης επιχειρηματικής δράσης
- **Sigmaplan** Ε.Π.Ε. ευέλικτα υλικά δόμησης
- **AMPHEON** Ε.Π.Ε., “Internet Business Development” ανάπτυξη Web, Data Security και e-commerce εφαρμογών
- **VIDAVO** Ε.Ε. “Ποιοτικές Υπηρεσίες Τηλεμετρίας Ιατρικών Παραμέτρων”, ολοκληρωμένες λύσεις τηλεματικής και υποστηρικτικές / συμβουλευτικές υπηρεσίες στους φορείς παροχής υγείας και συναφείς αυτών
- **LINK TECHNOLOGIES** Α.Ε. τηλεπικοινωνίες και πληροφορική
- **NILOS HELLAS** Ε.Π.Ε. κατασκευή προϊόντων από ελαστικό και πλαστικές ύλες

- **HELASat** έρευνα, και ανάπτυξη νέων υπηρεσιών και διεργασιών για την παροχή επεξεργασμένης και συμπυκνωμένης γνώσης
- Η **RethInk** ΑΕ έρευνα και μεταφορά τεχνολογίας περιβάλλοντος

#### **10.8.16. ΠΑΓΚΡΗΤΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.**

Στις 16 Φεβρουαρίου 2005, ιδρύθηκε η εταιρία Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ. (Ανώνυμη εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών), από την Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα το Πανεπιστήμιο Κρήτης, τα Επιμελητήρια Κρήτης και το Κ.Ε.Κ.- Τεχνικές Σχολές Επιμελητηρίου Ηρακλείου. Η δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου έγινε στο πλαίσιο του έργου Spin Crete που είναι ενταγμένο και χρηματοδοτείται από το περιφερειακό πρόγραμμα καινοτόμων ενεργειών ΕΤΠΑ 2000-2006 της περιφέρειας Κρήτης. Στο επενδυτικό αυτό όχημα θα συμμετέχει και το ΤΑΝΕΟ. (ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 21 Φεβρουαρίου 2005)

Κύριος σκοπός του θα είναι να επενδύει σε μικρομεσαίες καινοτόμες επιχειρήσεις της Κρήτης. Το συγκριτικό πλεονέκτημα της προσπάθειας αυτής είναι ότι οι ιδρυτικοί φορείς και ιδιαίτερα το Επιμελητήριο και η Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα έχουν άμεση σχέση με τους επιχειρηματίες και καλή γνώση της τοπικής αγοράς με αποτέλεσμα να καθίσταται ευκολότερη τόσο η συγκέντρωση των προς επένδυση κεφαλαίων όσο και η εξεύρεση αξιόλογων επενδυτικών ευκαιριών. Η συμμετοχή δε του ΤΑΝΕΟ βοηθά στη συγκέντρωση των απαραίτητων κεφαλαίων.

Η σύσταση και λειτουργία αυτού του ΑΚΕΣ 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. Τα εμπλεκόμενα μέρη συμφώνησαν να εργαστούν με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα προκειμένου να καταστεί δυνατή η έναρξη της λειτουργίας του ΑΚΕΣ., μέσα στο πρώτο τρίμηνο του 2005 (Δελτίο Τύπου ΤΑΝΕΟ 6/12/2004)



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 10**

1. **EVCA 2004 Yearbook**, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004
2. **EVCA 2002 Yearbook**, Annual Survey of Pan-European Equity 2001
3. **Ζοπουνίδη Κωνσταντίνου και Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μαρία**, “*To Venture Capital στην Ελλάδα Πρώτα Αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας*”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ. 90
4. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 95
5. **Ζοπουνίδη Κωνσταντίνου και Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μαρία**, “*To Venture Capital στην Ελλάδα Πρώτα Αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας*”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ. 91
6. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 102-103
7. **Χαλκιά Άννα, Κοφινάς Κυριάκος, Παππάς Δημήτριος και Ταξιάρχη Δέσποινα**, “*The Venture Capitals in Greece. A critical approach*”, *Field study project από το μεταπτυχιακό του Οικονομικού Πανεπιστημίου στις "Επιστήμες των Αποφάσεων"*, Επιβλέπων καθηγητής, Γεώργιος Δουκίδης, Αθήνα 2002, σελ 55-56
8. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 99
9. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 106
10. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης

- επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 108
11. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 110-119
  12. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*” , Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003, σελ. 120
  13. **Ζοπουνίδη Κωνσταντίνου και Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μαρία**, “*Το Venture Capital στην Ελλάδα Πρώτα Αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας*”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ. 97
  14. [www.attica-venture.gr](http://www.attica-venture.gr)
  15. [www.omegabank.gr](http://www.omegabank.gr)
  16. [www.alphatrust.gr](http://www.alphatrust.gr)
  17. [www.aphavc.gr](http://www.aphavc.gr)
  18. [www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)
  19. [www.capitalconnect.gr](http://www.capitalconnect.gr)
  20. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “Το πρώτο αμοιβαίο Venture capital”, 5 Ιουνίου 2004
  21. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “ Global Finance: Επενδύσεις 380 εκατ. ευρώ σε «επιχειρηματικές ευκαιρίες»”, 22 Νοεμβρίου 2004
  22. [www.globalfinance.gr](http://www.globalfinance.gr)
  23. [www.vectis.gr](http://www.vectis.gr)
  24. [www.comcap.gr](http://www.comcap.gr) &
  25. [www.emporiki.gr](http://www.emporiki.gr)
  26. [www.marfin.gr](http://www.marfin.gr)
  27. [www.taneo.gr](http://www.taneo.gr)
  28. [www.nbgvc.gr](http://www.nbgvc.gr)
  29. [www.iven.gr](http://www.iven.gr)
  30. [www.i4g.gr](http://www.i4g.gr)
  31. [www.icube.gr](http://www.icube.gr)
  32. [www.thermokoitida.gr](http://www.thermokoitida.gr)

33. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “Επενδυτικό πρόγραμμα 14,5 εκατ. ευρώ για καινοτομία-τεχνολογία - Κοιτίδα καινοτομίας από τη «Θέρμη» Α.Ε.”, 7 Ιουνίου 2004
34. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “*Ιδρύθηκε η Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.*”, 21 Φεβρουαρίου 2005
35. [www.taneo.gr](http://www.taneo.gr)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 11.1. Σκοπός Κεφαλαίου

Στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας πραγματοποιούμε μια ανακεφαλαίωση της εργασίας όπου εξάγονται και κάποια συμπεράσματα. Στην αρχή συνοψίζουμε τα κυριότερα σημεία της θεωρητικής ανάλυσης των ΚΥΕΚ, δίνοντας ορισμό, χαρακτηριστικά, ιστορική αναδρομή του θεσμού, τα οφέλη που δημιουργεί, τις πηγές ΚΥΕΚ, την ταξινόμηση και διαφοροποίηση των ΚΥΕΚ, την σταδιακή χρηματοδότηση, την διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων και τους τρόπους εξόδου επένδυσης από μια επένδυση ΚΥΕΚ. Μετά δίνουμε κάποια χαρακτηριστικά και συμπεράσματα για την παγκόσμια αγορά ΚΥΕΚ και καταλήγουμε με τα χαρακτηριστικά και κάποια συμπεράσματα για την ελληνική αγορά ΚΥΕΚ.

#### 11.2. Σύνοψη

Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου ονομάζουμε μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία επενδύονται από ειδικές εταιρίες σε επιχειρήσεις που έχουν σε υψηλό βαθμό το στοιχείο του κινδύνου, η επενδυτική εταιρία συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, ενώ παράλληλα αναλαμβάνει το ρόλο του συμβούλου σε πάσης φύσεως θέματα που αφορούν την επιχείρηση.

Τα ΚΥΕΚ λοιπόν είναι ένας συνδυασμός κεφαλαίων και επιχειρηματικών υπηρεσιών, στον οποίο συμμετέχει η επενδυτική εταιρία και κάποιοι συνεργάτες της με σκοπό την προώθηση επενδύσεων.

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ είναι συνήθως ιδιωτικές επιχειρήσεις με σκοπό την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας με την ίδρυση ή τη συμμετοχή τους σε νέες εταιρίες. Οι εταιρίες ΚΥΕΚ

στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη από την αύξηση της αξίας των επενδύσεων τους και όχι από τόκους, μερίσματα ή άλλα μέσα. Η εταιρία ΚΥΕΚ παίρνει συνήθως ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών και αφήνει τον έλεγχο της επιχείρησης στην ήδη υπάρχουσα διοίκηση. Οι επενδύσεις αυτές εμπεριέχουν μεν σε μεγάλο βαθμό το στοιχείο του κινδύνου αλλά οι αποδόσεις που αποφέρουν είναι πολύ υψηλότερες από τις αποδόσεις των συμβατικών επενδύσεων.

Αν και πρώτη εμφάνιση μια μορφής ΚΥΕΚ έγινε στην Αρχαία Ελλάδα και αργότερα κατά μια έννοια συναντάται και στην Ευρώπη από τον 17<sup>ο</sup> ως τον 19<sup>ο</sup> αιώνα, με την σύγχρονη του μορφή έγινε γνωστό και ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στις Αρχές της δεκαετίας του 1940 και έκτοτε εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο. Τα ονόματα των εταιριών που δημιουργήθηκαν με την βοήθεια των ΚΥΕΚ αποτελούν σήμερα, πασίγνωστες και πολύ σημαντικές εταιρίες όπως η Lotus Development Corporation, Sun Microsystems, Microsoft, Compaq Computer Corporation, Staples Inc, Teledyne, People Express, Hybritech, Intel, Dell Computers, Genetics Institute και άλλες.

Η ανάπτυξη του ΚΥΕΚ σήμερα είναι παγκοσμία και δεν περιορίζεται μόνο στις ΗΠΑ. Οι αποδόσεις των ΚΥΕΚ σε γενικό επίπεδο ήταν υψηλότερες από άλλες μορφές επένδυσης.

Οφέλη από τις επενδύσεις σε ΚΥΕΚ διακρίνουμε τόσο για την οικονομία μια χώρας όσο και για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση. Σε επίπεδο οικονομίας διευκολύνεται η ίδρυση νέων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα υποκινείται η ανανέωση και ο εκσυγχρονισμός υπαρχόντων επιχειρήσεων, βοηθώντας με τον τρόπο αυτό την οικονομική ανάπτυξη και καταπολέμηση της ανεργίας. Το ΚΥΕΚ είναι το όργανο χρηματοδότησης της αλλαγής, αφού συντείνει στη δημιουργία επιχειρήσεων που φέρνουν την αλλαγή. Το ΚΥΕΚ στις χώρες όπου αναπτύχθηκε οδήγησε στην αύξηση των θέσεων εργασίας, την ανάπτυξη της οικονομίας με άνοιγμα νέων αγορών και αύξηση εξαγωγών καθώς και την δημιουργία καινοτομιών.

Σε επίπεδο αναπτυσσόμενης επιχείρησης, το ΚΥΕΚ επιτρέπει στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις για την ανάπτυξη και

τον εκσυγχρονισμό της χωρίς την αύξηση του δανεισμού της που συνεπάγεται χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Παράλληλα το ΚΥΕΚ με τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων προσθέτει αξία η οποία εκφράζεται με την υποστήριξη τους σε θέματα στρατηγικού προγραμματισμού (strategic planning), μάρκετινγκ και πωλήσεων, οικονομικού ελέγχου μεταφοράς τεχνογνωσίας και εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων διοίκησης. Παρατηρείται επίσης ότι οι εταιρίες που δημιουργήθηκαν μέσω ΚΥΕΚ επενδύουν περισσότερο χρήματα για έρευνα και ανάπτυξη, ενώ επίσης παρουσιάζουν μεγαλύτερη παραγωγικότητα ανά εργαζόμενο.

Το ΚΥΕΚ ανταποκρίνεται στις ανάγκες δυναμικών εταιριών που αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς και χρειάζονται κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους.

Το ΚΥΕΚ αποτελεί θεσμό που μπόρεσε να βοηθήσει ώστε να υλοποιηθούν πολλές αξιόλογες ιδέες ή προγράμματα τα οποία υπό άλλες συνθήκες θα έμεναν απραγματοποίητες. Επίσης εξειδικευμένες εταιρίες ΚΥΕΚ υψηλής τεχνολογίας δίνουν λύση στην ανάγκη για επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία.

Βασικά χαρακτηριστικά των ΚΥΕΚ αποτελούν ο κίνδυνος, η κεφαλαιακή συμμετοχή και η υποστήριξη της επιχείρησης. Στις περαιτέρω διαφορές του ΚΥΕΚ από τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης διακρίνουμε ότι επενδύει σε σχετικά νέες επιχειρήσεις, ο επενδυτής συμμετέχει ενεργητικά στη ζωή της επιχείρησης και δεν εξασφαλίζεται βραχυπρόθεσμα ρευστότητα στον επενδυτή.

Συγκρίνοντας επίσης τα ΚΥΕΚ με τις ιδιωτικές επενδύσεις διακρίνουμε κοινά στοιχεία όπως ότι συμμετέχουν σε παρόμοιες δραστηριότητες, προτιμούν να χρηματοδοτούν εταιρίες με πιθανότητες μεγάλης απόδοσης, στους τομείς από τους οποίους προέρχεται η εμπειρία και η εξειδίκευσή τους, και τόσο οι ιδιώτες επενδυτές όσο και οι εταιρίες ΚΥΕΚ επιθυμούν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους σε ένα διάστημα μεταξύ πέντε και δέκα ετών. Στις διαφορές τους διακρίνουμε ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ είναι καλύτερα οργανωμένες και παρέχουν περισσότερες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας,

παρέχουν μεγαλύτερη βοήθεια στην επιλογή διοικητικής ομάδας, θέτουν πιο υψηλούς στόχους απόδοσης, όμως επίσης τους παρέχουν πιο συχνή ανατροφοδότηση πληροφοριών αλλά και συμβουλές για την πορεία των δραστηριοτήτων τους και είναι πιο χρήσιμες για εταιρίες με επιστημονικό και τεχνικό υπόβαθρο. Ακόμα οι ιδιώτες επενδυτές είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτούν εταιρίες στα πρώτα δύο στάδια ανάπτυξης ενώ όσο το μέγεθος της επένδυσης μεγάλωνε αλλά και η εταιρία βρισκόταν σε πιο εξελιγμένο στάδιο, ο ρόλος των εταιριών ΚΥΕΚ είναι πιο σημαντικός. Οι ιδιώτες επενδυτές δρουν πιο τοπικά ενώ για τις εταιρίες ΚΥΕΚ η γεωγραφική θέση δεν παίζει ρόλο. Επίσης οι επιχειρηματίες οι οποίοι λαμβάνουν χρηματοδότηση από εταιρίες ΚΥΕΚ φαίνεται να είναι πιο εύκολο να έχουν πρόσβαση σε επιπλέον κεφάλαια σε κρίσιμα σημεία ανάπτυξης.

Οι εταιρίες ΚΥΕΚ διαφοροποιούνται με πολλούς τρόπους. Έτσι έχουμε εταιρίες ΚΥΕΚ που έχουν στενή συνεργασία με τον επιχειρηματία, συμμετέχουν στον κίνδυνο, παρακολουθούν την επένδυση και γενικότερα αναμιγνύονται στις εταιρικές υποθέσεις και συμβάλουν στην ανάπτυξη της επένδυσης. Όπως αντίθετα εταιρίες ΚΥΕΚ που δεν έχουν καμιά συμμετοχή στη διοίκηση και γενικότερα τις εταιρικές υποθέσεις, ενώ υπάρχουν και εταιρίες ΚΥΕΚ όπου αντιπροσωπεύονται στο διοικητικό συμβούλιο, αλλά δεν συμμετέχουν στις εταιρικές υποθέσεις και στην επίλυση των προβλημάτων που προκύπτουν.

Όσο αναφορά τις πηγές ΚΥΕΚ, διακρίνουμε τους ιδιώτες με μεγάλη περιουσία, ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΚΥΕΚ (οι λεγόμενοι Επιχειρηματικοί Άγγελοι), θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ή μη εταιριών, ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες και τέλος ΚΥΕΚ που χρησιμοποιούν κρατικές επιχορηγήσεις. Αξίζει να σημειώσουμε ότι ενώ οι πλούσιες οικογένειες αποτελούσαν παραδοσιακά την κύρια πηγή ΚΥΕΚ, σήμερα τα ασφαλιστικά ταμεία, οι τράπεζες και σε μικρότερο ποσοστό οι επιχειρήσεις αποτελούν την μεγαλύτερη πηγή ΚΥΕΚ.

Ταξινομώντας τις εταιρίες ΚΥΕΚ ως προς ιδιοκτησία, καταγωγή και πηγή κεφαλαίου, έχουμε τα εξής κεφάλαια: α) Αμιγώς σχετιζόμενα με τράπεζες κεφάλαια, β) ταμεία επενδυτικών και αποταμιευτικών οργανισμών,

γ) ταμεία επιχειρηματικής ανάπτυξης, δ) επιχειρηματικά, ακαδημαϊκά και άλλα ιδιωτικού τομέα ταμεία, και ε) ημι-κρατικοί οργανισμοί.

Επίσης έχουμε εξειδίκευση των εταιριών ΚΥΕΚ σε τομείς όπως θέση και φάση ανάπτυξης της υπο επένδυσης εταιρίας, ακτίνα μεγέθους της επένδυσης, προτιμητέο χρηματοοικονομικό εργαλείο, τεχνολογική εστίαση, χρονοδιάγραμμα για την πραγματοποίηση της επένδυσης, γεωγραφικούς περιορισμούς και διεθνή δίκτυα.

Στην συνέχεια της εργασίας μας εξετάσαμε την διαδικασία επένδυσης ΚΥΕΚ. Έτσι μια εταιρία ΚΥΕΚ επενδύει σε μια επιχείρηση με τους εξής τρόπους :

1. Συμμετέχει στο μετοχικό Κεφάλαιο
2. Χορηγεί δάνειο
3. Χρηματοδοτεί τη νεοσύστατη εταιρία και με τους δύο παραπάνω τρόπους

Όσο αναφορά τα συμβόλαια τα οποία διέπουν την επένδυση ΚΥΕΚ σε μια επιχείρηση περιλαμβάνονται κάποια κοινά χαρακτηριστικά:

1. Παρουσίαση της δέσμευσης των κεφαλαίων και τα προνόμια που διατηρούν για εγκατάλειψη της επένδυσης.
2. Τα συστήματα αποζημίωσης τα οποία είναι απευθείας συνδεδεμένα με την δημιουργία αξίας.
3. Τρόποι διαφύλαξης ώστε να αναγκάσουν την διοίκηση να διανείμει τις εισπράξεις της επένδυσης.

Τα τρία αυτά χαρακτηριστικά των συμβολαίων, απευθύνονται σε τρία θεμελιώδη προβλήματα:

1. Πρόβλημα αξιολόγησης (Sorting problem): το πώς δηλαδή να επιλεγούν οι καλύτερες εταιρίες ΚΥΕΚ αλλά και οι καλύτερες επιχειρηματικές προτάσεις.
2. Πρόβλημα διαμεσολάβησης (Agency problem): πώς δηλαδή να ελαχιστοποιηθεί η παρούσα αξία του κόστους διαμεσολάβησης.



3. Πρόβλημα κόστους λειτουργίας (Operating-cost problem): πώς να ελαχιστοποιηθεί η παρούσα αξία του κόστους λειτουργίας, συμπεριλαμβανομένων και των φόρων.

Πολλοί τρόποι έχουν προταθεί για την επίλυση των προβλημάτων που αναφέραμε. Αυτοί οι τρόποι περιλαμβάνουν μηχανισμούς εντοπισμού κινήτρων για τα στελέχη και για την εταιρία ΚΥΕΚ, περιοδικές αναφορές για την αξία και για την πρόοδο των εταιριών, ετήσια σύσκεψη των επενδυτών με τους διαχειριστές των κεφαλαίων και τις διοικήσεις των επιχειρήσεων.

Το επενδυτικό όχημα το οποίο επιλέγεται μπορεί να επηρεάσει την πορεία του ΚΥΕΚ. Έτσι μια επένδυση ΚΥΕΚ μπορεί να γίνει με τοποθέτηση σε κοινές μετοχές, με έκδοση δανείου ή με χρήση προνομιούχων μετοχών. Δεν υπάρχει μια μοναδική άριστη μορφή ΚΥΕΚ, που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάθε περίπτωση. Φαίνεται ότι πολλοί διαχειριστές ΚΥΕΚ προτιμούν τις προνομιούχες μετοχές, συνήθως σε επενδύσεις στα πρώτα στάδια ανάπτυξης. Το χρέος είναι περισσότερο κατάλληλο για μεγάλες εταιρίες ΚΥΕΚ, που επιθυμούν σταθερή ροή χρήματος από τις εταιρίες που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο τους. Τέλος οι κοινές μετοχές χρησιμοποιούνται από επενδυτές που θέλουν να ελέγχουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους, εγκαθιστώντας μια πιο στενή σχέση με τον επιχειρηματία. Βέβαια πολλές εταιρίες ΚΥΕΚ χρησιμοποιούν ένα συνδυασμό πολλών όρων.

Τέλος από τα βασικότερα κριτήρια σύμφωνα με τα οποία κατηγοριοποιούμε τις μορφές των ΚΥΕΚ είναι ο χρόνος που θα πραγματοποιηθεί η επένδυση και το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η επιχείρηση.

Συνοπτικά οι μορφές των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι:

- α) Χρηματοδότηση Σποράς (Seed Finance)
- β) Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-Up Finance)
- γ) Χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια παραγωγής και πωλήσεων (Early Stage Financing)

- δ) Χρηματοδότηση Ανάπτυξης ή Επέκτασης (*Development or Expansion Finance*)
- ε) Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (*Mezzanine Financing*)
- στ) Χρηματοδότηση Γέφυρας (*Bridge Financing*)
- ζ) Κεφάλαιο Εξαγοράς MBO (*Management Buy Outs*) και MBI (*Management Buy Ins*)
- η) Κεφάλαιο ανταλλαγής (*Replacement Capital*)
- θ) Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής (*Turn Around Finance*)

Η επένδυση σε στάδια επιτρέπει στον επενδυτή ΚΥΕΚ να ελέγχει την επιχείρηση πριν πραγματοποιηθούν αποφάσεις επανεπένδυσης, έτσι μειώνονται οι απώλειες από αναποτελεσματική συνέχιση των δραστηριοτήτων και δημιουργείται μια επιλογή εξόδου για τις εταιρίες ΚΥΕΚ. Έχει επίσης καλύτερο έλεγχο και σε θέματα ηθικών κινδύνων.

Αναλύσαμε επίσης την διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών προτάσεων.

Κάθε εταιρία ΚΥΕΚ έχει την δική της φιλοσοφία τόσο ως προς την επιλογή του είδους των επιχειρήσεων στις οποίες τοποθετούνται όσο και στα χαρακτηριστικά του κατάλληλου επιχειρηματία που αναζητούν. Συνοπτικά τα κύρια κριτήρια επιλογής των επενδύσεων από την πλευρά των εταιριών ΚΥΕΚ είναι οι ικανότητες και τα χαρακτηριστικά της διοίκησης, η καινοτομία ή πρωτοτυπία του προϊόντος, οι εμπορικές προοπτικές του προϊόντος, ο αναμενόμενος βαθμός απόδοσης της επένδυσης, τα χαρακτηριστικά του κλάδου, ο αναμενόμενος κίνδυνος, η δυνατότητα αποδέσμευσης και το στάδιο χρηματοδότησης.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε πως εξίσου σημαντικό για την επιτυχία της επένδυσης, είναι η επιλογή από τον επιχειρηματία της κατάλληλης εταιρίας ΚΥΕΚ για την εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων. Σημαντικό είναι η εταιρία ΚΥΕΚ να είναι ειδικευμένη στον κλάδο της επιχείρησης και να δραστηριοποιείται στην ίδια γεωγραφική περιοχή, να έχει καλή φήμη, επαρκή κεφάλαια και καλό ιστορικό στις επενδύσεις, να μην

συμμετέχει σε πάρα πολλές εταιρίες ταυτόχρονα και να μην χαρακτηρίζεται από συνεχείς αντικαταστάσεις διοικήσεων.

Γενικότερα οι παράγοντες επιτυχίας νέων επιχειρήσεων, συνοψίζονται στα εξής:

1. Συγκέντρωση στην ποιότητα, στις δυνατότητες της διοίκησης και της αγοράς.
2. Αναζήτηση πιο ενεργού ρόλου του ηγέτη – επενδυτή.
3. Εστίαση στο πώς σαν γενικοί εταίροι μπορούν να μεταφέρουν την τεχνογνωσία τους, την εμπειρία τους και τις διασυνδέσεις τους στη νέα επιχείρηση.
4. Δημιουργία διαφορετικών εναλλακτικών λύσεων από αυτή της δημόσιας προσφοράς, για την περίπτωση που δεν μπορεί να προχωρήσει εύκολα αυτό το στάδιο.
5. Συγκέντρωση επιπλέον κεφαλαίων για την τυχόν ύπαρξη μεγαλύτερων επιχειρηματικών ευκαιριών και όχι στη λογική των διαθέσιμων χρημάτων.
6. Δημιουργία δημιουργικών δομών συμφωνίας οι οποίες θα εξασφαλίζουν τα κατάλληλα κίνητρα τόσο για τους επενδυτές όσο και για την διοίκηση.
7. Εγκατάσταση δεσμών με ένα παγκόσμιο δίκτυο ΚΥΕΚ μέσω συνεργασιών, κοινών επιχειρηματικών σχεδίων, αμοιβαίων επενδύσεων, συν – επενδύσεων και ανταλλαγή κατάλληλων ατόμων

Πριν την λεπτομερή αξιολόγηση των επιχειρηματικών σχεδίων από τις εταιρίες ΚΥΕΚ, τα στελέχη τους πραγματοποιούν ένα πρόχειρο έλεγχο του επιχειρηματικού προγράμματος για να εξακριβωθεί αν καλύπτονται κάποια βασικά κριτήρια και στην συνέχεια οι προτάσεις που απομένουν αξιολογούνται στα πλαίσια τριών βασικών αρχών. Οι αρχές αυτές είναι γνωστές και ως οι τρεις νόμοι των ΚΥΕΚ.

**Πρώτη Αρχή:** Μη αποδοχή επενδυτικής πρότασης που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων (Κίνδυνος Ανάπτυξης, Κίνδυνος Παραγωγής, Κίνδυνος Αγοράς, Κίνδυνος Διοίκησης, Κίνδυνος Αύξησης της

Αξίας της Επιχείρησης). Βέβαια κάθε εταιρία ΚΥΕΚ έχει την δική της στρατηγική αποφυγής ή μείωσης κινδύνων.

**Δεύτερη Αρχή:** Η αξία της επένδυσης είναι το αποτέλεσμα του γινομένου  $V = P \times S \times E$ , όπου  $V$  είναι η αξία της επένδυσης,  $P$  το μέγεθος του προβλήματος που καλείται να αντιμετωπίσει η επένδυση,  $S$  η λύση του προβλήματος και  $E$  η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της επιχείρησης.

**Τρίτη Αρχή:** Τοποθέτηση κεφαλαίων σε επενδύσεις που καλούνται να λύσουν μεγάλο πρόβλημα ( $P$ ), καθώς μετά την πραγματοποίηση της επένδυσης η αγορά θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης ( $V$ ), δεδομένης της λύσης ( $S$ ) και της ποιότητας της διοικητικής ομάδας ( $E$ ).

Στις προκαταρκτικές αρχικές μεθόδους αξιολόγησης, συγκαταλέγεται και η σύγκριση της επιχειρηματικής πρότασης σε σχέση με άλλη εταιρία του κλάδου.

Αφού αποφασιστεί ότι μια επένδυση είναι ελκυστική, προχωρούν σε μια πιο λεπτομερή αξιολόγησή της με χρηματοοικονομικά εργαλεία. Τα συγκεκριμένα εργαλεία δεν λαμβάνουν υπ' όψιν τους το κίνδυνο και είναι τα εξής:

- ◆ Δείκτης Λογιστικής Αποδοτικότητας
- ◆ Μέθοδος περιόδου επανείσπραξης (Payback Period)
- ◆ Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας
- ◆ Μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (Internal Rate of Return, IRR)

Υπάρχουν ακόμα και άλλα εργαλεία αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων όπως η μέθοδος Monte Carlo Simulation και η μέθοδος Venture Capital η οποία χρησιμοποιείται κατά κόρων από τις εταιρίες ΚΥΕΚ. Βέβαια κάθε εταιρία ΚΥΕΚ καταλήγει στην υιοθέτηση διαφορετικών τρόπων αξιολόγησης με παραλλαγές των κυριότερων μεθόδων. Όσο αναφορά τις προσδοκίες αποδόσεων παρατηρείται ότι οι εταιρίες ΚΥΕΚ απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για χρηματοδοτήσεις πρώιμων φάσεων ανάπτυξης, οι ανεξάρτητες εταιρίες ΚΥΕΚ αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές ομίλων ή μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων γενικότερα υψηλότερες αποδόσεις έχουν να κάνουν με εταιρίες ΚΥΕΚ που

παρέχουν ουσιαστική ανάμειξη και συμμετοχή στις εταιρίες στις οποίες επενδύουν.

Όταν μια εταιρία ΚΥΕΚ αποφασίσει να επενδύσει σε κάποιο επιχειρηματικό κεφαλαίου έχει σκοπό την δημιουργία υπεραξιών και συνεπώς πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Τα κέρδη ή ζημίες πραγματοποιούνται με την έξοδο της από την επένδυση. Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί την φυσική κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας. Ο χρόνος που απαιτείται για να αποδεσμευτεί μια εταιρία ΚΥΕΚ από την επένδυση υπολογίζεται μεταξύ 2 έως 10 ετών και η οικονομική ζωή της επένδυσης είναι συνήθως προκαθορισμένη από το αρχικό συμβόλαιο. Η έξοδος μπορεί να είναι εκούσια ή μη. Η ρευστοποίηση της επένδυσης γίνεται συνήθως με τους εξής τρόπους:

- 1) Πώληση μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου (IPO, Initial Public Offering)
- 2) Πώληση σε τρίτες εταιρίες (trade sale)
- 3) Πώληση μετοχών στους μετόχους της χρηματοδοτούμενης εταιρίας (MBO, Management Buy – Out)
- 4) Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή – ή εταιρία ΚΥΕΚ
- 5) Χρηματοδότηση από μια “παραδοσιακή” πηγή (τράπεζα)
- 6) Ρευστοποίηση – Εκκαθάριση (liquidation)

Βέβαια στην οικονομική δραστηριότητα δεν παρατηρούνται πάντα ξεκάθαρες περιπτώσεις ώστε για μια εταιρία ΚΥΕΚ να είναι εύκολο να πάρει απόφαση εξόδου από μια επένδυση και με ποιο τρόπο. Στις επενδύσεις ΚΥΕΚ δεν είναι τόσο σπάνιο το φαινόμενο των “ζωντανών νεκρών” επενδύσεων στις οποίες η επένδυση βρίσκεται στο ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ του να θεωρηθεί επιτυχημένη ή αποτυχημένη. Η πιο συνηθισμένη στρατηγική για την αντιμετώπιση καταστάσεων “ζωντανών νεκρών” επενδύσεων είναι να προσπαθήσουν οι εταιρίες ΚΥΕΚ να πουλήσουν ή να συγχωνεύσουν την επιχείρηση στην οποία έχουν επενδύσει συνήθως σε μεγάλη εταιρία η οποία σχετίζεται με το ίδιο προϊόν ή την τεχνολογία που χρησιμοποιείται. Επίσης εναλλακτικά αντικαθιστάται η διοίκηση της επιχείρησης, παίρνει ενεργό ρόλο ο επενδυτής στην διοίκηση της επιχείρησης και συνεισφέρει με την εμπειρία του

στην διαδικασία αποφάσεων. Υπάρχει επίσης και η επιλογή της “επανατοποθέτησης” του προϊόντος στην αγορά.

## **11.2 Συμπεράσματα για το ΚΥΕΚ Παγκοσμίως**

Αναφέροντας τις σημαντικότερες αγορές ΚΥΕΚ, αναλύσαμε τις αγορές της βόρειας Αμερικής, της Ασίας και του Ειρηνικού και της Ευρώπης.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες που αποτελούν την παραδοσιακή αγορά ΚΥΕΚ, ο θεσμός αυτός ευνόησε ιδιαίτερα την αλματώδη ανάπτυξη των ηλεκτρονικών υπολογιστών και τη νέα τεχνολογία γενικότερα. Ενώ η συνεισφορά των ΚΥΕΚ στην Αμερικάνικη οικονομία είναι σημαντικότερη. Η γενικότερη οικονομική ύφεση της δεκαετίας του '70 είχε αποτέλεσμα την συρρίκνωση του θεσμού, ο οποίος όμως ανέκαμψε κατά την δεκαετία του '80 ενώ από το 1990 η συνολική προσφορά ΚΥΕΚ ακολούθησε σταθεροποιητική τάση. Οι κλάδοι που κατά το παρελθόν απορρόφησαν το μεγαλύτερο μέρος των ΚΥΕΚ ήταν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές (λογισμικό και εξοπλισμός Η/Υ), κλάδος της υγείας, οι τηλεπικοινωνίες, ενώ ο κυριότερος τόπος προορισμού των ΚΥΕΚ είναι η Silicon Valley. Οι προοπτικές για το 2005 στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο αναφορά τα ΚΥΕΚ δείχνουν αρκετά ευοίωνες καθώς οι περισσότεροι αναλυτές της αγοράς εκφράζουν την αισιοδοξία τους για το μέλλον του θεσμού.

Η ανάπτυξη του ΚΥΕΚ τα τελευταία χρόνια στην Ασία υπήρξε ραγδαία, η Ιαπωνία, έχει γίνει ένας από τους μεγαλύτερους επενδυτές, σε όλο τον κόσμο, ακολουθούν Κορέα, Ταϊβάν και άλλες χώρες του Ειρηνικού, όπως η Σιγκαπούρη και το Χονγκ Κονγκ και η Μαλαισία οι οποίες σύμφωνα με διεθνής δείκτες είναι από τις χώρες με την μεγαλύτερη διαθεσιμότητα ΚΥΕΚ προς τις επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Οι συνολικές επενδύσεις σε private equity και ΚΥΕΚ το 2003 είχαν αύξηση 91% σε σχέση με το 2002.

Η Ευρώπη είναι η δεύτερη περιφέρεια σε σημασία ανάπτυξης και εξάπλωσης του ΚΥΕΚ. Κατά τις δεκαετίες του '80 και '90 τα ΚΥΕΚ παρουσίασαν μια σταθερά αυξητική πορεία. Η προσφορά ΚΥΕΚ είναι γεωγραφικά διάσπαρτη, και σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, οι περισσότερες επενδύσεις παρουσιάζονται σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ωριμότερα στάδια της οικονομικής τους ζωής. Γενικότερα μπορούμε να αναφέρουμε ότι τα ΚΥΕΚ στην Ευρώπη έχουν εισέλθει σε φάση ανάκαμψης, μετά από την φθίνουσα τάση επί τρία συνεχόμενα έτη, που ήταν το αποτέλεσμα της τεχνολογικής «φούσκας».

Και για την παγκόσμια αγορά τα στοιχεία δείχνουν ότι έχουν σημειωθεί ουσιαστικές βελτιώσεις των θεμελιωδών παραμέτρων που αφορούν τη βιομηχανία ΚΥΕΚ, η οποία, τα τελευταία χρόνια, βρέθηκε σε δυσμενή μοίρα.

### **11.3 Συμπεράσματα για το ΚΥΕΚ στην Ελλάδα**

Όπως αναφέραμε ο θεσμός ξεκίνησε στην Ελλάδα το 1988 με τον πρώτο νόμο Ν.1775/1988, “περί εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου”. Στην συνέχεια ο νόμος τροποποιήθηκε το με τον Ν. 2367/95, ο οποίος με την σειρά του τροποποιήθηκε από τον νόμο Ν. 2789/2000 κυρίως σε σχέση την φορολογική επιβάρυνση. Το αρχικό νομοθετικό πλαίσιο όπως είπαμε δεν απέδωσε τα αναμενόμενα, για το λόγο αυτό μέχρι πρόσφατα όλες οι σοβαρές προσπάθειες στηρίχθηκαν σε offshore εταιρίες (funds) υπερπηδώντας έτσι όλα τα εμπόδια (κυρίως φορολογικά) και αυξάνοντας την ανταγωνιστικότητα των προσπαθειών. Τελευταία νομοθετική ρύθμιση στο χώρο του ΚΥΕΚ , αποτελεί ο νέος νόμος 2992/2002 ο οποίος εισάγει ευνοϊκά φορολογικά και άλλα κίνητρα.

Οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν στην Ελλάδα δεν ευνοούσαν την ανάπτυξη του θεσμού μέχρι πρόσφατα. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι οι περισσότερες εταιρίες ανήκουν στον τριτογενή τομέα, πολλές επιχειρήσεις έχουν οικογενειακό χαρακτήρα, ο τραπεζικός τομέας συγκεντρώνει το σύνολο της ελληνικής αγορά κεφαλαίων, το αρχικό νομικό

πλαίσιο δημιουργούσε πολλά εμπόδια και δεν υπήρχε επίσης και μια εθνική ένωση εταιριών ΚΥΕΚ ώστε να βοηθήσει την προώθηση του θεσμού. Επίσης προσωπική άποψη μου είναι ότι σημαντικό παράγοντας της μη ανάπτυξης του θεσμού αποτελούσε η γενικότερη αντιεπιχειρηματική νοοτροπία που επικρατούσε στην χώρα μας, καθώς είναι γνωστό ότι σύμφωνα με έρευνες, η επιχειρηματική δράση δεν αποτελεί προτεραιότητα επαγγελματικής αποκατάστασης για την συντριπτική πλειοψηφία των ελλήνων. Όπως αναφέραμε τα τελευταία χρόνια έχουν ληφθεί μέτρα για την τόνωση της επιχειρηματικότητας, όπως φορολογικά κίνητρα, επιδότηση νέων επιχειρηματιών και άλλα τα οποία προσβλέπουν στην δημιουργία ισχυρών επιχειρηματικών μονάδων. Επίσης η ενίσχυση της επιστημονικής έρευνας μας αποτελεί σημαντική κατεύθυνση για την τόνωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Ο κλάδος των ΚΥΕΚ στην Ελλάδα αλλά και γενικότερα των επενδύσεων κεφαλαίου κυριαρχείται ακόμα από έναν μικρό αριθμό εταιριών. Βέβαια ο αριθμός τους έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια (περίπου 15), όπως επίσης είχαμε και την δημιουργία 4 θερμοκοιτίδων που βοηθούν την ανάπτυξη νέων καινοτόμων επιχειρήσεων. Σημαντική εξέλιξη ήταν η δημιουργία του ΤΑΝΕΟ που καλύπτει την χρηματοδότηση των πρώτων σταδίων. Θετικό στοιχείο αποτελεί και η ίδρυση του συνδέσμου ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ (ΗVCA) μετά την πρωτοβουλία του ΤΑΝΕΟ.

Το 2003 τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν είναι 28,7 εκατ. ευρώ έναντι 65,55 εκατ. ευρώ που συγκεντρώθηκαν το 2002. Σημειώθηκε μείωση 56%. Το 2003 πραγματοποιήθηκαν 70 επενδύσεις ΚΥΕΚ ύψους 25,6 εκ. ευρώ ενώ το 2002 πραγματοποιήθηκαν 43 επενδύσεις ύψους 45,38 εκατ. ευρώ. Για το 2003 κύρια πηγή ΚΥΕΚ ήταν κρατικοί οργανισμοί, ενώ παραδοσιακά οι τράπεζες και τα μεγάλα ταμεία κεφαλαίων αποτελούν τις κυριότερες πηγές. Περαιτέρω χαρακτηριστικά του κλάδου των ΚΥΕΚ στην Ελλάδα είναι ότι το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων επενδύεται στα στάδια των εξαγορών και επέκτασης, το συντριπτικό ποσοστό των ΚΥΕΚ επενδύθηκαν στην Ελλάδα, ενώ όσο αναφορά την κλαδική κατανομή τους, το μεγαλύτερο μέρος τοποθετήθηκε σε επιχειρήσεις που έχουν να κάνουν με



καταναλωτικά προϊόντα και υπηρεσίες, ακολουθεί ο κλάδος των μεταφορών, ο αγροτικός τομέας και οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Συνήθως οι εταιρίες ΚΥΕΚ παραμένουν στις επιχειρήσεις στις οποίες έχουν επενδύσει για ένα χρονικό διάστημα 5-6 χρόνων. Θετική εξέλιξη αποτελεί μια μεταστροφή που παρατηρείται προς επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία και έρευνα.

Οι ελληνικές εταιρίες ΚΥΕΚ είναι σχετικά νέες σε ηλικία, οι περισσότερες είναι θυγατρικές άλλων εταιριών (κυρίως τραπεζών) και πολλές αποτελούν μέλη ομίλων, ενώ η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιριών ΚΥΕΚ χαρακτηρίζονται ως μικρές, αλλά διαθέτουν στελέχη με υψηλό επίπεδο μόρφωσης. Τέλος αναφέρουμε ότι οι ελληνικές εταιρίες ΚΥΕΚ έχουν επιτύχει αξιοσημείωτες αποδόσεις.

Αξίζει πάντως να αναφέρεται ότι έχει αξιολογηθεί ως ιδιαίτερα ευνοϊκό για επενδύσεις σε ΚΥΕΚ, το φορολογικό και νομικό περιβάλλον της Ελλάδας, σε έρευνα της έγκυρης πανευρωπαϊκής ένωσης κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (EVCA), η οποία κατατάσσει τη χώρα μας στην τέταρτη (ευνοϊκότερη) θέση μεταξύ της Ε.Ε. των 15, της Νορβηγίας, της Ελβετίας, της Ουγγαρίας, της Τσεχίας, της Πολωνίας και της Σλοβακίας. Με το πλέον ευνοϊκό περιβάλλον για παρόμοιες επενδύσεις να αξιολογείται θεωρητικά με 1,00 και το χειρότερο με 3,00, η Ελλάδα απέσπασε βαθμολογία 1,75, μετά τις Βρετανία (1,26), Λουξεμβούργο (1,49) και Ιρλανδία (1,53) αλλά πριν από χώρες όπως η Ιταλία (1,86), η Γαλλία (1,89), η Ισπανία (1,96) και η Γερμανία (2,37). Επισημαίνεται ότι, για το 2002, η Ελλάδα είχε αξιολογηθεί στην ίδια σειρά ερευνών με 1,96 και είχε καταταγεί στην έκτη θέση πανευρωπαϊκά (περιελάμβανε μόνο την Ε.Ε. των 15).

Η μεθοδολογία της EVCA για την αξιολόγηση των χωρών βασίζεται σε 13 δείκτες που θεωρείται ότι δρουν ευνοϊκά τόσο για τους επενδυτές όσο και για όσους γίνονται αποδέκτες επενδύσεων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, στην Ευρώπη παραμένουν ποικίλα φορολογικά και νομικά εμπόδια για τη συγκέντρωση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, ενώ υφίστανται πολλαπλές και σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα. Δεν προκαλεί απορία λοιπόν γιατί το 82,2% των επενδύσεων ΚΥΕΚ, αξίας 23,1 δισ. ευρώ, για το 2003, στην

Ευρώπη, πραγματοποιήθηκαν στη χώρα προέλευσης της εταιρίας κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

Στα ισχυρά σημεία σύμφωνα με την EVCA, της ελληνικής αγοράς ΚΥΕΚ είναι η ξεκάθαρη φορολογική δομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ), που θεσμοθετήθηκαν με το Ν. 2992/2002. Η EVCA επισημαίνει επιπλέον ότι, μεταξύ άλλων, οι αμοιβές διαχείρισης των ΑΚΕΣ απαλλάσσονται του ΦΠΑ, ενώ ευνοϊκός εμφανίζεται να είναι ο μέγιστος φορολογικός συντελεστής εισοδημάτων φυσικών προσώπων (40%), ο συντελεστής φορολόγησης της πώλησης ή μεταβίβασης μη εισηγμένων μετοχών από Έλληνες πολίτες (5% επί της αξίας συναλλαγής) και το νομικό πλαίσιο που διέπει τις πτωχεύσεις-εκκαθαρίσεις.

Αρνητικό κρίνει η EVCA το πλαίσιο που διέπει τις εξαγορές-συγχωνεύσεις, όπως και τους νομικούς περιορισμούς που σχεδόν απαγορεύουν τις επενδύσεις σε ΚΥΕΚ των ασφαλιστικών ταμείων και περιορίζουν τις αντίστοιχες τοποθετήσεις των ασφαλιστικών εταιριών. Όπως ανασταλικά για επενδύσεις ΚΥΕΚ είναι το πλαίσιο λειτουργίας των ΑΚΕΣ στο βαθμό που οι τοποθετήσεις τους επιτρέπεται να πραγματοποιηθούν μόνο στην Ελλάδα και μάλιστα αποκλειστικά σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις

Επιπλέον, ο συντελεστής εταιρικών κερδών 35%, που ισχύει στη χώρα, ξεπερνάει το μέσο όρο 28,8% των υπό εξέταση χωρών, ενώ δεν διαχωρίζεται ένας ενιαίος φορολογικός συντελεστής μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Το μηνιαίο κόστος διαχείρισης μιας Α.Ε. στην Ελλάδα ανέρχεται σε 3.000 ευρώ -έναντι ευρωπαϊκού μέσου όρου 2.301 ευρώ- ενώ ο μέσος χρόνος που μεσολαβεί από την αίτηση πτώχευσης μέχρι την εκκαθάριση ανέρχεται στην Ελλάδα σε 1.008 εργάσιμες ημέρες, έναντι 566 ημερών στην Ευρώπη (Ναυτεμπορική, 1 Ιουνίου 2004).

Διαφαίνεται συνεπώς ότι τα ΚΥΕΚ έχουν μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης στην Ελλάδα τα προσεχή χρόνια, κυρίως λόγω της συνειδητοποίησης της χρησιμότητάς τους, τα εντυπωσιακά επιτυχημένα παραδείγματα ορισμένων εταιριών που το χρησιμοποίησαν αλλά και την προοπτική δημιουργίας ισχυρότερης επιχειρηματικής κουλτούρας στην

ελληνική κοινωνία. Τα ΚΥΕΚ μπορούν να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη νέων καινοτομικών επιχειρήσεων τις οποίες έχει ανάγκη η ελληνική οικονομία, κυρίως σε τομείς υψηλής τεχνολογίας όπου υστερεί η χώρα μας. Ενδεικτικά αναφέρουμε τομείς της μικροηλεκτρονικής, νανοτεχνολογίας και βιοτεχνολογίας. Τα ΚΥΕΚ επίσης μπορούν να χρηματοδοτήσουν την διεθνοποίηση των ελληνικών επιχειρήσεων η οποία αναμένεται να είναι εντονότερη στα επόμενα χρόνια. Τέλος μπορούν να δημιουργηθούν ΚΥΕΚ εξειδικευμένα για έργα ανάπτυξης τεχνολογίας φιλικής προς το περιβάλλον. Έτσι θα είναι ευκολότερη η χρηματοδότηση επενδύσεων για παράδειγμα σε Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας.

Τα ΚΥΕΚ θα έχουν σημαντικό ρόλο στην αναπτυξιακή πορεία της χώρας καθώς αποτελούν αποδεδειγμένα ένα πολύτιμο εργαλείο χρηματοδότησης για την δημιουργία νέων καινοτόμων επενδύσεων, την ώρα μάλιστα που η ανάγκη για επενδύσεις που αυξάνουν την παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητα, επενδύσεις που επιταχύνουν την διείσδυση νέων τεχνολογιών και καινοτομιών είναι επιβεβλημένη.

#### **11.4 Θέματα για Περαιτέρω έρευνα**

Μιας και κατά την άποψη μου ο θεσμός του ΚΥΕΚ τώρα πια κάνει πιο ώριμα και ουσιαστικά βήματα ανάπτυξης, και αναμένεται η διάδοση και η εξάπλωση του τα προσεχή χρόνια, θα ήταν σκόπιμο να γίνει σε μερικά χρόνια μια εργασία που να ερευνά τον αντίκτυπο της λειτουργία του θεσμού αυτού στην ελληνική οικονομία. Δηλαδή τις αποδόσεις που είχαν τα διάφορα Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κεφάλαια στην Ελλάδα και τις πιο αξιoσημείωτες περιπτώσεις εταιριών που δημιουργήθηκαν ή αναπτύχθηκαν με αυτού του είδους την χρηματοδότηση. Ακόμα μπορεί να γίνει ένας υπολογισμός για τις θέσεις εργασίες που δημιουργήθηκαν μέσω της χρηματοδότησης ΚΥΕΚ, την αύξηση των πωλήσεων και των εξαγωγών που πραγματοποίησαν οι εταιρίες που χρηματοδοτήθηκαν με τον συγκεκριμένο τρόπο, αλλά και τα χρήματα που επενδύθηκαν σε έρευνα και ανάπτυξη.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 11**

1. **Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ**, “«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις venture capital ”, 1 Ιουνίου 2004

### **1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

#### **A. ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ**

2. **Σεμινάριο** Υπουργείου Βιομηχανίας-Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας 7-8 Οκτωβρίου 1985 με θέμα : καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο
3. **Αποστολόπουλος Ν. Ιωάννης**, “*Καινοτομικό ή Επιχειρηματικό Κεφάλαιο*”, Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτική Διοικήσεως, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα Πειραιάς 1994
4. **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, “*Αποφάσεις Επενδύσεων*”, εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999
5. **Βασιλείου Δημήτρης**, “*Ειδικό Αφιέρωμα Venture Capital*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995,
6. **Βασιλείου Δημήτρης**, “*Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δεκέμβριος 1996
7. **Βασιλείου Μαρία**, “*Υπάρχει Venture Capital στην Ελλάδα;*” Οικονομικός Ταχυδρόμος (2001), φ.5
8. **Γαλάνης π. Βασίλειος**, “*Leasing Factoring Forfaiting Franchising Venture Capital: Η Λειτουργία των Σύγχρονων Χρηματοοικονομικών Θεσμών*” , Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1994
9. **Γκανέτσος Γ. Κ. , Φρονίστας Α. Κ.**, “*Venture Capital Μια Ανασκόπηση*”, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995

10. **Δεμίρη Χ**, “*Venture Capital – Μια ανασκόπηση*” – Ειδικό αφιέρωμα VC, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995
11. **Ζοπουνίδη Κωνσταντίνου και Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μαρία**, “*Το Venture Capital στην Ελλάδα Πρώτα Αποτελέσματα Πανελλαδικής Έρευνας*”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2002,
12. **Λαζαρίδη Τ. Γιάννη**, “*Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης*”, Θεσσαλονίκη 1998
13. **Μιχαλόπουλος Γεώργιος**, “*Venture Capital, Διεθνής και Ελληνική Εμπειρία*”, Διπλωματική εργασία, MBA οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων και επιχειρησιακής έρευνας και Μάρκετινγκ, Αθήνα 2003
14. **Μπακούρος Ι. Λ. και Εμμανουηλίδου Π.**, “*Το VENTURE CAPITAL Πηγή Χρηματοδότησης Καινοτόμων Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων*”
15. **Μούζουλας Σπήλιος**, “*Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών : η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης – Ερμηνεία άρθρων 5-9 Ν. 2367/95, Ανάλυση ειδικών συμφωνιών, Υποδείγματα εξωτερικών συμβάσεων*”, Αθήνα 1997, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη
16. **Νικόπουλος Χ.**, “*Venture Capitals: Χρηματοδοτώντας τη νέα οικονομία*”, Μηχανισμοί Χρήματος, 2003
17. **Νομικός – Μακρυμανωλάκης – Χριστόπουλος**, “*Venture Capitals: Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης*” Περιοδικό: new economy observer, Τεύχος Νοεμβρίου 2001
18. **Νόμος υπ.αριθμ 1775/24.5.1998** – “*Εταιρίες Παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου και άλλες διατάξεις*”
19. **Ξανθάκη / Τσιπούρη** “*Διαχείριση τεχνολογίας και Venture Capital : η περίπτωση της Ελλάδας*”, Αθήνα 2001, εκδ. Παπαζήση
20. **Σαπουντζάκη Κυριακή**, “*Η παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας στον τομέα Venture Capital*”
21. **Χαλκιά Άννα, Κοφινάς Κυριάκος, Παππάς Δημήτριος και Ταξιάρχη Δέσποινα**, “*The Venture Capitals in Greece. A critical approach*”, Field study project από το μεταπτυχιακό του Οικονομικού Πανεπιστημίου στις “*Επιστήμες των Αποφάσεων*”, Επιβλέπων καθηγητής, Γεώργιος Δουκίδης, Αθήνα 2002
22. **Μελέτη ΟΟΣΑ** “*Καινοτομικό Κεφάλαιο – Πλαίσιο, Εξέλιξη και Στόχοι*”, Αθήνα 1990

23. Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του ΟΟΣΑ σε θέματα Πληροφόρησης, Πληροφορικής και Επικοινωνιών “*Το Κεφάλαιο Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου και οι Τεχνολογίες Πληροφόρησης*”, , Αθήνα 1986
24. Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, “*Οι δύο πρώτες επενδύσεις του ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Partners*”, 21 Ιανουαρίου 2004
25. ΚΕΡΔΟΣ, “*Αναπτύσσεται και στην Ελλάδα το Venture Capital*”, 21 Νοεμβρίου 2003
26. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις venture capital*”, 1 Ιουνίου 2004
27. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Το πρώτο αμοιβαίο Venture capital*”, 5 Ιουνίου 2004
28. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Επενδυτικό πρόγραμμα 14,5 εκατ. ευρώ για καινοτομία-τεχνολογία - Κοιτίδα καινοτομίας από τη «Θέρμη» Α.Ε.*”, 7 Ιουνίου 2004
29. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Επιχειρηματικές συμμετοχές μαζί με ιδιώτες - Επενδύσεις 70 εκατ. ευρώ με τη συμβολή του ΤΑΝΕΟ*”, 8 Οκτωβρίου 2004
30. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Venture capital: Χαμόγελα πέρυσι στις επενδύσεις*”, 24 Ιανουαρίου 2005
31. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Global Finance: Επενδύσεις 380 εκατ. ευρώ σε «επιχειρηματικές ευκαιρίες»*”, 22 Νοεμβρίου 2004
32. Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, “*Ιδρύθηκε η Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.*”, 21 Φεβρουαρίου 2005
33. THE ECONOMIST – ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, “*Venture Capital: Πυλώνας οικονομικής ανάπτυξης*”, Γιάννη Παπαδόπουλου, Ιανουάριος 2005 τευχ.13
34. THE ECONOMIST – ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, “*Η ανάγκη αναζήτησης νέων πηγών ανάπτυξης*”, Μέργου Γεωργίου, Ιανουάριος 2005 τευχ.13

## **B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ**

5. **Andrews, K. R.** “*The concept of corporate Strategy*”, Dow Jones – Irwin, Homewood, IL, 1971
6. **Ansoff, H. I.**, “*Corporate Strategy*”, McGraw – Hill, New York 1965

7. **Berlin Mitchell**, *"That thing Venture Capitalists Do"*, Business Review, Federal Bank of Philadelphia, Jan/Feb 1998
8. **Birch David**, *"A Look Back and a Look Forward at the Entrepreneurs and Their Role in the Economy"*, paper presented at Babson College Research Conference, 1990
9. **Block, Z.** *"Can corporate venturing succeed?"*, Journal of Business strategy, 3, 1982
10. **Boivard Chris**, *"Introduction to Venture Capital Finance"*, Pitman Publishing, 1990
11. **Brophy J. David**, *"Venture Capital Research"*, in D. D. Sexton and bridge, MA: Ballinger, 1986
12. **Business Week**, *"The Brakes Go on in R&D: Spending Cuts Could Harm US Competitiveness"*, , July 15, 1991
13. **Bygrave D. William and Timmons A. Jeffry** *"Venture Capital at the Crossroads"*, Boston, Massachusetts, Harvard Business Scholl Press, 1992
14. **Bygrave, W.D., Nishimoto, S., Roedel, J., Stock, W.**, *"Smart money? The impact of having topventure capital investors and underwriters backing a venture"*. Venture Cap. 3 (4), 2001
15. **Bygrave William**, *"The Portable MBA in entepreneurship"*, New York, John Willey & Sons, 1997
16. **Colin Mayer, Koen Schoors and Yishay Yafeh**, *"Sources of Funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom"*, Journal of Corporate Finance, February 2004
17. **Cumming J. Douglas**, *"Capital Structure in venture finance"*, Journal of corporate finance, February 2004
18. **Deleage**, *"Venture Capital aux Etas-Unis: Le reve et les chiffres"*, Bulletin du Credit National, No2. ,1982
19. **Doerflinger Thomas M, & Rivkin Jack L.**, *"Risk and Reward: Venture Capital and the Making of America's Great Industries"*, New York, Random House, 1987
20. **EVCA 2004 Yearbook**, Annual Survey of Pan-European Equity 2003, June 2004

21. **EVCA 2002 Yearbook**, Annual Survey of Pan-European Equity 2001
22. **Federal Research**, : *“Interim Report on the Small Business Innovation Research Program Washington”* General Accounting Office, 1995
23. **Fiet O. James** , *“Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets”*, Journal of Management Studies 32:4 July 1995
24. **Florida, R. L.** and **Kenney, M.**, *“Venture Capital and high technology entrepreneurship. Journal of Business Venturing 4*, 1988
25. **Fortune** *“Can John Akers Save IBM?”*, July 15, 1991
26. **Freear J.** and **Wetzel W. E.**, *“Who bankrolls high tech entrepreneurs?”* Journal of Business Venturing 5, 1990
27. **Frohman, A. L.** *“Putting technology into strategic planning”*, California Management Review, 27, 1985
28. **Gompers P. A., 1995**, *“Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital”*, Journal of Finance 50
29. **Grinyer, P. S. Al – Bazzaz** and **M. Yasai – Ardekani**, *“Toward a contingency theory of corporate planningQ Findings in 48 U.K. companies”* Strategic Management Journal, 7, 1986
30. **Gulati R., Higgins M.C.**, *“Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success”* Strategic Management Journal 24, 2003
31. **Helman Thomas, Lindsey Laura** and **Puri Manju**, *“Building Relationships Early: Banks in Venture Capital”*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, w.p. 10535, June 2004
32. **Hosley, Keogh & Associates**, Hosley Keogh venture study (Hosley Keogh & Associates, Pittsford, NY), 1988
33. **Hurry Dillep, Miller T. Adam** and **Bowman E. H.** *“Calls on High Technology : Japanese Exploration of Venture Capital Investments in the United States”* Strategic Management Journal, vol. 13, 1992
34. **Huntsman, Blaine** and **James P. Homan, Jr.**, *“Investment in new enterprise: Some empirical observations on risk, return, and market structure”*, Financial Management 9, 1980
35. **Kantrow, A. M.** *“The strategy-technology connection”*, Harvard Business Review, 58, July-August 1980



36. **Kaplan N. Steven**, *“Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts”*, National Bureau of Economic Research, NBER working paper 7660, April 2000
37. **Keeley Robert**, *“Risk (over)adjusted discount rates: The venture capitalist’s method”*, Unpublished working paper, 1986
38. **Klein L. E.**, *“How a Venture Capital initiative can help the corporate ‘intrapreneur’: A case study”*, Business Development Review 1(4), 1987
39. **Lerner Josh**, *“Venture Capital and Private Equity”* John Wiley & Sons, USA 2000
40. **Loftin**, *“Introduction to Venture Capital”*, Datamation, November 1982
41. **Lorenz Tony**, *“Venture capital today: a practical guide to the venture capital market: practical guide to the venture capital market”*, Cambridge, 2<sup>nd</sup> edition Woodhead – Faulkner, 1989
42. **MacMillan, I. C., Z. Block and P. N. Subbanarasihma**, *“Corporate venturing : Alternatives, obstacles and experience effects”* Journal of Business Venturing, 1, 1986
43. **Main**, *“The Bull Market’s Biggest Winners”*, Fortune, 8<sup>th</sup> August 1983
44. **Manigart S., Waele K., Wright M., Robbe K., Desbrieres P., Sapienza H., Beekman A.**, *“Determinants of required return in venture capital investments: a five country study”*, Journal of Business Venturing: Volume 17, Issue 4, July 2002
45. **Mason Colin a**, *“Stimulating Business Angels”*, Venture Capital and Innovation, OECD Publications, Paris 1996,
46. **Mason Collin b – Richard Harrison**, *“The UK clearing banks and the informal VC market”* : International Journal of Business Venturing : volume 14, Issue 1, 1996
47. **Meggison W.C., Weiss K.A.**, *“Venture capitalist certification in initial public offerings”*. J. Finance 46 (3), 1991
48. **Melberg R. S. and Fast N. D.**, *“Identifying new business opportunities”* SRI International, Business Intelligence Program, Guidelines No 1053, November 1980
49. **Norton Edgar and Tenenbaum**, *“The Effects of Venture Capitalists characteristics on the structure of the venture capital deal”*, Journal of Small Business Management, October 1993

50. **NVCA**, Money tree survey, 2004
51. **Patrick Liles**, "Sustaining the Venture Capital Firm", unpublished Ph. D. diss. Harvard Business School, 1969
52. **Plummer L. James**, "*QED report on venture capital financing analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA)*", 1987
53. **Porter, M. E.** "*The technological dimension of competitive strategy*" In R. S. Rosenbloom, (ed), *Research on Technological Innovation, Management and Policy*, vol 2, JAL Press, Greenwich, CT, 1983
54. **Pratt E. Stanley and Khoylian Rvbina**, "*Venture Capital Investment*" the Financial Analyst's Handbook, Edited by Summer N. Levine, 2<sup>nd</sup> Edition
55. The **PricewaterhouseCoopers/ Venture Economics/ National Venture Capital Associate Money Tree Survey/ Buyout Newsletter/ Private Equity Analyst/ CVCA Annual Statistical Review**
56. **Ruhkna C. John, Feldman D. Howard and Dean Thomas**, "The 'Living Dead' Phenomenon in Venture Capital investments", *Journal of Business Venturing* 7,1992
57. **Sahlman A, William**, "*The structure and governance of venture-capital organization*" *Journal of Financial Economics* Volume 27, 1990
58. **Sahlman A, William and Hellen Sousou**, "Note on the venture capital industry (1981), 285-096 Rev. 11/85 (Publishing Division, Harvard Business School, Boston, MA), 1985
59. **Sanford B. Ehrlich, De Noble F. Alex, Moore Tracy and Weaver R. Richard**, "*After The Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms*" *Journal of Business Venturing* vol 9, 1994
60. **Scheirer W.**, "*innovation in Small Firms*", in Issue Alert (Washington, 1986), Acs Z. J. and Audretsch D. B. "*Innovation in Large and Small Firms: An Empirical Analysis*", *American Economic Review*, vol78, no4, 1988
61. **Stevenson, Howard H., Daniel F. Muzyka, and Jeffry A. Timmons**, "*Venture capital in transition: A Monte Carlo simulation of changes in investments patterns*", *Journal of Business Venturing* 2, 1987

62. **Shepherd A. Dean, Zacharakis Andrews and Baron A. Robert**, “VC’s decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better”, *Journal of Business Venturing* 18, 2003
63. **Shumpeter, J. A.** ,”*The theory of Economic Development*”, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1934
64. **Silver David**, “*Venture Capital – a Complete Guide for Investors*”, John Wiley & Sons Publications, 1990
65. **Soja J. Thomas and Timmons A. Jeffrey**, “*Structural Changes and the International Growth of the Venture Capital Industry 1970-1989*”, working paper no. 90-071, Harvard Business School, 1990
66. **Stevens William**, “*Venture Capital and Innovation, European venture capital Markets: Trends and Prospects*”, OECD Publications, Paris 1996
67. **Sullivan M K.** “*Entrepreneurs as informal investors : Are there distinguishing characteristics?*” Center for Entrepreneurial Studies, 1991
68. **Tyebjee T. T. and Bruno A. V.**, “*A model of venture capitalist investment activity*” *Management science* 30(9), 1984
69. **Venkataraman, S.** “*The distinctive domain of entrepreneurship research: an editor’s perspective. In: Katz, J., Brockhaus, R. (Eds.), Advances in entrepreneurship, firm emergence, and growth*”, vol. 3, 1997
70. **Venkataraman, N. and J.C. Camilus** “*Exploring the concept of “Fit” in Strategic Management*”, *Academy of Management Review*, 9, 1984
71. **Venture Capital Journal** “*A Global View of the Venture Capital Industry, 1987-1988*”, December 1989
72. **Venture Economics**, “*The Venture Capital industry: Opportunities and considerations for investors*”, Venture Economics, Inc., Needham, MA, 1985
73. **Venture Economics**, *Terms and conditions of venture capital partnership* Venture Economics, Inc., Needham, MA, 1987
74. **Venture Economics**, “*Exiting venture capital investments* “, Venture Economics, Inc., Needham, MA, 1988a
75. **Venture Economics**, “*Trends in venture capital – 1988 edition*”, *Venture Economics, Inc., Needham, MA*”, 1988b

76. **Venture Economics**, “*Venture capital performance: Review of the financial performance of venture capital partnerships*”, Venture Economics, Inc., Needham, MA , 1988c
77. **Venture Economics**, “*Venture Capital Yearbook 1989*”, Venture Economics, Inc., Needham, MA, 1989
78. **Wang Susheng** and **Zhou Hailan**, “*Staged financing in Venture Capital: Moral hazard and risks*”, Journal of Corporate Finance, 10, July 2002
79. **Warne K.**, “*Risk and industry characteristics of Venture Capital investments*”, Washington University of St Louis, working paper, 1998
80. **Weiss, L. E.** “*Start-up business: A comparison of performance*”, Sloan Management review, 23, fall 1981
81. **Wetzel, W. E.**, “*Informal risk capital in New England*”, Sloan Management Review, 24, 1981
82. **Wetzel W. E.**, “*Informal Investors – When and where to look*”. In S.E. Pratt and J.K. Morris, eds., Pratt’s Guide to Venture Capital Sources, Wellesley Hills, MA: Venture Economics, Inc. 11, 1985
83. **World Competitiveness Yearbook**, 2004
84. **Zacharakis, A. L., Meyer G. D.**, “*The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision?*”, Journal of Business Venturing 15, 2000
85. **Zider Bob**, “*How Venture Capital works*”, Harvard Business School Press, 1998
86. **Zucker L.G., Darby M. R. Brewer, M. B.**, “*Intellectual human capital and the birth of U.S. biotechnology enterprises*”, American Economy Review 88, 1998

## **Γ. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ**

11. **N.1775/1988**, “Περί εταιριών επιχειρηματικών κεφαλαίων”, ΦΕΚ Α’ 101 24.5.1988
12. **N.2367/1995** , “Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α’261/1995

13. **N.2789/2000**, “Προσαρμογή ελληνικού δικαίου προς οδηγία αριθ. 98/26/ΕΚ και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α’ 21 11.2.2000
14. **N.2843/2000**, “Έκσυγχρονισμός χρηματιστηριακών συναλλαγών”, ΦΕΚ, τεύχος Α’ 219 12.10.2000
15. **N.2992/2002**, “Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεων”, ΦΕΚ Α’ 54 20.3.2004
16. **N.3091/2002**, “Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις”, ΦΕΚ Α’ 330 24.12.2002
17. **ΥΠΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ Αριθ. 217550/2002**, “Των όρων και προϋποθέσεων για τη συμμετοχή της ανώνυμης εταιρίας με την επωνυμία "Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε." σε επενδυτικά σχήματα και των σχετικών κριτηρίων αξιολόγησης”, ΦΕΚ Β’ 1544

#### **Δ. ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ**

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

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

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

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

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

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

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

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

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

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

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

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

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

[www.i4g.gr](http://www.i4g.gr)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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