



ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ
Τμήμα Μηχανικών Παραγωγής & Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στην “Οργάνωση & Διοίκηση”



VENTURE CAPITAL
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
Η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης
(διπλωματική εργασία)

Αϊλαμάκη Φωτεινή
Επιβλέπων: Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος

Χανιά 2006

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ



Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή του Πολυτεχνείου Κρήτης κ. Ζοπουνίδη Κωνσταντίνο, επιβλέποντα της παρούσης διπλωματικής εργασίας, για το ενδιαφέρον και την υποστήριξη του κατά την περίοδο της μελέτης και συγγραφής του κειμένου που ακολουθεί.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την αμέριστη συμπαράστασή τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

N^ο σελ.

Πρόλογος.....	1
---------------	---

Α΄ Μέρος: Ο θεσμός του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Κεφάλαιο 1: Εννοιολογική προσέγγιση του Κεφαλαίου

Επιχειρηματικών Συμμετοχών	3
1.1 Ορισμός	3
1.2 Ιστορική αναδρομή.....	5
1.2.1 Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	5
1.2.2 Ευρώπη – Καναδάς.....	7
1.2.3 Ιαπωνία	8
1.2.4 Ελλάδα	9
1.3 Διαφορές χρηματοδότησης ΕΚΥΚ – “Παραδοσιακής” χρηματοδότησης	11
1.4 Πηγές του ΕΚΥΚ	14
1.4.1 Ιδιώτες με μεγάλη περιουσία	14
1.4.2 Ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες & εταιρείες επενδύσεων.....	15
1.4.3 Ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΕΚΥΚ	16
1.4.4 ΕΚΕΣ θυγατρικές χρηματοπιστωτικών & μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών	18
1.4.5 ΕΚΕΣ που χρησιμοποιούν κρατικές επιχορηγήσεις.....	19
1.5 Χρήστες του ΕΚΥΚ.....	20
1.6 Τρόποι επενδύσεων με ΕΚΥΚ.....	21
1.7 Εσωτερική δομή & οργάνωση των κοινοπρακτικών ΕΚΕΣ	23

Κεφάλαιο 2: Τα στάδια χρηματοδότησης με Κεφάλαιο

Επιχειρηματικών συμμετοχών	27
2.1 Τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης & Venture Capital	27
2.2 Τα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ	28
2.2.1 Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή “σποράς”	29
2.2.2 Κεφάλαιο εκκίνησης.....	31

2.2.3 Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου.....	32
2.2.4 Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου.....	33
2.2.5 Κεφάλαιο επέκτασης	34
2.2.6 Ενδιάμεση χρηματοδότηση ή χρηματοδότηση σύνδεσης-γέφυρας	35
2.2.7 Κεφάλαιο εξαγοράς	36
2.2.8 Κεφάλαιο αντικατάστασης	39
2.2.9 Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής	39

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων με

Venture Capital	43
3.1 Επιλογή της κατάλληλης ΕΚΕΣ από την ενδιαφερόμενη επιχείρηση	43
3.2 Διαπραγμάτευση επενδυτικών συμφωνιών σε VC	44
3.2.1 Δημιουργία συστήματος ροής επιχειρηματικών προγραμμάτων.....	44
3.2.2 Αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων	46
3.2.3 Αποτίμηση επιχείρησης και ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης.....	51
3.2.3.1 Αποτίμηση αξίας επιχείρησης.....	51
3.2.3.2 Ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης	53
3.2.4 Διάρθρωση της συμφωνίας χρηματοδότησης – υπογραφή συμβολαίου.....	54
3.3 Τεχνικές αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων σε VC	56
3.3.1 Λογιστική αποδοτικότητα	57
3.3.2 Επανείσπραξη του κόστους της επένδυσης	58
3.3.3 Καθαρή παρούσα αξία.....	59
3.3.4 Εσωτερική αποδοτικότητα	60
3.4 Το ΕΚΥΚ ως παράγων προστιθέμενης αξίας	61
3.5 Αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους	63
3.6 Κίνδυνος & Απόδοση των επενδύσεων σε ΕΚΥΚ.....	66

Κεφάλαιο 4: Πολυκριτήριες μεθοδολογίες αξιολόγησης

επενδύσεων με ΕΚΥΚ.....	71
4.1 Εισαγωγή	71
4.2 Το σύστημα MINORA στο Venture Capital	72
4.2.1 Παρουσίαση πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων MINORA.....	72
4.2.1.1 Εισαγωγικά στοιχεία.....	72
4.2.1.2 Ανάλυση της λειτουργίας του συστήματος MINORA	73
4.2.2 Εφαρμογή συστήματος MINORA στο VC.....	80
4.2.2.1 Καθορισμός κριτηρίων	80
4.2.2.2 Η πολιτική εκτίμησης του αποφασίζοντα.....	82
4.2.2.3 Καθορισμός μοντέλου εκτίμησης	82
4.3 Η μέθοδος AHP στο Venture Capital	87
4.3.1 Παρουσίαση πολυκριτήριας μεθόδου υποστήριξης αποφάσεων AHP	87
4.3.2 Εφαρμογή μεθόδου AHP στο VC	89
4.3.2.1 Το πρόβλημα επιλογής επενδύσεων σε new ventures	89
4.3.2.2 Περιγραφή του μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων AHP	90
4.3.2.3 Μεθοδολογία εκτίμησης απόδοσης μοντέλου	93
4.3.2.4 Εμπειρικά αποτελέσματα	94
4.4 Το σύστημα FINCLAS στο Venture Capital.....	95
4.4.1 Παρουσίαση πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS	95
4.4.2 Εφαρμογή συστήματος FINCLAS στο VC.....	97
4.4.2.1 Δεδομένα εφαρμογής.....	97
4.4.2.2 Αποτελέσματα.....	100

Κεφάλαιο 5: Μακροοικονομική & Μικροοικονομική προσέγγιση του ΕΚΥΚ.....

5.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ	103
5.1.1 Μακροπεριβάλλον	103
5.1.2 Μικροπεριβάλλον	107
5.2 Οφέλη του ΕΚΥΚ για την οικονομία και την αναπτυσσόμενη επιχείρηση.....	108
5.2.1 Οφέλη για την οικονομία.....	108
5.2.2 Οφέλη για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση	108

Β' Μέρος: Η εξέλιξη του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε

Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα	111
6.1 Ο θεσμός του VC στις Η.Π.Α.	111
6.2 Ο θεσμός του VC στην Ευρώπη	122
6.3 Σύγκριση Ευρώπης & Η.Π.Α.	136
6.4 Ο θεσμός του VC στην Ελλάδα	137
6.4.1 Το θεσμικό πλαίσιο του VC στην Ελλάδα	138
6.4.2 TANEΟ Α.Ε.	144
6.4.3 Χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς VC	147

Κεφάλαιο 7: Η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών

Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών	161
7.1 Εθνική Συμβουλευτική Επιχειρηματικών Συμμετοχών	161
7.2 Global Finance	165
7.3 Alpha Ventures	171
7.4 Attica Ventures	172
7.5 e-Vision	175
7.6 Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.	176
7.7 Innovation	177
7.8 Vectis Capital	179
7.9 Marfin Financial Group	181
Επίλογος	183
Παράρτημα	187
Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία – Περιοδικά - Reports	191

Πρόλογος

Το Venture Capital (VC) (κατά την ελληνική του απόδοση "Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου" (ΕΚΥΚ) ή "Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών") είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό εργαλείο που συνδέεται άμεσα με τη νέα εποχή της κοινωνίας της Γνώσης και της Πληροφορίας, και έχει τα τελευταία χρόνια γίνει μέρος της πραγματικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Αυτή η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, αλλά και ανάπτυξης επιχειρήσεων, έχει σαν στόχο της την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων κατά κανόνα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, με την ενεργό συμμετοχή ("hands-on") των αρμόδιων ιδιωτικών "Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών" (ΕΚΕΣ) σε νέες δυναμικές εταιρείες. Οι τελευταίες είτε δραστηριοποιούνται για πρώτη φορά, είτε έχουν ήδη δείξει τα πρώτα θετικά δείγματα γραφής σε κάποιον κλάδο της οικονομικής ζωής, αλλά δεν έχουν τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές χρηματοδότησης (π.χ. χρηματιστήριο, τράπεζες κ.ο.κ.).

Οι λόγοι για τους οποίους τέτοιες εταιρείες δυσκολεύονται να βρουν χρηματοδότηση από τις "παραδοσιακές" πηγές, είναι πρώτον, η αβεβαιότητα των πιθανών αποτελεσμάτων της επένδυσης που θα πραγματοποιηθεί, καθώς και ο υψηλός κίνδυνος για πιθανές απώλειες από την εν λόγω επένδυση. Ο δεύτερος λόγος αφορά την ασύμμετρη πληροφόρηση, η οποία ενεργεί υπέρ του επιχειρηματία και όχι υπέρ των επενδυτών. Έτσι, πολλά προβλήματα μπορούν να δημιουργηθούν, όπως το να υιοθετήσει ο επιχειρηματίας μια ριψοκίνδυνη στάση όσον αφορά τις στρατηγικές επιλογές του, εν αγνοία των επενδυτών, δημιουργώντας ένα επικίνδυνο κλίμα για την ανάπτυξη της επενδυτικής ενέργειας. Ο τρίτος λόγος είναι η ίδια η φύση των στοιχείων τέτοιων επιχειρήσεων, τα οποία είναι κυρίως άυλα, καθιστώντας έτσι τη χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές αρκετά δύσκολη. Αυτό το κενό λοιπόν, ανάμεσα στη ζήτηση και την προσφορά χρηματοδότησης, ήρθε να καλύψει το Venture Capital.

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

Έτσι, το αντικείμενο της παρούσης εργασίας είναι να διαφωτίσει τις πιο σημαντικές πτυχές αυτού του αναπτυξιακού χρηματοοικονομικού εργαλείου. Στο Α' Μέρος πραγματοποιείται μια γενική παρουσίαση του θεσμού VC. Δίνονται απαντήσεις σε ορισμένες

βασικές ερωτήσεις, όπως τι είναι το ΕΚΥΚ, ποια η ιστορική του εξέλιξη, σε τι διαφέρει από την “παραδοσιακή” χρηματοδότηση, ποιες είναι οι πηγές προέλευσής του και ποιοι το χρησιμοποιούν, με ποιους τρόπους και σε ποια στάδια εταιρικής ανάπτυξης πραγματοποιείται η επένδυση, ποια είναι η δομή μιας ΕΚΕΣ, τα στάδια και η μεθοδολογία χρηματοδότησης με VC. Επίσης, πραγματοποιείται μια προσέγγιση των κυριότερων πολυκριτήριων μεθοδολογιών αξιολόγησης επενδύσεων με ΕΚΥΚ. Στο τέλος αυτού του μέρους επιχειρείται η ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ, καθώς επίσης, αναφέρονται οι επιδράσεις του στην οικονομία και την επιχείρηση.

Εν κατακλείδι, με δεδομένη τη σημαντική συνεισφορά που μπορεί να έχει το ΕΚΥΚ στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων, ειδικά από τη στιγμή που οι εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων (Γ' ΚΠΣ, τραπεζικός δανεισμός), για διάφορους λόγους, δε φαίνεται να αποτελούν επαρκείς χρηματοδοτικές λύσεις για το μεγαλύτερο τουλάχιστον μέρος των επιχειρήσεων, στο Β' Μέρος της παρούσης εργασίας σκιαγραφείται η πρακτική εμπειρία από τη μέχρι τώρα λειτουργία του θεσμού στο εξωτερικό και στην Ελλάδα. Επίσης, παρουσιάζεται η επενδυτική δραστηριότητα ελληνικών ΕΚΕΣ και τέλος, στον επίλογο, αναφέρονται γενικά συμπεράσματα από την πορεία του Venture Capital μέχρι σήμερα, καθώς και μελλοντικές ερευνητικές κατευθύνσεις.

Α΄ ΜΕΡΟΣ: Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

1.1 Ορισμός

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

Το ΕΚΥΚ χαρακτηρίζεται από τρία στοιχεία [Βασιλείου Δ., 1995]:

1. Κίνδυνος

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

2. Κεφαλαιακή Συμμετοχή

Το ΕΚΥΚ, τις περισσότερες φορές, συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

3. Υποστήριξη Επιχείρησης

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

Προκειμένου να περιγραφεί ο θεσμός των ΕΚΕΣ (Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών), έχουν χρησιμοποιηθεί πολλοί ορισμοί για το ΕΚΥΚ. Ο πιο στενός ορισμός δίνει στο τελευταίο την έννοια μακροπρόθεσμης επένδυσης στο μετοχικό κεφάλαιο μικρομεσαίας επιχείρησης μεγάλου δυναμισμού, η οποία κατευθύνεται κατά

κανόνα στην υψηλή τεχνολογία. Η συγκεκριμένη επένδυση συνοδεύεται από σημαντική περαιτέρω υποστήριξη του επενδυτή προς την επενδυόμενη επιχείρηση.

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

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

Το 1990, η επετηρίδα της EVCA (EVCA Yearbook) ορίζει το ΕΚΥΚ ως χρηματοδότηση μη εισηγμένων, μικρομεσαίων επιχειρήσεων ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, με τη μορφή συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο από εξειδικευμένες εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (ΕΚΕΣ), οι οποίες αποσκοπούν μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών (με τη μορφή υπεραξίας τη στιγμή που οι ΕΚΕΣ πωλούν τις συμμετοχές τους) τέτοιων ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλό κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Η πραγματοποίηση δε των κεφαλαιακών αυτών κερδών βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση από τις ΕΚΕΣ των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με κάθε επένδυση. *[Bygrave W. / Timmons J., 1992]*

Τέλος, σύμφωνα με τη Βρετανική Ένωση Εταιρειών Venture Capital, με τον όρο VC νοείται ένας τρόπος χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρείας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ως αντάλλαγμα για την παροχή αυτής της χρηματοδότησης. Με άλλα λόγια, αφορά τη συγχρηματοδότηση μιας επένδυσης από κάποιο φορέα που στη συνέχεια γίνεται εταίρος της επιχείρησης. Αυτή η διάσταση είναι πολύ κρίσιμη, γιατί ο έχων την αρχική ιδέα μπορεί εν τέλει να βρεθεί σε συνεργασία ακόμη και με ανταγωνιστή του, ο οποίος ενδέχεται να αγοράσει μερίδια από τον χρηματοδότη (τον venture capitalist).

[Σταυριανουδάκης Σ., 2005]

1.2 Ιστορική αναδρομή

Σε αυτό το σημείο θα προσπαθήσουμε να κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή στις χώρες από τις οποίες ξεκίνησε ο θεσμός του Venture Capital, πως διαδόθηκε στον υπόλοιπο κόσμο και πως έφτασε τελικά και στη χώρα μας.

1.2.1 Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Οι ρίζες του Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μπορούν να εντοπιστούν στις δεκαετίες 1920-1930, όπου εύπορες οικογένειες και μεμονωμένοι επενδυτές παρείχαν τα αρχικά κεφάλαια για τις επιχειρήσεις που αργότερα θα εξελίσσονταν σε κολοσσοί, όπως οι Eastern Airlines, Xerox και άλλες. Το ορόσημο φυσικά για τη μορφή αυτή χρηματοδότησης είναι το 1946, με το σχηματισμό της American Research & Development (ARD), της πρώτης εταιρείας που θα παρείχε κεφάλαια σε νέες και ταχεία αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, κυρίως με προσανατολισμό στο χώρο των κατασκευών, αλλά και της τεχνολογίας.

[Bygrave W./ Timmons J., 1992]

Η πρώτη επένδυση της ARD ήταν η High Voltage Engineering Corporation (HVE), η οποία ουσιαστικά αποτέλεσε την πρώτη επιχείρηση χρηματοδοτούμενη με ΕΚΥΚ, εισηγμένη αργότερα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (N.Y.S.E.). Ακολούθησε η Tracerlab & Circo Products και μέχρι το τέλος του 1947, η ARD είχε χρηματοδοτήσει έξι καινούριες επιχειρήσεις και είχε σε εξέλιξη δύο επενδυτικά σχέδια. Η ανάπτυξη συνεχίστηκε έως το 1950, όπου συνέβησαν αρνητικές ταμειακές ροές, πρόβλημα με τη ρευστοποίηση και την κερδοφορία, έλλειψη κερδών.

Έχοντας να αντιμετωπίσουν αυτά τα προβλήματα, τα στελέχη της ARD άρχισαν να ξεφεύγουν από τα στενά πλαίσια του συντηρητισμού που τα διακατείχε, και προσέφεραν έναντι αμοιβής τις επενδυτικές τους συμβουλές στις επιχειρήσεις που χρηματοδοτούσαν, καταφέροντας τελικά να ανατρέψουν την αρνητική κατάσταση. Η εμπειρία της ARD σε κάθε στάδιο της επένδυσης σε VC υπάρχει ακόμα και σήμερα στις ΕΚΕΣ. Θα πρέπει να αναφερθεί σε αυτό το σημείο πως η πιο αποφασιστική επένδυση της ARD ήταν η Digital Equipment Corporation (DEC) το 1957, της οποίας η επιτυχία άλλαξε το θεσμό του Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα επενδύσεων σε VC αποτελούν τα εξής:

1. Το 1957, η επιχείρηση American Research & Development (ARD) επένδυσε 70.000\$ για το 77% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της Digital Equipment Corporation (DEC). Το 1971, το μετοχικό κεφάλαιο της τελευταίας έφτασε τα 355

εκατ.\$, όπου και τελικά πωλήθηκε ένα χρόνο μετά στην Textron Inc., η οποία στις μέρες μας είναι μία από τις ηγετικές εταιρείες, παγκοσμίως, στο χώρο των πληροφοριακών συστημάτων.

2. Ο Arthur Rock, κατά την αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών, επένδυσε 1,5 εκατ. \$ για το ξεκίνημα της Apple Computers Inc. Κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της επιχείρησης, η αξία της επένδυσης έφτασε τα 100 εκατ. \$.
3. Μετά από μηνιαίες απώλειες ύψους 1 εκατ.\$ και για περισσότερο από 29 συνεχόμενους μήνες, τα 25 εκατ.\$ αρχικής επένδυσης στην Federal Express (αυθημερόν παράδοση δεμάτων) έφθασαν το 1,2 δις\$ κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της συγκεκριμένης επιχείρησης. *[Bygrave W./ Timmons J., 1992]*

Εξαιρετικές επιχειρήσεις, όπως οι Lotus Development Corporation, Genetics Institute, Sun Microsystems, Compaq Computer Corporation, Staples Inc. και πολλές άλλες, βρήκαν πρόσφορο το έδαφος και δημιουργήθηκαν. Το κοινό σημείο σε όλες αυτές τις επιχειρήσεις, αλλά και πολλές άλλες, ήταν η χρηματοδότηση που δέχθηκαν στο πρώιμό τους στάδιο από ΕΚΕΣ. Μια σημαντική ώθηση στην αγορά δόθηκε το 1958, όταν δημιουργήθηκαν οι εταιρείες Small Business Administration (SBA) και Small Business Investment Companies (SBICs), οι οποίες είχαν σαν παράδειγμα την επιτυχία της ARD και αναζητούσαν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες. Η νομοθεσία επέτρεπε στις εταιρείες αυτές να λάβουν μακροπρόθεσμα δάνεια με επιδοτούμενο επιτόκιο, φορολόγηση με χαμηλότερους συντελεστές, μερική αποζημίωση για ζημιές που προήλθαν από ανεπιτυχείς επενδύσεις κ.ά.

Η δεκαετία του '70 σηματοδοτεί μια ύφεση της αγοράς του V.C στην Αμερική, εξαιτίας της ευρύτερης ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας, της αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών, της απουσίας ικανών νέων επιχειρηματιών και της φορολογίας, που καθιστούσε τις επενδύσεις σε ΕΚΥΚ λιγότερο ελκυστικές. Οι αντίξοες αυτές συνθήκες ανάγκασαν τους venture capitalists να αφοσιωθούν στις υπάρχουσες επενδύσεις και να αναπτύξουν μια εξειδίκευση στον τρόπο διοίκησης των funds, η οποία αποδείχθηκε ιδιαίτερα ευεργετική για την εκτόξευση της αγοράς που θα ακολουθούσε.

Στο τέλος της δεκαετίας του '70, έλαβαν χώρα κάποιες ρυθμίσεις και αλλαγές στο φορολογικό σύστημα, που αναζωογόνησαν την αγορά του venture capital. Συγκεκριμένα, το 1978, μια θεσμική ρύθμιση έδωσε τη δυνατότητα σε ασφαλιστικά ταμεία (pension funds) να προχωρήσουν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις. Επίσης, δύο ακόμα νομοθετικές ρυθμίσεις το 1980, τόνωσαν την αγορά μέσω της αναγνώρισης των εταιρειών venture capital ως αναπτυξιακών, και της νόμιμης αναγνώρισης των ασφαλιστικών ταμείων ως limited partners (συνεργάτες περιορισμένης ευθύνης).

Κατά τη δεκαετία του '80, η ανάπτυξη της limited partnership, ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας του V.C., οδήγησε σε μια τεράστια εξάπλωση της αγοράς κατά την περίοδο αυτή.

Η διετία 1991-1992 χαρακτηρίζεται από σημαντική μείωση της άντλησης κεφαλαίων για V.C., εξαιτίας των χαμηλών επιπέδων ζήτησης που παρατηρήθηκε για χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων.

Τέλος, κατά την περίοδο 1992-2000 διακρίνεται μια αλματώδης αύξηση των κεφαλαίων που αντλούνται για V.C., όπου το 2000 αγγίζει τα υψηλότερα επίπεδα. Ακολουθεί μεγάλη κάμψη από το 2000 και μετά, κάτι που επιβεβαιώνει την κυκλική εξέλιξη του V.C., όπου μια περίοδος άνθισης της αγοράς διαδέχεται μια περίοδος κάμψης και αντίστροφα. Η κυκλική αυτή συμπεριφορά είναι συναρτήσεως του οικονομικού και θεσμικού περιβάλλοντος κάθε χώρας. Επισημαίνεται ότι η αρνητική πορεία του κλάδου έχει αντιστραφεί από το 2003, αλλά το ύψος των επενδύσεων δε συγκρίνεται με αυτό του 2000.

1.2.2 Ευρώπη – Καναδάς

Η επιτυχία της ARD οδήγησε σε προσπάθειες ίδρυσης εταιρείας Venture Capital στην Ευρώπη της δεκαετίας του 1960. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία της European Enterprises Development Company S.A. (E.E.D.), με γραφεία στο Λουξεμβούργο και στο Παρίσι. Ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που συμμετείχαν, ήταν εντυπωσιακός.

Παράλληλα με την Ευρώπη, δημιουργήθηκε στον Καναδά, με γραφεία στο Μόντρεαλ και στο Βανκούβερ, η Canadian Enterprise Development Corporation Limited, της οποίας το κεφάλαιο προερχόταν από 27 θεσμικούς επενδυτές. Παρά τις προσπάθειες που έγιναν στην Ευρώπη και στον Καναδά, το Venture Capital δεν αναπτύχθηκε όσο αναμενόταν τις δεκαετίες 1960-1970. Η ανάπτυξη η οποία υπήρχε στην Αμερική, οφείλεται, κυρίως, στη δημιουργία της Security & Exchange Commission και της National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), γεγονός το οποίο οδήγησε στη δημιουργία υγιών αγορών κεφαλαίου μέσω των κανονισμών που επέβαλαν οι παραπάνω θεσμοί, κάτι το οποίο δεν υπήρχε κάπου αλλού στον κόσμο.

Στην Ευρώπη, η έννοια του Venture Capital άρχισε να αναπτύσσεται στις αρχές του 1980, αλλά η ανάπτυξή του υπήρξε ανόμοια για τις διάφορες χώρες. Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες, το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν και είναι η περισσότερο ανεπτυγμένη χώρα στο χώρο του Venture Capital, ιδιαίτερα μετά το 1980. Οι αρχές του 1990 ήταν γεμάτες με αλλαγές στη δομή της αγοράς. Οι βρετανικές εταιρείες Venture Capital κάθε χρόνο αυξάνουν τόσο τον αριθμό των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, όσο και τον όγκο των κεφαλαίων που δεσμεύονται. Φυσικά, και άλλες χώρες, όπως το Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία, αλλά και

η Γαλλία, συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του Venture Capital με επενδύσεις που φτάνουν έως και το 0,19% του Α.Ε.Π. τους. Η έκρηξη αυτή του Venture Capital στην Ευρώπη οφείλεται στην αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων στην αγορά τόσο από ανεξάρτητους, όσο και από θεσμικούς επενδυτές.

Όσον αφορά τώρα τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως όλοι γνωρίζουμε, βρίσκονται σε ένα προπαρασκευαστικό στάδιο, με σκοπό την είσοδό τους στις υπό ανάπτυξη οικονομίες. Φυσικά, για να γίνει αυτό απαιτείται να δημιουργηθούν στην αγορά επιχειρήσεις με σαφείς προσανατολισμούς, το οποίο μπορεί να επιτευχθεί είτε με την είσοδο νέων επιχειρήσεων, είτε με την ιδιωτικοποίηση και την αλλαγή πλεύσης των παλαιότερων. Για την ανάπτυξη όμως ενός υγιούς ιδιωτικού τομέα, απαραίτητη και αναγκαία συνθήκη είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησής του. Ας μην ξεχνάμε πως στις χώρες αυτές το στοιχείο του δημόσιου τομέα ήταν αλλά και είναι, κυρίαρχος ρυθμιστικός παράγοντας για την οικονομία της χώρας.

Στην Ουγγαρία, μια έρευνα που διεξήχθη το 1991 σε 214 επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους [Roman Z., 1991], διαπίστωσε πως αυτές οι επιχειρήσεις είχαν σημαντικότερο πρόβλημα στο να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια με σκοπό να τα επενδύσουν σε υψηλή τεχνολογία. Παρόλα αυτά, η ουγγρική αγορά θεωρείται η πιο ανεπτυγμένη από τις υπόλοιπες χώρες του Ανατολικού μπλοκ. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ουγγρικής Ένωσης VC (Hungarian Venture Capital Association), το 1995 οι επενδύσεις έφτασαν τα 400-500 εκατ. δολάρια, ενώ η ένωση αυτή αριθμεί 17 μέλη. Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως ο κύριος όγκος των επενδυτών στην οικονομία αυτή είναι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, κυρίως τραπεζικοί και επενδυτικοί οργανισμοί. Σχετική νομοθεσία για την προστασία του επενδυτικού κοινού δημιουργήθηκε μόλις το 1996 και εντάσσεται στη γενικότερη προσπάθεια για την ένταξη της οικονομίας στις υπό ανάπτυξη χώρες. Στην Τσεχία, το συνολικό ποσό που αντιστοιχούσε στις επενδύσεις σε VC, έφτανε το 44% του αντίστοιχου ποσού της Ουγγαρίας. Στην Πολωνία, ο κλάδος του VC μοιάζει με αυτόν της Ουγγαρίας, αλλά ακόμα παραμένει σε πρώιμο στάδιο.

1.2.3 Ιαπωνία

Η ανάπτυξη και τα χαρακτηριστικά του Venture Capital στην Ιαπωνία διαφέρουν σημαντικά από αυτά των Ηνωμένων Πολιτειών [Yasushi H./ Packer F., 2000]. Αρκεί να αναφέρουμε πως η πρώτη εταιρεία Venture Capital οργανώθηκε το 1983. Στην Ιαπωνία, η δομή του κλάδου είναι περισσότερο συγκεντρωμένη και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται είναι σαφώς πολύ νεότερες των ευρωπαϊκών. Καμία όμως από τις

κορυφαίες αυτές ΕΚΕΣ δεν είναι ανεξάρτητη, αφού ουσιαστικά από τις 25 εταιρείες, οι 11 είναι τράπεζες, οι 8 εταιρείες ομολόγων και οι υπόλοιπες 8 είναι κατά ένα μέρος κυβερνητικές. Στην Ιαπωνία, οι εταιρείες αυτές δεν αναλαμβάνουν ένα ρυθμιστικό ρόλο στις επιχειρήσεις που επενδύουν, όπως στις περισσότερες χώρες του κόσμου, αλλά συμμετέχουν με τον ίδιο τον επιχειρηματία στη διοίκηση της εταιρείας, με τρόπο παράλληλο.

1.2.4 Ελλάδα

Στην Ελλάδα, οι εταιρείες Venture Capital (ΕΚΕΣ) λειτουργούν υπό την επίβλεψη του νόμου 2367/29-12-1995. Σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, οι εν λόγω εταιρείες θα πρέπει να είναι ανώνυμες και να έχουν ως στόχο τη συμμετοχή στην κεφαλαιακή δομή επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα, δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Μια ΕΚΕΣ μπορεί να επενδύσει σε συμμετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων, σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές που εκδίδονται από επιχειρήσεις, να παρέχει εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις επιχειρήσεις όπου συμμετέχει, καθώς και να τοποθετεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις ή σε βραχυχρόνια ακίνητη περιουσία.

Το ελάχιστο κεφάλαιο που ορίζεται βάση νόμου για την ίδρυση μιας τέτοιας εταιρείας είναι 2.934.700,00€, το οποίο θα πρέπει να καταβάλλεται μόνο σε μετρητά. Οι μετοχές της θα πρέπει να είναι ονομαστικές και να μπορούν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο αξιών, όμως νομικά ή φυσικά πρόσωπα δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 30% του μετοχικού της κεφαλαίου. Μόνο τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν το δικαίωμα να κατέχουν το 65% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Ο νόμος, επίσης, παρέχει τη δυνατότητα επιχορήγησης από το ελληνικό κράτος σε περίπτωση που μια ΕΚΕΣ ενδιαφέρεται να συμμετέχει σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας (επιχορηγεί το 20% της επένδυσης) και γενικά, τα κεφαλαιακά κέρδη των ΕΚΕΣ υπόκεινται σε φορολογία εισοδήματος της τάξης του 15%.

Οι περισσότερες ΕΚΕΣ στην Ελλάδα είναι θυγατρικές άλλων εταιρειών (κυρίως τραπεζών), ενώ το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών κεφαλαίων διοχετεύεται σε επιχειρηματικές προτάσεις υψηλής τεχνολογίας. Επίσης, οι περισσότερες ΕΚΕΣ επενδύουν στο εξωτερικό (κυρίως στα Βαλκάνια και στην Ανατολική Ευρώπη) και πραγματοποιούν την έξοδό τους από την επιχείρηση υπό χρηματοδότηση μετά τη διέλευση τριών έως έξι ετών, προτιμώντας κυρίως, την πώληση της συμμετοχής τους αφού εισαχθεί η επιχείρηση στο χρηματιστήριο.

Σε ό,τι αφορά την ανάπτυξη του Venture Capital στην Ελλάδα μετά το 1999, έχει διαπιστωθεί ότι σχετίζεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι

αποδόσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ στο διάστημα αυτό ήταν εντυπωσιακές και υπήρχε οργασμός στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιρειών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγραφών από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το VC εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμα και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυαν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής τους και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο ΧΑΑ. Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του Venture Capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του Ταμείου Νέας Οικονομίας Α.Ε. (TANEO) με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση ίδρυσης ΕΚΕΣ, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Τα διαθέσιμα και τα επενδυόμενα κεφάλαια για VC βρίσκονται σε εντυπωσιακή άνοδο την περίοδο 1998-2001. Το 2001, όμως, παρουσιάστηκε σημαντική μείωση στα επενδυόμενα κεφάλαια, εξαιτίας της ανυπαρξίας αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων. Ουσιαστικά, λόγω της συνεχούς πτώσης του ΧΑΑ δεν υπήρχε η δυνατότητα εξόδου των μέχρι πρότινος αξιόλογων υποψήφιων επιχειρηματικών σχεδίων στο χρηματιστήριο και αναγκαστικά οι ΕΚΕΣ στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις, των οποίων οι επενδύσεις εμπεριέχουν υψηλότερο ρίσκο και είναι λιγότερο δελεαστικές. Επίσης, το 2001, το ποσοστό των εγκεκριμένων σχεδίων μειώνεται παρά την αύξηση του πλήθους των υποψήφιων σχεδίων επιχειρήσεων. Αυτό δείχνει ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ εκείνο το διάστημα εφαρμόζουν μια άκρως λιτή και επιλεκτική πολιτική σε ότι αφορά την αξιολόγηση σχεδίων επιχειρήσεων. [Ζοπουνίδης Κ./ Μπακατσάκη Μ., 2002]

Γενικά, η δραστηριότητα του VC στην Ελλάδα είναι αρκετά όψιμη σε σχέση με την αντίστοιχη της Ευρώπης και πολύ περισσότερο με αυτήν της Αμερικής. Οι θεσμικοί περιορισμοί, σε συνδυασμό με την απουσία επιχειρηματικής κουλτούρας, που κυριαρχούσε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '90, ήταν τα κύρια αίτια της καθυστέρησης της ανάπτυξης εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική. Παρόλα αυτά, μέσα στο 2005 πραγματοποιήθηκαν δύο σημαντικές επενδύσεις στην Ελλάδα από διεθνείς οίκους venture capital, γεγονός που αποδεικνύει ότι η χώρα μας μπαίνει σιγά-σιγά στην εμβέλεια του “ραντάρ” των μεγάλων επενδυτικών ομίλων. [Κόλλιας Φ., 2006]

1.3 Διαφορές χρηματοδότησης ΕΚΥΚ – “Παραδοσιακής” χρηματοδότησης

Συγκρίνοντας κανείς το θεσμό του Venture Capital με τις “παραδοσιακές” μορφές τραπεζικής χρηματοδότησης, μπορεί να επισημάνει ομοιότητες και διαφορές και να καταδείξει αν οι δύο πλευρές, δηλαδή οι Venture Capitalists και οι τραπεζίτες, είναι ανταγωνιστές ή συναγωνιστές.

Για να απαντηθούν οι παραπάνω προβληματισμοί θα πρέπει να αναφερθούν τα κριτήρια με τα οποία αποφασίζουν οι δύο πλευρές να συμμετάσχουν σε μια επένδυση.

Κατ’ αρχήν, και οι δύο επενδυτές (Venture Capitalists και τραπεζίτες) θα πρέπει να δώσουν απάντηση:

1. για το ύψος του ποσού που προτίθενται να επενδύσουν,
2. για τον επενδυτικό κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν,
3. για την απόδοση που οι ίδιοι θεωρούν λογική και αναμένουν από την επένδυση και
4. για τη χρονική διάρκεια που είναι διατεθειμένοι να δεσμεύσουν τα κεφάλαιά τους.

Στη συνέχεια, πρέπει να τεθούν επί τάπητος τα κριτήρια χρηματοδότησης.

Τα κριτήρια των τραπεζών, στα οποία στηρίζουν τις χρηματοδοτήσεις τους, χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

A) στα βασικά και

B) στα επικουρικά.

Στα βασικά κριτήρια περιλαμβάνονται:

1. Η βιωσιμότητα της επιχείρησης, με υποκατηγορίες:
 - την οικονομική κατάστασή της,
 - τη διοίκηση και οργάνωση,
 - το αντικείμενο δραστηριότητας.
2. Οι προοπτικές ρευστοποίησης

Στα επικουρικά κριτήρια περιλαμβάνονται:

1. Οι εξασφαλίσεις
2. Η απόδοση

Οι εταιρείες Venture Capital διαφοροποιούνται από τις τράπεζες μόνο ως προς τα επικουρικά κριτήρια που αναφέρθηκαν παραπάνω, δηλαδή τις εξασφαλίσεις και την απόδοση.

Οι τράπεζες για να χορηγήσουν ένα δάνειο για πάγιες εγκαταστάσεις, κατά κανόνα, θα προχωρήσουν στην εγγραφή βαρών (προσημειώσεων και υποθηκών) επί των εγκαταστάσεων που θα χρηματοδοτήσουν, ενώ οι ΕΚΕΣ θα συνεισφέρουν κεφάλαια στην επιχείρηση ως μέτοχοι, προκειμένου να χρηματοδοτηθεί το επενδυτικό σχέδιο.

Ως προς την απόδοση, οι τράπεζες θα πρέπει να σημειωθεί ότι αποβλέπουν στην τοκοφορία των κεφαλαίων που τοποθετούν σε μια επένδυση, σε συνδυασμό με τα οφέλη, δηλαδή τις προμήθειες που μπορούν να αποκομίσουν από τις λεγόμενες μεσολαβητικές εργασίες (π.χ. εισαγωγές, εξαγωγές κ.λ.π.). Οι ΕΚΕΣ, αντίθετα, δεν αποβλέπουν ουσιαστικά σε τόκους και μερίσματα επί των κεφαλαίων που τοποθετούν σε μια επιχείρηση, αλλά σε κεφαλαιακά κέρδη που θα προκύψουν από τη ρευστοποίηση της επένδυσης, ρευστοποίηση που συνήθως γίνεται:

1. είτε με την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο,
2. είτε με την πώληση στον αρχικό μέτοχο,
3. είτε με την πώληση σε τρίτο ενδιαφερόμενο.

Στο σχήμα (1.1) της επόμενης σελίδας δίνονται τα στοιχεία μιας “παραδοσιακής” χρηματοδότησης για πάγιες εγκαταστάσεις και τα στοιχεία της ίδιας χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ. Παρά το ότι στο διάγραμμα αναφέρεται ότι στις “παραδοσιακές” χρηματοδοτήσεις έχουμε χρηματοδότηση της επένδυσης σε ποσοστό 100%, πράγμα που επιτρέπεται από τις νομισματικές αρχές, τούτο στην πράξη δεν εφαρμόζεται. Το σύνηθες είναι οι τράπεζες να χρηματοδοτούν μέχρι το 70% του ύψους της επένδυσης και το υπόλοιπο 30% να εισφέρεται από διαθέσιμα των επιχειρηματιών, συνήθως με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Αντίθετα, στην περίπτωση της χρηματοδότησης μέσω ΕΚΥΚ, το ποσοστό κυμαίνεται μεταξύ του 30-60%, χωρίς και σ’ αυτήν την περίπτωση τα ποσοστά αν είναι απαραίτητα.

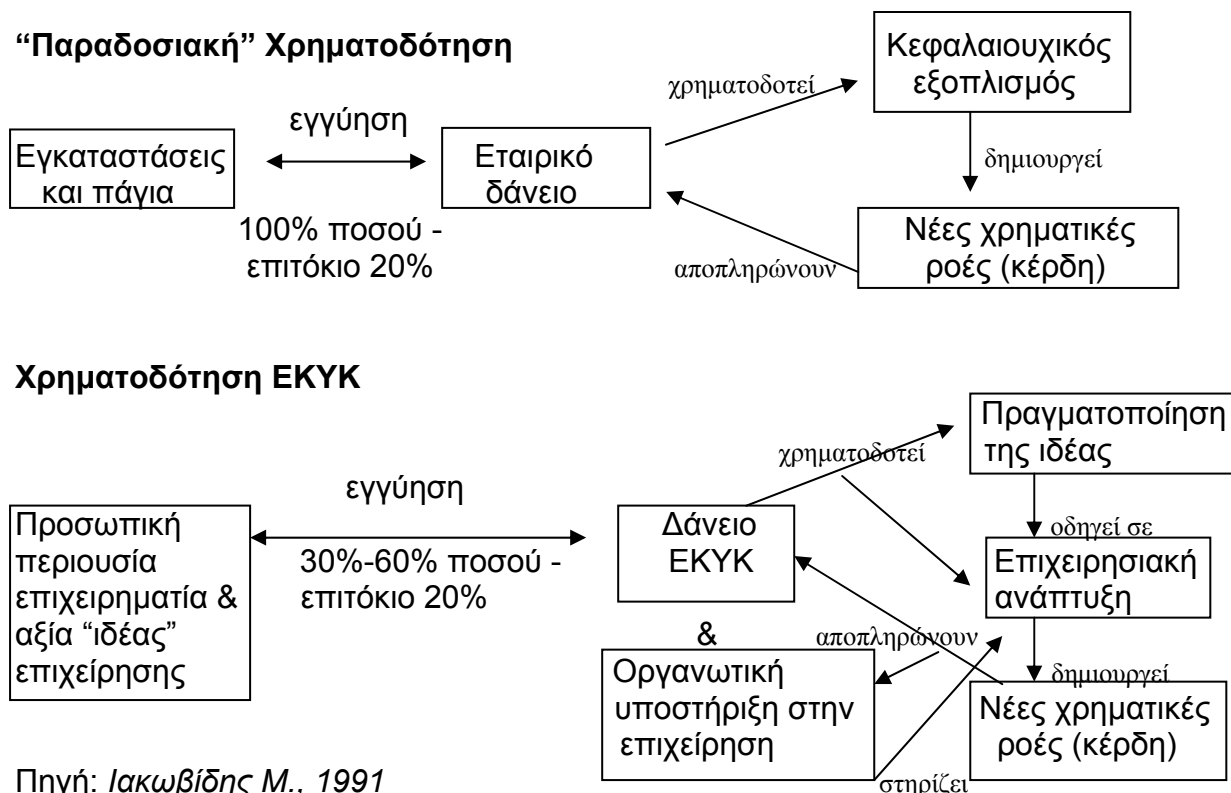
Η σημαντικότερη ειδοποιός διαφορά είναι η οργανωτική και διοικητική υποστήριξη που παρέχεται από μια ΕΚΕΣ στην επιχείρηση που κάνει την επένδυση. Δηλαδή, η ΕΚΕΣ συμμετέχει στο στρατηγικό σχεδιασμό, στηρίζει την επιχείρηση με περαιτέρω χρηματοδοτήσεις, φροντίζει για τη στελέχωση με το κατάλληλο προσωπικό, εγκαθιστά μηχανισμούς εσωτερικών ελέγχων και με τις διεθνείς διασυνδέσεις της, φέρνει σε επαφή την επιχείρηση με υποψήφιους πελάτες του εξωτερικού για τη διεύρυνση του κύκλου εργασιών της.

Αντίθετα, οι τράπεζες όταν χρηματοδοτούν ένα επενδυτικό πρόγραμμα, πέρα από την αξιολόγηση της επένδυσης που κάνουν (για το εύλογο του κόστους και τη σκοπιμότητά της),

δε συμμετέχουν στην καθημερινή δραστηριότητα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, χωρίς βέβαια τούτο να σημαίνει ότι δεν παρακολουθούν την πορεία των εργασιών της ή ότι δεν έχουν αξιολογήσει προηγουμένως την ικανότητα των επιχειρηματιών που ζητούν το δάνειο.

Σχήμα 1.1:

Στοιχεία “Παραδοσιακής” Χρηματοδότησης και Χρηματοδότησης ΕΚΥΚ



Πηγή: Ιακωβίδης Μ., 1991

Ως προς το χρόνο εξόφλησης των τραπεζικών δανείων για πάγιες εγκαταστάσεις, τούτος συμφωνείται ανάλογα με τη μορφή της επένδυσης και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης (cash flow). Συνήθως, η εξόφληση γίνεται εντός 5-8 ετών με απλές ή τοκοχρεολυτικές εξαμηνιαίες δόσεις και με περίοδο χάριτος ενός έτους.

Στην περίπτωση των επιχειρηματικών κεφαλαίων (Venture Capital), όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, η εξόφληση γίνεται με την έξοδο-αποεπένδυση και είσπραξη των κεφαλαιακών κερδών σε χρόνο που μπορεί να ξεπεράσει και την περίοδο του τραπεζικού δανεισμού.

Τόσο οι ΕΚΕΣ, όσο και οι τράπεζες, δε χρηματοδοτούν ή δεν πρέπει να χρηματοδοτούν προβληματικές επιχειρήσεις, εκτός βέβαια των περιπτώσεων όπου με την κατάλληλη χρηματοδοτική υποστήριξη (Turn-around Finance, δηλαδή Χρηματοδότηση Στροφής, που αναλύεται στο κεφ. 2) μπορούν να δημιουργηθούν για τις επιχειρήσεις αυτές νέες προοπτικές δυναμικής ανάπτυξης.

Σε περιπτώσεις όπου επιχειρήσεις βρίσκονται “στην καμπή της κοιλάδας του θανάτου” (αντιπροσωπεύει τη σημαντικότερη χειροτέρευση των χρηματοοικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης, αμέσως πριν να αρχίσει να παρουσιάζει τη σημαντική ανάπτυξή της, αν βέβαια η υποστήριξη που θα της δοθεί είναι η ενδεδειγμένη), οι ΕΚΕΣ δείχνουν μεγαλύτερη αποφασιστικότητα από τις τράπεζες, πράγμα που είναι εύλογο και λογικό αφού ο μεγάλος κίνδυνος είναι μέσα στη φύση τους.

Από όσα εκτέθηκαν παραπάνω, προκύπτει αβίαστα ότι οι τράπεζες και οι ΕΚΕΣ δεν είναι ανταγωνιστικές, αλλά δύο χρηματοδοτικές πηγές που αλληλοσυμπληρώνονται. Εξάλλου, οι τράπεζες ενδιαφέρονται για το θεσμό του Venture Capital, πράγμα που αποδεικνύουν εμπράκτως είτε ιδρύοντας με κεφάλαιά τους θυγατρικές τους εταιρείες VC, είτε συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο τέτοιων εταιρειών. [Δεμίρης Χ., 1995]

1.4 Πηγές του ΕΚΥΚ

Τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, που δραστηριοποιούνται στο διεθνή χώρο και προμηθεύουν τις επιχειρήσεις με ΕΚΥΚ, μπορούν να διακριθούν ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς, τη νομική μορφή και την προέλευση των κεφαλαίων τους, στις παρακάτω κατηγορίες:

1.4.1 Ιδιώτες με μεγάλη περιουσία

Η κατηγορία αυτή αποτελεί την παραδοσιακή πηγή ΕΚΥΚ, που σήμερα όμως, ενώ παραμένει σημαντική, δεν κυριαρχεί πλέον στον κλάδο. Κατά τη δεκαετία του 1940 και 1950, αρκετές οικογένειες με μεγάλη περιουσία στις ΗΠΑ ίδρυσαν ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι οποίες θεωρούνται σήμερα σαν οι πρόγονοι των ΕΚΕΣ. Οι Rockefellers (Venrock), οι Phipps (Bessemer Securities) και οι Whitneys (J.H. Whitney & Company) υπήρξαν από τις πρώτες οικογένειες οι οποίες δραστηριοποιήθηκαν στο χώρο αυτό, ενώ αργότερα προστέθηκαν στην κατηγορία αυτή και άλλες οικογένειες, όπως οι Colliers (Collier Enterprises), οι Hillmans (Hillman Ventures), και οι Watsons (Greylock).

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα έσοδα από τις επενδύσεις VC εμφανίζονται συνήθως με τη μορφή των κεφαλαιακών κερδών (capital gains) και σπανίως με τη μορφή του τρέχοντος εισοδήματος (current income). Οι ιδιώτες με μεγάλη περιουσία

ενδιαφέρονται για φορολογικούς λόγους να εισπράττουν έσοδα με τη μορφή των κεφαλαιακών κερδών, παρά με τη μορφή του τρέχοντος εισοδήματος. Εάν η χρηματοδότηση μιας νέας επιχείρησης από τους ιδιώτες αυτούς αποβεί ζημιογόνος, η καθαρή μετά φόρων ζημία θα αποτελεί μόνο ένα τμήμα της αρχικής τους επένδυσης, καθώς οι επενδυτές αυτοί φορολογούνται με υψηλό φορολογικό συντελεστή. Για παράδειγμα, μία ζημία 3.000,00€ "κοστίζει" μόνο 1.650,00€ στον επενδυτή, ο οποίος φορολογείται με οριακό συντελεστή 45%. Από την άλλη πλευρά, οποιαδήποτε έσοδα έχουν τη μορφή κεφαλαιακών κερδών φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή. Ακόμη, όμως, και εάν φορολογούνται με τον ίδιο συντελεστή, πάλι οι εν λόγω επενδυτές θα έχουν κέρδος, αφού η φορολόγηση θα γίνει μετά από 5 έως 10 χρόνια και επομένως η συνολική αξία των χρημάτων που θα καταβάλλουν στην εφορία θα είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη που θα κατέβαλαν εάν φορολογούντο από τρέχον εισόδημα. Τα φορολογικά αυτά πλεονεκτήματα καθιστούν τους πλούσιους ιδιώτες επενδυτές πρόθυμους να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο, καθώς έχουν περισσότερες πιθανότητες να ωφεληθούν από την πραγματοποίηση επενδύσεων VC.

[Βασιλείου Δ., 1995]

1.4.2 Ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες και εταιρείες επενδύσεων (Private Partnerships & Corporations)

Η κατηγορία των ιδιωτικών κοινοπραξιών αναφέρεται σε περιπτώσεις που οι επενδυτές συνεργάζονται μεταξύ τους, υπό τη νομική μορφή της κοινοπραξίας. Οι κοινοπρακτικές ΕΚΕΣ είναι η σημαντικότερη και παράλληλα η περισσότερο διαδεδομένη κατηγορία, δεδομένου ότι στα πλαίσια αυτής τοποθετείται σημαντικό ύψος κεφαλαίων και επιχειρηματικής τεχνογνωσίας. Ο σκοπός της ίδρυσης μιας 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.

Η κοινοπραξία απαρτίζεται από ομόρρυθμους εταίρους (general partners), οι οποίοι τη διοικούν, και ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners), οι οποίοι παρέχουν τη χρηματοδότηση. Οι πρώτοι είναι οι "επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι" (venture capitalists), ενώ οι δεύτεροι είναι συνήθως "παραδοσιακά" χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (περαιτέρω ανάλυση σχετικά με τη δομή και την οργάνωση τέτοιων κοινοπραξιών πραγματοποιείται στην ενότητα 1.7).

Η κοινοπραξία έχει ορισμένη χρονική διάρκεια (συνήθως 10 χρόνια), η οποία μπορεί να παραταθεί για μικρό χρονικό διάστημα (συνήθως μέχρι 3 χρόνια). Στο τέλος της καθορισμένης χρονικής περιόδου, η κοινοπραξία διαλύεται και τα κεφάλαια

διαμοιράζονται στους εταίρους. Συνεπώς, η συνέχιση της δραστηριότητας των επιχειρηματικών κεφαλαιούχων εξαρτάται από την ικανότητά τους να δημιουργούν καινούριες κοινοπραξίες. Οι περισσότερες εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου της κατηγορίας αυτής έχουν τη δομή των εταιρειών επενδύσεων, καθώς διαχειρίζονται ένα σύνολο κεφαλαίων (funds). Από τις παλαιότερες κοινοπραξίες η πιο γνωστή είναι η American Research and Development (ARD). Μερικές από αυτές τις κοινοπραξίες γίνονται στη συνέχεια ανώνυμες εταιρείες και εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο με σκοπό να συγκεντρώσουν περισσότερα κεφάλαια.

[Βασιλείου Δ., 1995]

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

1. Το ποσό του κεφαλαίου που θα καταβληθεί από κάθε μέλος ξεχωριστά, καθώς και το δικαίωμα αποχώρησής του.
2. Λεπτομερή καθορισμό και άμεση σύνδεση της αμοιβής κάθε μέλους με την αξία των επενδύσεων.
3. Ανάπτυξη στρατηγικών και πολιτικών για την ενδυνάμωση της διοίκησης της κοινοπραξίας, προκειμένου να ανεβρεθούν και να εκμεταλλευθούν επενδυτικές ευκαιρίες.

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

1. Το πρόβλημα της επιλογής των περισσότερο ικανών ομόρρυθμων εταίρων και συγκρότησης της διοικητικής ομάδας (the sorting problem).
2. Το πρόβλημα της οριοθέτησης των ρόλων των μελών (ΕΚΕΣ, επενδυτές, νέοι επιχειρηματίες), το επονομαζόμενο “the agency problem”.
3. Το πρόβλημα της μείωσης του λειτουργικού κόστους (λειτουργικές δαπάνες και φόροι) της κοινοπραξίας, προκειμένου να είναι θετικά συσχετισμένο με την επιθυμητή, σύμφωνα με τον κίνδυνο, απόδοση. [Sahlman W., 1990]

1.4.3 Ιδιώτες που συμμετέχουν σε ανεπίσημη αγορά ΕΚΥΚ

Αυτή η ανεπίσημη, σχεδόν αόρατη αγορά καινοτομικού κεφαλαίου, που αποτελεί ίσως και τη μεγαλύτερη πηγή, απαρτίζεται από ευκατάστατους ιδιώτες, γνωστοί ως Business Angels, οι οποίοι χρηματοδοτούν υψηλού κινδύνου – απόδοσης επιχειρηματικά σχέδια.

Η σπουδαιότητα της ανεπίσημης αυτής αγοράς για τη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι διττής σημασίας, καθώς είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την καθιερωμένη αγορά των τυπικών ΕΚΕΣ και κατά δεύτερο λόγο, οι Business Angels γεμίζουν το χρηματοδοτικό “κενό” κάνοντας επενδύσεις ακριβώς σε εκείνες τις περιοχές και τους τομείς όπου οι καθιερωμένες ΕΚΕΣ είναι απρόθυμες να επενδύσουν. Το “κενό” αυτό δημιουργείται γιατί οι τυπικές ΕΚΕΣ έχουν ως στόχο τους τα κεφαλαιακά κέρδη και για αυτόν το λόγο εξετάζουν σοβαρά μόνο τις γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, οι οποίες κατά προτίμηση βρίσκονται στα τελευταία στάδια ανάπτυξής τους. Εξάλλου, οι συγκεκριμένες ΕΚΕΣ ενισχύουν επιχειρήσεις με μεγάλου χρηματικού μεγέθους funds και δεν ενδιαφέρονται για μικρές τοποθετήσεις. [Lerner J., 1998]

Τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά της εν λόγω πηγής ΕΚΥΚ είναι τα εξής:

1. Μικρή χρονική διάρκεια λήψης επενδυτικής απόφασης.

Επειδή οι επενδυτές αυτοί λειτουργούν ανεξάρτητα και αυτόνομα, ο χρόνος που απαιτείται για τη λήψη μιας απόφασης προς επένδυση είναι πολύ μικρότερος από αυτόν στις τυπικές ΕΚΕΣ. Η χρονική διάρκεια που καταλαμβάνει η λήψη της απόφασης κυμαίνεται από μερικές μέρες μέχρι και μερικές εβδομάδες, ενώ στις τυπικές ΕΚΕΣ η χρονική διάρκεια εκφράζεται σε μήνες.

2. Μικρές απαιτήσεις από τις προς επένδυση επιχειρήσεις.

Η μη ύπαρξη του απαραίτητου χρόνου ή προσώπων για την ανάλυση των στοιχείων της επιχείρησης μειώνει τις απαιτήσεις των επενδυτών όσον αφορά τα τυπικά έγγραφα που είναι υποχρεωμένη η επιχείρηση να καταθέσει. Αποτέλεσμα αυτού είναι η ελαχιστοποίηση ή ακόμα και εκμηδένιση του λειτουργικού κόστους των επενδυτών.

3. Επένδυση σε αγορές που υπάρχει εμπειρία.

Η έλλειψη χρόνου και προσωπικού, παράλληλα με την προσπάθεια μείωσης του κινδύνου, οδηγεί τους επενδυτές αυτούς στο να επενδύουν σε αγορές ή τομείς δραστηριότητας για τους οποίους διαθέτουν προηγούμενη εμπειρία και πάντα με βάση το ένστικτό τους.

4. Μη ύπαρξη συστηματικού ελέγχου των επιχειρήσεων.

Στις περισσότερες των περιπτώσεων, οι ιδιώτες επενδυτές δε συμμετέχουν στη διοίκηση της επιχείρησης που χρηματοδοτούν, ενώ ενδέχεται και να μη γνωρίζουν το πότε και το πώς θα ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους. Μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όπως αυτής της επένδυσης από ομάδα επενδυτών (λόγω του ύψους των κεφαλαίων), οι επενδυτές συμμετέχουν στη διοίκηση και ασκούν και έλεγχο.

[Mason C., 1996]

1.4.4 ΕΚΕΣ θυγατρικές χρηματοπιστωτικών και μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών

Στο σύγχρονο διεθνές περιβάλλον, ένα μεγάλο μέρος των ΕΚΕΣ αποτελούν οι θυγατρικές τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Η συνεχής μείωση του ρόλου των τραπεζών ως μεσολαβητών και της σημασίας της άμεσης χρηματοδότησης, κυρίως των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων, συντέλεσε στην αύξηση του τραπεζικού ανταγωνισμού, ενώ παράλληλα οδήγησε στη μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών. Τα υψηλά, επίσης, 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 οι ΕΚΕΣ στο διεθνές περιβάλλον, οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και μη στην ίδρυση δικών τους ΕΚΕΣ.

Στα πλαίσια της αγοράς ΕΚΥΚ, οι τράπεζες διαθέτουν σημαντικά συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι των υπολοίπων ΕΚΕΣ. Διαθέτουν χρηματοοικονομικούς πόρους, ενώ δεν είναι υποχρεωμένες να συνεργάζονται και να ανταγωνίζονται με άλλες ΕΚΕΣ, προκειμένου να συγκεντρώσουν επενδυτικά κεφάλαια. Διαθέτουν επίσης δίκτυο, το οποίο αποτελεί προνομιακό μέσο αναζήτησης και εξεύρεσης επενδυτικών ευκαιριών. Συγκεκριμένα, η ύπαρξη του δικτύου προσδίδει στις τράπεζες το πλεονέκτημα της ευκολότερης πρώτης επαφής με τις επιχειρήσεις και τα επενδυτικά σχέδια τους, καθώς και της επιλογής των καλύτερων από αυτά. Αντίθετα, οι ανεξάρτητες ΕΚΕΣ είναι υποχρεωμένες να λειτουργούν ξεχωριστό τμήμα αναζήτησης τόσο χρηματοοικονομικών πόρων, όσο και επενδυτικών σχεδίων. Συνήθως, οι επιχειρήσεις προσφεύγουν στις ανεξάρτητες ΕΚΕΣ σε περίπτωση που για τον ένα ή τον άλλο λόγο δεν προχώρησαν οι διαπραγματεύσεις με τον τραπεζίτη τους.

Παρά τα σοβαρά αυτά πλεονεκτήματα των τραπεζών, οι δραστηριότητες τους στο διεθνές περιβάλλον του VC δεν μπορούν να θεωρηθούν ως πετυχημένες ή τουλάχιστον δε βρίσκονται στο επίπεδο που θα έπρεπε να είναι, σύμφωνα με τα παραπάνω. Ο λόγος της μη ανάπτυξής τους οφείλεται, κατά μεγάλο μέρος, στη μη προσαρμογή της νοοτροπίας των τραπεζιτών στις νέες συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο του ΕΚΥΚ. Η σύσταση μίας ΕΚΕΣ προδιαγράφει την άσκηση δραστηριότητας που απαιτεί νοοτροπία, συμπεριφορά, ικανότητες και εμπειρίες που διαφέρουν από αυτές του τραπεζικού συστήματος. Η τραπεζική νοοτροπία, που αφορά τη χορήγηση πιστώσεων με κύριο γνώμονα την αποφυγή του κινδύνου, δε συμβαδίζει με τη φιλοσοφία του ΕΚΥΚ, γιατί στα πλαίσια του τελευταίου ο κίνδυνος είναι αναπόφευκτος προκειμένου να επιτευχθούν υψηλές αποδόσεις. Στο ΕΚΥΚ πρωταρχικός σκοπός είναι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης,

προκειμένου να επανεισπραχθεί το αρχικό κεφάλαιο αυξημένο με τα κεφαλαιακά κέρδη, και όχι μόνο η αποπληρωμή του δανείου και των προκαθορισμένων τόκων.

[Βασιλείου Δ., 1995]

1.4.5 ΕΚΕΣ που χρησιμοποιούν κρατικές επιχορηγήσεις.

Οι δημόσιες αρχές πολλών χωρών, προκειμένου να τονώσουν και να συμβάλλουν στην ανάπτυξη των οικονομιών τους με την αύξηση τη παραγωγικότητας και τη δημιουργία νέων αγορών, θεσπίζουν νόμους και προγράμματα για την ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, με σκοπό την επένδυση κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις αναπτυσσόμενων περιοχών και την προώθηση καινοτομικών προϊόντων και τεχνολογικών επιτευγμάτων. Βασικά κίνητρα των προγραμμάτων αυτών είναι η παροχή εγγυήσεων σε χρηματοδοτήσεις VC, καθώς και φορολογικές ελαφρύνσεις υπό τη μορφή εκπτώσεων και απαλλαγών για τις ΕΚΕΣ που υπάγονται σε αυτά.

Στα πλαίσια αυτά, το 1958, η Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση των ΗΠΑ έθεσε σε λειτουργία την εταιρεία Small Business Investment Companies (SBICs), η οποία σκόπευε στη δημιουργία εγκεκριμένων και ελεγχόμενων από την κυβέρνηση πηγών ΕΚΥΚ για το σχηματισμό και ανάπτυξη εκκολαπτόμενων επιχειρήσεων.

Παρόμοια σχήματα κρατικών επιδοτήσεων ή φορολογικών κινήτρων υπάρχουν και στις Ευρωπαϊκές χώρες. Συγκεκριμένα, στη Μ. Βρετανία δημιουργήθηκε το Business Expansion Scheme, σύμφωνα με το οποίο ο επενδυτής έχει το δικαίωμα να εκπίπτει φορολογικά το ποσό της συμμετοχής του, μέχρι ενός αποδεκτού ορίου (40.000 λίρες), και να φορολογεί τα έσοδα από την επένδυση ως κεφαλαιακά κέρδη.

Γενικά, στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας τα κίνητρα έχουν τη μορφή:

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

1.5 Χρήστες του ΕΚΥΚ

Οι επιχειρήσεις οι οποίες αναζητούν επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορούν να διαιρεθούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, ανάλογα με το σκοπό για τον οποίο χρειάζονται τη χρηματοδότηση:

- A. Χρηματοδότηση δημιουργίας καινούργιων επιχειρήσεων ή ανάπτυξης υφιστάμενων επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις αυτές είναι είτε εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, είτε εταιρείες οι οποίες για διάφορους λόγους δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές. Νέες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, εταιρείες με καινοτομίες στην παραγωγή προϊόντων, υπηρεσιών ή δικτύων διανομής αποτελούν ελκυστικές επενδύσεις για τις ΕΚΕΣ. Και αυτό διότι στις επιχειρήσεις αυτές υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα σημαντικής ανάπτυξης και επομένως δημιουργίας κεφαλαιακών κερδών.
- B. Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχειρήσεων από τη διοίκησή τους (Management Buy-Out). Η χρηματοδότηση αυτή αναφέρεται στην εξαγορά μέρους ή ολόκληρου του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας από τα διευθυντικά της στελέχη. Αρκετές μεγάλες εταιρείες έχουν υποχρεωθεί, λόγω του σκληρού ανταγωνισμού, να πουλήσουν μια περιφερειακή τους θυγατρική ή μια παραγωγική τους μονάδα. Στην περίπτωση αυτή, οι πιθανότεροι αγοραστές των τμημάτων προς πώληση είναι τα διευθυντικά τους στελέχη, τα οποία χρησιμοποιούν για το σκοπό αυτό ίδια, καθώς επίσης και δανεικά κεφάλαια που τους παρέχουν οι ΕΚΕΣ ή άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι η εξαγορά μιας εταιρίας μπορεί να γίνει και από μια ομάδα διευθυντικών στελεχών η οποία δε σχετίζεται με την εταιρεία (*Management Buy-In*). Τέλος, ένα συγγενικό με τα παραπάνω είδος χρηματοδότησης αποτελεί η μοχλευμένη εξαγορά (*Leveraged Buy-Out*). Η χρηματοδότηση αυτή αναφέρεται σαν μοχλευμένη γιατί ένα μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων τα οποία χρησιμοποιούνται για την εξαγορά (τουλάχιστον το 75%), προέρχεται από δανεισμό και όχι από ίδια κεφάλαια. [Βασιλείου Δ., 1995]

1.6 Τρόποι επενδύσεων με ΕΚΥΚ

Συνήθως, μία ΕΚΕΣ επενδύει σε μια επιχείρηση με τους εξής τρόπους:

1. συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο,
2. της χορηγεί δάνειο,
3. αγοράζει μετατρέψιμες ομολογίες ή μετατρέψιμες-προνομιούχες μετοχές που εκδίδονται από την επιχείρηση υπό χρηματοδότηση.

Αναλυτικότερα:

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

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

Συνήθως, οι επενδυτές - ΕΚΕΣ έχουν απαιτήσεις αναφορικά με τις αποδόσεις που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων. Στην Ελλάδα, κατά μέσο όρο, η αγορά περιμένει από μια επένδυση VC να πετυχαίνει αποδόσεις της τάξης του 30% το χρόνο, ποσοστό που ξεπερνάει βέβαια τις μέσες αποδόσεις, περίπου 5-8%, που περιμένει κανείς από ομόλογα, ή τις αποδόσεις, περίπου 10-20%, που περιμένει κανείς από τα χρηματιστήρια, λαμβάνοντας όμως υπόψη ότι έχει υψηλότερο ρίσκο η πρώτη επένδυση.

Η υλοποίηση της συμμετοχικής επένδυσης διευκολύνεται όταν λειτουργεί παράλληλη

αγορά (over-the-counter market), με χαλαρότερους όρους εισαγωγής των μετοχών για διαπραγμάτευση, αφού ο επενδυτής πρέπει να έχει κάθε στιγμή τη δυνατότητα ρευστοποίησης μέρους ή ολόκληρης της επένδυσής του, ιδιαίτερα όταν οι διακυμάνσεις απόδοσης και κινδύνου είναι μεγάλες. Τέλος, το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς, το οποίο αναγνωρίζει τις ιδιαιτερότητες των επενδύσεων αυτής της μορφής, αποτελεί σημαντικό κίνητρο για τις ΕΚΕΣ.

2. Από την άλλη πλευρά, η χορήγηση δανείου εφαρμόζεται σε περιπτώσεις όπου κύριο μέλημα των ΕΚΕΣ είναι να υπάρξει κάποια μορφή εξασφάλισης για ορισμένη απόδοση από την επένδυση που πραγματοποιούν. Το δάνειο χορηγείται με αυξημένο επιτόκιο, έτσι ώστε να ανταμείβει τον επενδυτή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Παράλληλα, ο επενδυτής αποκτά προνομιακή θέση από πλευράς εξασφάλισης (σε σχέση με το μέτοχο), αφού σε περίπτωση ρευστοποίησης ή χρεοκοπίας της εταιρείας έχει περισσότερες πιθανότητες να λάβει έστω και μέρος των κεφαλαίων που έχει επενδύσει. Τέλος, ο επενδυτής - ΕΚΕΣ εξασφαλίζει κάποιες άμεσες ταμειακές ροές στο εγγύς μέλλον, αντί να περιμένει τη ρευστοποίηση της επένδυσής μακροχρόνια. Βέβαια, η χορήγηση δανείων, ως τρόπου στήριξης μίας καινοτομικής επιχείρησης ή ιδέας, αναιρεί πολλά από τα στοιχεία που συνθέτουν το δυναμικό χαρακτήρα των ΕΚΕΣ ως μέσο χρηματοδότησης, αλλά και ως θεσμό γενικότερα.

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

Αξίζει να σημειωθεί ότι στο βαθμό που το επιτόκιο χορηγήσεων, εάν πρόκειται για τράπεζα, ή το επιτόκιο των τίτλων του δημοσίου, εάν πρόκειται για απλό επενδυτή, κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα με τις αποδόσεις των επενδύσεων με ΕΚΥΚ, ένας ορθολογικός επενδυτής δε θα ακολουθήσει τη λύση συμμετοχής σε σχήματα ΕΚΥΚ, γιατί δεν του παρέχουν το βέλτιστο συνδυασμό κινδύνου-απόδοσης.

Για τους ανωτέρω λόγους, η μορφή επένδυσης ΕΚΥΚ με δανειακά κεφάλαια σπάνια εφαρμόζεται αμιγώς.

3. Τέλος, αρκετά διαδεδομένος τρόπος επένδυσης με VC αποτελεί η αγορά μετατρέψιμων ομολογιών εξ ολοκλήρου από την ΕΚΕΣ, τις οποίες εκδίδει η υπό χρηματοδότηση επιχείρηση. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται για την ΕΚΕΣ ένα ελάχιστο

αποδεκτό ύψος βέβαιης απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα, εάν η εταιρεία στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια αποδειχθεί πράγματι δυναμική, δίδεται η δυνατότητα μετατροπής των απαιτήσεων (ομολογιών) σε μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να υπάρξει συμμετοχή της ΕΚΕΣ στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

Επιπρόσθετα, στις ΗΠΑ, ο πιο συνηθισμένος τρόπος χρηματοδότησης VC είναι η αγορά μετατρέψιμων - προνομιούχων μετοχών (convertible-preferred stock), τις οποίες εκδίδει, επίσης, η υπό χρηματοδότηση επιχείρηση.

Και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις η ΕΚΕΣ απολαμβάνει μία σταθερή ταμειακή εισροή και παράλληλα έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει την υποχρέωση της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης σε κοινές μετοχές, αποκομίζοντας κεφαλαιακά κέρδη, εάν η εν λόγω εταιρεία επιδείξει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας. Επίσης, αυτές οι μορφές επενδύσεων VC παρέχουν στην ΕΚΕΣ μεγαλύτερη εξασφάλιση σε περίπτωση που η επιχείρηση υπό χρηματοδότηση ρευστοποιηθεί λόγω του ότι δεν κατόρθωσε να επιτύχει τους στόχους της. [Βασιλείου Δ., 1995]

1.7 Εσωτερική δομή & οργάνωση των κοινοπρακτικών ΕΚΕΣ

Όσον αφορά την εσωτερική δομή των κοινοπρακτικών ΕΚΕΣ, υπάρχουν δύο τύποι μετόχων: οι ομόρρυθμοι εταίροι (general partners), η διοίκηση δηλαδή, και οι ετερόρρυθμοι εταίροι (limited partners), οι χρηματοδότες. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι κατέχουν το 99% του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου, ενώ οι ομόρρυθμοι κατέχουν το 1%. Η συνηθισμένη κατανομή των κεφαλαιακών κερδών είναι γνωστή ως «ο κανόνας του 80/20»: το 80% (με ένα εύρος από 75% έως 85%) των κεφαλαιακών κερδών πηγαίνει στους ετερόρρυθμους μετόχους και το 20% (15%-25%) στους ομόρρυθμους, οι οποίοι εισπράττουν και μια ετήσια προμήθεια ως αντιστάθμισμα των διαχειριστικών τους ευθυνών (2%-3% επί του επενδυμένου κεφαλαίου).

Οι ετερόρρυθμοι εταίροι είναι κατά κύριο λόγο “παραδοσιακά” χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως τραπεζικοί οργανισμοί, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρείες, πλούσιοι ιδιώτες και αλλοδαποί επενδυτές, οι οποίοι προσδοκούν μακροπρόθεσμες αποδόσεις από την αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν. Επίσης, οι ετερόρρυθμοι εταίροι δε φέρουν την ευθύνη αποτυχημένων επενδύσεων και ως εκ τούτου, δεν

επιβαρύνονται τις ζημίες αυτών. Απολαμβάνουν την περιορισμένη ευθύνη για τις δραστηριότητες του διαχειριζόμενου κεφαλαίου και, για λόγους φορολογίας και κανονισμών, απέχουν από την καθημερινή διαχείριση του fund. Έτσι, παίζουν έναν παθητικό ρόλο, καθώς δεν μπορούν να συμμετέχουν στη διοίκηση και τις επενδυτικές αποφάσεις των ΕΚΕΣ.

Από την άλλη, η αποκλειστική ανάληψη των ευθυνών από την πλευρά των ομορρύθμων εταίρων δημιουργεί στους ίδιους ένα σημαντικό οικονομικό κίνητρο για πραγματοποίηση υψηλών κεφαλαιακών κερδών. Όσον αφορά τον τρόπο που κατανέμουν το χρόνο τους, άσχετα με ποιο στάδιο χρηματοδότησης ασχολούνται, φαίνεται να είναι λίγο πολύ σταθερός. Έτσι, περίπου το 40% του χρόνου αναλύεται στην έρευνα για την ανεύρεση νέων επενδυτικών ευκαιριών, το 10% πηγαίνει σε διαπραγματεύσεις με επιχειρηματίες για επίτευξη επενδυτικών συμφωνιών, καθώς και στην ανεύρεση νέων κεφαλαίων, ενώ το υπόλοιπο 50% πηγαίνει στην παρακολούθηση και την υποστήριξη των εταιρειών στις οποίες έχει γίνει επένδυση.

Η δομή μιας κοινοπρακτικής μορφής ΕΚΕΣ παρουσιάζεται στο σχήμα (1.2) που ακολουθεί στην επόμενη σελίδα.

Η ΕΚΕΣ ως νομικό πρόσωπο, συνήθως, λειτουργεί με μικρό αριθμό στελεχών (κυμαίνεται από την ακραία περίπτωση του ενός και μόνου ομόρρυθμου εταίρου, έως το μέγιστο των είκοσι ατόμων) και χωρίς αυστηρά καθορισμένη ιεραρχική δομή. ΕΚΕΣ με πολλούς μετόχους και σύνθετα οργανογράμματα δε θα ήταν συμβατά σχήματα με την έντονη διαίσθηση, τη μη συντηρητική, πρωτοπόρα νοοτροπία και τη δυνατότητα προσωπικών χειρισμών που υποδεικνύει ο θεσμός του VC. Επίσης, η διαδικασία λήψης αποφάσεων χαρακτηρίζεται από ομαδικότητα, καθώς οι ανάγκες είναι ιδιαίτερα αυξημένες.

Οι αρχές που διέπουν την οργάνωση και λειτουργία των ΕΚΕΣ είναι οι εξής:

1. Συμμετοχή του προσωπικού στα αποτελέσματα.
2. Αυτονομία της ΕΚΕΣ από τους επενδυτές.
3. Επαγγελματική σύνθεση ανθρώπινου δυναμικού.

Αναλυτικότερα:

1. Συμμετοχή του προσωπικού στα αποτελέσματα

Ο όγκος των επενδυτικών προτάσεων, η πολυπλοκότητά τους, καθώς και οι κίνδυνοι που υπεισέρχονται, καθιστούν το ανθρώπινο δυναμικό μίας ΕΚΕΣ έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες επιτυχίας της. Η ενδυνάμωση και η παρακίνησή του, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι, πραγματοποιείται μέσω συστημάτων ανταμοιβών,

Κεφάλαιο 1: Εννοιολογική προσέγγιση του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών

άμεσα συσχετισμένων με τα αποτελέσματα των επενδύσεων που πραγματοποιούνται.

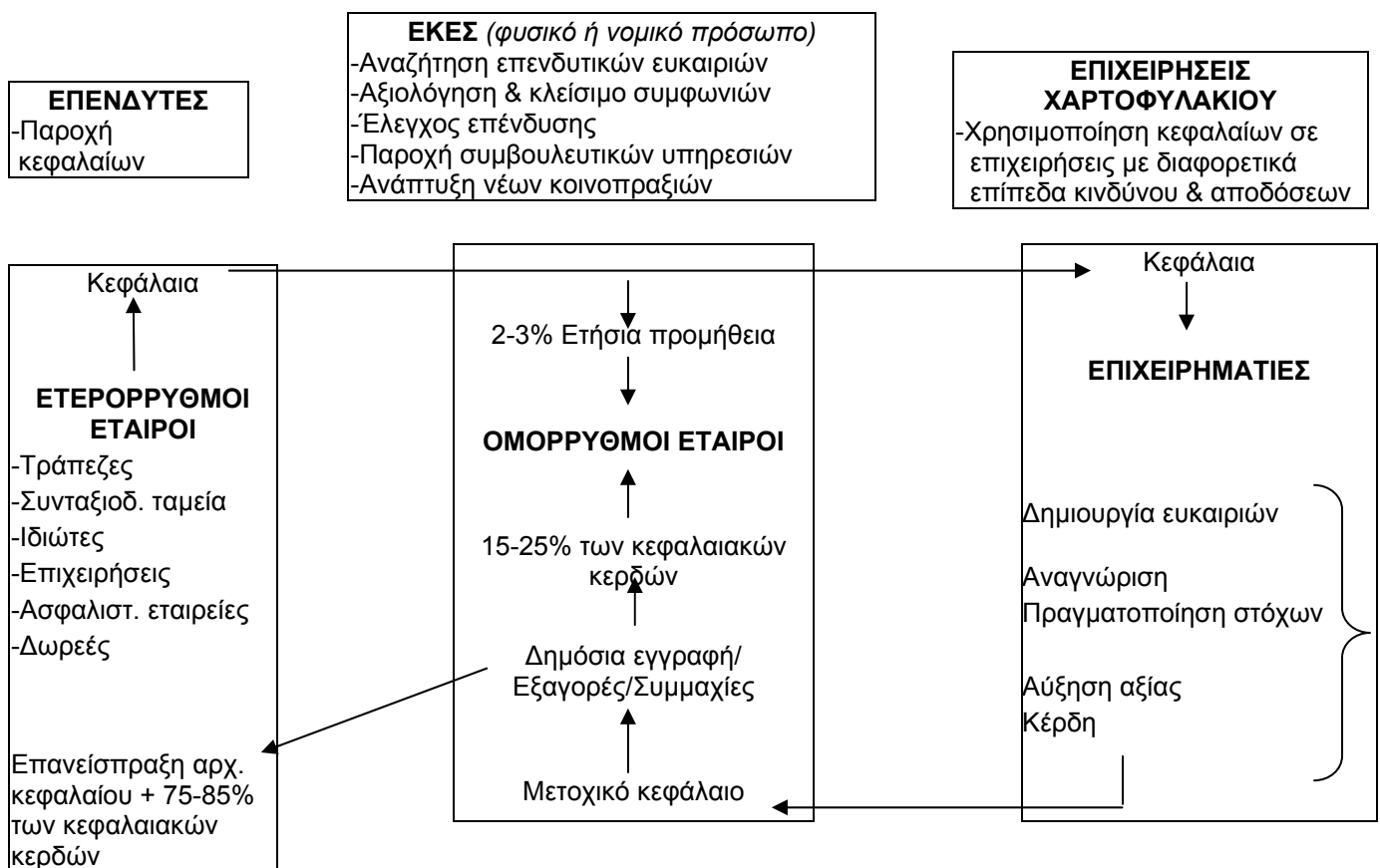
Η πολιτική ενθάρρυνσης του προσωπικού, με την εφαρμογή συστημάτων συμμετοχής στα αποτελέσματα, ακολουθείται από ολοένα και μεγαλύτερο αριθμό ΕΚΕΣ, τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Ευρώπη.

Με την εφαρμογή τέτοιων συστημάτων επιτυγχάνονται τα εξής:

- Ταύτιση των συμφερόντων του προσωπικού, του επιχειρηματία και των επενδυτών.
- Ενίσχυση της συνεργασίας και της συνυπευθυνότητας των στελεχών στην επιλογή και διαχείριση των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου.
- Προσέλκυση έμπειρων στελεχών.

Σχήμα 1.2:

Ροή κεφαλαίων & ρόλοι συμμετεχόντων στο θεσμό VC



Πηγή: Bygrave W./ Timmons J., 1992

2. Αυτονομία

Η ανεξαρτησία των ΕΚΕΣ από τους χρηματοδότες (επενδυτές) είναι σκόπιμη, γιατί διασφαλίζει την αποτελεσματική λειτουργία και διαφάνεια στη λήψη αποφάσεων. Ο ρόλος των επενδυτών περιορίζεται στο να εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στις ΕΚΕΣ, με σκοπό τη μελλοντική απόδοση. Από την άλλη, ο ρόλος των ΕΚΕΣ είναι να επιλέγουν και να διαχειρίζονται αποδοτικά τις επενδύσεις, καθώς και να αντιμετωπίζουν τις δυσκολίες όταν αυτές ανακύπτουν. Σε αντίθετη περίπτωση δημιουργούνται παρεμβάσεις και παρεμβολές, οι οποίες δε συμβιβάζονται με τις λειτουργικές ανάγκες της διαδικασίας λήψεως αποφάσεων.

Στην πράξη, η αρχή της αυτονομίας φαίνεται να μην εφαρμόζεται, αφού οι επενδυτές πολλές φορές αναμειγνύονται, είτε άμεσα είτε έμμεσα, στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Το γεγονός αυτό εμφανίζεται, κυρίως, σε ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

3. Επαγγελματική σύνθεση ανθρώπινου δυναμικού

Καθώς ο ρόλος των ΕΚΕΣ ξεπερνά τα στενά πλαίσια της απλής χρηματοδότησης, παρέχοντας συμβουλευτικές υπηρεσίες στις επιχειρήσεις, καθίσταται αναγκαία η στελέχωσή τους με ανθρώπινο δυναμικό ικανό να διαχειριστεί και να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που ενδεχομένως προκύπτουν. Προσωπικό με γνώσεις μόνο σε θέματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης δεν επαρκεί, δεδομένου ότι τα προβλήματα που παρουσιάζονται στην πορεία των επενδύσεων, πολλές φορές, ξεφεύγουν από τον τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης.

ΕΚΕΣ που απασχολούν ανθρώπινο δυναμικό με ολοκληρωμένες γνώσεις στη διοίκηση επιχειρήσεων (Μάρκετινγκ, Διοίκηση Παραγωγής, Γενική Διοίκηση, Χρηματοοικονομική Διοίκηση), παράλληλα με την πιθανότητα επίτευξης αποδοτικότερων επενδύσεων, προσελκύουν με περισσότερη ευκολία τους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

2.1 Τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης και Venture Capital

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με venture capital εξαρτάται από το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης. Τυπικά, οι φάσεις εξέλιξης μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

- Η *φάση της διαμόρφωσης της επιχείρησης (formulation stage)*, κατά την οποία έχουμε υλοποίηση της ιδέας του επιχειρηματία και ανάπτυξη του προϊόντος, το οποίο θα εισαχθεί στην αγορά.
- Η *φάση της επέκτασης (success & take-off stage)*, όπου η επιχείρηση επεκτείνει το μερίδιό της στην αγορά, επιτυγχάνοντας γρήγορη ανάπτυξη.
- Η *φάση της ωριμότητας (maturity stage)*, όπου λίγες επιχειρήσεις καταφέρνουν να επιβιώσουν και να φτάσουν ως εκεί. Ως τελευταίο στάδιο ωρίμανσης μπορεί να θεωρηθεί και η εισαγωγή των μετοχών της επιχείρησης σε κάποια κεφαλαιαγορά.

Στον πίνακα (2.1) της επόμενης σελίδας απεικονίζονται οι διάφορες πηγές χρηματοδότησης που εμφανίζονται, συνήθως, στην κάθε φάση ανάπτυξης της επιχείρησης. Παρατηρούμε ότι όσο νωρίτερα στον κύκλο ζωής της επιχείρησης βρισκόμαστε, τόσο μικρότερες ανάγκες χρηματοδότησης υπάρχουν, αλλά και τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος για μια επένδυση. Επίσης, μια επένδυση που θα πραγματοποιηθεί στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης, απαιτεί μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα για ρευστοποίηση. Το venture capital παίζει κυρίαρχο ρόλο στα αρχικά στάδια και στο στάδιο της επέκτασης και ανάπτυξης της επιχείρησης, γιατί μια καινούρια επιχείρηση, χωρίς προηγούμενα οικονομικά στοιχεία, είναι δύσκολο να εξασφαλίσει χρηματοδοτήσεις άλλης μορφής. Αντίθετα, όπως φαίνεται από τον πίνακα (2.1), στο τελικό στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης πιο συχνή είναι η χρηματοδότηση των εταιριών μέσω του χρηματιστηρίου ή των τραπεζών. Παρόλα αυτά, το VC μπορεί να χρηματοδοτεί μια επιχείρηση σε οποιοδήποτε στάδιο ανάπτυξής της.

Πίνακας 2.1:

Οι πηγές χρηματοδότησης ανά στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης

Αρχικό στάδιο της επιχείρησης		Επέκταση και Ανάπτυξη	Τελικό στάδιο		
Υψηλή	Ανάγκη χρηματοδότησης		1) Προσφορά μετοχών στο κοινό	Επίπεδο κινδύνου	Χαμηλό
			2) Κεφαλαιαγορές 3) Τράπεζες 4) Venture Capital		
Χαμηλή		1) Εσωτερική χρηματοδότηση 2) Εμπορικές πιστώσεις 3) Τραπεζικές πιστώσεις 4) Venture Capital			Υψηλό
		1) Εμπορικές πιστώσεις 2) Κρατικές επιχορηγήσεις 3) Venture Capital 4) Δωρεές			

2.2 Τα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ

Το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η επιχείρηση, συνυφασμένο με τον επενδυτικό κίνδυνο, που διαφέρει από στάδιο σε στάδιο, βοηθά τις ΕΚΕΣ τόσο στον καθορισμό της επιθυμητής απόδοσης, όσο και στην υιοθέτηση των πρακτικών που θα ακολουθήσουν προκειμένου να επιτύχουν τις αποδόσεις αυτές.

Οι ΕΚΕΣ χρηματοδοτούν επιχειρήσεις από τις οποίες αναμένουν ικανοποιητική απόδοση, ανεξάρτητα από το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκονται. Η μόνη διαφορά είναι ότι οι Venture Capitalists που επενδύουν σε αρχικά στάδια, αναμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνους που επενδύουν σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης, λόγω του ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου που επωμίζονται οι πρώτοι από επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν επιδείξει κάποιο

έργο ακόμα. Με άλλα λόγια, οι Επιχειρηματικοί Κεφαλαιούχοι είναι αποδέκτες κινδύνου (risk-takers), χωρίς όμως να είναι και λάτρεις του κινδύνου (risk-lovers). Συνήθως, οι ΕΚΕΣ φροντίζουν να διαφοροποιούν τον κίνδυνο στα χαρτοφυλάκια επενδύσεών τους, επιλέγοντας μερικές επενδύσεις σε αρχικά στάδια ανάπτυξης με μεγάλο κίνδυνο, και άλλες σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης με μικρότερο κίνδυνο.

Ανάλογα με τις διαφορετικές φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης, μπορούν να προσδιοριστούν τα ακόλουθα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ (σημειώνεται ότι μια επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει και περισσότερα από ένα στάδια χρηματοδότησης, ενώ δεν υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ των διαδοχικών σταδίων):

A) Χρηματοδότηση Πρώτων Φάσεων

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται στη φάση της διαμόρφωσης.

1. Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή “σποράς” (Seed Capital)
2. Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital)
3. Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου (Early-stage ή First-round Financing)
4. Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second-round Financing)

B) Χρηματοδότηση Μετέπειτα Φάσεων

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται στη φάση της επέκτασης ή της ωριμότητας.

1. Κεφάλαιο επέκτασης (Expansion ή Development Capital)
2. Χρηματοδότηση γέφυρας ή ενδιάμεση χρηματοδότηση (Bridge ή Mezzanine Financing)

Άλλες μορφές επενδύσεων με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών, οι οποίες έχουν δείξει ιδιαίτερη άνθιση τα τελευταία χρόνια, είναι οι εξής:

1. Κεφάλαιο εξαγοράς (Management Buy-Out (MBO) / Buy-In (MBI))
2. Κεφάλαιο αντικατάστασης (Replacement Capital)
3. Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (Turnaround Financing)

[Γκανέτσος Γ./ Φρονίστας Α., 1995]

Αναλυτικότερα:

2.2.1 Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή “σποράς” (Seed Capital)

Η European Venture Capital Association (EVCA) ορίζει το κεφάλαιο “σποράς” ως το κεφάλαιο που χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία προκειμένου να αποδείξει τη σκοπιμότητα

ενός επιχειρηματικού σχεδίου (business plan), ώστε κατόπιν να δικαιούται χρηματοδότηση εκκίνησης.

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

- η απουσία ενός προϊόντος ή υπηρεσίας από την αγορά,
- η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης (υπάρχει μόνο η ιδέα),
- το προϊόν και η παραγωγική διαδικασία βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της έρευνας,
- αντικείμενο αξιολόγησης της επένδυσης είναι η ιδέα,
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 7 έως 10 χρόνια.

Σε αυτήν την αρχική φάση ανάπτυξης, η επιχείρηση δεν έχει ακόμη δημιουργηθεί και επομένως, χρειάζεται ένα σχετικά μικρό ποσόν κεφαλαίου για να πραγματοποιηθεί μία ιδέα ή να αναπτυχθεί ένα προϊόν-υπηρεσία. Το marketing, συνήθως, δεν περιλαμβάνεται στο σημείο αυτό. Για τις μικρές επιχειρήσεις, τα αρχικά κεφάλαια που χρειάζονται στο στάδιο της έρευνας (*R&D projects*) είναι σχετικά μικρά, οπότε ο εφευρέτης-επιχειρηματίας καλύπτεται από δικές του πηγές: αποταμιεύσεις, οικογενειακά επιδόματα, φιλικά δάνεια, υποθήκη. Οι κίνδυνοι ξεπροβάλλουν αργότερα, σταδιακά, όταν μετακινούμεθα από τη φάση της έρευνας, στη φάση ανάπτυξης, όπου το πρωτότυπο προϊόν δοκιμάζεται πριν την εμπορευματοποίησή του. Σε αυτό ακριβώς το σημείο ο επιχειρηματίας στρέφεται σε εξωτερικό δανεισμό, αφού οι δικοί του πόροι έχουν πλέον εξαντληθεί. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρηματοδότηση “σποράς” περιλαμβάνει το μεγαλύτερο κίνδυνο για τις ΕΚΕΣ, καθώς είναι πολύ πιθανό το χρηματοδοτούμενο πρόγραμμα να αποδειχθεί ανεφάρμοστο, είτε γιατί το νέο προϊόν είναι αδύνατο να αναπτυχθεί, είτε γιατί η διαδικασία κατασκευής είναι πολύ περίπλοκη και δαπανηρή. Μπορεί ακόμα, η αγορά να μην είναι έτοιμη να δεχθεί το καινοτομικό αυτό προϊόν. Έχει υπολογιστεί ότι το 70% των προγραμμάτων εγκαταλείπονται στο τέλος αυτού του σταδίου χρηματοδότησης. Αποτέλεσμα αυτού του κινδύνου είναι η έλλειψη ιδιαίτερου ενδιαφέροντος από την πλευρά των ΕΚΕΣ για επενδυτικές προτάσεις που αφορούν αυτή τη φάση διαμόρφωσης μιας επιχείρησης.

Η χρηματοδότηση “σποράς” μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα χρόνο. Στο στάδιο αυτό, ένας δραστήριος επενδυτής θα μπορούσε, ίσως, να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή προστιθέμενη αξία στην επένδυσή του, χρησιμοποιώντας την εμπειρία του σε θέματα παραγωγής και προώθησης, επιχειρησιακής στρατηγικής κτλ. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί, επίσης, λόγω της μεγαλύτερης διαπραγματευτικής ισχύς που κατέχει ο επενδυτής έναντι του επιχειρηματία, ο οποίος δεν έχει να επιδείξει κάποια σοβαρή πορεία της επιχείρησής του.

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

2.2.2 Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital)

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

Κατά την EVCA, κεφάλαιο εκκίνησης είναι το κεφάλαιο εκείνο που έχει ως στόχο την ανάπτυξη του προϊόντος ή υπηρεσίας, την οργάνωση marketing (γνωστοποίηση προϊόντος, τιμής πώλησης, αρχικών σημείων πώλησης κλπ.), την πραγματοποίηση αναλυτικών μελετών αγοράς και την αποδοχή και καθιέρωση των ιδιοτήτων του προϊόντος ή υπηρεσίας στην αγορά. *[Bovaird C., 1990]*

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά αυτής της επένδυσης είναι:

- ίδρυση μιας επιχείρησης,
- συγκρότηση ενός μέρους της ομάδας διοίκησης της επιχείρησης,
- ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου, καθώς και δημιουργία ενός πρωτότυπου προϊόντος,
- απουσία εμπορικής συναλλαγής (πώλησης) στο στάδιο αυτό,
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 6 έως 8 χρόνια.

Κατά πολλούς, το συγκεκριμένο στάδιο χρηματοδότησης θεωρείται η ουσία του επιχειρηματικού κεφαλαίου, ούτως ώστε να ταυτίζουν τον όρο "start-up" με τον όρο "venture capital". Είναι η πηγή που έχει αναδείξει ισχυρούς “παίκτες”, καθώς αποτελεί το πιο απαιτητικό στάδιο όσον αφορά τις ικανότητες του επιχειρηματικού κεφαλαιούχου, και τα ποσά που επενδύονται εδώ είναι μεγαλύτερα από το προηγούμενο στάδιο (seed stage). Η χρηματοδότηση αυτή απευθύνεται είτε σε επιχειρήσεις οι οποίες είναι στη διαδικασία της οργάνωσης, είτε σε επιχειρήσεις που έχουν δημιουργηθεί μέσα στον τελευταίο χρόνο, αλλά ακόμα δεν έχουν πουλήσει προϊόντα στην αγορά. Στη φάση αυτή, το ενδιαφέρον του επενδυτή μετατοπίζεται από την ιδέα που βρίσκεται πίσω από την επιχείρηση, στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, καθώς και στις ευκαιρίες που εμφανίζονται στην

αγορά, ως επακόλουθο της πραγματοποίησης της ιδέας από τη διοίκηση της εταιρείας. Το κεφάλαιο εκκίνησης χρησιμοποιείται για την προετοιμασία του επιχειρηματικού πλάνου (business plan), το marketing και τα λειτουργικά έξοδα ανάπτυξης του καινοτομικού προϊόντος. [Βασιλείου Δ., 1995]

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

Το κλείσιμο της συμφωνίας για την εξασφάλιση χρηματοδότησης με κεφάλαιο εκκίνησης είναι το αποτέλεσμα μίας σκληρής διαπραγμάτευσης για τον επιχειρηματία, ο οποίος θέλει να διατηρήσει τον έλεγχο της νέας επιχείρησης του, αλλά έχει ήδη εξαντλήσει τα κεφάλαιά του. Από την άλλη πλευρά είναι ο Venture Capitalist, ο οποίος καλείται να συμβάλλει, τουλάχιστον, στο 90% της αναγκαίας χρηματοδότησης, και συνεπώς αναζητά και ένα δίκαιο μερίδιο μετοχικού κεφαλαίου, που αποτελεί την εγγύηση της τελικής ανταμοιβής του.

2.2.3 Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου (Early-stage or First-round Financing)

Η EVCA ορίζει τη χρηματοδότηση πρώτου σταδίου ως τη χρηματοδότηση που παρέχεται σε επιχειρήσεις που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο ανάπτυξης του προϊόντος τους και χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να ξεκινήσουν τη βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Στη φάση αυτή οι επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν κέρδη, γεγονός που τις κάνει να εξαρτώνται περισσότερο από τις ΕΚΕΣ.

Τα χαρακτηριστικά αυτού του σταδίου είναι:

- η επιχείρηση έχει ελάχιστα ή μηδενικά έσοδα, λόγω του ανεπαρκούς ύψους του κύκλου εργασιών της,
- οι ταμειακές ροές και τα κέρδη είναι αρνητικά,
- την εταιρεία διοικεί μια ενθουσιώδης, αλλά ολιγάριθμη ομάδα, που αποτελείται από επιχειρηματίες με τεχνικό υπόβαθρο και εξειδικευμένες γνώσεις, αλλά με μικρή εμπειρία στη διοίκηση επιχειρήσεων,
- υπάρχουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και κερδών,
- η περίοδος ρευστοποίησης κυμαίνεται από 4 έως 6 χρόνια.

Ο κίνδυνος, αν και μικρότερος, παραμένει σημαντικός. Αυτό προκύπτει από τις υψηλές αποδόσεις, της τάξης του 50%, που απαιτούν οι ΕΚΕΣ για να εμπλακούν. Σε αυτό το στάδιο χρηματοδότησης, ο κίνδυνος αρχίζει πλέον και μετατοπίζεται από το εσωτερικό της εταιρείας, σε θέματα που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός, η γρήγορη απαξίωση της παρούσας τεχνολογίας κ.ά. Έτσι, συνίσταται ετοιμότητα για την αντιμετώπιση πιθανού ανταγωνιστή, ο οποίος έχει ενοχληθεί από την παρουσία και ταχύτατη ανάπτυξη της επιχείρησης, καθώς και ενίσχυση του τομέα της έρευνας και ανάπτυξης, προκειμένου να καταπολεμηθεί ενδεχόμενη τεχνολογική απαξίωση του προϊόντος.

2.2.4 Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second-round Financing)

Ορίζεται ως η παροχή κεφαλαίων σε μία επιχείρηση, η οποία έχει ήδη δεχθεί στο παρελθόν εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες έχουν αυξηθεί. Για το λόγο αυτό, η επιχείρηση χρειάζεται να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια κίνησης (working capital = κυκλοφορούν ενεργητικό – βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) [Βασιλείου Δ., 1995]. Έχει διαπιστωθεί ότι πολύ συχνά, η επένδυση με ΕΚΥΚ χρειάζεται δεύτερη ή και ακόμη και τρίτη κεφαλαιακή ενίσχυση, προκειμένου να επιτευχθεί η απαραίτητη εισροή κεφαλαίων για την παραγωγή και διάθεση του νέου προϊόντος.

Η επαναχρηματοδότηση έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- η επιχείρηση έχει ένα ήδη αναπτυγμένο προϊόν στην αγορά,
- έχει μία πλήρη ομάδα διοίκησης,
- η επιχείρηση έχει έσοδα από ένα ή περισσότερα προϊόντα, παρουσιάζει ζημιές ή δουλεύει στο νεκρό σημείο, ενώ έχει και αρνητικές ταμειακές ροές, ώστε να δημιουργείται η ανάγκη κάλυψης του ελλείμματος με εξωτερική χρηματοδότηση,
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης αναμένεται να είναι μικρότερη από του πρώτου σταδίου (First-round financing).

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

- υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος,
- αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων,
- ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων στην αγορά (repositioning),
- επαναπροσδιορισμός και βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας ως αποτέλεσμα εμφάνισης μεγάλου αριθμού ελαττωματικών προϊόντων.

Θετικό λόγο για Second-round Financing έχουμε όταν οι πωλήσεις έχουν υπερβεί τις προβλέψεις, οπότε η επιχείρηση έχει ανάγκη από πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να εκμεταλλευτεί την υπερβάλλουσα ζήτηση.

2.2.5 Κεφάλαιο επέκτασης (Expansion or Development Capital)

Κεφάλαιο Επέκτασης είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση μιας αναπτυσσόμενης επιχείρησης, η οποία λειτουργεί συνήθως στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή εμπορεύεται με χαμηλό κέρδος. Το κεφάλαιο επέκτασης χρησιμοποιείται για την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού, τη βελτίωση του προϊόντος, την επέκταση στην αγορά, ή ακόμα, την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης υπό χρηματοδότηση.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες χρηματοδότησης με expansion capital:

1. Επένδυση σε επιχειρήσεις που μέχρι τώρα αυτοχρηματοδοτούνταν και αποζητούν για πρώτη φορά εξωτερική χρηματοδότηση.
2. Επαναχρηματοδότηση επιχείρησης που έχει ήδη χρηματοδοτηθεί με ΕΚΥΚ στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης της παραγωγής και των πωλήσεών της.

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

Τα χαρακτηριστικά της επένδυσης με κεφάλαιο επέκτασης είναι τα εξής:

- η επιχείρηση διαθέτει προϊόντα που είναι δοκιμασμένα στην αγορά,
- η παραγωγική δυναμικότητα της επιχείρησης είναι σε υψηλά επίπεδα,
- τα περιθώρια κέρδους των προϊόντων είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα,
- οι αποδόσεις της επένδυσης είναι μικρότερες από αυτές των προηγούμενων σταδίων,
- το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται είναι μεγαλύτερα σε σχέση με τα προηγούμενα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ,
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης κυμαίνεται από 2 έως 5 χρόνια.

Υπάρχουν δύο τρόποι επέκτασης σε ήδη καθιερωμένες επιχειρήσεις: η οργανική ανάπτυξη και/ή η ανάπτυξη με εξαγορά. Η οργανική επέκταση ευνοεί καινούργιες επιχειρήσεις, νέα προϊόντα, νέες αγορές. Από την άλλη, η εξαγορά μπορεί να πετύχει παρόμοιους στόχους μέσω της αγοράς μίας ήδη υπάρχουσας επιχείρησης ή απλά κάποιων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Και στις δύο περιπτώσεις τα ποσά

προς επένδυση χρειάζονται ένα πολύ καλό επιχειρηματικό σχέδιο, τόσο για τις ήδη υπάρχουσες δραστηριότητες, όσο και για αυτές που πρόκειται να αναπτυχθούν. Στην περίπτωση της εξαγοράς, ο επενδυτής θα χρειαστεί να έρθει σε επαφή με τους πωλητές και να κάνει τη δική του εκτίμηση για "κερδοφόρο διακανονισμό" σε συνεργασία με τον αγοραστή, δηλαδή τη μελλοντική χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Η διεκπεραίωση της συμφωνίας για μια χρηματοδότηση επέκτασης, είτε είναι οργανική, είτε εξαγορά, είναι πολύπλοκη.

[Lorenz T., 1989]

Οι περισσότεροι χορηγοί κεφαλαίου επέκτασης λειτουργούν στη βάση της μη ενεργού συμμετοχής (hands-off), σε αντίθεση με άλλα στάδια χρηματοδότησης, στα οποία οι ΕΚΕΣ εμπλέκονται καθημερινά στο έργο της διοίκησης της εταιρείας που χρηματοδοτείται. Αρκετοί επενδυτές αυτού του σταδίου προτιμούν τις τοποθετήσεις σε προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ή μετατρέψιμα χρεόγραφα. Ένα χαρτοφυλάκιο τέτοιων συμμετοχών ενδέχεται να είναι αρκετά ελκυστικό για επενδυτές που ενδιαφέρονται να συνδυάσουν τα τρέχοντα εισοδήματα με τα κέρδη κεφαλαίου.

Οι επενδύσεις επέκτασης, λόγω του μεγέθους τους (ποσοστό 45% επί της συνολικής αξίας των επενδύσεων με ΕΚΥΚ), προσφέρονται για κοινοπρακτικά σχήματα, ενώ λόγω της σχετικά σύντομης ρευστοποίησης τους και των περισσότερο εξασφαλισμένων προοπτικών των υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεων, θεωρούνται από πολλούς ως από τα πιο πλεονεκτικά στάδια επένδυσης με VC. *[Ξανθάκης Μ./ Τσιπούρη Λ., 2001]*

2.2.6 Ενδιάμεση χρηματοδότηση (Mezzanine Financing) ή χρηματοδότηση σύνδεσης-γέφυρας (Bridge Financing)

Η συγκεκριμένη χρηματοδότηση λαμβάνει χώρα, συνήθως, μετά την επίτευξη ενός επιθυμητού σημείου ανάπτυξης της επιχείρησης, που επιτρέπει την είσοδό της στο χρηματιστήριο, και διαρκεί από 6 μήνες έως ένα χρόνο. Στόχος της bridge financing είναι τόσο η δημιουργία μίας αποτελεσματικότερης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, όσο και η κάλυψη των δαπανών διάθεσης των μετοχών της στο χρηματιστήριο. Αποτελεί την πιο ασφαλή φάση επένδυσης με VC για τις ΕΚΕΣ, αλλά αποφέρει μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με προηγούμενα στάδια χρηματοδότησης.

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση μπορεί να προσφερθεί είτε ως ομολογιακό δάνειο, είτε ως συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης μέσω της αγοράς προνομιούχων μετοχών της. Προκειμένου να αποζημιωθούν οι ΕΚΕΣ για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν από μη εξασφαλισμένη δανειοδότηση ή την έλλειψη ψήφου στις προνομιούχες μετοχές, οι

αποδέκτες της χρηματοδότησης “γέφυρας” πρέπει να προσφέρουν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης σε σχέση με τα επιτόκια των τραπεζικών δανειακών κεφαλαίων.

Το γεγονός ότι η χρηματοδότηση “γέφυρας” περιλαμβάνει δάνειο και μετοχική συμμετοχή, κάνει αυτό το στάδιο επένδυσης με VC αρκετά ενδιαφέρον για ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τα υψηλά περιθώρια κέρδους (20-26% το χρόνο) καθιστούν τη συγκεκριμένη επένδυση ιδιαίτερα ελκυστική για το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που επιδιώκει να διατηρήσει ή ακόμη και να αυξήσει τα καθαρά κέρδη του από δραστηριότητες δανειοδότησης. Σε περίπτωση που οι όροι του δανείου είναι αντίθετοι με τη συνήθη πολιτική δανειοδότησης της τράπεζας, η μετοχική συμμετοχή παρέχει σημαντικά κέρδη έτσι ώστε να αντισταθμίζεται ο κίνδυνος.

Τέλος, η χρηματοδότηση “γέφυρας” μπορεί να αποφέρει “δώρα” στον επενδυτή, με τη μορφή δικαιωμάτων (options). Η ύπαρξη σταθερών εισροών, με τη μορφή μερισμάτων στο τέλος της χρήσης, εφυσχάζουν τους επενδυτές, ενώ τα πραγματικά υψηλά οφέλη θα προκύψουν από τη σωστή διαχείριση των δικαιωμάτων (αγορά ορισμένης ποσότητας χρεογράφων σε ορισμένη τιμή), όταν το επιτρέψουν οι περιστάσεις.

2.2.7 Κεφάλαιο εξαγοράς

Το συγκεκριμένο στάδιο χρηματοδότησης με VC αναφέρεται σε περιπτώσεις εξαγοράς μιας επιχείρησης και διακρίνεται σε δύο κατηγορίες, ανάλογα με το εάν οι αγοραστές προέρχονται από το εσωτερικό (MBO) ή το εξωτερικό (MBI) περιβάλλον της επιχείρησης.

A. Management Buy-Out (MBO)-Κεφάλαιο Εξαγοράς από τη Διοίκηση

Πρόκειται για εξαγορά της επιχείρησης από το υπάρχον management της. Κατά την European Venture Capital Association, το MBO είναι το κεφάλαιο το οποίο χορηγείται στη διοίκηση μιας επιχείρησης προκειμένου να καταστεί ικανή να την εξαγοράσει. Έτσι, πραγματοποιείται η ανάληψη του ελέγχου της επιχείρησης από τα στελέχη της, που μετατρέπονται σε μετόχους, με την υποστήριξη των ΕΚΕΣ.

Το MBO έχει αρκετές ομοιότητες και διαφορές με άλλα στάδια επένδυσης σε VC, όπως το κεφάλαιο εκκίνησης ή επέκτασης.

Οι ομοιότητες είναι οι εξής:

- Η χρηματοδότηση MBO είναι πάνω από όλα μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την επιχείρηση.
- Πρόκειται για εταιρική χρηματοδότηση, μετοχικού τύπου. Συνήθως, απαιτείται η παράδοση μέρους των μετοχών της διοίκησης στην ΕΚΕΣ, σε ανταπόδοση της

χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, η ΕΚΕΣ παρέχει κεφάλαια που θα αποτελέσουν τμήμα της εξαγοράς και λαμβάνει μετοχές, από τις οποίες προσδοκά να έχει υψηλές αποδόσεις (κέρδη κεφαλαίου κλπ.). Συνήθως, οι αναλογίες χρηματοδότησης και συμμετοχής κυμαίνονται σε μία σχέση 4 προς 1.

Οι διαφορές εμπίπτουν κυρίως στον τομέα των κινδύνων που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης. Λόγω της τεράστιας επέκτασης του θεσμού VC και της ακόλουθης μεγάλης προσφοράς κεφαλαίων για MBO, υπάρχει ο κίνδυνος χρηματοδότησης ανεπαρκών και ακατάλληλων στελεχών, τα οποία δε θα μπορέσουν να ανταποκριθούν στις μεγάλες αλλαγές που θα συμβούν στην επιχείρηση μετά την εξαγορά της. Συνήθως, οι επενδυτές σε MBO αναζητούν τρία χαρακτηριστικά στις υποψήφιες επιχειρήσεις, προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο:

- αποδεδειγμένη διοικητική ικανότητα των στελεχών,
- κερδοφόρα πορεία της επιχείρησης και
- υψηλό μερίδιο αγοράς.

Επίσης, η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης κυμαίνεται από 2 έως 3 έτη και πραγματοποιείται με τη διάθεση του μεριδίου των επενδυτών. Μια άλλη διαφορά είναι ότι οι επενδύσεις σε MBO είναι πολύ μεγαλύτερες σε χρηματική αξία σε σχέση με όλα τα άλλα στάδια επενδύσεων σε ΕΚΥΚ.

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

- Ασυμφωνία με τα ενδιαφέροντα του ομίλου, αν η επιχείρηση είναι θυγατρική του ομίλου, ή απλά ασυμφωνία των στελεχών της διοίκησης με τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης.
- Απόσυρση του ιδιοκτήτη-επιχειρηματία, ο οποίος προτιμά την εκχώρηση της ιδιοκτησίας σε στελέχη ή υπαλλήλους που γνωρίζουν την επιχείρηση και έχουν επιδείξει σημαντικό έργο.
- Αμυντική στρατηγική. Η εξαγορά της επιχείρησης από τα στελέχη της μπορεί να υιοθετηθεί ως αμυντική στρατηγική, καθώς μπορεί να απομακρύνει τυχόν εξαγορά της από πιθανούς ανταγωνιστές.

Το συγκεκριμένο στάδιο επένδυσης με VC δεν απαιτεί η επιχείρηση να είναι μικρή ή νέα, αλλά μπορεί να πραγματοποιηθεί και σε επιχειρήσεις με πολλά χρόνια πορείας στην αγορά, ακόμα και αν δεν έχουν άμεση ανάγκη από κεφάλαια. Γενικά, οι επενδύσεις σε MBO κερδοφορούν σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου σε σχέση με άλλα στάδια χρηματοδότησης με VC, ενώ οι αποδόσεις τους δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικές.

B. Management Buy-In (MBI)-Κεφάλαιο Εξαγοράς της Διοίκησης

Σε αντίθεση με το MBO, το Management Buy-In αφορά την εξαγορά επιχείρησης από νέα ομάδα management, η οποία δεν έχει καμία σχέση με τη συγκεκριμένη επιχείρηση στο παρελθόν της. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες- διευθυντές.

Σύμφωνα με την EVCA, το MBI είναι το κεφάλαιο το οποίο δίδεται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης-στόχου, προκειμένου να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και κάλυψη των Venture Capitalists, δηλαδή, των χορηγών με ΕΚΥΚ.

Μία άλλη ειδοποιός διαφορά με το MBO έγκειται στον εκ φύσεως μεγαλύτερο κίνδυνο που φέρει μία εξαγορά από το εξωτερικό περιβάλλον (MBI). Πιο συγκεκριμένα, σε μία εσωτερική εξαγορά (MBO) ο κίνδυνος που αναλαμβάνεται είναι μικρότερος, λόγω του ότι η διοικητική ομάδα που παίρνει τα ηνία της επιχείρησης προέρχεται εκ των έσω, το οποίο σημαίνει ότι έχει γνώση της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης-στόχου. Στην περίπτωση όμως του Management Buy-In, λόγω της εξωτερικής προέλευσης της ομάδας management, δεν υπάρχει πλήρη γνώση της εσωτερικής κατάστασης της εταιρείας. Για αυτό το λόγο είναι ζωτικής σημασίας οι δέουσες ικανότητες εξερεύνησης και χρηματοοικονομικής εμπειρίας των χορηγών επιχειρηματικών κεφαλαιούχων, καθώς και προσαρμοστικές ικανότητες της νέας διοίκησης, προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει διαφόρων ειδών προβλήματα που δεν είναι εμφανή στην πριν την εξαγορά έρευνα.

Σαν ομοιότητες μεταξύ των δύο κατηγοριών κεφαλαίου εξαγοράς μπορούμε να αναφέρουμε ότι και τα δύο είδη ΕΚΥΚ απαιτούν μεγάλα ποσά χρηματοδότησης, ενώ η περίοδος μέχρι την ρευστοποίηση της επένδυσης κυμαίνεται από 2 έως 3 χρόνια.

Η επένδυση σε MBI είναι πιθανό να είναι περισσότερο επιτυχή όταν υπάρχει μία ή περισσότερες από τις ακόλουθες περιπτώσεις:

- Μία νέα ομάδα διοίκησης με αρκετές επιτυχίες στο ενεργητικό της, που να προέρχεται από τον ίδιο βιομηχανικό κλάδο με την επιχείρηση-στόχο. Ιδανική περίπτωση θεωρείται να έχει η συγκεκριμένη ομάδα στελεχών προβεί στο παρελθόν σε επένδυση MBO στην εταιρεία που εργαζόταν.
- Μία υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην επιχείρηση και να συνεργαστεί με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα-δύο χρόνια.
- Μία επιχείρηση-στόχος η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης. Επίσης, η ύπαρξη αγορών προϊόντων οι οποίες δεν έχουν εκμεταλλευθεί πλήρως από την τρέχουσα διοίκηση, έτσι ώστε με μία «στρατηγική-κλειδί» να

προκύψουν μεγάλα κέρδη.

- Η ύπαρξη συμπτωμάτων ανόρθωσης της επιχείρησης-στόχου. Η φάση της ανόρθωσης μπορεί να αποφέρει μεγάλες αποδόσεις σε μία επένδυση MBI, αρκεί η επιχείρηση να μην έχει φτάσει στην τελική της πτώση (να έχει δηλαδή χάσει την αξιοπιστία της απέναντι στους πελάτες της ή το μακροπρόθεσμο ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, πιθανώς, μέσω τεχνολογικής αχρηστίας). [Lorenz T., 1989]

2.2.8 Κεφάλαιο αντικατάστασης (Replacement Capital)

Το συγκεκριμένο στάδιο επένδυσης με ΕΚΥΚ αφορά την εξαγορά μεριδίου απερχόμενου εταίρου και συναντάται λιγότερο στις μέρες μας.

Παρόλα αυτά, αρκετές ΕΚΕΣ επενδύουν στο εν λόγω στάδιο, αγοράζοντας ήδη υπάρχουσες μετοχές από ιδρυτές-επιχειρηματίες. Είναι ευνόητο ότι ο πωλητής των μετοχών δεν είναι πάντοτε ο επιχειρηματίας ή τα μέλη της ομάδας διοίκησης. Συχνά, τα μη ενδιαφερόμενα μέλη μιας οικογενειακής επιχείρησης αποζητούν μετρητά, πουλώντας τις μετοχές που έχουν στην ιδιοκτησία τους. Επίσης, μπορεί να υπάρξει μία ρήξη σε μία οικογενειακή εταιρεία ή μία ασυμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων ιδρυτών-μετόχων. Τέλος, πωλητής των μετοχών μπορεί να είναι κάποιος άλλος ιδιώτης επενδυτής.

Παρ' ότι η επένδυση στην αρχή μπορεί να είναι απλώς μία αγορά μετοχών, η οποία από μόνη της δεν αποτελεί οικονομική ενίσχυση για την επιχείρηση (αντανακλάται μόνο στον τραπεζικό λογαριασμό του ιδρυτή-επιχειρηματία), μπορεί να υπάρξουν πιθανότητες μιας περαιτέρω "money-in" επένδυσης, η οποία θα βοηθήσει την επιχείρηση. Έτσι, όταν ένας επιχειρηματίας μελετά την πώληση των μετοχών του σε έναν επενδυτή, θα πρέπει πάντοτε να εκτιμάει την ικανότητα και την προθυμία του τελευταίου να παρέχει περαιτέρω χρηματοδότηση. [Lorenz T., 1989]

Γενικά, είναι σύνηθες για τους επενδυτές να αγοράζουν κοινές μετοχές από τους πωλητές και μετά να τις μετατρέπουν σε προνομιούχες, απολαμβάνοντας ένα σταθερό μέρος. Οι μετοχές αυτές, συχνά, μετατρέπονται πάλι σε κοινές, εάν η επιχείρηση εισαχθεί ή πωληθεί.

2.2.9 Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (Turnaround Financing)

Αποτελεί μια σπάνια μορφή χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ και πρόκειται για εξαγορά και ανόρθωση ζημιογόνων επιχείρησης.

Μία τέτοια μορφή επένδυσης σε μία μη εισηγμένη εταιρεία μπορεί να λάβει χώρα στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξής της, εάν ο επιχειρηματίας δεν καταφέρει να ελέγξει τις ταμειακές ροές της εταιρείας ή έχει μεγαλύτερο χρέος από ίδια κεφάλαια. Αυτό μπορεί να

συμβεί επειδή το επιχειρηματικό πρόγραμμα είναι πολύ αισιόδοξο και δαπανηρό, η αγορά δεν μπορεί να αφομοιώσει γρήγορα το προϊόν/ υπηρεσία της εταιρείας, ή ο επιχειρηματίας υστερεί σε κάποιες «κλειδί» διοικητικές και οργανωτικές δεξιότητες, παρότι είναι ικανός εφευρέτης και τεχνολόγος. Βέβαια, οι καταστάσεις ανόρθωσης εμφανίζονται πιο συχνά στα μεταγενέστερα στάδια της εξέλιξης μιας επιχείρησης, όταν δεν υπάρχει εξωτερικός ή επαγγελματίας επενδυτής. Εξάλλου, εάν υπήρχαν από την αρχή υποστηρικτές με ΕΚΥΚ, θα είχαν εντοπίσει τα προβλήματα της επιχείρησης ή ίσως να μην είχαν επιτρέψει να εμφανιστούν από την πρώτη στιγμή.

Ανεξάρτητα από το αν μία επιχείρηση, η οποία βρίσκεται σε δυσχερή θέση, έχει υποστηρικτές ή όχι, μία χρηματοδότηση στροφής χρειάζεται εξειδικευμένη ικανότητα από την πλευρά του επενδυτή. Αυτό μπορεί να σημαίνει μία δυνατή επαναδιαπραγμάτευση των δανειοληπτικών σχέσεων της επιχείρησης με τις τράπεζες. Πάνω από όλα, όμως, σημαίνει διοικητικές αλλαγές, που μπορεί να απαιτούν ο επιχειρηματίας να περιοριστεί σε ένα συμβουλευτικό ρόλο ή και να αφήσει τελείως τον έλεγχο της επιχείρησής του. Επειδή είναι απαραίτητο ένα μεγάλο ποσό χρηματοδότησης προκειμένου να επιβιώσει μία ζημιογόνα εταιρεία, τα ηνία της εταιρείας μπορεί να δοθούν σε έναν επιχειρηματικό κεφαλαιούχο μέσω της εξαγοράς της διοίκησης (MBI). Από την πλευρά του, ο επενδυτής, πρέπει να υιοθετήσει μία ενεργή συμμετοχή (hands-on) στο management της εταιρείας, παίζοντας ένα δυναμικό, καθημερινό ρόλο στις διοικητικές αποφάσεις καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης, η οποία μπορεί να διαρκέσει από 6 μήνες έως αρκετά χρόνια. Τέλος, ο Venture Capitalist όταν έρχεται αντιμέτωπος με μία κατάσταση πιθανούς ανόρθωσης, πρέπει να αποφασίσει γρήγορα αν η επιχείρηση έχει γνήσιες προοπτικές, όχι απλά να εξυγιανθεί, αλλά και να αποτελέσει καρπό μελλοντικών εισροών. Λόγω των παραπάνω δυσκολιών, παρατηρούμε ότι η χρηματοδότηση στροφής αποτελεί το μικρότερο ποσοστό επενδύσεων με ΕΚΥΚ.

Η χρηματοδότηση στροφής είναι σπάνιο να αναδείξει τους ίδιους μεγάλους νικητές που αναδεικνύονται στα πρώτα στάδια χρηματοδότησης με VC. Σε πολλές περιπτώσεις, η πληγείσα εταιρεία που ζητά την υποστήριξη του κεφαλαίου στροφής, είναι μία ώριμη επιχείρηση που ανήκει σε έναν παραδοσιακό βιομηχανικό κλάδο. Από την άλλη, όταν η εταιρεία ανήκει σε ένα σύγχρονο τομέα της βιομηχανίας, μπορεί να έχει χάσει κάποια αγορά ή ένα τεχνολογικό προβάδισμα που είχε πρότινος, και έτσι να μην μπορεί να εκπληρώσει τις αρχικές προοπτικές ανάπτυξής της.

Συνήθως, η τελική έκβαση μίας χρηματοδότησης ανόρθωσης για έναν επιχειρηματικό κεφαλαιούχο είναι η πώληση της εταιρείας υπό χρηματοδότηση σε μία

μεγαλύτερη εταιρεία του ίδιου κλάδου. Επιτυγχάνεται ένα μέτριο κεφαλαιακό κέρδος, συνήθως όχι μεγαλύτερο από 2-3 φορές την αρχική επένδυση.

Ανακεφαλαιώνοντας, το σημείο στο οποίο στοχεύουν οι Venture Capitalists είναι το μεσαίο κομμάτι της καμπύλης ζωής μιας επιχείρησης, δηλαδή το κομμάτι εκείνο στο οποίο η επιχείρηση έχει δημιουργήσει το προϊόν, αλλά δεν έχει τους κατάλληλους πόρους για να το αναπτύξει. Αποφεύγουν συνήθως, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, την επένδυση στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας εταιρείας, όπου το μέλλον της είναι αβέβαιο, αλλά και τα τελευταία, όπου ο ανταγωνισμός είναι μεγάλος και ο ρυθμός ανάπτυξής της πέφτει δραματικά.

Οι παραπάνω φάσεις χρηματοδότησης διαρκούν συνήθως από 5 έως 10 χρόνια και οι ΕΚΕΣ δεν είναι απαραίτητο να χρηματοδοτήσουν όλα τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Εξάλλου, οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι σπάνια χορηγούν όλα μαζί τα κεφάλαια τα οποία χρειάζεται μια επιχείρηση. Σε κάθε στάδιο ανάπτυξης χορηγούνται τα κεφάλαια τα οποία είναι απαραίτητα για να φθάσει η επιχείρηση στο επόμενο στάδιο. Εάν η εξέλιξή της δεν είναι ικανοποιητική, η ΕΚΕΣ μπορεί να αρνηθεί τη χορήγηση επιπλέον κεφαλαίων ή να διαθέσει μικρότερη ποσότητα αυτών. Ακόμη, μπορεί να προβεί στην αλλαγή της διοίκησης της επιχείρησης, εφόσον έχει φυσικά τη δυνατότητα αυτή.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονισθεί ότι η συμμετοχή αρκετών Venture Capitalists στην ίδια επιχείρηση (syndication of venture capital investment) είναι ιδιαίτερα συχνή, γιατί προσφέρει καλύτερη πληροφόρηση ως προς την επιχείρηση-στόχο, αυξημένη εμπειρία και μεγαλύτερη διάθεση κεφαλαίων. *[Βασιλείου Δ., 1995]*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ME VENTURE CAPITAL

3.1 Επιλογή της κατάλληλης ΕΚΕΣ από την ενδιαφερόμενη επιχείρηση

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

Ο επιχειρηματίας, αφού συγκρίνει το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων με αυτά που διαθέτουν οι ΕΚΕΣ σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στο ίδιο στάδιο ανάπτυξης, θα πρέπει να αναζητήσει επενδυτές που έχουν γερές οικονομικές πηγές και καλό ιστορικό, αλλά και να αποταθεί σε αυτούς που έχουν τη δυνατότητα να τον βοηθήσουν και με δεύτερο ή τρίτο γύρο χρηματοδότησης, εάν χρειαστεί. Εξάλλου, η προσωπική χημεία ανάμεσα στον venture capitalist και την ομάδα διοίκησης δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την επίτευξη προστιθέμενης αξίας. *[Bygrave W./ Timmons J., 1992]*

Η συμμετοχή των ΕΚΕΣ στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση μπορεί να γίνει με διάφορες μορφές και συνεπώς, θα πρέπει από την αρχή ο επιχειρηματίας να επιλέξει τον κατάλληλο συνδυασμό. Επίσης, θα πρέπει να ζητηθούν συμβουλές από επιχειρηματίες και επαγγελματίες (δικηγόρους, οικονομικούς συμβούλους, τραπεζίτες) για τον εντοπισμό τυχόν πρόσθετων πηγών χρηματοδότησης.

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

1. Όταν η ΕΚΕΣ συμμετέχει σε πάρα πολλές εταιρείες μειώνεται ο συμβουλευτικός ρόλος της για τη δημιουργία προστιθέμενης αξίας, καθώς έχει πλέον περιορισμένο χρόνο να αφιερώσει.

2. Όταν η ΕΚΕΣ έχει περιορισμένη λειτουργική εμπειρία ή υπερβολικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς.
3. Όταν η προϊστορία της ΕΚΕΣ χαρακτηρίζεται από συνεχείς αντικαταστάσεις διοικήσεων στις εταιρείες που αναλαμβάνει να χρηματοδοτήσει, καθώς και από μεγάλο ποσοστό αποτυχημένων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιό της.
4. Όταν η ΕΚΕΣ πιστεύει ότι θα μπορούσε να διοικήσει καλύτερα την εταιρεία από τους διοικητές ή ιδρυτές της. Συνήθως τέτοιοι επενδυτές διακατέχονται από ψευδαισθήσεις και είναι κακοί συνεργάτες των επιχειρηματιών.

[Bygrave W./ Timmons J., 1992]

3.2 Διαπραγμάτευση επενδυτικών συμφωνιών σε VC

Μια συμφωνία χρηματοδότησης σε VC ακολουθεί περίπου τα εξής στάδια, προκειμένου να επιτύχει η ΕΚΕΣ την αποτελεσματικότερη τοποθέτηση και αξιοποίηση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται

3.2.1 Δημιουργία συστήματος ροής επιχειρηματικών προγραμμάτων

Το σημείο εκκίνησης των δραστηριοτήτων μίας ΕΚΕΣ είναι το «Επιχειρηματικό Πρόγραμμα» (business plan), αφού βέβαια πρώτα έχει πραγματοποιηθεί προσπάθεια προσέλκυσης ενδιαφέροντος των επενδυτών και η απαραίτητη προβολή και προώθηση του VC fund. Οποιαδήποτε επιχείρηση ενδιαφέρεται να χρηματοδοτηθεί με ΕΚΥΚ, θα πρέπει να παρουσιάσει στην ΕΚΕΣ το επιχειρηματικό της πρόγραμμα. Μέσα σ' αυτό θα πρέπει να αναφέρει με σαφήνεια τους στόχους, τις στρατηγικές, καθώς και τα μελλοντικά αποτελέσματα που αναμένει από την επένδυση που πρόκειται να πραγματοποιήσει. Αν και δεν υπάρχει ένα συγκεκριμένο πρότυπο, ένα επιχειρηματικό πρόγραμμα θα πρέπει να περιλαμβάνει τα παρακάτω σημεία:

- Μία περίληψη (3-4 σελίδες)
- Περιγραφή της επιχείρησης και του κλάδου
- Χαρακτηριστικά και πλεονεκτήματα των νέων προϊόντων ή υπηρεσιών
- Έρευνα και ανάλυση της αγοράς
- Εκτιμώμενο μερίδιο αγοράς και προβλεπόμενες πωλήσεις

- Πρόγραμμα σχεδιασμού, παραγωγής και ανάπτυξης των νέων προϊόντων ή υπηρεσιών
- Πρόγραμμα οργάνωσης και διοίκησης της επιχείρησης
- Πιθανοί κίνδυνοι και προβλήματα
- Χρηματοοικονομικό πρόγραμμα
- Συνολικό χρονοδιάγραμμα
- Συμπεράσματα

[Βασιλείου Δ., 1995]

Οι ΕΚΕΣ, προκειμένου να διαχειριστούν με αποτελεσματικότητα τον όγκο των επιχειρηματικών προγραμμάτων που δέχονται, καθορίζουν με σαφήνεια, τόσο τον αριθμό των προγραμμάτων που θα αξιολογηθούν με λεπτομέρεια, όσο και τον αριθμό των επενδύσεων που τελικά θα πραγματοποιηθούν. Οι στόχοι αυτοί αποτελούν μέρος ενός ετήσιου επιχειρηματικού προγράμματος που συντάσσουν οι ίδιες οι ΕΚΕΣ. Το πρόγραμμα αυτό παρουσιάζεται με μορφή πυραμίδας (σχήμα 3.1 της επόμενης σελίδας) και ονομάζεται «επιχειρηματικό πρόγραμμα ανεύρεσης επιχειρήσεων» ("catch entrepreneurs" business plan) [Silver D., 1985]. Όπως με κάθε επιχειρηματικό πρόγραμμα, έτσι και με αυτό, το ανθρώπινο δυναμικό της ΕΚΕΣ θα πρέπει να δραστηριοποιείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να πραγματοποιούνται οι στόχοι που αναφέρονται σε αυτό. Το ύψος των στόχων αυτών εξαρτάται από την αναμενόμενη απόδοση, τη δυναμικότητα της ΕΚΕΣ σε ανθρώπινο δυναμικό, την αγορά, καθώς και το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η ΕΚΕΣ.

Απ' ότι παρατηρούμε στο παρακάτω διάγραμμα, από τα 1000 επιχειρηματικά προγράμματα (business plans) που δέχεται μία ΕΚΕΣ, μόνο το 5% επιλέγεται για λεπτομερή αξιολόγηση. Το γεγονός αυτό είναι απόρροια τόσο του μεγάλου ενδιαφέροντος των επιχειρήσεων, όσο και της αδυναμίας μιας ΕΚΕΣ να αξιολογήσει λεπτομερώς όλα τα επιχειρηματικά προγράμματα που δέχεται.

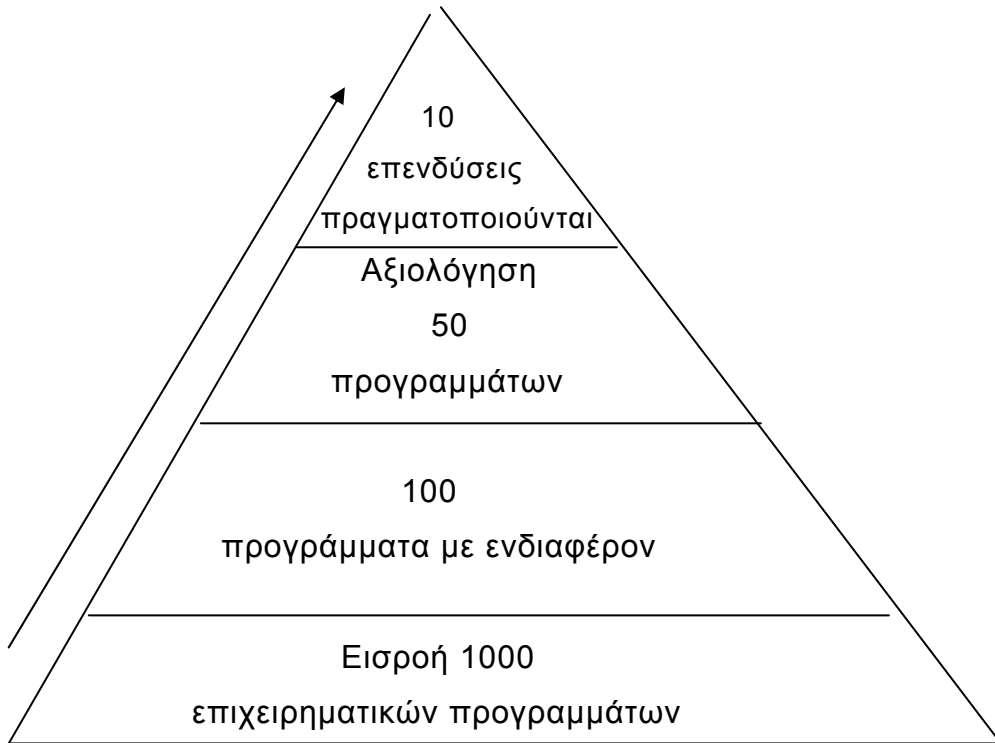
Τα μέσα τα οποία χρησιμοποιούνται για να κατατεθούν τα επιχειρηματικά προγράμματα στην ΕΚΕΣ είναι πολλά και εξαρτώνται από τη στρατηγική marketing που ακολουθείται (ταχυδρομείο, προσωπική παράδοση, τηλέφωνο, κ.ά.).

Ένα νέο μέσο επικοινωνίας μεταξύ ΕΚΕΣ και επιχειρήσεων, το οποίο τα τελευταία χρόνια κάνει έντονα την εμφάνισή του, είναι αυτό του διαδικτύου (Internet). Στα πλαίσια αυτού, ένας μεγάλος αριθμός ΕΚΕΣ τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Ευρώπη, έχουν δημιουργήσει δικές τους ηλεκτρονικές σελίδες (web sites), μέσα από τις οποίες αναζητούν επενδυτικές

ευκαιρίες, καλώντας τις επιχειρήσεις να στείλουν το επιχειρηματικό τους πρόγραμμα, υπόδειγμα του οποίου παρέχεται προς συμπλήρωση.

Σχήμα 3.1:

Επιχειρηματικό πρόγραμμα ανεύρεσης επιχειρήσεων



Πηγή: *Silver D., 1985*

3.2.2 Αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων

Εφόσον αρχίσει η ροή των επενδυτικών προτάσεων και πριν πραγματοποιηθεί η λεπτομερής αξιολόγησή τους, τα στελέχη της ΕΚΕΣ πραγματοποιούν έναν πρόχειρο έλεγχο του επιχειρηματικού προγράμματος. Τα κυριότερα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη φάση αυτή είναι τα ακόλουθα: ο τομέας δραστηριότητας της επιχείρησης, το προϊόν της, το μέγεθός της, η γεωγραφική τοποθεσία της, η πολιτική επενδύσεών της και η ανταγωνιστική θέση της στην αγορά [Ζοπουνίδης Κ., 2004]. Μέσα από αυτόν τον πρόχειρο έλεγχο απορρίπτονται οι επενδυτικές προτάσεις που δεν τηρούν τα κυριότερα κριτήρια, ενώ επιλέγονται εκείνες που θα αξιολογηθούν με τη μέγιστη δυνατή λεπτομέρεια.

Προκειμένου να διευκολυνθούν οι ενέργειες επιλογής των επιχειρηματικών προγραμμάτων που θα αξιολογηθούν, οι ΕΚΕΣ έχουν καταρτίσει ένα έντυπο, το οποίο συμπληρώνεται από τα στελέχη τους κατά το στάδιο του πρόχειρου ελέγχου. Στο έντυπο αυτό, που ονομάζεται «Έντυπο Συναλλαγής» (υπόδειγμα παρατίθεται στο τέλος του παρόντος κεφαλαίου), πραγματοποιείται

(από τρία ή και περισσότερα στελέχη της ΕΚΕΣ) μία συνοπτική περιγραφή τόσο των βασικών στοιχείων του επιχειρηματικού προγράμματος (business plan), όσο και της επιχείρησης που αναζητά χρηματοδότηση. Στο κάτω μέρος του εντύπου αυτού, τα στελέχη πραγματοποιούν κάποιες συστάσεις, σύμφωνα με τις οποίες διαγράφεται η περαιτέρω πορεία του ελέγχου (απόρριψη επενδυτικής πρότασης, έλεγχος του μεγέθους της αγοράς, τεχνική ανάλυση, έλεγχος επιχειρηματία, συνάντηση με τον επιχειρηματία, διάθεση και σε άλλο στέλεχος).

Καθώς ο πρόχειρος έλεγχος έχει οδηγήσει σε λεπτομερή ανάλυση, οι ΕΚΕΣ αξιολογούν τις επιχειρήσεις με βάση ένα σύνολο κριτηρίων απόφασης και τις πληροφορίες, ποιοτικές και ποσοτικές, οι οποίες βρίσκονται μέσα στο business plan. Αυτή η αξιολόγηση στηρίζεται επίσης στην υποκειμενική κρίση που διαθέτουν τα στελέχη των εταιρειών παροχής VC.

Στο τέλος της φάσης της εκτίμησης πρέπει να κατασκευαστεί ένα επιχειρησιακό μοντέλο, το οποίο θα επιτρέπει την αυτόματη αξιολόγηση κάθε επιχείρησης που ζητεί τη χρηματοδότηση της ΕΚΕΣ. Τέτοια μοντέλα αναλύονται στο κεφάλαιο 4 της παρούσας εργασίας.

Το 2002, στην Ελλάδα, το Εργαστήριο Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης του Πολυτεχνείου Κρήτης κατέγραψε με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία και τις συζητήσεις που πραγματοποιήθηκαν με στελέχη των ΕΚΕΣ, 19 κριτήρια εκτίμησης για την επιλογή των υποψήφιων επενδυτικών προτάσεων. Τα κριτήρια αυτά περιγράφουν με συνολικό τρόπο το management, την αγορά, το προϊόν, οργανωτικά και τεχνικά χαρακτηριστικά της υποψήφιας προς χρηματοδότηση επιχείρησης. Για να καταστεί δυνατό να εξεταστεί ποια κριτήρια είναι τα πιο σημαντικά και ουσιώδη στην αξιολόγηση των business plans από ελληνικές ΕΚΕΣ, ζητήθηκε από τα στελέχη τους να ιεραρχήσουν τα 19 κριτήρια. Στη συνέχεια, με τη βοήθεια ενός απλού υποδείγματος σταθμισμένου μέσου όρου, πραγματοποιήθηκε η παρακάτω κατάταξη των κριτηρίων από το πιο σημαντικό έως το λιγότερο σημαντικό (πίνακας 3.1 επόμενης σελίδας).

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ιεράρχηση των κριτηρίων στην περίπτωση της Ελλάδας, είναι ότι τα κριτήρια “αναμενόμενος βαθμός απόδοσης της επένδυσης” και “ικανότητες-χαρακτηριστικά της διοίκησης της επιχείρησης” είναι τα πιο σημαντικά για τη λήψη μιας απόφασης επένδυσης σε VC. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σε πλήρη αρμονία και συσχέτιση με τα αποτελέσματα διεθνών ερευνών. Ακολουθούν στην τρίτη και ισόβαθμη θέση τα κριτήρια “χαρακτηριστικά του κλάδου” και “αναμενόμενος κίνδυνος”, στην πέμπτη θέση το κριτήριο “ανάπτυξη της αγοράς”, ενώ στην έκτη θέση βρίσκεται το κριτήριο “πρωτοτυπία-καινοτομία”. Τα έξι πρώτα αυτά κριτήρια δείχνουν σε παγκόσμιο επίπεδο ότι τα στελέχη των ΕΚΕΣ ενδιαφέρονται πρωτίστως οι υποψήφιες επιχειρήσεις να έχουν καλή ομάδα διοίκησης, αγορά σε ανάπτυξη, καλό προϊόν και καλές χρηματοοικονομικές επιδόσεις που βασίζονται στο δίδυμο “απόδοση-κίνδυνος”.

[Ζοπουνίδης Κ., 2004]

Πίνακας 3.1:

Ιεράρχηση κριτηρίων εκτίμησης των ελληνικών ΕΚΕΣ

No.	ΚΡΙΤΗΡΙΑ	ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ
1	Ικανότητες και χαρακτηριστικά της διοίκησης	4	2
2	Προσωπικά κίνητρα	0	17
3	Χαρακτηριστικά του κλάδου	2.8	3
4	Διαφοροποίηση του προϊόντος	1.2	8
5	Δυνατότητα ανάπτυξης	1.3	7
6	Πρωτοτυπία-Καινοτομία	2.1	6
7	Μέγεθος αγοράς	1.1	9
8	Ανάπτυξη αγοράς	2.2	5
9	Ανταγωνισμός	0.8	13
10	Cash-out method	0.6	14
11	Αναμενόμενος βαθμός απόδοσης	4.7	1
12	Αναμενόμενος κίνδυνος	2.8	3
13	Ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει η επιχείρηση	0	17
14	Παροχές επενδυτή	0	17
15	Μέγεθος της επένδυσης	1	10
16	Ρευστότητα	1	10
17	Συστάσεις	0.5	15
18	Στάδιο ανάπτυξης εταιρείας	0.9	12
19	Εξασφάλιση δυνατοτήτων κλάδου από χρηματοδοτούμενη επιχείρηση	0.1	16

Πηγή: Ζοπουνίδης Κ., 2004

Τέλος, η επενδυτική πρόταση αξιολογείται (οι τεχνικές αξιολόγησης επιχειρηματικών προγραμμάτων αναλύονται στην ενότητα 3.3 του ίδιου κεφαλαίου) στα πλαίσια τριών βασικών αρχών. Οι αρχές αυτές, που είναι γνωστές και ως οι τρεις νόμοι του ΕΚΥΚ (the three laws of venture capital), είναι οι εξής:

- **1η Αρχή:** Μη αποδοχή επενδυτικής πρότασης που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων.
- **2η Αρχή:** Επιλογή επένδυσης με μεγάλη αξία. Η αξία της επένδυσης είναι το αποτέλεσμα του γινομένου $V = P * S * Q$, όπου (V) είναι η αξία της επένδυσης, (P) το μέγεθος του προβλήματος που καλείται να αντιμετωπίσει η επένδυση, (S) η λύση του προβλήματος και (Q) η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της επιχείρησης.
- **3η 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(Q).

[Silver D., 1985]

Αναλυτικότερα:

1η αρχή: Απόρριψη επένδυσης εξαιτίας μεγάλου αριθμού κινδύνων

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια ΕΚΕΣ είναι πέντε και η ύπαρξή τους εξαρτάται από το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται, τη δεδομένη χρονική στιγμή, η υποψήφια επιχείρηση προς χρηματοδότηση (πίνακας 3.2).

Πίνακας 3.2:

Κίνδυνοι επενδυτικών προτάσεων

ΚΙΝΔΥΝΟΙ	ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ
1) Κίνδυνος Ανάπτυξης	"Μπορούμε να αναπτύξουμε το προϊόν"
2) Κίνδυνος Παραγωγής	"Εφόσον το αναπτύξουμε μπορούμε να το παράγουμε"
3) Κίνδυνος Αγοράς	"Εάν το παράγουμε μπορούμε να το πουλήσουμε"
4) Κίνδυνος Διοίκησης	"Με ποιο κέρδος θα το πουλήσουμε"
5) Κίνδυνος Αύξησης της Αξίας της Επιχ/σης	"Εφόσον αντιμετωπίσουμε τα παραπάνω, μπορούμε να αυξήσουμε την αξία της επιχ/σης"

Για παράδειγμα, εάν μία επιχείρηση βρίσκεται στο αρχικό στάδιο της οικονομικής ζωής της και αναζητά κεφάλαιο εκκίνησης, τότε η επένδυση με ΕΚΥΚ εμπεριέχει όλα τα παραπάνω είδη κινδύνων, δεδομένου ότι η ρευστότητα της επιχείρησης είναι ακόμα αρνητική. Αντιθέτως, μία επιχείρηση που βρίσκεται στα μετέπειτα στάδια της οικονομικής της ζωής και παρουσιάζει θετική ρευστότητα, αντιμετωπίζει μικρότερο αριθμό κινδύνων (δε συμβαίνει το ίδιο με την ένταση αυτών).

Επένδυση που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων, είναι αδύνατον να πραγματοποιηθεί και απορρίπτεται από την ΕΚΕΣ. Η επένδυση εκείνη που θα προκαλέσει το ενδιαφέρον, είναι αυτή που εμπεριέχει τους κινδύνους της αγοράς και της διοίκησης, δεδομένου ότι οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να αντιμετωπισθούν με βάση την τεχνογνωσία και την εμπειρία της ΕΚΕΣ.

Από την άλλη πλευρά, οι κίνδυνοι ανάπτυξης και παραγωγής δημιουργούνται από την ίδια την επιχείρηση που αναζητά χρηματοδότηση, ενώ η αντιμετώπισή τους αναφέρεται στο επιχειρηματικό πρόγραμμα που καταθέτουν στην ΕΚΕΣ. Σε αυτήν την περίπτωση, η ΕΚΕΣ εξετάζει την εφικτότητα και την ορθότητα της λύσης που προτείνεται.

Όσον αφορά τον κίνδυνο της αύξησης της αξίας της επιχείρησης μετά την είσοδό της στο χρηματιστήριο αξιών, οι ΕΚΕΣ ακολουθούν την πολιτική της ρευστοποίησης του μεριδίου που κατέχουν μετά την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Το γεγονός αυτό οφείλεται στις συνθήκες που επικρατούν στις κεφαλαιαγορές, στα πλαίσια των οποίων οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν ή να αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης ανά πάσα στιγμή, χωρίς να ενδιαφέρονται για την επίπτωση που θα έχουν οι συναλλαγές αυτές στην αξία της επιχείρησης.

2η αρχή: Επιλογή επένδυσης με μεγάλη αξία

Σύμφωνα με τη δεύτερη αρχή του ΕΚΥΚ, επένδυση που έχει υψηλά (P), (S) και (Q), έχει πολλές πιθανότητες να πραγματοποιήσει υψηλές αποδόσεις, καθώς αυξάνεται η αξία της.

Με άλλα λόγια, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η αξία της επένδυσης (V) ισούται με το γινόμενο:

$$V = P * S * Q,$$

όπου P=το πρόβλημα, S=η λύση, Q=η ποιότητα της διοικητικής ομάδας.

Αναφορικά με τα στοιχεία του γινομένου, το πρόβλημα (P) που καλείται να λύσει η επένδυση, θεωρείται από τα σημαντικότερα στοιχεία της. Όσο πιο υψηλό είναι το πρόβλημα, τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επένδυση. Η θεώρηση αυτή θεωρείται λογική (σύμφωνα με τη φιλοσοφία του ΕΚΥΚ), δεδομένου ότι εάν η λύση (S) του προβλήματος είναι επίσης ελκυστική, η αγορά θα αντιμετωπίσει την επένδυση με αισιοδοξία. Το πρόβλημα που καλείται να αντιμετωπίσει μια επένδυση μπορεί να συνδέεται τόσο με την επιχείρηση ή την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται αυτή (χαμηλά αποτελέσματα επιχείρησης, παραπαίουσα αγορά κ.ά.), όσο και με το κοινωνικό σύνολο (ασθένειες, ενεργειακό πρόβλημα, κ.ά.). Μία επένδυση που αντιμετωπίζει προβλήματα του κοινωνικού συνόλου, όπως η ανακάλυψη του εμβολίου κατά του καρκίνου, είναι ιδιαίτερα ελκυστική για την ΕΚΕΣ. Τούτο διότι η απήχηση που θα έχει η ανακάλυψη αυτή στο ευρύ κοινό, θα επιφέρει τεράστιες αποδόσεις τόσο στην επιχείρηση, όσο και στην ΕΚΕΣ.

Η λύση (S) του προβλήματος είναι συνάρτηση του κόστους και της εφικτότητας, αφενός της τεχνολογίας (T) και αφετέρου της λύσης που προτείνεται από το επιχειρηματικό πρόγραμμα (B). Δηλαδή, $S = T * B$. Μια επενδυτική πρόταση που δεν έχει ελκυστική λύση (S) είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί. Για να πραγματοποιηθεί, θα πρέπει τόσο το πρόβλημα (P), όσο και η ποιότητα της διοικητικής ομάδας (Q) να βρίσκονται σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Τέλος, όσον αφορά την ποιότητα της διοικητικής ομάδας (Q), είναι ο περισσότερο ελέγξιμος από τους υπόλοιπους παράγοντες, καθώς η ΕΚΕΣ, μέσω της συμμετοχής της στη διοίκηση της επιχείρησης και της τεχνογνωσίας που διαθέτει, είναι ικανή να τον αντιμετωπίσει

με αποτελεσματικότητα. Αποδοχή επενδυτικής πρότασης με χαμηλό (Q) μπορεί να συμβεί, εφόσον το πρόβλημα (P) και η λύση του (S) βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.

3η αρχή: Επιλογή επένδυσης με μεγάλο πρόβλημα

Η τρίτη αρχή του ΕΚΥΚ συσχετίζεται με το πρόβλημα (P) που αντιμετωπίζει η επένδυση. Σύμφωνα με αυτήν, επένδυση που πραγματοποιείται για να αντιμετωπίσει ένα μεγάλο πρόβλημα, ιδιαίτερα κοινωνικό, είναι αρκετά ελκυστική, ακόμα και εάν η λύση της (S) βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.

Μια επένδυση που καλείται να αντιμετωπίσει ένα πρόβλημα, ακόμα και εάν τελικά αποτύχει, δημιουργεί στην αγορά (τουλάχιστον προσωρινά) ένα θετικό κλίμα, το οποίο οδηγεί στην αύξηση της αξίας της. Το γεγονός αυτό δημιουργεί προϋποθέσεις γρηγορότερης εξόδου της ΕΚΕΣ από την επένδυση, με ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις.

3.2.3 Αποτίμηση επιχείρησης και ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης

Εάν οι επενδυτικές προτάσεις, σύμφωνα με τα παραπάνω, κριθούν ελκυστικές, τότε η ΕΚΕΣ προχωρεί στη χρηματοοικονομική ανάλυση των προτάσεων αυτών, έτσι ώστε να προσδιοριστεί η αξία της υποψήφιας επιχείρησης, η πληρωτέα τιμή των τίτλων συμμετοχής και το ποσοστό συμμετοχής της στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Οι παράγοντες αυτοί αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεων με τα στελέχη της ενδιαφερόμενης επιχείρησης και βασίζονται στην προσδοκώμενη απόδοση και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης.

3.2.3.1 Αποτίμηση αξίας επιχείρησης

Για την αποτίμηση της αξίας της υποψήφιας επιχείρησης, οι μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι ΕΚΕΣ είναι οι εξής τρεις:

- Μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης
- Μέθοδος της παρούσας αξίας των καθαρών ταμειακών ροών
- Μέθοδος του δείκτη τιμής (P) προς κέρδη (E) (price – earnings ratio)

Μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης

Η μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης αποβλέπει στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, βάσει των τρεχουσών τιμών τους στην αγορά. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι η διαφορά της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών της στοιχείων και του πραγματικού παθητικού της (υποχρεώσεις προς τρίτους). [Σακέλλης Ε., 1991]

Δηλαδή:

Πραγματική καθαρή θέση επιχείρησης =

Στοιχεία ενεργητικού σε τρέχουσες αξίες - Υποχρεώσεις προς τρίτους

Η αποτίμηση της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποτελεί μια επίπονη για την ΕΚΕΣ διαδικασία, γιατί απαιτεί λεπτομερή απογραφή κάθε περιουσιακού στοιχείου που διαθέτει η επιχείρηση. Επίσης, η συγκεκριμένη μέθοδος λόγω του ότι στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα (Ισολογισμός και Αποτελέσματα χρήσης), τα οποία δεν εμπεριέχουν τη δυναμικότητα της επιχείρησης (φήμη και πελατεία), είναι αμφιβόλου αποτελεσματικότητας για το σκοπό των ΕΚΕΣ.

Μέθοδος της παρούσας αξίας των καθαρών ταμειακών ροών

Για τις ΕΚΕΣ αποδεκτές είναι κυρίως, οι μέθοδοι που επιτρέπουν να εκτιμηθεί το δυναμικό της επιχείρησης και η ικανότητα αυτής να παράγει πλούτο.

Για το σκοπό αυτό, βασικό κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιείται, είναι η παρούσα αξία των προσδοκώμενων καθαρών ταμειακών ροών.

Η παρούσα αξία της επιχείρησης υπολογίζεται με την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{Παρούσα αξία} = \sum_{t=1}^T \frac{KTP_t}{(1+i)^t},$$

όπου KTP_t είναι οι καθαρές ταμειακές ροές του έτους t (δηλαδή, η διαφορά των καθαρών ταμειακών εισροών από τις αντίστοιχες εκροές του έτους t) και i το επιτόκιο προεξόφλησης, προσαρμοσμένο με βάση τον κίνδυνο της επένδυσης και την επιθυμητή από αυτήν απόδοση. Έτσι, για χρηματοδότηση επιχειρήσεων οι οποίες βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης, εφαρμόζεται υψηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ για επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης, εφαρμόζεται χαμηλότερο επιτόκιο. Αυτό οφείλεται, φυσικά, στο ότι οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε αρχικά στάδια

ανάπτυξης, είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι οι επενδύσεις σε εκείνες τις επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης. [Βασιλείου Δ., 1995]

Μέθοδος του δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E)

Μία άλλη μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης που χρησιμοποιείται από τις ΕΚΕΣ, είναι και αυτή του δείκτη τιμής προς κέρδη. Με βάση τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης, μετά από το πέρας της επένδυσης, είναι το αποτέλεσμα του γινομένου των προβλεπόμενων κερδών μετά φόρων (ΚΜΦ) της επιχείρησης στο τέλος της επένδυσης με το δείκτη τιμής προς κέρδη. Ο δείκτης τιμής προς κέρδη που χρησιμοποιούν οι ΕΚΕΣ, εκφράζει το στόχο τους όσον αφορά τον επιθυμητό πολλαπλασιασμό της αξίας της αρχικής επένδυσης.

Στις ΗΠΑ, ο δείκτης τιμής προς κέρδη που χρησιμοποιείται από τις ΕΚΕΣ, κυμαίνεται μεταξύ 10 και 12 φορές. [Βασιλείου Δ., 1996]

Για παράδειγμα, εάν στο τέλος της επένδυσης η επιχείρηση προβλέπει πως θα έχει κέρδος μετά φόρων ίσο με 300.000€ και με δείκτη τιμής προς κέρδη ίσο με 10, τότε η τελική αξία της επιχείρησης θα είναι ίση με 3.000.000€.

3.2.3.2 Ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης

Έχοντας αποτιμήσει την αξία της επιχείρησης, η ΕΚΕΣ υπολογίζει το ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Ο υπολογισμός του ποσοστού αυτού βασίζεται στην τελική αξία της επιχείρησης, καθώς και στη συνολική απόδοση της επένδυσης. Ειδικότερα, το ποσοστό συμμετοχής της επιχείρησης είναι το αποτέλεσμα της παρακάτω σχέσης:

$$\text{Ποσοστό Συμμετοχής} = \text{Συνολική Απόδοση} / \text{Αξία Επιχείρησης}$$

Γενικά, τα επιχειρηματικά κεφάλαια συνήθως δε θέλουν να παίρνουν ποσοστό κάτω από 15-20%, αλλά και δεν επιδιώκουν ποσοστό άνω του 35-40% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Είναι πάγια πολιτική των επενδυτών να μην επιδιώκουν πλειοψηφικό έλεγχο τη εταιρείας. Τελικά, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους, οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι θα ζητήσουν μία ή δύο θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας.

Παράδειγμα υπολογισμού του ποσοστού συμμετοχής μιας ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης [Βασιλείου Δ., 1996]

Υποθέσεις:

-Απαιτούμενη αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων της ΕΚΕΣ (εκτίμηση του δείκτη P/E της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης κατά τον 5^ο χρόνο)..... =10 φορές την αρχική επένδυση μέσα σε 5 χρόνια

-Κέρδη μετά φόρων (ΚΜΦ) κατά τον 5^ο χρόνο..... =750.000,00€

-Αρχική επένδυση της ΕΚΕΣ.....=300.000,00€

Υπολογισμοί:

-Απαιτούμενη συνολική απόδοση..... =10*300.000,00=3.000.000,00€

-Αξία επιχείρησης κατά τον 5^ο χρόνο

P/E * ΚΜΦ.....=10*750.000,00=7.500.000,00€

Ποσοστό συμμετοχής = Συνολική Απόδοση / Αξία επιχείρησης

=3.000.000,00 / 7.500.000,00= 0,40 ή 40% του μετοχ. κεφ.

Προκειμένου λοιπόν η ΕΚΕΣ να επιτύχει την απόδοση που επιθυμεί, θα πρέπει να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης κατά 40%.

3.2.4 Διάρθρωση της συμφωνίας χρηματοδότησης-υπογραφή συμβολαίου

Σε αυτή τη φάση αρχίζουν οι ουσιαστικές διαπραγματεύσεις. Οι νέοι επιχειρηματίες έχουν το δικαίωμα να αντικρούσουν την αποτίμηση που κάνει ο επενδυτής, αλλά τέτοιες αντιρρήσεις πρέπει πάντα να βασίζονται σε πραγματικά δεδομένα και όχι σε υποκειμενικές προσδοκίες. Εδώ ακριβώς βρίσκεται και ο μεγαλύτερος κίνδυνος διακοπής των διαπραγματεύσεων και να χαθούν ελπιδοφόρες ιδέες, λόγω ασυμφωνίας των δύο πλευρών.

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

Με την υπογραφή του term sheet, αρχίζει πυρετωδώς η νομική προετοιμασία του συμβολαίου. Και τα δύο μέρη ορίζουν νομικούς συμβούλους, οι οποίοι διαπραγματεύονται όλες τις λεπτομέρειες ενός συμβολαίου που ορίζει τους όρους και τις συνθήκες της χρηματοδότησης. Η μορφή και τα ποσά της χρηματοδότησης, οι διοικητικές αλλαγές, ο βαθμός συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο management της επιχείρησης, η εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο, τα δικαιώματα βέτο και ο έλεγχος της διαδικασίας εξόδου από την επένδυση είναι μερικά από τα θέματα που δηλώνονται σε αυτό το έγγραφο.

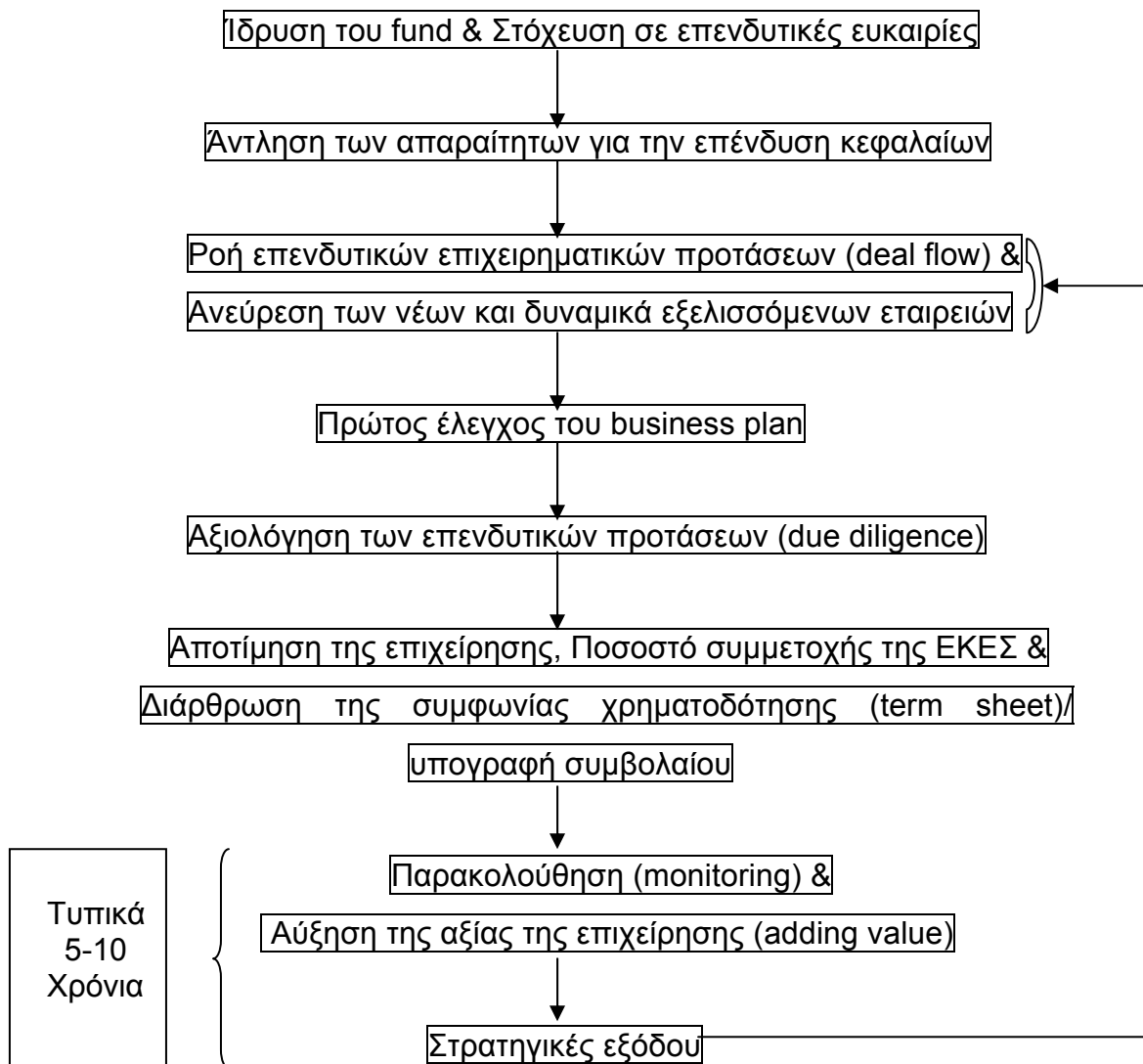
Όταν ολοκληρωθεί ο προσεκτικός αυτός έλεγχος και ετοιμαστούν τα συμβόλαια, έρχεται η πολυπόθητη στιγμή των οριστικών υπογραφών και της αποδέσμευσης των χρημάτων από τον επενδυτή προς τον τραπεζικό λογαριασμό του επενδυόμενου. Η ημέρα των υπογραφών είναι μια μέρα επιτυχίας και για τους δύο συμβαλλόμενους, αλλά και αφετηρία μιας δύσκολης προσπάθειας υλοποίησης του οράματος των νέων επιχειρηματιών στην πράξη.

Όλη αυτή η διαδικασία, από την πρώτη υποβολή του επιχειρηματικού σχεδίου μέχρι την οριστική υπογραφή του συμβολαίου, μπορεί να διαρκέσει 6-9 μήνες, ανάλογα με το προσωπικό που διαθέτει η ΕΚΕΣ. [Ζοπουνίδης Κ., 2004]

Συνοπτικά, μπορούμε να πούμε ότι οι ΕΚΕΣ ακολουθούν κατά βάση την παρακάτω διαδικασία επένδυσης με VC (σχήμα 3.2 επόμενης σελίδας), διαδικασία που διαρκεί 5-10 χρόνια, προκειμένου να δρέψουν τους καρπούς της προσπάθειάς τους.

Σχήμα 3.2:

Κλασική διαδικασία επένδυσης με VC



Πηγή: Bygrave W./ Timmons J., 1992

3.3 Τεχνικές αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων σε VC

Οι ΕΚΕΣ, εφόσον κρίνουν πως μία επενδυτική πρόταση που παρουσιάζεται μέσω του επιχειρηματικού προγράμματος είναι ελκυστική, προχωρούν στη φάση της λεπτομερούς αξιολόγησής της, χρησιμοποιώντας εκτός των άλλων, διάφορες τεχνικές εκτίμησης.

Οι κυριότερες μέθοδοι αξιολόγησης είναι οι εξής: [Αρτίκης Γ., 1996]

- Μέθοδος λογιστικής αποδοτικότητας
- Μέθοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης
- Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας
- Μέθοδος εσωτερικής αποδοτικότητας

3.3.1 Λογιστική αποδοτικότητα

Η μέθοδος της λογιστικής αποδοτικότητας (accounting rate of return) βασίζεται στα λογιστικά κέρδη που εκτιμά (μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως) πως θα έχει η επιχείρηση, για τη δεδομένη χρονική περίοδο στην οποία αναφέρεται το επιχειρηματικό της πρόγραμμα.

Συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή υπολογίζει τη μέση ετήσια απόδοση που θα έχει η επένδυση, διαιρώντας το μέσο καθαρό κέρδος της με το κόστος της. Δηλαδή :

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

Για παράδειγμα, έστω ότι η επιχείρηση Α εκτιμά ότι πραγματοποιώντας μία επένδυση κόστους 300.000,00€ και χρησιμοποιώντας τη σταθερή μέθοδο αποσβέσεων, θα έχει τα εξής καθαρά κέρδη ανά έτος:

	2006	2007	2008	2009	2010
<u>Καθαρά Κέρδη:</u>	120.000,00€	135.000,00€	180.000,00€	195.000,00€	210.000,00€

Με βάση τα δεδομένα αυτά, η λογιστική αποδοτικότητα θα είναι η εξής:

$$\text{Λογιστική Αποδοτικότητα} = 168.000,00 / 300.000,00 = 0,56 \text{ ή } 56\%$$

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, μια επένδυση γίνεται αποδεκτή όταν ο συγκεκριμένος συντελεστής απόδοσης είναι μεγαλύτερος ή ίσος με μία προκαθορισμένη απόδοση που απαιτεί η ΕΚΕΣ από αυτήν την επένδυση.

Η μέθοδος της λογιστικής αποδοτικότητας, παρά την ευκολία της (στηρίζεται σε έτοιμα λογιστικά δεδομένα), παρουσιάζει σημαντικά μειονεκτήματα, διότι στηρίζεται σε μέσους όρους (τα κέρδη ενός έτους μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από τα κέρδη κάποιου

αλλού), ενώ δε λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.

3.3.2 Επανείσπραξη του κόστους της επένδυσης (payback period)

Η μέθοδος της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης υπολογίζει τη χρονική διάρκεια που απαιτείται για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης. Βασική προϋπόθεση για την αξιολόγηση της επένδυσης τόσο με τη συγκεκριμένη μέθοδο, όσο και με αυτές που θα ακολουθήσουν, είναι ο υπολογισμός των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών που θα προκύψουν από την επένδυση.

Ο υπολογισμός των ροών αυτών πραγματοποιείται μέσω της εξής σχέσης:

$$\text{Καθαρές Ταμειακές Ροές (Κ.Τ.Ρ.)} = \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις}$$

Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος, οι καθαρές ταμειακές ροές υπολογίζονται όπως στον πίνακα (3.3) παρακάτω.:

Πίνακας 3.3:

Υπολογισμός καθαρών ταμειακών ροών

	2006	2007	2008	2009	2010
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	120.000,00	135.000,00	180.000,00	195.000,00	210.000,00
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	60.000,00	60.000,00	60.000,00	60.000,00	60.000,00
ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	180.000,00	195.000,00	240.000,00	255.000,00	270.000,00

Έχοντας υπολογίσει τις καθαρές ταμειακές ροές της επιχείρησης, η περίοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης υπολογίζεται αθροίζοντας τις ροές αυτές μέχρι του σημείου της κάλυψης του κόστους (πίνακας 3.4).

Πίνακας 3.4

Υπολογισμός περιόδου επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης

ΕΤΗ	Κ.Τ.Ρ.	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗ Κ.Τ.Ρ.
2006	180.000,00	180.000,00
2007	195.000,00	375.000,00
2008	240.000,00	615.000,00
2009	255.000,00	870.000,00
2010	270.000,00	1.140.000,00

Η επανείσπραξη του κόστους της επένδυσης θα γίνει σε ένα χρόνο και 3.2 μήνες.

Η προϋπόθεση για την αποδοχή της επένδυσης είναι ότι η χρονική περίοδος

επανείσπραξης που προσδιορίστηκε από τη μέθοδο, δεν υπερβαίνει μια μέγιστη περίοδο που έχει αποδεχθεί η ΕΚΕΣ. Η συγκεκριμένη τεχνική βοηθά τις ΕΚΕΣ στο να προσδιορίσουν τη χρονική στιγμή της εξόδου τους από την επένδυση. Όμως, βασικό μειονέκτημά της είναι ότι δε λαμβάνει ευθέως υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.

Το πρώτο μειονέκτημα μπορεί να ξεπεραστεί, όπως θα δούμε στη συνέχεια, συνδυάζοντας τη μέθοδο αυτή με εκείνη της καθαρής παρούσας αξίας.

3.3.3 Καθαρή παρούσα αξία (net present value)

Η καθαρή παρούσα αξία είναι από τις σημαντικότερες μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων, διότι μπορεί να λάβει υπόψη τόσο τη διαχρονική αξία του χρήματος, όσο και την επιθυμητή από την ΕΚΕΣ απόδοση.

Ειδικότερα, η καθαρή παρούσα αξία υπολογίζεται με την παρακάτω εξίσωση :

$$\text{Καθαρή Παρούσα Αξία (Κ.Π.Α.)} = \sum_{t=1}^T \frac{KTP_t}{(1+i)^t} - \text{Κόστος Επένδυσης},$$

όπου KTP_t = καθαρές ταμειακές ροές του έτους (t) της επένδυσης και (i) = το επιτόκιο προεξόφλησης, το οποίο αντανakλά την απαιτούμενη αποδοτικότητα που ζητά η ΕΚΕΣ από την επένδυση.

Όταν το άθροισμα των παρούσων αξιών των καθαρών ταμειακών ροών είναι μεγαλύτερο από το κόστος της επένδυσης ($KΠΑ > 0$), η επένδυση γίνεται αποδεκτή, ενώ απορρίπτεται όταν είναι μικρότερο ($KΠΑ < 0$).

Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος και με επιθυμητή από την ΕΚΕΣ απόδοση ίση με 50%, οι παρούσες αξίες των καθαρών ταμειακών ροών ανά έτος υπολογίζονται όπως στον παρακάτω πίνακα (3.5).

Πίνακας 3.5:

Υπολογισμός Παρούσας αξίας

ΕΤΗ	Κ.Τ.Ρ.	$1/(1+0,5)^t$	ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ
2006	180.000,00	0,667	120.060,00
2007	195.000,00	0,444	86.580,00
2008	240.000,00	0,296	71.040,00
2009	255.000,00	0,198	50.490,00
2010	270.000,00	0,132	35.640,00
ΣΥΝΟΛΑ	1.140.000,00		363.810,00

Εφόσον η παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών (363.810,00€) είναι μεγαλύτερη από το

κόστος της επένδυσης (300.000,00€), η ΕΚΕΣ δέχεται την επένδυση ως συμφέρουσα, ενώ η συνολική απόδοση της επένδυσης είναι ίση με 121% $[(363.810,00/300.000,00) \times 100]$.

Επανείσπραξη κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία

Στην προσπάθεια εξάλειψης των μειονεκτημάτων που παρουσιάζει η μέθοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης, και προκειμένου να υπάρχει περισσότερο αποτελεσματική πληροφόρηση, υπολογίζεται η χρονική περίοδος που απαιτείται για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης με βάση την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών ανά έτος (πίνακας 3.6).

Απ' ότι παρατηρούμε, η χρονική περίοδος που απαιτείται σχεδόν διπλασιάστηκε, αλλά τώρα η ΕΚΕΣ γνωρίζει με περισσότερη ακρίβεια το χρόνο που θα ρευστοποιήσει το μερίδιό της.

Πίνακας 3.6:

Αθροιστική παρούσα αξία

ΕΤΗ	Κ.Τ.Ρ.	$1/(1+0,5)^t$	ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗ Π.Α.
2006	180.000,00	0,667	120.060,00	120.060,00
2007	195.000,00	0,444	86.580,00	206.640,00
2008	240.000,00	0,296	71.040,00	277.680,00
2009	255.000,00	0,198	50.490,00	328.170,00
2010	270.000,00	0,132	35.640,00	363.810,00
ΣΥΝΟΛΑ	1.140.000,00		363.810,00	

3.3.4 Εσωτερική αποδοτικότητα

Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (Internal Rate of Return - IRR) υπολογίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο (i), το οποίο εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα :

$$\text{Κόστος Επένδυσης} = \sum_{t=1}^T \frac{KTP_t}{(1+i)^t}$$

Με άλλα λόγια, το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης είναι εκείνο που μηδενίζει την ΚΠΑ της επένδυσης. Αν το επιτόκιο (i) που θα βρεθεί, λύνοντας την παραπάνω εξίσωση, είναι ίσο ή μεγαλύτερο από την επιθυμητή απόδοση, τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή. Αν είναι μικρότερο, η επένδυση απορρίπτεται.

Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα του παραπάνω παραδείγματος και με την εφαρμογή διαδοχικών προσεγγίσεων, το επιτόκιο που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών της είναι περίπου 62,73%, οπότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή, αφού το ποσοστό αυτό υπερβαίνει την επιθυμητή απόδοση που είχε θέσει η ΕΚΕΣ (50%).

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι οι παραπάνω μέθοδοι, παρά το ότι παρουσιάζουν αρκετές διαφορές, αποτελούν στο σύνολό τους ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο, το οποίο παρέχει σημαντική πληροφόρηση. Οι ΕΚΕΣ, στη φάση της λεπτομερούς αξιολόγησης, χρησιμοποιούν όλες τις παραπάνω τεχνικές, δεδομένου ότι κάθε μία παρέχει διαφορετικό, αλλά εξίσου σημαντικό είδος πληροφόρησης.

3.4 Το ΕΚΥΚ ως παράγων προστιθέμενης αξίας

Οι επιχειρηματικοί κεφαλαιούχοι κάνουν πολύ περισσότερα πράγματα από το να επενδύουν απλά και παθητικά τα κεφάλαιά τους. Αντίθετα, θεωρητικά τουλάχιστον, προσθέτουν αξία στην επιχείρηση που χρηματοδοτούν, με την ενεργό συμμετοχή τους (hands-on approach) στο διοικητικό συμβούλιό της, ακόμα και σε περιπτώσεις που ο επιχειρηματίας έχει σημαντικές ικανότητες.

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

Σε περιπτώσεις εταιρειών που βρίσκονται στο στάδιο της εκκίνησης, οι επενδυτές προστιθέμενης αξίας δεν κάνουν απλά συμφωνίες για χρηματοδότηση μεταγενέστερων σταδίων, αλλά φέρνουν και άλλους επενδυτές, οι οποίοι εκτός από τις χρηματικές τους ενισχύσεις, διασφαλίζουν καταναλωτές, προμηθευτές και μετόχους για την επιχείρηση υπό

χρηματοδότηση.

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

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

- την έρευνα αγοράς,
- την κατάρτιση επιχειρηματικού προγράμματος,
- την επισήμανση δαπανηρών λαθών,
- τη δημιουργία επιχειρηματικής κουλτούρας,
- την επιλογή προσωπικού,
- το marketing,
- την εφαρμογή συστημάτων ελέγχου κόστους και
- την εισαγωγή στο χρηματιστήριο

[Lorenz T., 1989]

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

Στρατηγική: -συνετή διοίκηση
-παροχή υπηρεσιών
-σύμβουλος χρηματοδότησης

Υποστήριξη: -σύμβουλος
-έμπιστος φίλος

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

Σύμφωνα με μία έρευνα που έγινε στις ΗΠΑ, σε δείγμα 120 εταιρειών προέκυψαν αρκετά ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις αναφορικά με την εμπλοκή των ΕΚΕΣ στις δραστηριότητες των εταιρειών, πέρα από την απλή χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, οι ρόλοι της υποστήριξης και της δικτύωσης κρίθηκαν πιο απαραίτητοι στα πρώτα

στάδια χρηματοδότησης, ενώ αργότερα αυξάνεται η βαρύτητα του στρατηγικού σχεδιασμού.

Τέλος, ένας ενδιαμέσος τρόπος παρακολούθησης της επένδυσης, πέρα από την ενεργό συμμετοχή, αποτελεί ο διορισμός εκπροσώπων των ΕΚΕΣ στο διοικητικό συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. [Ξανθάκης Μ./ Τσιπούρη Λ., 2001]

3.5 Αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους (ρευστοποίηση)

Τελικός και κύριος σκοπός των ΕΚΕΣ είναι η πραγματοποίηση υπεραξίας κατά την εκχώρηση του μεριδίου και εξόδο τους από την επιχείρηση υπό χρηματοδότηση. Για αυτό, οι αποτελεσματικοί μηχανισμοί εξόδου είναι ζωτικής σημασίας για τις ΕΚΕΣ. Ο χρόνος και ο τρόπος εξόδου είναι παράγοντες που έχουν προκαθορισθεί από τη στιγμή της πραγματοποίησης της επένδυσης. Οι παράγοντες αυτοί εξαρτώνται από το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η επιχείρηση, από τη χρονική περίοδο για την οποία οι επενδυτές παραχωρούν τα κεφάλαιά τους, καθώς και από τις συνθήκες που επικρατούν στην εκάστοτε αγορά.

Οι κυριότερες στρατηγικές εξόδου από την επένδυση, τις οποίες υιοθετούν οι ΕΚΕΣ, είναι οι εξής:

- Πώληση μετοχών μέσω χρηματιστηρίου (Initial Public Offering-IPO). Αναφέρεται στην περίπτωση που η ΕΚΕΣ ρευστοποιεί το μερίδιό της μέσω χρηματιστηρίου.
- Εξαγορά από άλλη επιχείρηση. Πρόκειται για την περίπτωση πώλησης του μεριδίου της ΕΚΕΣ ή ολόκληρης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης σε τρίτη εταιρεία.
- Επαναγορά από την επιχείρηση των μετοχών που διαθέτει η ΕΚΕΣ (company buyback).
- Πώληση μετοχών σε άλλον θεσμικό επενδυτή. Είναι η περίπτωση ρευστοποίησης της επένδυσης με πώληση του μεριδίου σε άλλη ΕΚΕΣ, προκειμένου να αντιμετωπισθούν νέες ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά.
- Χρηματοδότηση από μια “παραδοσιακή” πηγή (π.χ. τράπεζα)
- Ρευστοποίηση-εκκαθάριση επιχείρησης (liquidation). Είναι η περίπτωση εκείνη όπου τα δύο μέρη, ΕΚΕΣ και επιχείρηση, αποφασίζουν με κοινή συναίνεση, τη διάλυση και ρευστοποίηση όλης της επιχείρησης.
- Διαγραφή (write-off)

[Barry C., 1990]

Η αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους είναι δυνατό να γίνει και με συνδυασμό των παραπάνω τρόπων.

Πιο αναλυτικά έχουμε:

1. Πώληση μετοχών μέσω χρηματιστηρίου

Η μορφή αυτή ρευστοποίησης της επένδυσης μέσω της διάθεσης των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές, είναι η πιο διαδεδομένη και η πιο αποδοτική μέθοδος.

Όταν η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση έχει αναπτυχθεί σε σημείο που να χρειάζεται σημαντικά νέα κεφάλαια, είναι πιθανό να αποφασισθεί η πώληση μετοχών της στο κοινό. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με πώληση νέων μετοχών στην πρωτογενή αγορά (primary market), είτε με πώληση υφιστάμενων μετοχών στη δευτερογενή αγορά (secondary market). Τις περισσότερες φορές, οι εταιρείες υπό χρηματοδότηση εισάγουν τις μετοχές τους στην παράλληλη αγορά (over-the-counter-market), όπου οι προϋποθέσεις εισαγωγής είναι λιγότερο αυστηρές. [Βασιλείου Δ., 1995]

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

- Άντληση κεφαλαίων για επέκταση της επιχείρησης
- Εμπορεύσιμες μετοχές
- Υψηλότερες αποδόσεις έναντι των άλλων στρατηγικών εξόδου για τις ΕΚΕΣ
- Άμεσος και βραχυχρόνιος τρόπος ρευστοποίησης μιας επένδυσης με VC
- Ενίσχυση του status της εταιρείας τόσο στον κλάδο της, όσο και στις αγορές της
- Όφελος των υπαλλήλων από διανομή μετοχών
- Δυνατότητα στους παλιούς μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά, αποκομίζοντας κέρδη κεφαλαίου
- Διατήρηση ελέγχου επιχείρησης από τη διοίκησή της

Από την άλλη, τα κυριότερα μειονεκτήματα είναι τα εξής:

- Πιθανή απώλεια ελέγχου / μη επιθυμητές προσφορές
- Μεγάλη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα κέρδη
- Υψηλό κόστος εισαγωγής (έξοδα εγγραφής και διάθεσης)

Δυστυχώς, η τωρινή αρνητική συγκυρία στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν ευνοεί την εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ και κατά συνέπεια, έχει καταστήσει την έξοδο από

επενδύσεις venture capital πιο δυσχερή.

2. Εξαγορά από άλλη επιχείρηση

Είναι η δεύτερη σε συχνότητα μορφή αποδέσμευσης της ΕΚΕΣ από την επένδυσή της. Πρόκειται για εξαγορά του μεριδίου της ή ολόκληρης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης από μία μεγάλη εταιρεία, η οποία έχει εντυπωσιαστεί από τα αποτελέσματα ή τις προοπτικές της επιχείρησης υπό χρηματοδότηση [Βασιλείου Δ., 1995]. Θεωρείται ελκυστική μέθοδος εξόδου τόσο για τους limited, όσο και για τους general partners μιας ΕΚΕΣ, αφού προσφέρει πληρωμή σε μετρητά και 100% έξοδο από την επένδυση.

Πολλές φορές, μία μεγάλη εταιρεία, η οποία ενδιαφέρεται για το προϊόν της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης και θέλει να εξαγοράσει την τεχνογνωσία της, εκφράζει πρόταση για αγορά του μεριδίου συμμετοχής της ΕΚΕΣ ή ολόκληρης της εκκολαπτόμενης επιχείρησης. Έτσι, είναι πιθανό για μία μέτρια νέα επιχείρηση, η οποία λειτουργεί σε έναν κλάδο που ευνοείται και ακμάζει, να πετύχει μεγαλύτερη αποτίμηση με την πώλησή της σε μία μεγάλη εταιρεία από ό,τι με την εισαγωγή της σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, καθώς θα έχει την υποστήριξη της έμπειρης και του ίδιου χώρου εξαγοράζουσας εταιρείας και όχι κάποιων παθητικών επενδυτών, που απλώς ακολουθούν και επηρεάζονται από τις εκάστοτε τάσεις της αγοράς.

Επίσης, η μέθοδος αυτή είναι μία καλή επιλογή για τον επιχειρηματία εάν ληφθεί υπόψιν η αποφυγή του κόστους εισαγωγής της επιχείρησης στο χρηματιστήριο.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, όταν πρόκειται για πώληση σε τρίτη εταιρεία, συχνά υπάρχει το πρόβλημα ότι θα πρέπει να γίνει μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρείας (συχνά μεγαλύτερου του 50,1%), έχοντας ως αποτέλεσμα την απώλεια ελέγχου της εταιρείας από τον επιχειρηματία-εμπνευστή. Συνεπώς, η επιχειρηματική κουλτούρα παίζει σημαντικό ρόλο, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδίως σε χώρες μέσου επιπέδου ανάπτυξης, η σύνδεση του ιδιοκτήτη-διευθυντή με την επιχείρησή του είναι πολύ μεγάλη και συναισθηματική.

3. Η αγορά του μεριδίου της ΕΚΕΣ από την επιχείρηση

Στην περίπτωση αυτή, οι κύριοι μέτοχοι της χρηματοδοτούμενης εταιρείας αγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της ΕΚΕΣ, καταβάλλοντας σε αυτήν το ανάλογο τίμημα.

Συνήθως, η μέθοδος αυτή είναι αποτέλεσμα χαμηλών επιδόσεων της επένδυσης, απουσίας υποψήφιων αγοραστών ή άρνησης της διοίκησης των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων να γίνει πώληση σε τρίτο. Με την πάροδο του χρόνου, αυτή η μέθοδος γίνεται όλο και πιο συχνή, παρόλο που οι venture capitalists δεν τη συμπεριλαμβάνουν στα πλάνα

τους όταν καταστρώνουν την επένδυση, παρά μόνο την ακολουθούν όταν δεν υπάρχει άλλη επιλογή.

4. Πώληση μεριδίου ΕΚΕΣ σε άλλον θεσμικό επενδυτή

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

5. Χρηματοδότηση από μια “παραδοσιακή” πηγή

Στο στάδιο αυτό ανάπτυξης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, είναι πιθανό μία “παραδοσιακή” πηγή χρηματοδότησης, όπως μία τράπεζα, να είναι διατεθειμένη να αντικαταστήσει τον επιχειρηματικό κεφαλαιούχο, εξαγοράζοντας τη συμμετοχή του στην επιχείρηση. [Βασιλείου Δ., 1995]

6. Ρευστοποίηση-εκκαθάριση επιχείρησης

Η εκκαθάριση της εταιρείας μπορεί να επιβάλλεται εκ των πραγμάτων, όταν η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση δεν κατορθώνει να επαληθεύσει τις φιλοδοξίες της. Με την εκκαθάριση, συνήθως μετά από δικαστική απόφαση, πωλούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και περιέρχονται στην κυριότητα της ΕΚΕΣ, με σκοπό την κατά το δυνατό επανάκτηση των επενδυμένων κεφαλαίων από μέρους της.

Η ρευστοποίηση αποσκοπεί στην ελαχιστοποίηση της ζημίας και αποτελεί την έσχατη μέθοδο, η οποία θα πρέπει να προλαμβάνεται εγκαίρως από τις ΕΚΕΣ με την hands-on συμμετοχή τους στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση.

7. Διαγραφή

Η αξία της εταιρείας στην οποία έχει γίνει η επένδυση θεωρείται μηδενική, συνεπώς έχει αρνητική απόδοση και γίνεται διαγραφή της (write-off) από το χαρτοφυλάκιο της ΕΚΕΣ.

3.6 Κίνδυνος και Απόδοση των επενδύσεων σε ΕΚΥΚ

Έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί πάνω στο VC, έχουν δείξει ότι από κάθε δέκα επενδύσεις ΕΚΥΚ μόνο δύο έως τρεις είναι πιθανό να επιτύχουν και μόνο μία να παρουσιάσει υψηλή απόδοση. Συνεπώς, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι ο επιτυχημένος

επιχειρηματικός κεφαλαιούχος βασίζεται σε δύο κανόνες. Πρώτον, ο επιτυχημένος venture capitalist δεν αποθαρρύνεται από την αβεβαιότητα, αλλά αποδέχεται μια μικρή πιθανότητα επιτυχίας, η οποία όμως αν πραγματοποιηθεί, θα αποφέρει μεγάλα κέρδη. Δεύτερον, ο επιτυχημένος επιχειρηματικός κεφαλαιούχος διαπιστώνει τις αποτυχίες σε αρχικό στάδιο και εάν δεν είναι σε θέση να διορθώσει το πρόβλημα, αποσύρεται από την επένδυση, προσπαθώντας να μειώσει τη ζημιά του όσο είναι φυσικά αυτό δυνατό.

Η απόδοση των επενδύσεων των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου προέρχεται από δύο κυρίως πηγές: έσοδα από πιθανά μερίσματα ή τόκους και έσοδα από κεφαλαιακά κέρδη, προερχόμενα από την πώληση των μετοχών των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων. Οι αποδόσεις αυτές εκφράζονται συνήθως με τη μορφή ενός ετήσιου προ φόρων εσωτερικού βαθμού απόδοσης (internal rate of return) της αρχικής επένδυσης. Στην έκταση που η απόδοση αυτή είναι μεγαλύτερη από το κόστος ευκαιρίας της (δηλαδή από την απόδοση της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης η οποία είναι διαθέσιμη στους χρηματοδότες των ΕΚΕΣ), οι επενδύσεις αυτές θα γίνουν περισσότερο ελκυστικές και επομένως θα υπάρξει μια εισροή κεφαλαίων στον εξεταζόμενο κλάδο.

[Βασιλείου Δ., 1995]

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

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

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

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

- ο επενδυτικός ορίζοντας,

- η δυνατότητα ανάπτυξης της τεχνολογίας που χρησιμοποιείται,
- η εμπειρία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης σχετικά με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.

[Βασιλείου Δ., 1996]

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

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

Ένεκα της γενικότερης επικρατούσας κρίσης, πολλές ΕΚΕΣ διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους προσπαθώντας να μειώσουν τον κίνδυνο στις επενδύσεις τους, ο οποίος μπορεί να πηγάζει από τις ισχυρές ανταγωνιστικές δυνάμεις της αγοράς, μη συνεργάσιμα διοικητικά μέλη ή την αδυναμία υλοποίησης της ιδέας που χρηματοδοτήθηκε. Έτσι, προτιμούν να:

- Επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης.
- Επενδύουν σε πολλές επιχειρήσεις, διαφορετικών, όμως, κλάδων. Με αυτόν τον τρόπο, πέρα από τη μείωση του λειτουργικού κόστους της ΕΚΕΣ, επιτυγχάνεται και η μείωση του μέσου κινδύνου του χαρτοφυλακίου, καθώς κάθε κλάδος έχει διαφορετικό ύψος κινδύνου σε σύγκριση με κάποιον άλλο.
- Επενδύουν σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές.
- Επιτρέπουν τη συμμετοχή στα επενδυτικά προγράμματά τους και άλλων επενδυτών ΕΚΥΚ.

[Βασιλείου Δ., 1995]

Ένας άλλος τρόπος μείωσης του επενδυτικού κινδύνου, καθώς και αύξησης των αποδόσεων, αφορά την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κλάδους που υπάρχει

προηγούμενη εμπειρία και γνώση από την πλευρά των ΕΚΕΣ. Η προηγούμενη εμπειρία, που εκφράζεται μέσω της τεχνογνωσίας και των γνωριμιών, καθιστά την ΕΚΕΣ ικανή να αντιμετωπίζει κινδύνους που προέρχονται τόσο από το εσωτερικό, όσο και από το εξωτερικό περιβάλλον.

Επίσης, καθώς κατά τη διάρκεια μιας επένδυσης είναι δυνατόν να απαιτηθεί επιπρόσθετη χρηματοδότηση, οι πρακτικές που ακολουθούν οι ΕΚΕΣ, προκειμένου να προστατέψουν τα κεφάλαιά τους από τον συγκεκριμένο κίνδυνο, είναι οι εξής:

- Τα πρώτα χρήματα που εκταμιεύονται είναι συνήθως τα μισά από αυτά που εκτιμάται ότι συνολικά θα επενδυθούν.
- Η τιμολόγηση της συνολικής επένδυσης είναι πολύ μικρότερη από αυτή που ο επιχειρηματίας έχει προτείνει.
- Σε ενδεχόμενο δεύτερης χρηματοδότησης αναζητούνται κεφάλαια από άλλες, εκτός ΕΚΥΚ, πηγές, όπως τράπεζες, χρηματιστήριο κ.ά.

[Silver D., 1985]

Τέλος, βασικό αξίωμα των ΕΚΕΣ, προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τον επενδυτικό κίνδυνο, αποτελεί η διατήρηση του 25% των συνολικών κεφαλαίων τους ως απόθεμα ασφαλείας. Με το να διατηρούν το ποσοστό αυτό, οι ΕΚΕΣ εξασφαλίζουν την αναγκαία για αυτές ρευστότητα, με την οποία μπορούν να αντιμετωπίσουν απρόβλεπτα γεγονότα που θέτουν σε κίνδυνο τόσο το χαρτοφυλάκιό τους, όσο και την ίδια την ύπαρξή τους.

[Γκανέτσος Γ./ Φρονίστας Α., 1995]

Συνοψίζοντας, μία ερευνά σε δείγμα 200 ΕΚΕΣ από πέντε χώρες (Η.Π.Α., Αγγλία, Γαλλία, Βέλγιο και Ολλανδία), έδειξε ότι:

- οι ΕΚΕΣ απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για χρηματοδοτήσεις πρώιμων φάσεων ανάπτυξης των επιχειρήσεων από ότι μεταγενέστερων,
- οι ανεξάρτητες ΕΚΕΣ αξιώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι ΕΚΕΣ που είναι θυγατρικές ομίλων ή μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων,
- οι υψηλότερες απαιτούμενες αποδόσεις σχετίζονται με τις ΕΚΕΣ που παρέχουν πιο ουσιαστική ανάμιξη και συμμετοχή στις εταιρείες υπό χρηματοδότηση,
- μία επιτυχημένη ΕΚΕΣ δεν αποθαρρύνεται από την αβεβαιότητα, αλλά αποδέχεται μία μικρή πιθανότητα επιτυχίας, η οποία εάν πραγματοποιηθεί θα της αποφέρει τεράστια κέρδη.

[Manigart S. et al., 2002]

Υπόδειγμα Εντύπου Συναλλαγής

Ημερομηνία Κατάθεσης: _____

Επωνυμία Επιχείρησης: _____

Διεύθυνση: _____

Τηλέφωνο: _____

Στάδιο Ανάπτυξης: _____

Επενδυμένο μέχρι τώρα Κεφάλαιο: _____

Απαιτούμενο Κεφάλαιο: _____

Περιγραφή Επιχειρηματικών Δραστηριοτήτων: _____

Ονοματεπώνυμο Επιχειρηματία: _____

Ηλικία / Προηγούμενη εμπειρία: _____

Ονοματεπώνυμο Στελεχών: _____

Ηλικία / Προηγούμενη εμπειρία: _____

Συστάσεις για: Απόρριψη -----/-----/-----

Έλεγχος του Μεγέθους της Αγοράς -----/-----/-----

Τεχνική Ανάλυση -----/-----/-----

Έλεγχος Επιχειρηματία -----/-----/-----

Συνάντηση με Επιχειρηματία -----/-----/-----

Διάθεση: _____

Συμπεράσματα: _____

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΜΕ ΕΚΥΚ

4.1 Εισαγωγή

Το βασικό πρόβλημα της χρηματοδότησης με VC στη φάση της αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων είναι η επιλογή των κριτηρίων εκτίμησης, καθώς και η σύνθεσή τους σε ένα ολικό επιχειρησιακό μοντέλο αξιολόγησης, το οποίο θα επιτρέπει, στη συνέχεια, την ορθολογική και αυτόματη επιλογή βιώσιμων επιχειρήσεων από την πλευρά των ΕΚΕΣ.

Η ανάπτυξη μοντέλων πρόβλεψης επιτυχίας των υποψήφιων επιχειρήσεων, αλλά και μεθόδων υποστήριξης αποφάσεων όσον αφορά την επιλογή των σωστών προτάσεων προς χρηματοδότηση, απασχολεί τους ερευνητές του VC από τη δεκαετία του 1970.

Είναι δυνατό να διακριθούν δύο κατηγορίες εμπειρικών μελετών, οι οποίες ασχολήθηκαν με την έρευνα των κριτηρίων εκτίμησης των επιχειρήσεων. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι ακόλουθες:

1. Οι έρευνες που έχουν ως στόχο τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης και την ταξινόμηση αυτών ανάλογα με τη βαρύτητά τους. Οι συγκεκριμένες έρευνες χρησιμοποιούν **περιγραφικές μεθόδους**, όπως προσωπικές ή τηλεφωνικές συνεντεύξεις, συμπλήρωση ερωτηματολογίων κ.α.
2. Οι έρευνες που έχουν ως στόχο τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης και την ενσωμάτωσή τους σε μοντέλα πρόβλεψης, με τη βοήθεια **γραμμικών στατιστικών μοντέλων** (πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση).

Οι παραπάνω εμπειρικές μελέτες οδήγησαν σε δύο συμπεράσματα:

- Τα αναπτυσσόμενα μοντέλα εκτίμησης δεν είχαν τη δυνατότητα να ερμηνεύσουν τον τρόπο λήψης αποφάσεων των ΕΚΕΣ.
- Υπήρχε αδυναμία συνδυασμού ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων σε ένα μοντέλο αξιολόγησης.
- Ήταν επιτακτική η ανάγκη δημιουργίας ενός μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων για επενδύσεις σε VC.

Η απάντηση στα προβλήματα των εμπειρικών μελετών δόθηκε με την τρίτη κατηγορία ανάλυσης της διαδικασίας αξιολόγησης επενδύσεων σε VC. Συγκεκριμένα, η κατηγορία αυτή προτείνει **πολυκριτήριες μεθόδους** υποστήριξης αποφάσεων για τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης. Κύριος σκοπός των εν λόγω μεθόδων είναι η προσομοίωση της διαδικασίας απόφασης ανάλογα με τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα.

Στον πίνακα (1) του παραρτήματος πραγματοποιείται μια σύνοψη των βασικότερων ερευνών. Παραθέτονται οι κυριότερες μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε VC, τα βασικότερα χαρακτηριστικά τους, οι αντικειμενικοί στόχοι τους, καθώς και οι ερευνητές που τις υιοθέτησαν.

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι η αναλυτική παρουσίαση των σημαντικότερων πολυκριτήριων μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν στο χώρο του VC, προκειμένου να εξαχθεί ένα αποτελεσματικό μοντέλο εκτίμησης των εταιρειών προς χρηματοδότηση. Αναλυτικότερα, ακολουθεί η ανάλυση και πρακτική εφαρμογή των πολυκριτήριων συστημάτων MINORA (Multicriteria INteractive Ordinal Regression Analysis) και FINCLAS (FINancial CLASsification), καθώς και της πολυκριτήριας μεθόδου AHP (Analytic Hierarchy Process).

4.2 Το σύστημα MINORA στο Venture Capital

4.2.1 Παρουσίαση πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων MINORA (Multicriteria Ordinal Regression Analysis) [Siskos J., 1986]

4.2.1.1 Εισαγωγικά στοιχεία

Οι πολυκριτήριες μέθοδοι έχουν ως σκοπό τη συγκέντρωση κριτηρίων σε ένα μοντέλο προτίμησης, το οποίο αντανakλά τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα, για να καταλήξουν σε μια κατάταξη των εναλλακτικών.

Όμως, η ανάγκη του αποφασίζοντα να μπορεί να προσαρμόζει τη μέθοδο υποστήριξης αποφάσεων στις διάφορες οικονομικές αλλαγές, να έχει στη διάθεσή του ένα μοντέλο προτίμησης που να συμπεριλαμβάνει τα υποσυνείδητα κριτήρια της απόφασής του και να μην ενδιαφέρεται τόσο για το αποτέλεσμα (ταξινόμηση εναλλακτικών), αλλά για τα κριτήρια και τη σημασία τους, οδήγησε στη δημιουργία του πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων “MINORA”. Πρόκειται για ένα λογισμικό πακέτο, πρόγραμμα, που εφαρμόζει την

πολυκριτήρια μέθοδο UTASTAR [Siskos J./ Yannacopoulos D., 1985], μια βελτιωμένη παραλλαγή της μεθόδου μονότονης παλινδρόμησης UTA [Jacquet-Lagrèze E./ Siskos J., 1982], για να εξάγει ένα μοντέλο προτίμησης.

Το συγκεκριμένο σύστημα βασίζεται σε μια αλληλεπιδραστική-επαναληπτική διαδικασία και μπορεί να δώσει λύση σε σύνθετα προβλήματα λήψης αποφάσεων, ανταποκρινόμενο στις προτιμήσεις και στην πολιτική του αποφασίζοντα. Το κύριο χαρακτηριστικό του MINORA είναι ότι ο αποφασίζων έχει τη δυνατότητα να μάθει το μοντέλο που ερμηνεύει τις προτιμήσεις του (μέσω διαδικασιών δοκιμής και λάθους - trial and error processes), καθώς και να το μεταβάλλει σε περίπτωση που εντοπιστούν ασυμβατότητες μεταξύ του των αποτελεσμάτων του μοντέλου και των προτιμήσεών του.

Σκοπός του συστήματος MINORA είναι να υπολογίσει μια κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών, η οποία μπορεί να συμφωνεί ή όχι με την προδιάταξη αυτών, που έχει δώσει στην αρχή ο αποφασίζοντας. Εάν ο τελευταίος δε συμφωνεί με την κατάταξη που προτείνει το μοντέλο, μπορεί να επέμβει σε αυτό και με τη βοήθεια των λειτουργιών του συστήματος, συγκεκριμένα ενός man-machine διαλόγου, να τη βελτιώσει.

4.2.1.2 Ανάλυση της λειτουργίας του συστήματος MINORA

Στο σχήμα (4.1) της επόμενης σελίδας παρουσιάζεται απλοποιημένα η λογική διαδοχή των διαδικασιών/λειτουργιών του συστήματος MINORA, ενώ στη συνέχεια περιγράφονται αναλυτικά όλες οι λειτουργίες του συστήματος.

1) Διαμόρφωση-διατύπωση του προβλήματος

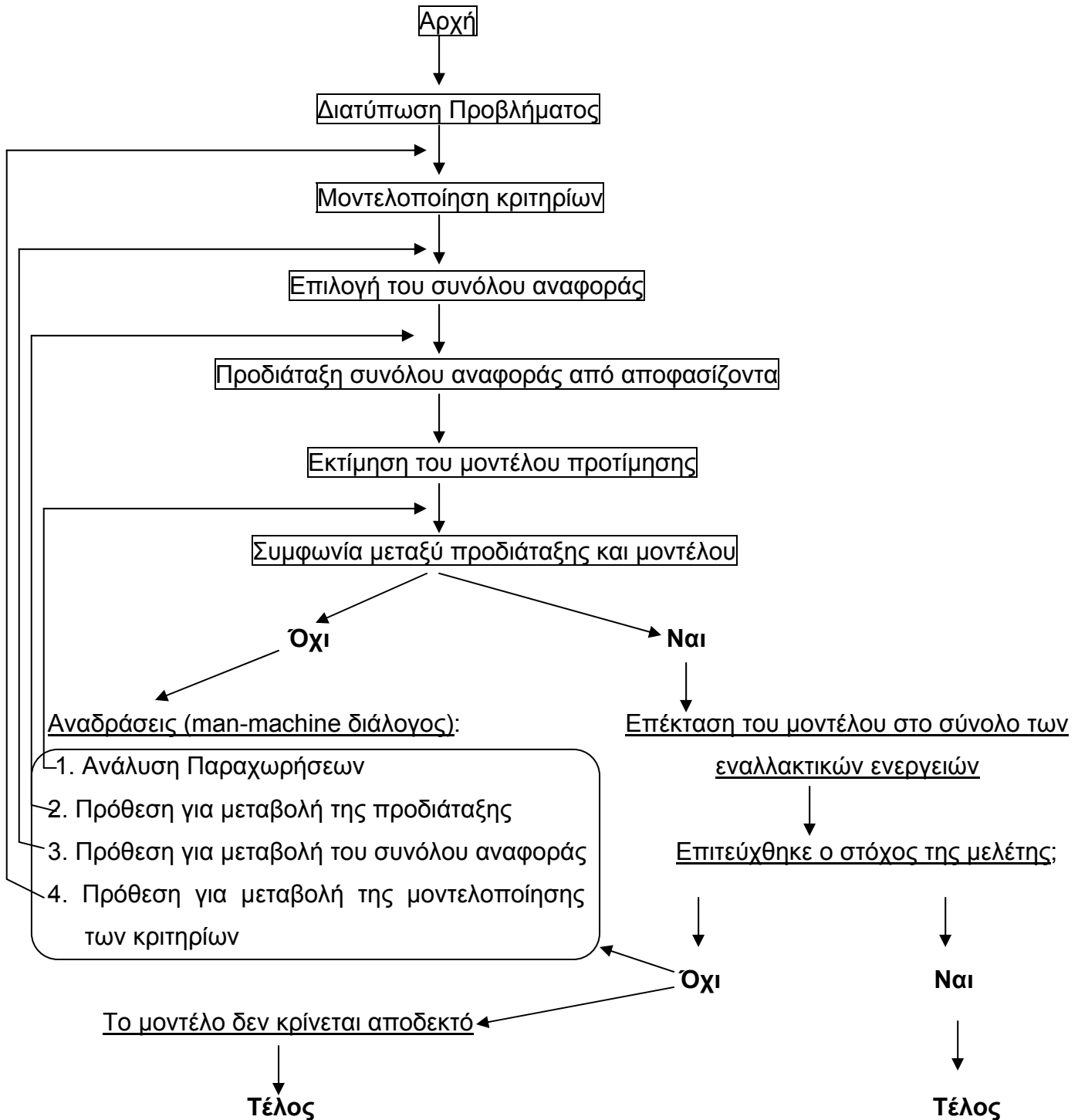
Ο προσδιορισμός του στόχου της επίλυσης του προβλήματος (προβληματική), καθώς και ο καθορισμός ενός συνόλου εναλλακτικών, λαμβάνει χώρα κατά τη διάρκεια της διαδικασίας αυτής. Το σύστημα MINORA δύναται να απαντήσει στις εξής προβληματικές:

- Επιλογή μιας και μόνο από τις εναλλακτικές ενέργειες (choice problem).
- Κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών από την καλύτερη στη χειρότερη (ranking problem).

Στην περίπτωση του VC, οι εναλλακτικές αναφέρονται σε υποψήφιες εταιρίες προς χρηματοδότηση και η προβληματική συνίσταται στην κατάταξη των συγκεκριμένων εταιρειών ως προς τη βιωσιμότητά τους, προκειμένου να αποφανθεί ο αποφασίζων (venture capitalist) για το αν θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν ή όχι.

Σχήμα 4.1:

Απλοποιημένο διάγραμμα των διαδικασιών του συστήματος MINORA



2) *Μοντελοποίηση των κριτηρίων*

Κάθε κριτήριο στην Πολυκριτήρια Ανάλυση αποτελεί το μοντέλο ενός σημείου θεώρησης, που επιτρέπει την ανάπτυξη σχέσεων προτίμησης μεταξύ των εναλλακτικών. Κατά τη διαδικασία αυτή προσδιορίζονται τα σημεία θεώρησης του προβλήματος και ως εκ τούτου, δημιουργείται η συνεπής οικογένεια των κριτηρίων. Σε κάθε σημείο θεώρησης, είτε ποιοτικό είτε ποσοτικό, κατασκευάζεται μία κλίμακα βαθμολόγησης, που βασίζεται σε κατανοητές για τον αποφασίζοντα φυσικές μονάδες. Η κλίμακα αυτή επιτρέπει την αξιολόγηση των συνεπειών των εναλλακτικών ενεργειών στο υπό εξέταση σημείο θεώρησης. Το τελικό αποτέλεσμα της διαδικασίας είναι η δημιουργία του πολυκριτήριου πίνακα (performance table).

3) *Επιλογή του συνόλου αναφοράς*

Με τη διαδικασία αυτή επιλέγεται ένα πεπερασμένο σύνολο εναλλακτικών ενεργειών, στο οποίο ο αποφασίζων θα κληθεί να εκφράσει τις προτιμήσεις του. Το πεπερασμένο αυτό σύνολο των εναλλακτικών ενεργειών είναι ένα υποσύνολο των εναλλακτικών του προβλήματος, το οποίο κατασκευάζεται με σκοπό να βοηθήσει την υποκειμενική προδιάταξη του αποφασίζοντα. Η επιλογή ή η κατασκευή του συνόλου αναφοράς των εναλλακτικών ενεργειών πραγματοποιείται με γνώμονα το επίπεδο πληροφόρησης του αποφασίζοντα σχετικά με αυτές, ώστε να μπορεί να εκφράσει αξιόπιστα τις προτιμήσεις του.

4) *Συλλογιστική κρίση αποφασίζοντα (προδιάταξη συνόλου αναφοράς)*

Πρόκειται για τη διαδικασία μέσα από την οποία ο αποφασίζων εξωτερικεύει έμμεσα την πολιτική προτίμησή του. Για το σκοπό αυτό, ο αποφασίζων καλείται να εκτιμήσει τις εναλλακτικές ενέργειες του συνόλου αναφοράς. Η προδιάταξη αυτή ελέγχεται από το σύστημα ώστε να ακολουθεί μία συνεχή σειρά και να μην αντίκειται στον κανόνα "αν μία εναλλακτική ενέργεια (α) κυριαρχεί μίας άλλης (β), τότε η (α) κατατάσσεται σε καλύτερη θέση από τη (β)".

5) *Εκτίμηση μοντέλου προτίμησης (η μέθοδος UTASTAR μέσα στο σύστημα MINORA)*

Η μέθοδος UTASTAR, με είσοδο (input) την προδιάταξη του αποφασίζοντα, αναζητά ένα συμβιβαστό με την προδιάταξη πολυκριτήριο μοντέλο προτιμήσεων, το οποίο παίρνει τη μορφή προσθετικής συνάρτησης χρησιμότητας (utility function).

Η προσθετική συνάρτηση χρησιμότητας έχει τη μορφή:

$$\left. \begin{aligned} U(g) &= \sum_{i=1}^n p_i u_i(g_i) \\ u_i(g_{i*}) &= 0 \\ u_i(g_i^*) &= 1 \\ \sum_{i=1}^n p_i &= 1 \end{aligned} \right\} \left. \begin{aligned} &\text{για } i=1, 2, \dots, n \end{aligned} \right\} \text{σχέση (1),}$$

όπου $g=(g_1, g_2, \dots, g_n)$ είναι το διάνυσμα των (n) κριτηρίων αξιολόγησης κάθε εναλλακτικής υπό εξέταση, g_i^* , g_{i*} είναι η μεγαλύτερη και μικρότερη τιμή του g_i κριτηρίου αντίστοιχα, $U(g)$ είναι η ολική χρησιμότητα του διανύσματος κριτηρίων αξιολόγησης, ενώ $u_i(g_i)$ είναι η μερική χρησιμότητα του g_i κριτηρίου και εκφράζει το βαθμό με τον οποίο κάθε κριτήριο συμμετέχει στη διαμόρφωση της ολικής χρησιμότητας της κάθε εναλλακτικής και κατά συνέπεια, της απόφασης που θα πάρει ο χρήστης του συστήματος σχετικά με την κατάταξη των εναλλακτικών. Τέλος, p_i είναι το σχετικό βάρος των μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων.

Το προσθετικό μοντέλο χρησιμότητας (σχέση 1) θα πρέπει να δίνει ένα από τα δύο πιθανά αποτελέσματα που ακολουθούν, για κάθε ζευγάρι εναλλακτικών (π.χ. α_i, α_j):

➤ αν $U[g(\alpha_i)] > U[g(\alpha_j)] \longleftrightarrow \alpha_i > \alpha_j$ (δηλαδή, η εναλλακτική α_i προτιμάται της εναλλακτικής α_j),

➤ αν $U[g(\alpha_i)] = U[g(\alpha_j)] \longleftrightarrow \alpha_i \sim \alpha_j$ (δηλαδή, οι εναλλακτικές είναι αδιάφορες μεταξύ τους),

όπου $U[g(\alpha_i)]$ και $U[g(\alpha_j)]$ είναι οι ολικές χρησιμότητες των εναλλακτικών α_i και α_j αντίστοιχα.

Το σύστημα MINORA εφαρμόζει μια μηχανογραφημένη διαδικασία trial-error (δοκιμής και λάθους) που επιτρέπει την εκμάθηση του μοντέλου αξιολόγησης/ προτίμησης από τον αποφασίζοντα και τον έλεγχο συμφωνίας μεταξύ προδιάταξης και εκτιμημένου μοντέλου προτίμησης.

Η παραπάνω συμφωνία μπορεί να μετρηθεί με δύο δείκτες:

α) ο δείκτης “F”, ο οποίος αντιπροσωπεύει το απόλυτο άθροισμα των σφαλμάτων υπο και υπερεκτίμησης (αναλύονται στη συνέχεια) και απεικονίζει την απόλυτη οριζόντια απόκλιση γύρω από την καμπύλη παλινδρόμησης,

β) ο δείκτης “ τ ” του Kendall. Ο συντελεστής αυτός παίρνει τιμές από -1 έως 1. Τιμές κοντά στο 1 δείχνουν ότι έχουμε πλήρη συμφωνία μεταξύ προδιάταξης των εναλλακτικών από τον χρήστη και κατάταξης αυτών από το μοντέλο προτίμησης.

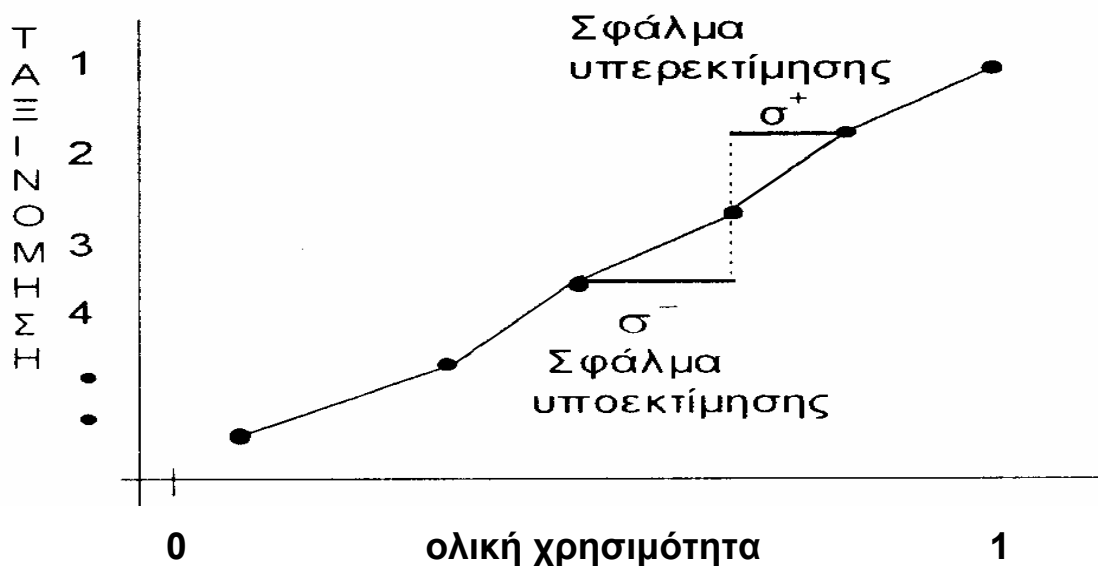
Απόλυτη συμφωνία μεταξύ της προδιάταξης του αποφασίζοντα και του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων υπάρχει όταν η μεγαλύτερη ολική χρησιμότητα αντιστοιχεί στην κορυφή της προδιάταξης και μειώνεται προοδευτικά όσο κατεβαίνει η προδιάταξη/ταξινόμηση του αποφασίζοντα (διάγραμμα 4.2 επόμενης σελίδας).

Σφάλμα υποεκτίμησης (υπερεκτίμησης) για μία εναλλακτική ενέργεια υφίσταται όταν σύμφωνα με την ολική χρησιμότητά της κατατάσσεται σε καλύτερη (χειρότερη) θέση από αυτήν που της έχει καταλογιστεί από τον αποφασίζοντα.

Στο σχήμα (4.2) δίδεται η καμπύλη παλινδρόμησης, καθώς και τα σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης. Στον κάθετο άξονα απεικονίζεται η προδιάταξη/ταξινόμηση του αποφασίζοντα, ενώ στον οριζόντιο η ολική χρησιμότητα των εναλλακτικών.

Σχήμα 4.2:

Καμπύλη μονότονης παλινδρόμησης (προδιάταξη έναντι ολικής χρησιμότητας)



Στη συνέχεια, το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων παρουσιάζεται στον αποφασίζοντα. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται τα εξής στοιχεία:

4. οι συναρτήσεις μερικών χρησιμοτήτων,
5. οι εναλλακτικές ενέργειες, η ολική χρησιμότητα και η εκτιμημένη κατάταξή τους,
6. τα σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης,
7. οι δείκτες “τ” του Kendall και “F”.

Αν ο αποφασίζων συμφωνεί με το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων, τότε προχωρεί στο τελικό στάδιο, δηλαδή στην επέκταση του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων στο σύνολο των εναλλακτικών ενεργειών. Από την άλλη, όταν υπάρχουν ασυμφωνίες μεταξύ του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων και των προτιμήσεων του αποφασίζοντα, τότε το σύστημα παρέχει ένα σύνολο έξι αναδράσεων για την επίτευξη σύγκλισης, θέτοντας σε λειτουργία ένα διάλογο man-machine. Δηλαδή, το σύστημα MINORA παρέχει συμβουλές στον αποφασίζοντα μέσα από το “διάλογο” που αναπτύσσεται μεταξύ τους, με σκοπό να βοηθήσει τον αποφασίζοντα να αντιδράσει σε ενδεχόμενες ασυμφωνίες.

6) Αναδράσεις

Ανάδραση τύπου 1

Μελετώντας τις πληροφορίες που προέρχονται από την επεξεργασία και ανάλυση των αποτελεσμάτων, ο αποφασίζων δέχεται ότι η ασυμφωνία προέρχεται από τη μοντελοποίηση των κριτηρίων και προχωρεί στην αναθεώρησή τους με έναν από τους παρακάτω τρόπους:

- διάσπαση ενός κριτηρίου που κρίνεται σύνθετο σε δύο,
- ενοποίηση δύο όμοιων κριτηρίων σ' ένα κοινό κριτήριο,
- μεταβολή της κλίμακας βαθμολόγησης ενός ή περισσότερων κριτηρίων και
- διαγραφή ή προσθήκη ενός ή περισσότερων κριτηρίων.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις επανεκτιμώνται οι εναλλακτικές και χρησιμοποιείται ξανά το μοντέλο UTASTAR.

Ανάδραση τύπου 2

Ο αποφασίζοντας δέχεται ότι κατά την προδιάταξη των εναλλακτικών του συνόλου αναφοράς δεν είχε ικανοποιητική πληροφόρηση για μία ή περισσότερες από αυτές. Έτσι, προχωρεί στη μεταβολή του συνόλου αναφοράς με την αφαίρεση ή προσθήκη μίας ή περισσότερων εναλλακτικών ενεργειών, καθώς και στην εκ νέου επίλυση του προβλήματος.

Ανάδραση τύπου 3

Ο αποφασίζων συμφωνεί κατά πλείστον με την κατάταξη που προκύπτει από το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων και προχωρεί σε μεταβολή της προδιατάξής του και σε νέα επίλυση του προβλήματος.

Ανάδραση τύπου 4

Η ανάδραση αυτή αναφέρεται και σαν “ανάλυση παραχωρήσεων” και λειτουργεί όταν ο αποφασίζων δέχεται το εκτιμημένο μοντέλο προτίμησης, αλλά δε συμφωνεί προς τις υποδείξεις του για τη μεταβολή της προδιατάξής του σε ορισμένα σημεία. Αυθαίρετα, ο αποφασίζων προχωρεί σε μεταβολή των συναρτήσεων χρησιμότητας, όπου η αύξηση ή η μείωση (ανάλογα με την περίπτωση) της τιμής των συναρτήσεων μερικών χρησιμοτήτων, θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη σύγκλιση μεταξύ της προδιατάξης και της κατάταξης των εναλλακτικών από το μοντέλο προτιμήσεων. Σε κάθε μεταβολή των συναρτήσεων μερικής χρησιμότητας, το σύστημα υπολογίζει τις παραμέτρους του νέου μοντέλου προτιμήσεων (μερικές χρησιμότητες, ολικές χρησιμότητες, σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης) και τις νέες ασυμφωνίες.

Ανάδραση τύπου 5

Η ανάδραση αυτή έχει νόημα όταν από την επίλυση του προβλήματος προκύπτουν περισσότερες από μία λύσεις. Στην περίπτωση αυτή πραγματοποιείται η ανάλυση ευαισθησίας, κατά την οποία εκτιμώνται οι λύσεις που μεγιστοποιούν καθένα από τα κριτήρια ξεχωριστά. Το σύστημα χρησιμοποιεί τη μέση λύση, η οποία υπολογίζεται από αυτές που μεγιστοποιούν τα κριτήρια. Αν ο αποφασίζων πιστεύει ότι ένα ή περισσότερα κριτήρια έχουν υποεκτιμηθεί και τα άλλα υπερεκτιμηθεί, μπορεί να αποδεχτεί τη λύση που μεγιστοποιεί ένα συγκεκριμένο κριτήριο ή τη μέση λύση, που προέρχεται από αυτές που μεγιστοποιούν τα κριτήρια της επιλογής του.

7. Επέκταση του μοντέλου προτιμήσεων

Όταν το εκτιμημένο μοντέλο προτίμησης θεωρηθεί κατάλληλο, τότε αυτό μπορεί να επεκταθεί στο σύνολο των εναλλακτικών. Η διάταξη του συνόλου των εναλλακτικών ενεργειών μπορεί να προκαλέσει αντιρρήσεις από την πλευρά του αποφασίζοντα, οι οποίες μπορεί να αφορούν τόσο τη διάταξη των εναλλακτικών ενεργειών, όσο και την επίτευξη του σκοπού της μελέτης. Στην πρώτη περίπτωση, ο αποφασίζοντας δύναται να προχωρήσει σε μία από τις παραπάνω αναδράσεις που έχει στη διάθεσή του. Στη δεύτερη, διερευνώνται τα

αποτελέσματα και εξετάζεται η επίτευξη του σκοπού μελέτης. Αν έχει επιτευχθεί, τότε η απόφαση υποστηρίζεται από την κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών. Αν όχι, τότε πρέπει ο αποφασίζοντας να προχωρήσει σε νέα διερεύνηση και διατύπωση του προβλήματος.

8. *Μη αποδοχή του μοντέλου προτιμήσεων*

Όταν το επίπεδο συμφωνίας μοντέλου - προδιάταξης, μετά και τις απαραίτητες αναδράσεις, είναι μη αποδεκτό από τον αποφασίζοντα, τότε κρίνεται απαραίτητη η εφαρμογή ενός άλλου μοντέλου Πολυκριτήριας Ανάλυσης. Η συγκεκριμένη περίπτωση θεωρείται σπάνια.

4.2.2 Εφαρμογή συστήματος MINORA στο VC [Siskos J./ Zopounidis C., 1987]

Οι συγκεκριμένοι ερευνητές, προκειμένου να δείξουν πώς το σύστημα MINORA είναι αποτελεσματικό σε θέματα αξιολόγησης επενδύσεων σε VC, πραγματοποίησαν μια πραγματική εφαρμογή σε μια γαλλική εταιρία VC, την Siparex.

Στην Ευρώπη, ιδιαίτερα στη Γαλλία, το VC εμφανίστηκε με δύο διαφορετικούς τύπους οργανισμών:

- 1) οι οργανισμοί χρηματοδότησης νέων τεχνολογιών, των οποίων το έργο ήταν να χρηματοδοτούν τα πρώτα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων,
- 2) οι οργανισμοί που ιδρύθηκαν για να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαια ήδη ανεπτυγμένων επιχειρήσεων, οι οποίες στην πλειοψηφία τους δεν είχαν εισαχθεί ακόμα στο Χρηματιστήριο.

Η Siparex ανήκει στη δεύτερη κατηγορία και χρηματοδοτεί κυρίως γαλλικές επιχειρήσεις. Ιδρύθηκε το 1977 και αποτελεί μια μετοχική εταιρία, όπου κανένας μέτοχος δεν κατέχει πάνω από το 10% των συνολικών μετοχών.

4.2.2.1 Καθορισμός κριτηρίων

Τα εννέα κριτήρια που παρουσιάζονται στον πίνακα (4.1) της επόμενης σελίδας, επιλέχτηκαν από τον αποφασίζοντα, ο οποίος είναι ο χρηματοοικονομικός διοικητής της Siparex, ως εκείνα που εκτιμούν καλύτερα αν κάποια επενδυτική πρόταση σε VC είναι συμφέρουσα ή όχι.

Έγινε επιλογή ποιοτικών κριτηρίων για δυο λόγους:

- 1) τα κριτήρια ήταν περίπλοκα και χαρακτηρίζονταν από ασάφεια, που έκανε τη χρήση ποσοτικών δεικτών, για τη μέτρηση της απόδοσης των υποψήφιων επιχειρήσεων, αδύνατη,
- 2) η μέθοδος εκτίμησης που χρησιμοποιούσε ήδη ο αποφασίζων, εμπειρείχε ποιοτικές μεταβλητές.

Πίνακας 4.1:

Κριτήρια εκτίμησης

No. Κριτήριο	Κλίμακα	Κώδικας
1 Ασφάλεια της πληροφόρησης	Μέγιστη	3
	Καλή	2
	Κοινή	1
2 Εξέλιξη της αγοράς	Σε ανάπτυξη	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
3 Ανταγωνιστική θέση στην αγορά	Σε πρόοδο	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
4 Ευαισθησία στη συγκυρία	Χαμηλή	3
	Μέση	2
	Ισχυρή	1
5 Εξέλιξη των αποτελεσμάτων	Σε πρόοδο	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
6 Ικανότητα διανομής τοκομεριδίων	Ισχυρή	3
	Μέση	2
	Χαμηλή	1
7 Ποιότητα management	Εξαιρετική	3
	Καλή	2
	Κοινή	1
8 Επίπεδο έρευνας-ανάπτυξης	Πολύ υψηλό	4
	Υψηλό	3
	Χαμηλό	2
	Ανύπαρκτο	1
9 Ικανότητα επιχείρησης για εισαγωγή στο Χρημ/ριο	Ισχυρή	3
	Μέση	2
	Χαμηλή	1

4.2.2.2 Η πολιτική εκτίμησης του αποφασίζοντα

Για την εφαρμογή του πολυκριτήριου συστήματος MINORA ζητήθηκε από τον αποφασίζοντα (χρηματοοικονομικός διοικητής) να ταξινομήσει ένα δείγμα επιχειρήσεων που είχαν ήδη χρηματοδοτηθεί από τη Siparex. Για αυτόν τον σκοπό επιλέχθηκαν 25 επιχειρήσεις, οι οποίες αντιπροσώπευαν το 66% του βιομηχανικού συμμετοχικού χαρτοφυλακίου της Siparex μέχρι το τέλος του 1983.

Στην πρώτη φάση του συστήματος MINORA, ο αποφασίζων ταξινόμησε τις επιχειρήσεις σε 9 ομάδες (παράρτημα, πίνακας 2). Οι εταιρείες της πρώτης ομάδας χαρακτηρίζονται από την καλή ανταγωνιστική τους θέση στην αγορά και την καλή ποιότητα management. Οι περισσότερες εταιρείες αυτής της ομάδας ήταν εμπορικές. Οι ομάδες 2 και 3 εμπεριείχαν εταιρείες που χαρακτηρίζονταν από μια δυναμική, ενώ στις ομάδες 4, 5 και 6 βρίσκονταν επισφαλείς επιχειρήσεις. Τέλος, στις ομάδες 7 και 8 ήταν οι προβληματικές επιχειρήσεις, ενώ στην ομάδα 9 ταξινομήθηκαν οι εταιρείες που είχαν ήδη οδηγηθεί σε πτώχευση.

4.2.2.3 Καθορισμός μοντέλου εκτίμησης

Η εφαρμογή του MINORA στη Siparex πραγματοποιήθηκε σε δύο στάδια, όσος είναι και ο αριθμός των επαναλήψεων της ανάλυσης μονότονης παλινδρόμησης μέσω της μεθόδου UTASTAR. Τα αποτελέσματα του κάθε σταδίου παραθέτονται και αναλύονται στη συνέχεια.

Πρώτη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης

Η μέθοδος UTASTAR χρησιμοποιήθηκε στα δεδομένα του πίνακα 2 του παραρτήματος. Τα βάρη του προσθετικού μοντέλου χρησιμότητας δίνονται στον πίνακα (4.2) της επόμενης σελίδας, στην πρώτη στήλη.

Οι δείκτες συμφωνίας ανάμεσα στην προδιάταξη του αποφασίζοντα και την κατάταξη του μοντέλου προσθετικής χρησιμότητας έδωσαν τα εξής αποτελέσματα:

- 1) “F”=0.24 και
- 2) Kendall’ s “τ”=0.89.

Η συμφωνία φαίνεται στο σχήμα (4.3) της σελίδας 84. Για κάθε ομάδα διακρίνονται οι ολικές χρησιμότητες των επιχειρήσεων που εκτιμήθηκαν σωστά, αλλά και ο αριθμός εκείνων των εταιρειών που υποεκτιμήθηκαν ή υπερεκτιμήθηκαν από τον αποφασίζοντα.

Πίνακας 4.2:

Τα βάρη των μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων, υπολογισμένα από την ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης

No.	Κριτήριο	Βάρη (1η ανάλυση)	Βάρη (2η ανάλυση)
1	Ασφάλεια της πληροφόρησης	0.044	0.095
2	Εξέλιξη της αγοράς	0.000	0.005
3	Ανταγωνιστική θέση στην αγορά	0.164	0.162
4	Ευαισθησία στην συγκυρία	0.009	0.085
5	Εξέλιξη αποτελεσμάτων	0.347	0.167
6	Ικανότητα διανομής τοκομεριδίων	0.031	0.107
7	Ποιότητα management	0.031	0.247
8	Επίπεδο έρευνας-ανάπτυξης	0.000	0.000
9	Ικανότητα επιχείρησης για εισαγωγή στο Χρημ/ριο	0.373	0.132

Οι εταιρείες που υπερεκτιμήθηκαν (στην παρένθεση αναφέρονται οι ολικές χρησιμότητές τους) ήταν οι: 2(0.991), 4(0.978), 5(0.938), 16(0.218) και 20(0.102), ενώ οι εταιρίες που υποεκτιμήθηκαν ήταν οι: 8(0.978), 11(0.978), 17(0.267), 18(0.209) και 21(0.111).

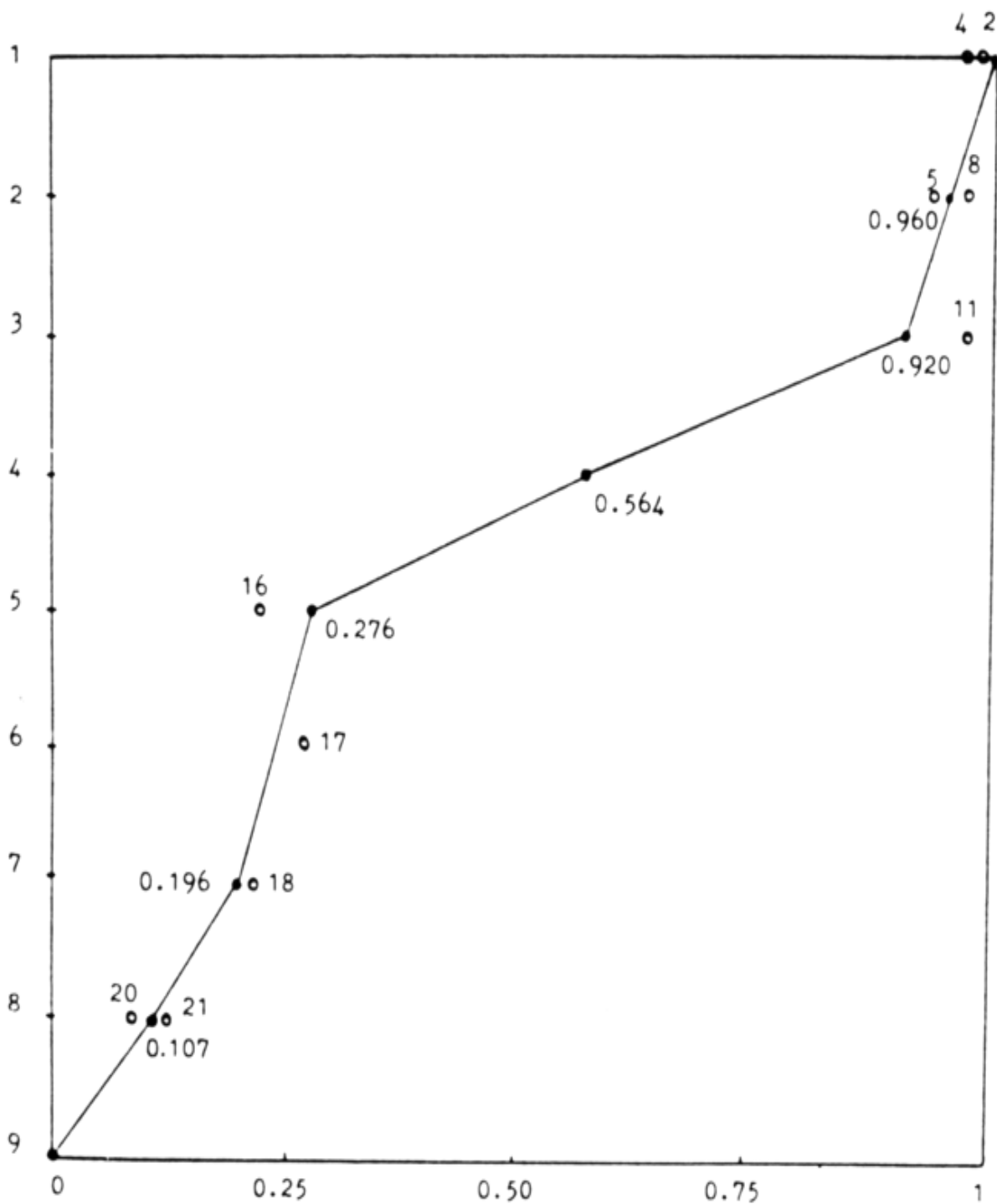
Προκειμένου να αναλυθούν αυτές οι ασυνέπειες, το σύστημα MINORA εισήγαγε έναν αριθμό ερωτήσεων σχετικά με κάθε λανθασμένη κατάταξη που πραγματοποιήθηκε. Αυτός ο “διάλογος” που πραγματοποιήθηκε ανάμεσα στο σύστημα και στον αποφασίζοντα (man-machine dialog), οδήγησε στις αναγκαίες αναθεωρήσεις και με τις απαραίτητες επεμβάσεις/αναδράσεις επιτεύχθηκαν οι κατάλληλες διορθώσεις, έτσι ώστε να μειωθούν οι ασυνέπειες.

Εν συνεχεία, ο αποφασίζων, χρησιμοποιώντας τα νέα δεδομένα μετά τις τροποποιήσεις, έδωσε μια νέα ταξινόμηση των εταιρειών σε 14 ομάδες αυτή τη φορά (σε παρένθεση εμφανίζεται η ομάδα της κάθε εταιρείας): 1(1), 2(1), 3(1), 4(2), 9(3), 6(3), 7(3), 8(3), 11(3), 5(4), 10(5), 12(6), 13(6), 14(7), 15(7), 16(8), 17(8), 18(9), 19(10), 21(11), 22(12), 20(13), 23(14), 24(14), 25(14).

Σχήμα 4.3:

Η προδιάταξη του αποφασίζοντα (κάθετος άξονας) σε σύγκριση με την ολική χρησιμότητα (οριζόντιος άξονας).

Πρώτη ανάλυση



Δεύτερη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης

Έπειτα από τις τροποποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στο πρώτο στάδιο, η μέθοδος UTASTAR ξαναχρησιμοποιήθηκε. Έτσι προέκυψε μια νέα συνάρτηση προσθετικής χρησιμότητας. Τα βάρη των μερικών χρησιμοτήτων δίνονται για λόγους συγκρισιμότητας στον πίνακα (4.2), στη δεύτερη στήλη.

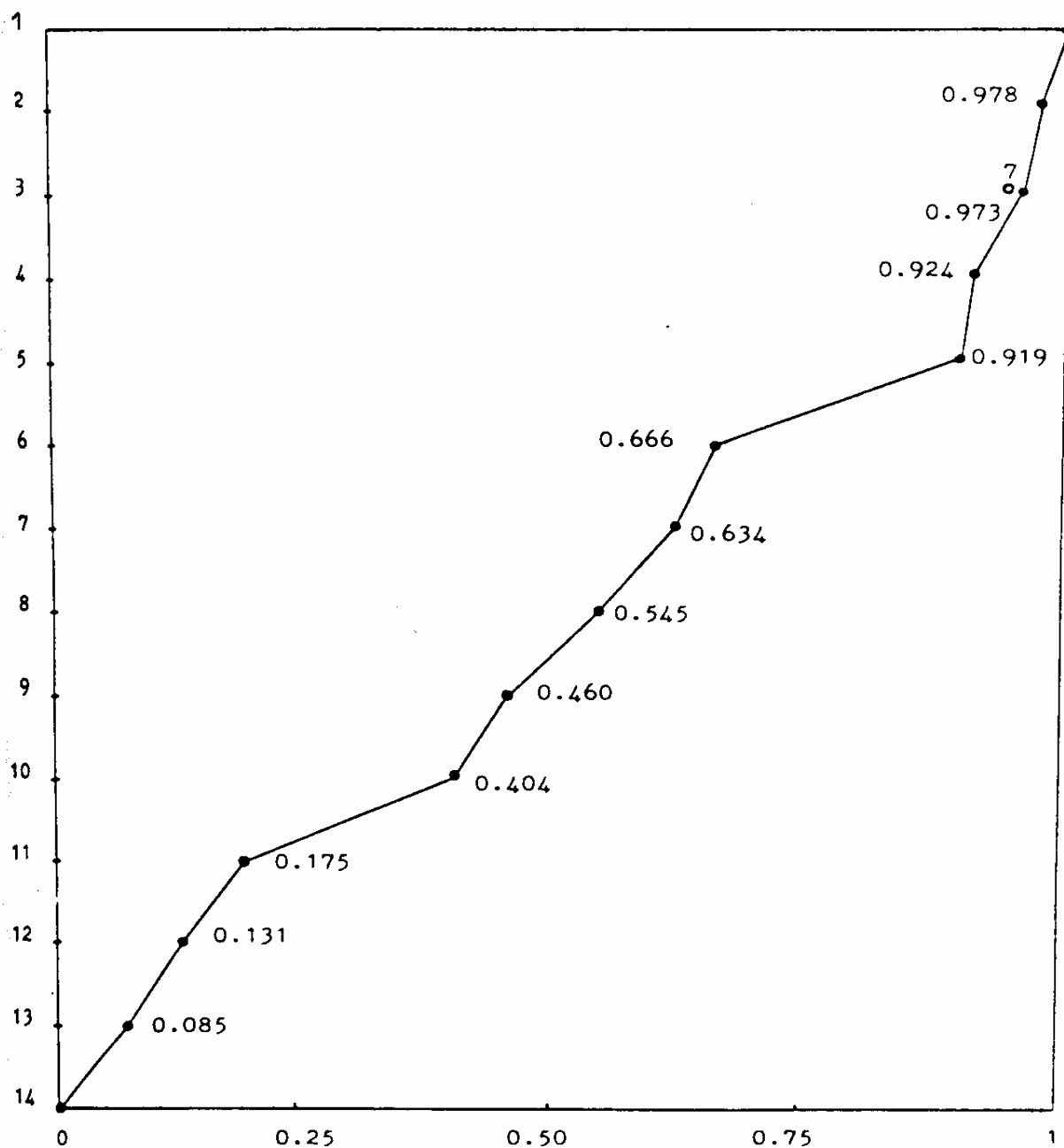
Το νέο μοντέλο έρχεται σχεδόν σε πλήρη συμφωνία με την προδιάταξη του αποφασίζοντα (Kendall's " τ "=0.99). Όπως φαίνεται στο σχήμα (4.4) της επόμενης σελίδας, υπάρχει μόνο μια ασυνέπεια (υπερεκτίμηση), αυτή της εταιρείας 7, με χρησιμότητα 0.968. Στη συγκεκριμένη εφαρμογή, ο αποφασίζων δέχτηκε την πρόταση του συστήματος να υποβιβάσει την εταιρία 7 και έτσι η λειτουργία του συστήματος MINORA τερματίστηκε.

Εν κατακλείδι, ο αποφασίζων ήταν ικανοποιημένος τόσο με το μοντέλο εκτίμησης (η δεύτερη προσθετική συνάρτηση χρησιμότητας), όσο και με τα βάρη των κριτηρίων (το κριτήριο «ποιότητα management» ήταν το πιο σημαντικό, πίνακας 4.2), γιατί έρχονταν σε πλήρη συμφωνία με την πολιτική εκτίμησής του. Επίσης, το σύστημα MINORA τον βοήθησε να διευρύνει το πεδίο των γνώσεών του, μέσω της διαδικασίας δοκιμής-λάθους (trial-error process). Τέλος, το μοντέλο προσθετικής συνάρτησης χρησιμοποιήθηκε και σε άλλες εταιρείες (άγνωστο δείγμα), που εμπεριέχονταν στο χαρτοφυλάκιο της Siparex.

Σχήμα 4.4:

Η προδιάταξη του αποφασίζοντα (κάθετος άξονας) σε
σύγκριση με την ολική χρησιμότητα (οριζόντιος άξονας).

Δεύτερη ανάλυση



4.3 Η μέθοδος AHP στο Venture Capital

4.3.1 Παρουσίαση πολυκριτήριας μεθόδου υποστήριξης αποφάσεων AHP (Analytic Hierarchy Process) [Saaty T., 1980]

Η μέθοδος AHP αναπτύχθηκε κυρίως για την αντιμετώπιση προβλημάτων που απαιτούν την εξέταση σύνθετων κριτηρίων, δηλαδή κριτηρίων που αναλύονται σε επιμέρους υποκριτήρια.

Η μέθοδος AHP αντιμετωπίζει ένα πολυκριτήριο πρόβλημα σε τέσσερα στάδια:

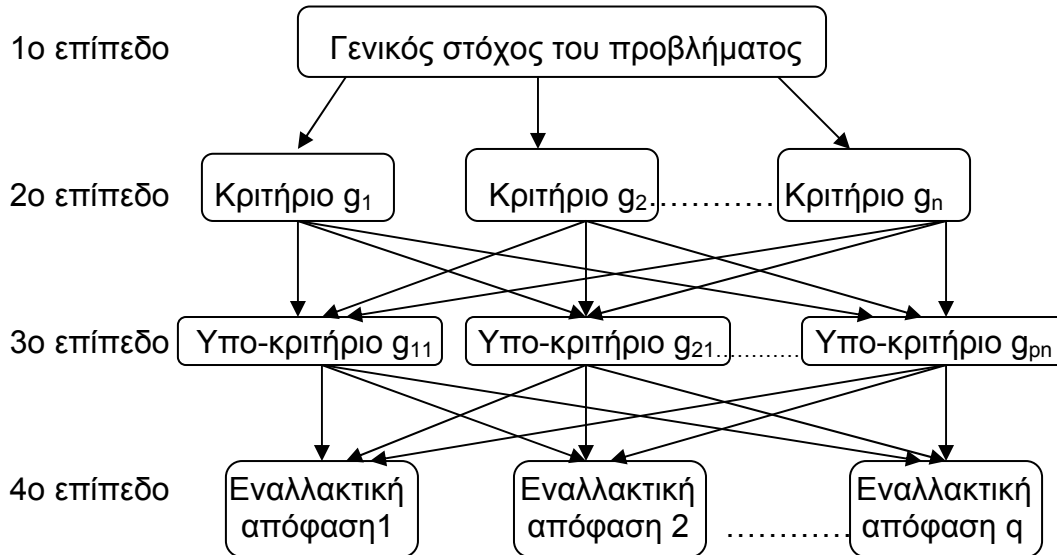
- Στάδιο 1^ο: Ιεραρχική δόμηση του προβλήματος.
- Στάδιο 2^ο: Εισαγωγή των δεδομένων.
- Στάδιο 3^ο: Εκτίμηση των σχετικών βαρών των κριτηρίων απόφασης.
- Στάδιο 4^ο: Συνδυασμός των σχετικών βαρών των κριτηρίων, ώστε να πραγματοποιηθεί η αξιολόγηση των εναλλακτικών.

Στο πρώτο στάδιο πρέπει να δομηθεί ιεραρχικά το πρόβλημα (σχήμα 4.5 της επόμενης σελίδας). Στην κορυφή της ιεραρχίας τοποθετείται ο γενικός στόχος του προβλήματος. Στο δεύτερο επίπεδο τοποθετούνται τα κριτήρια απόφασης, καθένα από τα οποία αναλύεται (στα κατώτερα επίπεδα της ιεραρχίας) σε επιμέρους υποκριτήρια που το συνθέτουν (δεν υπάρχει περιορισμός στο βαθμό ανάπτυξης των επιπέδων). Τελικά, στο τελευταίο επίπεδο τοποθετούνται οι διάφορες εναλλακτικές αποφάσεις του εξεταζόμενου προβλήματος. Η μέθοδος δύναται να οδηγήσει σε ταξινόμηση ή κατάταξη των εναλλακτικών, ανάλογα με τις ανάγκες του προβλήματος υπό μελέτη.

Έπειτα, στο δεύτερο στάδιο, ο αποφασίζων εισάγει τα δεδομένα του προβλήματος, εκφράζοντας τις προτιμήσεις του μέσω διμερών συγκρίσεων όλων των στοιχείων (κριτήρια απόφασης) κάθε επιπέδου της ιεραρχίας, σε σχέση πάντα με τη συνεισφορά τους σε ένα στοιχείο του αμέσως προηγούμενου επιπέδου της ιεραρχίας. Για την έκφραση των προτιμήσεων του αποφασίζονται, κατά τη διεξαγωγή των διμερών συγκρίσεων, χρησιμοποιείται μια αριθμητική κλίμακα από το 1 έως το 9. Το 1 εκφράζει αδιαφορία ανάμεσα στα στοιχεία υπό μελέτη, ενώ το 9 απόλυτη υπεροχή του ενός στοιχείου έναντι του άλλου.

Σχήμα 4.5:

Ιεραρχική δόμηση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων μέσω της μεθόδου ΑΗΡ



Πηγή: Zahedi F., 1986

Στο τρίτο στάδιο, τα αποτελέσματα των διμερών συγκρίσεων που πραγματοποιεί ο αποφασίζων σε κάθε επίπεδο της ιεραρχίας, διαμορφώνουν έναν πίνακα που εμπεριέχει τα πραγματικά σχετικά βάρη που αποδίδει ο αποφασίζων σε κάθε στοιχείο του συγκεκριμένου επιπέδου της ιεραρχίας. Η μέθοδος υπολογίζει τα σχετικά βάρη των στοιχείων ενός επιπέδου σε σχέση με τα στοιχεία του αμέσως προηγούμενου επιπέδου, βάσει των οποίων έγιναν οι διμερείς συγκρίσεις.

Τέλος, στο τέταρτο στάδιο της μεθόδου ΑΗΡ, γίνεται ο συνδυασμός των σχετικών βαρών των στοιχείων όλων των επιπέδων, ώστε να αξιολογηθούν οι εναλλακτικές αποφάσεις του τελευταίου επιπέδου της ιεραρχίας σε σχέση με το πρώτο επίπεδο που περιλαμβάνει το στόχο του προβλήματος. Η αξιολόγηση των εναλλακτικών αποφάσεων αποδίδει ένα σκορ στην κάθε μία από αυτές και επιτρέπει στον αποφασίζοντα να λάβει κάποια απόφαση.

4.3.2 Εφαρμογή μεθόδου ΑΗΡ στο VC [Jain B./ Nag B., 1996]

4.3.2.1 Το πρόβλημα επιλογής επενδύσεων σε new ventures

Ένα σημαντικό πρόβλημα για τις εταιρείες VC είναι ο καθορισμός ενός συστήματος αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων σε new ventures, δηλαδή υποψήφιων εταιρειών προς χρηματοδότηση που προετοιμάζουν την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση μιας εδραιωμένης εταιρείας, η απόφαση χρηματοδότησης μπορεί να βασιστεί σε έναν αριθμό δεικτών απόδοσης, που προκύπτουν από το γόητρο, τα αρχεία και τα επιτεύγματα της εταιρείας, αλλά και από προβλέψεις αναλυτών. Όμως, για τις επενδύσεις σε new ventures όλα τα παραπάνω δεδομένα είναι ανύπαρκτα, λόγω της μη ύπαρξης χρόνου παραμονής των υποψήφιων εταιρειών στο Χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα την αδυναμία υπολογισμού ποσοτικών δεικτών εκτίμησης. Έτσι, η απόφαση πρέπει να βασιστεί μόνο σε ποσοτικές πληροφορίες που προμηθεύει η ίδια η εταιρεία τους επενδυτές και που κάποιες φορές μπορεί να είναι παραπονημένες. Εξαιτίας αυτής της παραποίησης, ο αποφασίζων πρέπει να βασίζεται σε ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων, καθώς και προσωπικών κρίσεων, προκειμένου να εκτιμήσει αν είναι συμφέρουσα η επένδυση ή όχι.

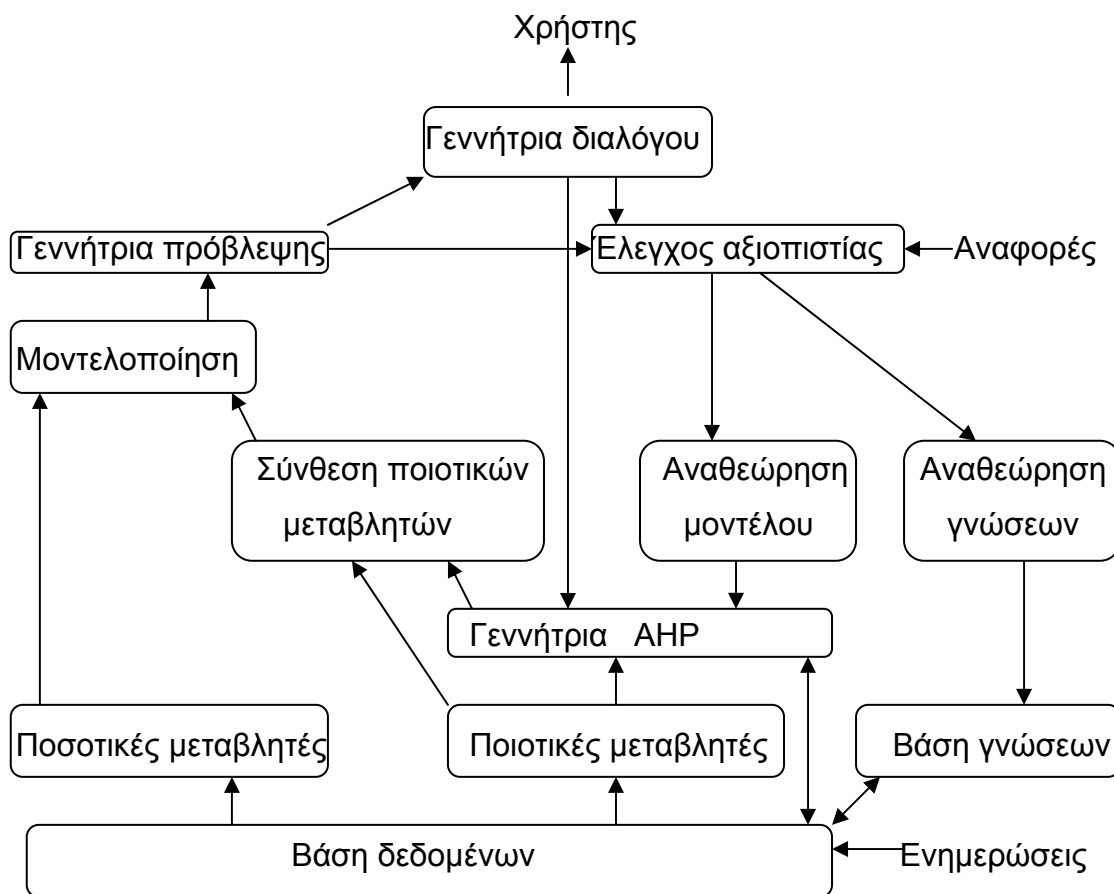
Αυτό που ενδιαφέρει κάθε εταιρεία VC είναι η επιλογή επιχειρήσεων με καλές προοπτικές ανάπτυξης. Εξαιτίας όμως της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ επενδυτή και υποψήφιας επιχείρησης, η αγορά είναι αδύνατον από μόνη της να εντοπίσει τις εταιρείες με “μέλλον”. Έτσι, από τη στιγμή που και ο κίνδυνος αποτυχίας των υποψήφιων εταιρειών στο Χρηματιστήριο είναι μεγάλος, είναι φανερό ότι η ανάγκη εξεύρεσης ενός μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων που θα επιλύει το πρόβλημα επιλογής επενδύσεων σε new ventures, είναι επιτακτική. Οι Jain και Nag, στη μελέτη που πραγματοποίησαν το 1996, δημιούργησαν ένα σύστημα υποστήριξης αποφάσεων που επιτυγχάνει το συνδυασμό ποιοτικών, ποσοτικών και υποκειμενικών παραγόντων, προκειμένου να εξάγει κάποιο αποτέλεσμα. Συγκεκριμένα, το σύστημα πραγματοποιεί τη μοντελοποίηση ποιοτικών μεταβλητών και μέτρησή τους σε μια αριθμητική κλίμακα, προκειμένου να συνυπολογιστούν με τις ποσοτικές μεταβλητές, μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου ΑΗΡ.

4.3.2.2 Περιγραφή του μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων AHP

Τα βασικότερα στοιχεία του μοντέλου που παρουσιάζεται στο σχήμα (4.6), είναι τα εξής: βάση δεδομένων, γεννήτρια AHP, βάση γνώσεων, γεννήτρια πρόβλεψης και έλεγχος αξιοπιστίας.

Σχήμα 4.6:

Αρχιτεκτονική μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων AHP



1. Βάση δεδομένων (Database)

Στην εφαρμογή, η βάση δεδομένων αποτελούνταν από ένα δείγμα 458 εταιρειών, οι οποίες είχαν πραγματοποιήσει αρχική προσφορά χρεογράφων για δημόσια εγγραφή (Initial Public Offering - IPO) την περίοδο 1976-1988. Για κάθε εταιρεία συλλέχθηκαν χρηματοοικονομικά στοιχεία απόδοσης. Συγκεκριμένα, η βάση δεδομένων εμπεριείχε στοιχεία από 10 μεταβλητές απόδοσης, οι οποίες είναι οι εξής:

➤ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

1. ΟΝΟΜΑ
2. ΗΜ/ΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

➤ ΠΟΣΟΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (Quantitative Data)

1. ΜΕΓΕΘΟΣ IPO (σε εκατ. \$)
2. ΚΙΝΔΥΝΟΣ
3. ΤΜΗΜΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΠΟΥ ΔΙΑΤΗΡΕΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ IPO
4. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΕΝΑ ΧΡΟΝΟ ΠΡΙΝ ΤΗΝ IPO
5. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ

➤ ΠΟΙΟΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (Qualitative Data)

1. ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
2. ΦΗΜΗ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΕΤΑΙΡΙΑΣ
3. ΕΛΚΥΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ

Σε αυτό το επίπεδο του συστήματος έγινε και ο καθορισμός του όρου “συμφέρουσα επενδυτική πρόταση σε new venture”.

2. *Γεννήτρια AHP (AHP Model Generator)*

Το προτεινόμενο σύστημα υποστήριξης αποφάσεων προσφέρει στον αποφασίζοντα τη δυνατότητα να μοντελοποιήσει τις ποιοτικές μεταβλητές με έναν ορθολογικό και δομημένο τρόπο. Το τελευταίο επιτυγχάνεται με τη βοήθεια της μεθόδου AHP, η οποία εξετάζει τις διαστάσεις των ποιοτικών μεταβλητών που σχετίζονται με την απόδοση υποψήφιων εταιρειών. Η μεθοδολογία της AHP επιτρέπει στον αποφασίζοντα να εξετάσει πολλά υποκριτήρια-υποπαράγοντες μιας ποιοτικής μεταβλητής, αλλά και τις αλληλοσυσχετίσεις τους. Ειδικότερα, η λειτουργία της μεθόδου βασίζεται σε πληροφορίες και υποκειμενικές κρίσεις του αποφασίζοντα για να μετατρέψει ποιοτικές μεταβλητές, που μετριοούνται σε μια βαθμωτή κλίμακα, σε ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είναι μετρίσιμες σε μια κλίμακα αναλογίας. Έτσι, η πολυκριτήρια μέθοδος AHP βοηθάει στη μέτρηση ποιοτικών ή/και υποκειμενικών παραγόντων, με σκοπό να χρησιμοποιηθούν, σε συνδυασμό με άλλες ποσοτικές μεταβλητές, στη διαμόρφωση της απόδοσης κάθε υποψήφιας εταιρείας.

Προκειμένου να εισαχθούν ποιοτικές μεταβλητές σε ένα μοντέλο πρόβλεψης, θα πρέπει πρώτα να μοντελοποιηθούν, έτσι ώστε να έχουμε σαφή εικόνα της σχέσης που έχουν με την απόδοση της κάθε εξεταζόμενης εταιρείας προς χρηματοδότηση. Η διαμόρφωση αυτής της σχέσης είναι απλή όταν οι μεταβλητές εμπεριέχουν μετρήσεις σε μια κλίμακα αναλογιών. Τα περισσότερα, όμως, δεδομένα για τις ποιοτικές μεταβλητές προέρχονται από υποκειμενικές, βαθμωτές μετρήσεις, που δεν επιτρέπουν τη σύγκρισή τους με ποσοτικά δεδομένα. Είναι σημαντική, λοιπόν, η εξαγωγή μιας αριθμητικής κλίμακας μέτρησης ποιοτικών μεταβλητών, η οποία είναι συνεπής και σχετικά σταθερή ανάμεσα στους διάφορους αποφασίζοντες.

Η μέθοδος AHP, για να εξάγει την αναγκαία αριθμητική κλίμακα των ποιοτικών μεταβλητών, βασίζεται σε τρεις αρχές: αποσύνθεση του προβλήματος, συγκριτικές κρίσεις και σύνθεση προτεραιοτήτων. Η διαδικασία ακολουθεί μια ιεραρχική δόμηση, η οποία αρχίζει με ένα σκοπό (μέτρηση ποιοτικών μεταβλητών σε αριθμητική κλίμακα), ακολουθεί ο καθορισμός των υποκριτηρίων σε διάφορα επίπεδα, οι διμερείς συγκρίσεις των στοιχείων κάθε επιπέδου σε σχέση με τη συνεισφορά τους σε ένα στοιχείο του προηγούμενου επιπέδου, η δημιουργία μήτρας συγκρίσεων για εξαγωγή των βαρών των στοιχείων της ανάλυσης και τέλος, πραγματοποιείται συνδυασμός των εξαγόμενων σχετικών βαρών προκειμένου να μετρηθούν οι ποιοτικές μεταβλητές σε μια αριθμητική κλίμακα και να υπολογιστεί η απόδοση της κάθε εναλλακτικής/εταιρείας.

Οι μετρήσεις των ποιοτικών μεταβλητών, όπως μετατράπηκαν με τη βοήθεια της μεθόδου AHP, μπορούν να αντληθούν από τη γεννήτρια πρόβλεψης.

3. Βάση γνώσεων (Knowledge Base)

Η βάση γνώσεων χρησιμεύει στην προμήθεια πληροφοριών, τόσο στην γεννήτρια AHP, όσο και στην γεννήτρια πρόβλεψης.

Συγκεκριμένα, η γεννήτρια AHP χρησιμοποιεί τη βάση γνώσεων για την αποσύνθεση των ποιοτικών μεταβλητών σε μια ιεραρχία παραγόντων και χαρακτηριστικών απόφασης. Επίσης, το μοντέλο πρόβλεψης χρησιμοποιεί τη βάση για τη δόμηση ενός στατιστικού μοντέλου, προκειμένου να γίνει πρόβλεψη ως προς την απόδοση μιας επενδυτικής πρότασης σε new ventures. Στη βάση γνώσεων εμπεριέχονται ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες, ενδεχομένως, επηρεάζουν την απόδοση των υποψηφίων εταιρειών. Επιπρόσθετα, η συγκεκριμένη βάση επιτρέπει τη λειτουργία ενός μηχανισμού για την ενημέρωση (update) του συστήματος με κάθε καινούρια, διαθέσιμη πληροφορία.

4. Γεννήτρια πρόβλεψης (Forecast Generator)

Η γεννήτρια πρόβλεψης αποτελείται από ένα σύνολο στατιστικών μοντέλων, από το οποίο ο αποφασίζων μπορεί να διαλέξει το πιο κατάλληλο. Οι εισροές της γεννήτριας προέρχονται από τη βάση δεδομένων και γνώσεων. Η πρώτη βάση προμηθεύει τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό του μοντέλου, ενώ η δεύτερη χρησιμοποιείται στην κατασκευή ενός μοντέλου πρόβλεψης.

Ένας ευρύς αριθμός στατιστικών μοντέλων, όπως η διακριτική ανάλυση, το λογιστικό και κανονικό υπόδειγμα πιθανότητας, είναι διαθέσιμος για πρόβλεψη και ταξινόμηση. Μεταξύ αυτών, το λογιστικό υπόδειγμα φαίνεται να είναι το πιο διαδεδομένο και βασίζεται στην εξίσωση:

$$P_i = \Pr ob(Y_i = 1) = F(X_i \beta) = \frac{1}{1 + \exp(-X_i \beta)},$$

όπου $F(X_i \beta)$ είναι η αθροιστική συνάρτηση κατανομής, που περιγράφει πως σχετίζονται οι πιθανότητες με εξωγενείς μεταβλητές. Αν μια επένδυση σε new ventures προσφέρει μακροχρόνια θετική απόδοση, τότε $Y_i=1$. Σε αντίθετη περίπτωση, η μεταβλητή ισούται με μηδέν.

4.3.2.3 Μεθοδολογία εκτίμησης απόδοσης μοντέλου

Το μέγεθος της αποτελεσματικότητας ενός συστήματος υποστήριξης αποφάσεων είναι η ακρίβεια και η αξιοπιστία των αποφάσεων που παρέχει μέσω του μοντέλου πρόβλεψης. Μια σωστή ανάλυση της πρότασης για επένδυση σε new ventures βασίζεται σε σωστές προβλέψεις (ταξινομήσεις) των:

- 1) υποψήφιων εταιρειών με υψηλή αξία και
- 2) υποψήφιων εταιρειών με χαμηλή αξία.

Για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας του προτεινόμενου συστήματος, στην εφαρμογή χρησιμοποιήθηκαν τρία εναλλακτικά μοντέλα πρόβλεψης, τα οποία είναι τα εξής:

1. LM-1: Το πρώτο μοντέλο ήταν το λογιστικό μοντέλο το οποίο χρησιμοποίησε ποιοτικές και ποσοτικές μεταβλητές, χωρίς κανέναν προηγούμενο μετασχηματισμό της κλίμακας μέτρησης των ποιοτικών στοιχείων. Καμία προσωπική κρίση του αποφασίζοντα δε λήφθηκε υπόψιν.
2. QV-1: Το δεύτερο μοντέλο εμπεριείχε μόνο ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είχαν επεξεργαστεί με τη μέθοδο AHP. Το αδύνατο σημείο στο μοντέλο ήταν η έλλειψη χρήσης και ποσοτικών μεταβλητών.
3. QQ-1: Το τρίτο μοντέλο ήταν περισσότερο ολοκληρωμένο από τα δύο προηγούμενα. Χρησιμοποίησε ποσοτικές μεταβλητές, αλλά και ποιοτικές, τις οποίες είχε μετασχηματίσει με τη βοήθεια της AHP.

Έπειτα, οι ερευνητές σύγκριναν την απόδοση και των τριών μοντέλων σε σχέση με την ικανότητά τους να εντοπίζουν σωστά τις κερδοφόρες και τις προβληματικές υποψήφιες εταιρείες προς χρηματοδότηση. Ο δείκτης “true positive” αντιπροσώπευε τις κερδοφόρες εταιρείες που είχαν ταξινομηθεί σωστά. Αντίστοιχα, ο δείκτης “true negative” έδινε τις προβληματικές επιχειρήσεις που είχαν εντοπιστεί σωστά από το μοντέλο. Ακολούθως, το μέγεθος “false positive” έδινε το ποσοστό των προβληματικών εταιρειών που ταξινομήθηκαν

ως κερδοφόρες, ενώ το μέγεθος “false negative” το ποσοστό των κερδοφόρων εταιρειών που ταξινομήθηκαν λανθασμένα ως προβληματικές. Τέλος, ο συνολικός δείκτης σωστών ταξινομήσεων έδινε το συνολικό ποσοστό των επιχειρήσεων που ταξινομήθηκε σωστά ως κερδοφόρες ή ζημιογόνες.

Τα αποτελέσματα αυτής της εφαρμογής (πίνακας 4.3) και ο σχολιασμός τους αναφέρονται στην επόμενη παράγραφο.

4.3.2.4 Εμπειρικά αποτελέσματα

Το μοντέλο LM-1 παρουσίασε χαμηλή προβλεπτική ικανότητα σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα (4.3). Αυτό είναι αποτέλεσμα της μη σωστής ενσωμάτωσης των ποιοτικών μεταβλητών, οι οποίες ενδεχομένως επηρεάζουν την απόδοση των υποψήφιων εταιρειών, στο μοντέλο πρόβλεψης.

Πίνακας 4.3:

Αποτελέσματα μελέτης

	LM-1	QV-1	QQ-1
TRUE POSITIVE	23,90%	30,08%	58,40%
TRUE NEGATIVE	95,40%	95,10%	90,40%
FALSE POSITIVE	37,20%	33,33%	33,30%
FALSE NEGATIVE	20,70%	19,40%	13,10%
TOTAL CORRECT	77,70%	79%	82,50%

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του μοντέλου QV-1, φάνηκε μια μικρή βελτίωση στην προβλεπτική ικανότητα του συγκεκριμένου μοντέλου σε σχέση με το πρώτο μοντέλο. Αυτό οφείλεται στον μετασχηματισμό της κλίμακας μέτρησης των ποιοτικών μεταβλητών εκτίμησης.

Τέλος, η εφαρμογή έδειξε ότι η προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου QQ-1, που εμπεριέχει ποσοτικές και μετασχηματισμένες ποιοτικές μεταβλητές, ήταν φανερά υψηλότερη έναντι των δύο προηγούμενων μοντέλων.

Με την τελευταία επισήμανση, γίνεται φανερό ότι η μετατροπή ποιοτικών μεταβλητών, καθώς και η ενσωμάτωση ποιοτικών και ποσοτικών μεταβλητών σε ένα μοντέλο πρόβλεψης, βελτιώνει σημαντικά την ποιότητα της απόφασης ως προς τη βιωσιμότητα μιας υποψήφιας εταιρείας και ως εκ τούτου, επιβεβαιώνεται η αποτελεσματικότητα του προτεινόμενου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων.

4.4 Το σύστημα FINCLAS στο Venture Capital

4.4.1 Παρουσίαση πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS (FINancial CLASsification) [Zorounidis C./ Doumpos M., 1998]

Το σύστημα FINCLAS αναπτύχθηκε για την αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών προβλημάτων ταξινόμησης. Αποτελεί ένα εξελιγμένο πολυκριτήριο Σύστημα Υποστήριξης Αποφάσεων (ΣΥΑ) που επιτρέπει την ενσωμάτωση πολυκριτήριων τεχνικών, οι οποίες έχουν τη δυνατότητα ανάλυσης ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων, ενώ παράλληλα παρουσιάζει υψηλή ευελιξία και προσαρμοστικότητα σε μεταβολές στις προτιμήσεις του αποφασίζοντα.

Αναλύοντας τη δομή του συστήματος FINCLAS (σχήμα 4.7 της επομένης σελίδας), αξίζει να αναφερθούμε στην ύπαρξη ενός φιλικού υποσυστήματος επικοινωνίας, που δίνει τη δυνατότητα στον αποφασίζοντα να επικοινωνήσει εύκολα με το σύστημα, ενώ επιτυγχάνεται, ταυτόχρονα, και η ομαλή επικοινωνία μεταξύ της βάσης δεδομένων και της βάσης μοντέλων του συστήματος. Η βάση δεδομένων περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά στοιχεία, αλλά και ποιοτικές πληροφορίες. Αντίστοιχα, η βάση των χρηματοοικονομικών μοντέλων παρέχει υποστήριξη στον αποφασίζοντα κατά τον καθορισμό των βασικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των εναλλακτικών (υποψήφιων επιχειρήσεων προς χρηματοδότηση).

Στη βάση των πολυκριτήριων μοντέλων υπάρχει η μέθοδος UTADIS, η οποία είναι μια μέθοδος μονότονης παλινδρόμησης, καθώς και η παραλλαγή της. Με τη χρήση αυτών των μεθόδων, ο αναλυτής μπορεί να ταξινομήσει το σύνολο των εναλλακτικών, το οποίο μελετάει, σε προκαθορισμένες ομάδες δυναμικότητας. Επίσης, τα αποτελέσματα των μεθόδων παρέχουν και μια συγκριτική αξιολόγηση (κατάταξη) των εναλλακτικών κάθε ομάδας, δηλαδή ποιες είναι οι καλύτερες εναλλακτικές σε μια ομάδα και ποιες οι χειρότερες βάσει των χρησιμότητων που υπολογίζονται για κάθε εναλλακτική ξεχωριστά.

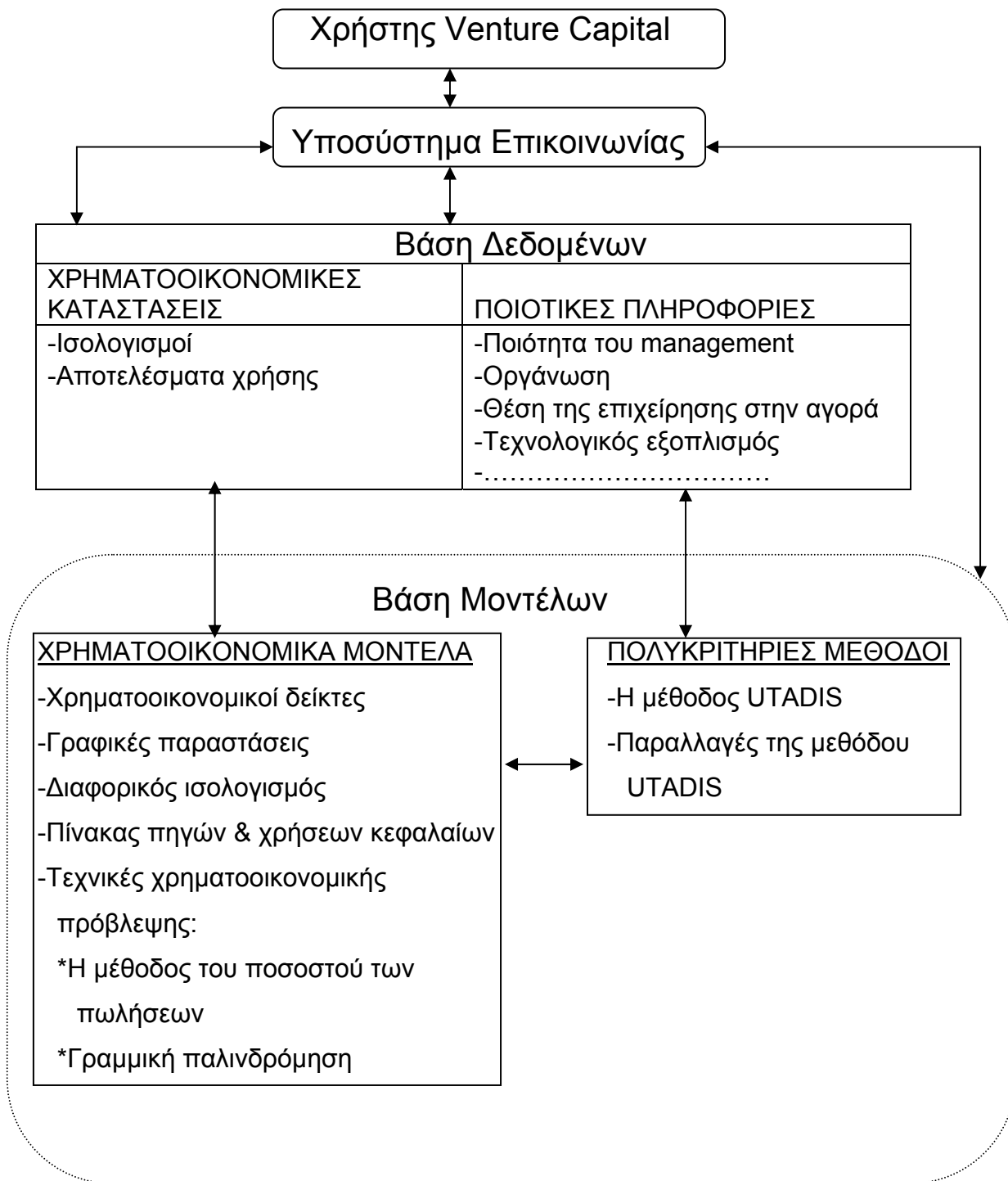
Συγκεκριμένα, ο αποφασίζων αρχικά ταξινομεί (n) εναλλακτικές a_1, \dots, a_n σε (q) διατεταγμένες ομάδες C_1, \dots, C_q , σύμφωνα με (m) κριτήρια αξιολόγησης g_1, \dots, g_m . Έπειτα, με τη βοήθεια της μεθόδου UTADIS, αναπτύσσεται μια προσθετική συνάρτηση χρησιμότητας, προκειμένου να υπολογιστούν οι ολικές χρησιμότητες κάθε εναλλακτικής (a) σε σχέση με όλα τα κριτήρια αξιολόγησης (g). Η συνάρτηση είναι της μορφής:

$$U(a) = \sum_{i=1}^m u_i(g_i(a)),$$

όπου $u_i(g_i(a))$ είναι η μερική χρησιμότητα της εναλλακτικής (a) για το (i) κριτήριο εκτίμησης.

Σχήμα 4.7:

Η δομή του συστήματος FINCLAS



Πηγή: Zorounidis C./ Doumplos M., 1998

Το επόμενο βήμα είναι η ταξινόμηση των εναλλακτικών μέσω της σύγκρισης κάθε ολικής χρησιμότητας με τα αντίστοιχα (q-1) κατώφλια χρησιμότητας ($u_1 > u_2 > \dots > u_{q-1}$), δηλαδή τα όρια μεταξύ των ομάδων, τα οποία τα υπολογίζει η μέθοδος.

Η βελτιστοποίηση της ταξινόμησης, που αποτελεί και το στόχο της μεθόδου UTADIS, επιτυγχάνεται με την ελαχιστοποίηση του συνολικού σφάλματος των λάθος ταξινομήσεων ($\sigma^+(a)$ είναι το σφάλμα υπερεκτίμησης και $\sigma^-(a)$ είναι το σφάλμα υποεκτίμησης μιας εναλλακτικής (a)). Το παραπάνω πραγματώνεται μέσω της επίλυσης του παρακάτω γραμμικού προγράμματος:

$$\text{Minimize } F = \sum_{a \in C_1} \sigma^+(a) + \dots + \sum_{a \in C_k} [\sigma^+(a) + \sigma^-(a)] + \dots + \sum_{a \in C_q} \sigma^-(a)$$

Κατά την παρουσίαση των αποτελεσμάτων, ο αποφασίζων παίρνει πληροφορίες για την αρχική και την εκτιμώμενη ομάδα στην οποία ανήκει μια επιχείρηση, καθώς επίσης, για τις ολικές χρησιμότητες και μερικές χρησιμότητες, τα κατώφλια τα οποία διαχωρίζουν τις ομάδες, τα βάρη των κριτηρίων αξιολόγησης, το συνολικό σφάλμα των λάθος ταξινομήσεων και το ποσοστό της συνολικής ακρίβειας. Το μοντέλο της προσθετικής χρησιμότητας που αναπτύσσεται, μπορεί να αποθηκευθεί και να χρησιμοποιηθεί για να εκτιμηθούν καινούριες εναλλακτικές, οι οποίες ενδέχεται να εισέλθουν στη βάση δεδομένων του συστήματος.

Μια παραλλαγή της μεθόδου UTADIS, η οποία ενσωματώνεται μέσα στο σύστημα FINCLAS, προκύπτει αν ελαχιστοποιηθεί ο αριθμός των λάθος ταξινομήσεων και όχι το συνολικό σφάλμα. Αυτό επιτυγχάνεται με την επίλυση ενός γραμμικού προγράμματος, της μορφής:

$$\text{Minimize } F = \sum_{\alpha \in A} M^+(\alpha) + M^-(\alpha)$$

4.4.2 Εφαρμογή συστήματος FINCLAS στο VC [Ζοπουνίδης Κ., 1999]

4.4.2.1 Δεδομένα εφαρμογής

Το σύστημα FINCLAS χρησιμοποιήθηκε μεταγενέστερα για να πραγματοποιηθεί αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων σε VC. Η εφαρμογή στηρίχτηκε στα δεδομένα επιχειρήσεων που είχαν ήδη χρηματοδοτηθεί από ένα γαλλικό χρηματοοικονομικό οργανισμό παροχής VC, το ινστιτούτο IDI. Το IDI, το οποίο ιδρύθηκε το 1970, ανήκει στην κατηγορία των οργανισμών που ενισχύουν τα ίδια κεφάλαια επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται σε πλήρη ανάπτυξη, αλλά δεν έχουν εισαχθεί ακόμα στο Χρηματιστήριο.

Κεφάλαιο 4: Πολυκριτήριες μεθοδολογίες αξιολόγησης επενδύσεων με ΕΚΥΚ

Αν και τα κριτήρια εκτίμησης, πάνω στα οποία στηρίζει το IDI τις αποφάσεις του, ήταν γνωστά, με τη βοήθεια του συστήματος FINCLAS επιτεύχθηκε η ενσωμάτωσή τους σε ένα αναλυτικό μοντέλο, που θα επέτρεπε την αυτόματη διάγνωση κάθε υποψήφιας εταιρείας υπό χρηματοδότηση.

Τα δεδομένα των επιχειρήσεων (27 τον αριθμό), καθώς και τα κριτήρια εκτίμησης που χρησιμοποιεί το IDI (12 τον αριθμό), παρουσιάζονται στους πίνακες (4.4) και (4.5) αντίστοιχα.

Πίνακας 4.4:

Το σύστημα εκτίμησης του οργανισμού IDI (προδιάταξη αποφασίζοντα)

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΑΡΧΙΚΗ ΟΜΑΔΑ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ											
		G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	G9	G10	G11	G12
1	1	1	3	1	3	4	4	3	4	2	4	2	3
2	1	3	3	3	3	1	4	3	4	3	4	3	5
3	1	3	3	3	3	4	4	2	4	3	1	2	5
4	1	2	2	1	2	4	4	3	4	2	4	1	5
5	1	3	1	1	2	3	3	3	4	3	2	3	5
6	1	3	1	3	2	3	3	3	4	3	4	3	3
7	1	1	1	1	1	1	3	2	4	3	4	3	2
8	1	3	3	3	1	2	3	3	3	2	4	1	2
9	1	3	1	1	2	1	3	2	3	3	2	3	5
10	1	3	2	1	4	1	3	3	2	3	3	2	3
11	1	1	3	3	3	1	3	2	3	2	2	3	2
12	1	1	3	3	4	1	3	2	3	2	1	1	1
14	1	3	3	3	2	1	2	1	2	2	2	3	1
16	1	3	3	3	4	3	3	3	4	3	4	2	3
17	1	3	1	2	4	1	2	1	2	2	1	1	2
13	2	1	1	1	3	1	2	1	2	2	1	1	5
15	2	1	1	1	1	1	3	2	3	1	1	1	1
18	2	1	1	1	3	1	3	2	2	1	2	3	4
19	2	3	1	1	3	1	4	3	4	2	4	2	3
20	2	3	2	3	3	3	3	3	4	3	4	2	2
21	2	1	1	1	1	1	2	2	3	1	1	1	3
22	2	1	1	1	3	3	3	1	3	2	3	3	3
23	2	3	1	3	1	1	1	1	2	2	2	1	2
24	2	3	3	3	3	1	2	1	1	2	1	2	1
25	2	1	2	1	1	1	2	2	1	1	2	3	3
26	3	1	3	1	3	1	1	1	1	1	3	3	2
27	3	1	2	3	1	1	1	1	3	2	2	1	2

Πίνακας 4.5:

Τα κριτήρια εκτίμησης του οργανισμού IDI

➤ Χρηματοοικονομικά:

1. Τάση των πωλήσεων / πληθωρισμό
2. Τάση της προστιθέμενης αξίας / Τάση των πωλήσεων
3. Τάση της παραγωγικότητας προσωπικού / Τάση κόστους ανά εργαζόμενο
4. Πίστωση προμηθευτών σε ημέρες
5. Διάθεση κέρδους

➤ Στρατηγικά:

6. Ποιότητα της διοίκησης
7. Ένταση του διδύμου έρευνας – ανάπτυξης
8. Δείκτης διαφοροποίησης
9. Τάση της αγοράς της επιχείρησης
10. Ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στην αγορά
11. Πιθανοί τρόποι πώλησης της συμμετοχής σε επιχειρήσεις
12. Διεθνής ανάπτυξη και μερίδια αγοράς της επιχείρησης

Η επεξεργασία των κριτηρίων απόφασης, καθώς και οι εκτιμήσεις των 27 επιχειρήσεων μέσω του συστήματος εκτίμησης του οργανισμού IDI, έγιναν σε συνεργασία με το διευθυντή του ελέγχου διαχείρισης του IDI. Το δείγμα των επιχειρήσεων χωρίστηκε σε τρεις ομάδες: τις δυναμικές (ομάδα 1^η), τις μέτριες (ομάδα 2^η) και τις προβληματικές επιχειρήσεις (ομάδα 3^η), ενώ τα κριτήρια εκτίμησης σε δύο κατηγορίες: τα χρηματοοικονομικά και τα στρατηγικά (πίνακες 4.4 και 4.5). Κάθε κριτήριο έπαιρνε μια βαθμολογία από το 1 έως το 5 (το 1 ήταν η χειρίστη βαθμολογία και το 5 η βέλτιστη). Έτσι, κάθε επιχείρηση, σύμφωνα με την επίδοσή της σε κάθε ένα από τα 12 κριτήρια, ταξινομήθηκε σε μια από τις τρεις προκαθορισμένες ομάδες. Ήταν φανερό ότι από την ομάδα των δυναμικών επιχειρήσεων το IDI περίμενε να πραγματοποιήσει μεγάλα κέρδη, ενώ από τις υπόλοιπες ομάδες είτε λιγότερα κέρδη, είτε ζημιές.

4.4.2.2 Αποτελέσματα

Στη συγκεκριμένη μελέτη χρησιμοποιήθηκε το σύστημα FINCLAS, το οποίο, με τη βοήθεια της μεθόδου UTADIS, έδωσε την εκτιμώμενη ταξινόμηση, όπως φαίνεται στον πίνακα (4.6). Η συγκεκριμένη ταξινόμηση βασίστηκε στη σύγκριση της ολικής χρησιμότητας κάθε εναλλακτικής με τα όρια χρησιμότητων u_1 και u_2 .

Πίνακας 4.6:

Αποτελέσματα ομαδοποίησης του συστήματος FINCLAS

Επιχειρήσεις	Αρχική Ομάδα	Χρησιμότητες	Εκτιμώμενη ομάδα
16	1	0.8287	1
10	1	0.7461	1
12	1	0.7138	1
2	1	0.7116	1
17	1	0.6719	1
3	1	0.6693	1
6	1	0.6426	1
5	1	0.6231	1
9	1	0.6186	1
4	1	0.6185	1
1	1	0.6155	1
11	1	0.6067	1
14	1	0.5947	1
8	1	0.5895	1
7	1	0.5778	1
Όριο χρησιμότητας u_1		0.5707	
20	2	0.5599	2
19	2	0.5320	2
22	2	0.5183	2
18	2	0.4429	2
24	2	0.4303	2
13	2	0.4223	2
25	2	0.3604	2
21	2	0.3373	2
15	2	0.3327	2
23	2	0.2542	2
Όριο χρησιμότητας u_1		0.2399	
27	3	0.2140	3
26	3	0.1618	3

*Αριθμός λανθασμένων ταξινομήσεων=0

Ποσοστό επιτυχίας=100%

Η μέθοδος UTADIS έδωσε και τα βάρη των 12 κριτηρίων (πίνακας 4.7), δείχνοντας ότι το κριτήριο “ποιότητα της διοίκησης” (G6) παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην απόφαση.

Πίνακας 4.7:

Τα βάρη των κριτηρίων στο μοντέλο εκτίμησης του IDI

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ	ΒΑΡΟΣ (%)
G1	4.12
G2	5.08
G3	1.57
G4	21.45
G5	7.39
G6	23.49
G7	3.33
G8	7.23
G9	11.89
G10	3.25
G11	8.14
G12	3.05

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του συστήματος FINCLAS, το μοντέλο εκτίμησης του οργανισμού IDI ήταν απόλυτα αξιόπιστο, διότι δεν υπήρχαν λανθασμένες ταξινομήσεις και άρα το ποσοστό επιτυχίας ήταν 100%. Οπότε, μπορεί να χρησιμοποιηθεί χωρίς πρόβλημα σε νέο, άγνωστο σύνολο υποψήφιων εταιρειών υπό χρηματοδότηση.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι το πολυκριτήριο σύστημα υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την αντιμετώπιση προβλημάτων ταξινόμησης υποψήφιων επενδυτικών προτάσεων σε VC και γενικότερα πολύπλοκων προβλημάτων λήψης αποφάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΜΙΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΕΚΥΚ

5.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ

Η ψυχή της λειτουργίας του θεσμού VC αποτελείται από τρία συστατικά: τα επιχειρηματικά σχέδια ιδιαίτερου επενδυτικού ενδιαφέροντος, τα απαραίτητα προς επένδυση κεφάλαια και την απόδοση αυτών των επενδυμένων κεφαλαίων. Από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα τρία προαναφερθέντα συστατικά, είναι οι αγορές κεφαλαίου (capital markets), η κυβερνητική πολιτική (government policies) και οι τεχνολογικές εξελίξεις (technologies).

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

Έτσι, μπορεί να γίνει ένας διαχωρισμός των παραγόντων, σε εκείνους που αφορούν το γενικό πλαίσιο λειτουργίας του ΕΚΥΚ και συνθέτουν το θεσμικό και νομικό περιβάλλον δραστηριοποίησής του (μακροπεριβάλλον), και σε εκείνους τους οποίους μπορεί η κάθε ΕΚΕΣ να επηρεάσει, προκειμένου να αναπτύξει τη δραστηριότητά της (μικροπεριβάλλον).

Πιο αναλυτικά έχουμε:

5.1.1 ΜΑΚΡΟΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

1. Φορολογικοί παράγοντες

Με τη θέσπιση κατάλληλων φορολογικών μέτρων, ενθαρρύνονται οι κεφαλαιούχοι να αναλάβουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Η ευνοϊκή μεταχείριση των κεφαλαιακών κερδών (μειωμένη φορολογία της υπεραξίας των μετοχών των ΕΚΕΣ) ενισχύει τη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας με VC. Κάποιες μορφές φορολογικών κινήτρων αποτελούν

η ειδική φορολογία των εξαγορών επιχειρήσεων από διευθυντικά στελέχη (ΜΒΟ και ΜΒΙ), καθώς και η φορολογική έκπτωση λόγω επενδυτικών ζημιών από ανεπιτυχείς τοποθετήσεις κεφαλαίων.

2. Η εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών

Οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ γίνονται με αντικείμενο την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, ενώ το ύψος αυτών εξαρτάται από τις συνθήκες εξόδου του χορηγού από την επένδυση. Έτσι, η κεφαλαιαγορά, ως βασική δίοδος αποεπενδύσεων και ως πεδίο δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, αποτελεί τον παράγοντα που προσδιορίζει τις προσδοκίες των αποδόσεων και επομένως και τις δυνατότητες ανάπτυξης των χρηματοδοτήσεων με ΕΚΥΚ. Οι θεσμικοί κανόνες που διέπουν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, επηρεάζουν το εφικτό της εισαγωγής μιας εταιρείας σε αυτήν, και οι συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργεί, προσδιορίζουν τα περιθώρια εσόδων για τις επιχειρήσεις.

Κατά κανόνα, οι μεγαλύτερες τιμές για μία νέα εταιρεία επιτυγχάνονται με την εισαγωγή της σε μία χρηματιστηριακή αγορά, αφ' ενός επειδή οι συνθήκες που επικρατούν αναφορικά με την αγορά των τίτλων της, είναι ανταγωνιστικές, και αφ' ετέρου γιατί οι προσδοκίες από μία εταιρεία που έχει δείξει ιδιαίτερο δυναμισμό, μεταφράζονται σε συγκριτικά υψηλό τίμημα για την απόκτηση τίτλων της. Αντίθετα, η περίπτωση μίας ατροφικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε εγκατάλειψη ενός σημαντικού αριθμού επιχειρηματικών σχεδίων, λόγω της ύπαρξης κινδύνου μικρών ή/ και αβέβαιων αποδόσεων, γεγονός που τελικά επηρεάζει τη θετική πορεία του ΕΚΥΚ.

[Ιακωβίδης Μ., 1992]

Οι δευτερογενείς αγορές (συναλλαγές χρεογράφων εκτός πρωτογενών αγορών) προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης και αποδέσμευσης των επενδύσεων των ΕΚΕΣ (οι προϋποθέσεις εισαγωγής σε αυτές είναι λιγότερο αυστηρές), γεγονός που λειτουργεί ευεργετικά στην ανάπτυξη του VC.

3. Ειδική θεσμική πρόνοια για το ΕΚΥΚ

Σε αρκετές χώρες υπάρχει ειδική νομοθεσία για τις ΕΚΕΣ, η οποία αποσκοπεί στην κατοχύρωση της λειτουργίας τους, καθώς και στην προώθηση των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους μέσω της θέσπισης κινήτρων που δε θα μπορούσαν να ενταχθούν στο φορολογικό πλαίσιο. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες υπάρχει υψηλό ποσοστό επιχορήγησης (επιδότησης) επί του ποσού που κάθε φορά επενδύεται από τις ΕΚΕΣ σε καινοτομικές επιχειρήσεις.

4. Επιχειρηματική κουλτούρα

Οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ είναι χρηματοδότηση προσώπων και επιχειρηματικών σχεδίων, με βασικό κριτήριο την ποιότητα του management. Η επιτυχία της κάθε επένδυσης εξαρτάται από την ικανότητα ορισμένων ανθρώπων να μεταμορφώσουν μια ελπιδοφόρα πρόταση σε πετυχημένη επιχείρηση, στο να κατορθώσουν να πραγματοποιήσουν τα δύσκολα σχέδιά τους υπό το καθεστώς έντονης αβεβαιότητας.

Ένα ιδιαίτερο στοιχείο της επιχειρηματικής νοοτροπίας αποτελεί η αντιμετώπιση της έννοιας του κέρδους και του κινδύνου. Η προσκόλληση σε ασφαλείς σταδιοδρομίες μέσα σε μεγάλες επιχειρήσεις και η διστακτικότητα ικανών στελεχών να διακινδυνεύσουν με προοπτικές σοβαρών κερδών, δρα ανασταλτικά για το ΕΚΥΚ. Παράδειγμα αποτελεί η Γερμανία, η οποία, παρ' όλο το οικονομικό και τεχνολογικό προβάδισμά της, έχει ως πρώτιστο κριτήριο επενδύσεων την ασφάλεια, περιορίζοντας τη δυνατότητα ανάπτυξης του επιχειρηματικού κεφαλαίου.

5. Το επίπεδο της τεχνολογίας και το ρεύμα των καινοτομιών

Κάθε επένδυση με ΕΚΥΚ περιέχει μία καινοτομία, η οποία μπορεί να αφορά ένα καινούργιο ή διαφοροποιημένο προϊόν, μία νέα διαδικασία παραγωγής ή ένα νέο τρόπο διάθεσης και εμπορίου. Έτσι, το επίπεδο τεχνολογικής ανάπτυξης και η γενικότερη πολιτική απέναντι στις καινοτομίες επηρεάζουν τις δυνατότητες ανάπτυξης του ΕΚΥΚ.

Οι ευκαιρίες για «πρωτότυπη» τεχνολογική δράση και δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών υπάρχουν ως επί το πλείστον στις ανεπτυγμένες τεχνολογικά οικονομίες. Από την άλλη, η κρατική τεχνολογική πολιτική μπορεί να δημιουργήσει άμεσα και έμμεσα πλεονεκτήματα για τις επενδύσεις με ΕΚΥΚ. Άμεσα, με την ευθεία στήριξη των τεχνολογικών δραστηριοτήτων (επιχορηγήσεις, ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση, δυνατότητα υποστήριξης σε τεχνικό-επιστημονικό επίπεδο), και έμμεσα, με τη δημιουργία εξωτερικών οικονομιών (υποδομή, υπηρεσίες), που συμβάλλουν στην αύξηση της απόδοσης των τεχνολογικών επενδύσεων. [Ιακωβίδης Μ., 1992]

6. Βαθμός ανοίγματος οικονομίας

Ο βαθμός ανοίγματος μίας οικονομίας, δηλαδή ο βαθμός ολοκλήρωσής της στην παγκόσμια οικονομία, βρίσκεται σε ευθεία αναλογία με τις δυνατότητες επέκτασης του ΕΚΥΚ. Όσο μεγαλύτερο είναι το άνοιγμα μιας εθνικής αγοράς, τόσο ευκολότερη καθίσταται η εξαγωγική δραστηριότητά της σε ανταγωνιστικά πλαίσια. Η καινοτομία που σχετίζεται με το επιχειρηματικό κεφάλαιο, αποτελεί αρκετές φορές νέα σύλληψη/ εφαρμογή,

όχι μόνο σε τοπικό/ εθνικό, αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι περιορισμένες διαστάσεις μιας εθνικής αγοράς συνιστούν σοβαρά εμπόδια για την πλειοψηφία των επενδύσεων σε ΕΚΥΚ, αφού ενώ υπάρχουν πρωτοπόρες επιχειρήσεις στον τομέα τους, δεν έχουν τα περιθώρια της μεγέθυνσης που απαιτούνται για να αποβούν πολύ κερδοφόρες.

7. Ρόλος πιστωτικού συστήματος

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

Ένας άλλος εξίσου σημαντικός παράγοντας ανάπτυξης του ΕΚΥΚ αποτελεί το «βάθος», δηλαδή ο βαθμός ανάπτυξης, του τραπεζοπιστωτικού συστήματος. Πιο αναλυτικά, σε ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από μεγάλο «βάθος», έχουμε από τη μία πλευρά θετική επίδραση στο ΕΚΥΚ, γιατί το τελευταίο μπορεί να διαδραματίσει το ρόλο του σε ευνοϊκό περιβάλλον, και από την άλλη αρνητική επίδραση, γιατί το επιχειρηματικό κεφάλαιο καλείτε να αναπτυχθεί σε ένα χώρο κορεσμένο από χρηματοοικονομικά εργαλεία.

8. Καθεστώς επιτοκίων

Η συγκέντρωση κεφαλαίων για επενδύσεις σε ΕΚΥΚ είναι αποτέλεσμα του ενδιαφέροντος των χρηματοδοτικών πηγών των ΕΚΕΣ. Όταν ο αναμενόμενος μέσος συντελεστής απόδοσης του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των ΕΚΕΣ είναι αρκετά μεγαλύτερος από τα επιτόκια, για παράδειγμα των τίτλων σταθερής απόδοσης του Δημοσίου, τότε το ενδιαφέρον είναι υψηλό, γιατί προσφέρεται ικανοποιητική αμοιβή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές αυτοί. Ως εκ τούτου, μια δραστήρια μείωση των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου θα ενίσχυε τη συγκέντρωση κεφαλαίων στο χώρο του ΕΚΥΚ [*Ξανθάκης Μ./ Τσιπούρη Λ., 2001*]. Από την άλλη, τα υψηλά επιτόκια τραπεζικών δανείων μπορεί να καταστήσουν τις πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, όπως τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, περισσότερο ελκυστικές προτάσεις για τις νεοαναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. [*Bygrave W./ Timmons J., 1992*]

9. Δραστηριότητες παραοικονομίας

Η ύπαρξη και λειτουργία παραοικονομίας θεωρείται σημαντικό στοιχείο στην εκτίμηση των

δυνατοτήτων του ΕΚΥΚ, τόσο λόγω των επιπτώσεών της στη λειτουργία και ανάπτυξη του, όσο και γιατί αποτελεί δείκτη επιχειρηματικής συμπεριφοράς.

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

Από την άλλη, οι επενδύσεις ΕΚΥΚ είναι ριζικά διάφορες με τις τοποθετήσεις κεφαλαίων στην παραοικονομία. Η μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίου, η προσεκτική παρακολούθηση της πορείας της επένδυσης και η υψηλή καινοτομία που εμπεριέχει, έρχονται σε αντίθεση με τις δυνατότητες των γρήγορων, εντυπωσιακών και εύκολων κερδών της παραοικονομίας. Κατά συνέπεια, η ύπαρξη σοβαρής έκτασης παραοικονομίας μπορεί να παίξει αρνητικό ρόλο στην ομαλή ανάπτυξη του θεσμού VC.

10. Ο ρόλος των ΜικροΜεσαίων Επιχειρήσεων (ΜΜΕ)

Πιο συγκεκριμένα, εάν οι ΜΜΕ αποτελούν μοχλό τεχνολογικής ανανέωσης, όπως στις ΗΠΑ, τότε προφανώς οι επενδύσεις ΕΚΥΚ θα έχουν ένα πρόσφορο πεδίο δράσης. Από την άλλη, αν οι ΜΜΕ αποτελούν μονάδες χαμηλής παραγωγικότητας και χαμηλής προστιθέμενης αξίας, τότε οι ευκαιρίες για επενδύσεις ΕΚΥΚ θα είναι μάλλον περιορισμένες.

5.1.2 ΜΙΚΡΟΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

1. Ενεργός συμμετοχή

Το κλειδί της επιτυχίας και της δημιουργίας υπεραξίας βρίσκεται στην ενεργό υποστήριξη και συμμετοχή της ΕΚΕΣ στην εταιρεία υπό χρηματοδότηση. Οι συμβουλές σε θέματα προσωπικού, ανάπτυξης και προώθησης προϊόντων, διανομής κλπ, καθώς και τα δίκτυα πληροφοριών και διασυνδέσεων της ΕΚΕΣ, μπορεί να είναι καθοριστικά για την επιτυχημένη πορεία μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ.

2. Εμπειρία και προσεκτική επιλογή

Η μετατροπή μιας ιδέας σε επιτυχημένη επιχείρηση προϋποθέτει εμπειρία των ΕΚΕΣ σε θέματα οργανωτικά, έρευνας της αγοράς, ανάπτυξης πωλήσεων, επίγνωσης των ιδιαιτεροτήτων των κλάδων στους οποίους επενδύουν. Με αυτόν τον τρόπο θα αξιολογηθούν και θα εκτιμηθούν σωστά τα διάφορα προτεινόμενα επενδυτικά σενάρια.

3. Μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας

Οι χορηγοί του καινοτομικού κεφαλαίου, προκειμένου να δρέψουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση των πολύχρονων κόπων τους, θα πρέπει να ορίζουν μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες (από 8 έως 10 χρόνια).

5.2 Οφέλη του ΕΚΥΚ για την οικονομία και την αναπτυσσόμενη επιχείρηση

Ο θεσμός του VC, λόγω του αναπτυξιακού χαρακτήρα του, παρέχει σημαντικά οφέλη τόσο στο σύνολο της οικονομίας, όσο και στην επιχείρηση υπό χρηματοδότηση.

5.2.1 Οφέλη για την οικονομία

Το ΕΚΥΚ μπορεί να αποτελέσει αναπτυξιακό μοχλό, γιατί υπερβαίνει τις κλασσικές προϋποθέσεις χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, όπως εγγυήσεις, τόκους κλπ. Συνεπώς, παίζει καταλυτικό ρόλο στη γρήγορη ανάπτυξη των εταιρειών, κυρίως των μικρομεσαίων, αλλά και στην ανάπτυξη και την υγιή δομή της οικονομίας γενικότερα.

Οι ΕΚΕΣ επιτελούν σημαντικό κοινωνικό έργο, αφ' ενός διευκολύνοντας τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, αφ' ετέρου υποκινώντας την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό υπαρχουσών επιχειρήσεων, βοηθώντας έτσι στην οικονομική ανάπτυξη και στην καταπολέμηση της ανεργίας.

Έρευνες έχουν δείξει ότι εταιρείες που συνεργάστηκαν με ΕΚΕΣ, επέτυχαν αύξηση στις θέσεις εργασίας, γρήγορη ανάπτυξη, αύξηση στις πωλήσεις, στις εξαγωγές και στις επενδύσεις γενικότερα.

5.2.2 Οφέλη για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος ενυπάρχει στην ταχεία ανάπτυξη των επιχειρηματικών προσπάθειών. Παρόλα αυτά, η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ επιτρέπει τον έλεγχο της σχέσης ξένων προς ίδια κεφάλαια. Έτσι, δίδεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού, χωρίς επαύξηση του χρηματοδοτικού κινδύνου λόγω υπερβολικού δανεισμού.

Παράλληλα, η συμμετοχή των ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων που

χρηματοδοτούν, προσθέτει αξία στις συγκεκριμένες επιχειρήσεις, μέσω των εμπειριών, επαφών, καθώς επίσης και της οικονομικής, εμπορικής και διοικητικής τεχνογνωσίας που προσφέρουν οι πρώτες. Η επιχείρηση υποστηρίζεται ενεργά στο στρατηγικό σχεδιασμό, στο marketing και τις πωλήσεις, στον οικονομικό προγραμματισμό και έλεγχο, στη μεταφορά τεχνογνωσίας, καθώς και στην εισαγωγή σύγχρονων μεθόδων διοίκησης.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί και το αυξημένο κύρος που προσδίδει στην εταιρεία η συμμετοχή θεσμικού επενδυτή σε αυτήν. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε επιχειρήσεις που προετοιμάζονται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, διότι η παρουσία της ΕΚΕΣ συντελεί στη βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού και τη συστηματική αύξηση της κερδοφορίας, καθώς και της αξίας της επιχείρησης.

Β΄ ΜΕΡΟΣ: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΗ & ΕΓΧΩΡΙΑ ΚΛΙΜΑΚΑ

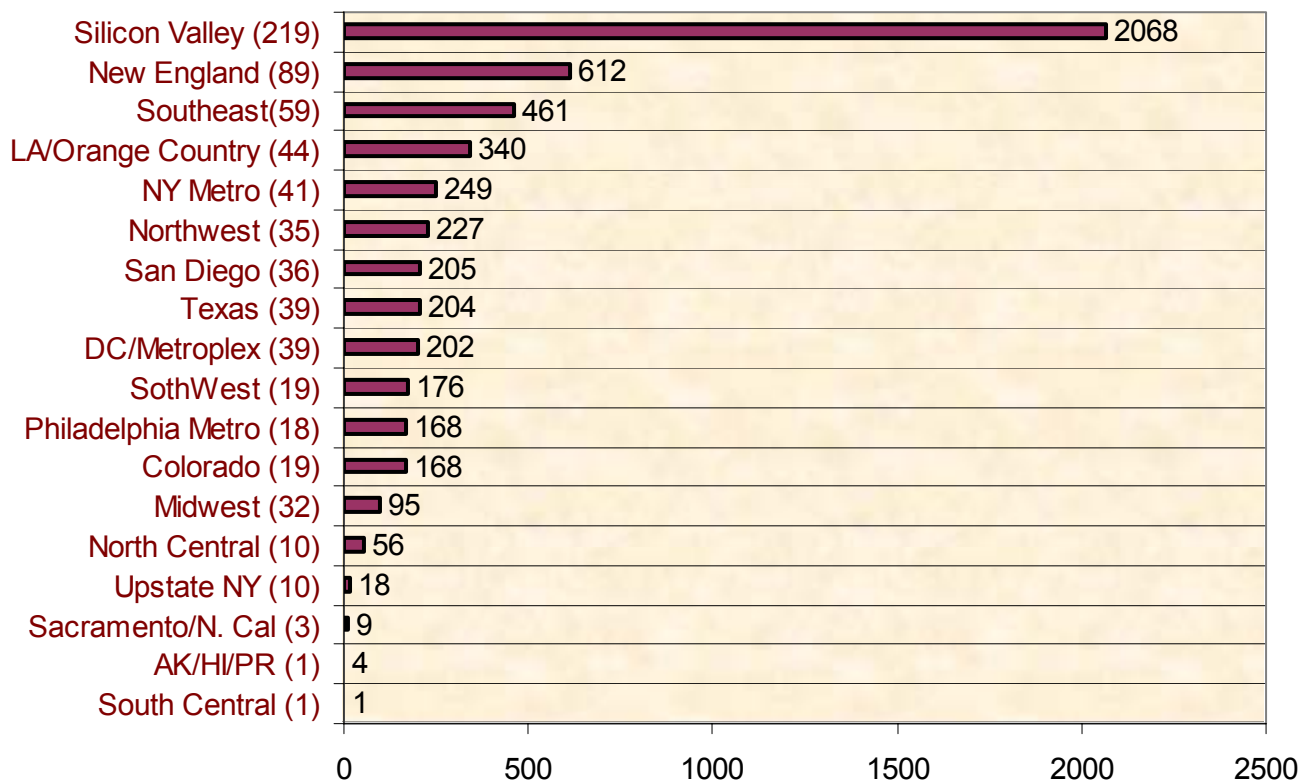
6.1 Ο θεσμός του VC στις Η.Π.Α.

Η κοιτίδα του venture capital εντοπίζεται στις Η.Π.Α. και ειδικότερα, όπως φαίνεται στο ακόλουθο γράφημα (6.1), στη Silicon Valley, που είναι μια κοινότητα πανεπιστημίων, εταιρειών παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων και ανήσυχων επιχειρηματιών. Το τρίτο τρίμηνο του 2005, οι περιοχές Silicon Valley, New England και Southeast κατείχαν το 60% των επενδυμένων κεφαλαίων και το 51% των επενδυτικών συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν.

Γράφημα 6.1:

Επενδύσεις VC ανά περιοχή των Η.Π.Α., για το τρίτο τρίμηνο του 2005 (ποσά σε εκατ. \$)

Μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των επενδύσεων (deals)



Πηγή: PricewaterhouseCooper/ Thomson Venture Economics/ NVCA Money Tree Survey

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

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

Από το 1996 και έπειτα, η αλματώδης ανάπτυξη του internet και της αμερικανικής οικονομίας, αλλά και οι πετυχημένες εισαγωγές στο χρηματιστήριο εταιρειών Internet, όπως η Netscape και η Yahoo, έφεραν έναν άνευ προηγουμένου πυρετό ενδιαφέροντος για ότι είχε να κάνει με νέες ιδέες γύρω από αυτό που ονομάστηκε “νέα οικονομία”. Τα φαινόμενα που παρατηρήθηκαν στα 3-4 χρόνια που ακολούθησαν, είναι γνωστά. Μέσα σε 6 μήνες, ο Nasdaq ανέβηκε από τις 2.600 στις 5.000 μονάδες και οι εισηγμένες εταιρείες της νέας οικονομίας είχαν αστρονομικές αποτιμήσεις. Αυτή όμως η εξωπραγματική φούσκα ήταν αναπόφευκτο να σκάσει τόσο απότομα, όσο δημιουργήθηκε. Μέσα σε ένα χρόνο, ο Nasdaq κατρακύλησε πίσω στις 2.000 μονάδες. Εκτός από τους μεμονωμένους επενδυτές που έχασαν περιουσίες, τεράστιες ζημιές είχαν και οι ΕΚΕΣ που υποστήριζαν απλόχερα τα αποτυχημένα σχήματα.

Αναλυτικότερα, μέσα στο διάστημα 1998-1999, είχαν επενδυθεί μέσω του θεσμού του VC, τόσα κεφάλαια, όσα είχαν επενδυθεί κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 ετών, και μάλιστα αντιστοιχούσαν στα $\frac{3}{4}$ των κεφαλαίων ΕΚΥΚ που είχαν επενδυθεί διεθνώς. Η μανία αυτή είχε τις ρίζες της στην ανάπτυξη και στις υψηλές αποδόσεις των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με συμπεράσματα ερευνών, μόνο μέσα στην περίοδο 1995-2000 επενδύθηκαν περί τα 192 δις \$ σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας.

Όμως, ο επιχειρηματικός “χορός” δεν έμελλε να κρατήσει για πολύ ακόμη. Οι χαμογελαστοί venture capitalists έχασαν σύντομα το χαμόγελό τους με την πρώτη πτώση του Nasdaq, που μετέτρεψε το γλέντι σε κυνήγι διάσωσης του χαμένου θησαυρού, και η μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία του VC ήταν γεγονός.

Η μεγάλη κάμψη από το 2000 και μετά επιβεβαιώνει την κυκλική εξέλιξη του VC. Βασικά θύματα ήταν οι καινούριες επενδύσεις σε εταιρείες της “νέας οικονομίας” (κυρίως επενδύσεις πληροφορικής), οι οποίες, όχι απλώς δυσκολεύτηκαν να χρηματοδοτηθούν στα πρώτα στάδια της ανάπτυξής τους, αλλά αντιμετώπισαν και σοβαρά εμπόδια ως προς τη συγκέντρωση κεφαλαίων, μέσω δεύτερων ή και τρίτων κύκλων χρηματοδότησης.

Την περίοδο 2001-2003, οι ΕΚΕΣ στις Η.Π.Α. εξακολουθούν να είναι εγκλωβισμένες, καθώς τα ποσά τα οποία συγκέντρωσαν, μέσω των δημόσιων εγγραφών, κινούνται σε απογοητευτικά επίπεδα. Η ύφεση και η συνεχής αστάθεια της αγοράς, η παρατεταμένη αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία, καθιστά ολοένα και δυσκολότερη την έξοδο των επιχειρηματικών κεφαλαιούχων από τις επενδύσεις στις οποίες έχουν ήδη προχωρήσει, παρεμποδίζοντας έτσι την επανεπένδυση των κεφαλαίων.

Παρόλα αυτά, η αρνητική εικόνα του θεσμού αρχίζει να αλλάζει τέλη του 2003. Το 2004, αλλά και το 2005, αυξάνονται οι ευκαιρίες των venture capitalists για ρευστοποίηση των συμμετοχών τους και ως τούτου, αυξάνονται και τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους για καινούριες επενδύσεις σε τεχνολογικές καινοτομίες και νέους κλάδους της οικονομίας. Το ελπιδοφόρο σημάδι είναι ότι οι εταιρείες VC εξακολουθούν να αναζητούν και να ανακαλύπτουν ευκαιρίες μέσα σε ένα περιβάλλον αστάθειας των χρηματαγορών, φόβου λόγω τρομοκρατίας, και επενδυτικού κινδύνου από εταιρείες “φούσκα”.

Συγκέντρωση Κεφαλαίων

Εξαιτίας της γενικότερης κρίσης στην επενδυτική αγορά, οι θεσμικοί επενδυτές στράφηκαν στο VC, προσπαθώντας να ανακτήσουν τις αποδόσεις που παρουσίαζαν οι επενδύσεις τους τις δεκαετίες του '80 και '90. Έτσι, σήμερα παρατηρείται από την πλευρά τους μια ζήτηση χωρίς προηγούμενο για venture capital funds, προκειμένου να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους. Από την άλλη πλευρά, σήμερα οι εταιρείες VC συγκεντρώνουν καινούρια κεφάλαια με μεγαλύτερη σύνεση, προκειμένου να διασφαλίσουν ότι το μέγεθος των νέων funds θα συμβαδίζει με την ομάδα τους, την επενδυτική στρατηγική τους και κυρίως, με το προβλεπόμενο επενδυτικό περιβάλλον. Εξάλλου, το ύψος των funds αντιπροσωπεύει τις τωρινές και μελλοντικές εκτιμήσεις, ευκαιρίες για επενδύσεις, καθώς και τις προοπτικές εξόδου από αυτές.

Εν τούτοις, περισσότερες εταιρείες VC συγκέντρωσαν καινούρια κεφάλαια κατά τη διάρκεια του 2004, από ότι το 2003. Συγκεκριμένα, το 2004, 187 funds συγκέντρωσαν 17 δις \$, ενώ το 2003, 141 funds συγκέντρωσαν 10,6 δις \$. Βέβαια, η πλειοψηφία των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν το 2004 για επενδύσεις σε VC, αφορούσε την αύξηση του ύψους των κεφαλαίων ήδη υφιστάμενων funds γνωστών εταιρειών VC. Μόνο το 27% εξ αυτών αφορούσε τη δημιουργία νέων funds από νέες venture ομάδες.

Όσον αφορά το 2005, η δραστηριότητα της συγκέντρωσης κεφαλαίων για επενδύσεις σε VC εξακολουθεί να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, μόλις στα τρία πρώτα τρίμηνα του 2005 συγκεντρώθηκαν περισσότερα κεφάλαια από εκείνα όλου του 2004. Πιο αναλυτικά, τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2005, 130 funds συγκέντρωσαν 17.4 δις \$, ενώ τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004, 143 funds συγκέντρωσαν 10,7 δις \$. Το ποσοστό αύξησης στα ποσά αγγίζει το 62,1%. Το γεγονός αυτό δείχνει επίσης, μια τάση για αύξηση του μέσου μεγέθους των funds που συγκεντρώνονται ανά έτος.

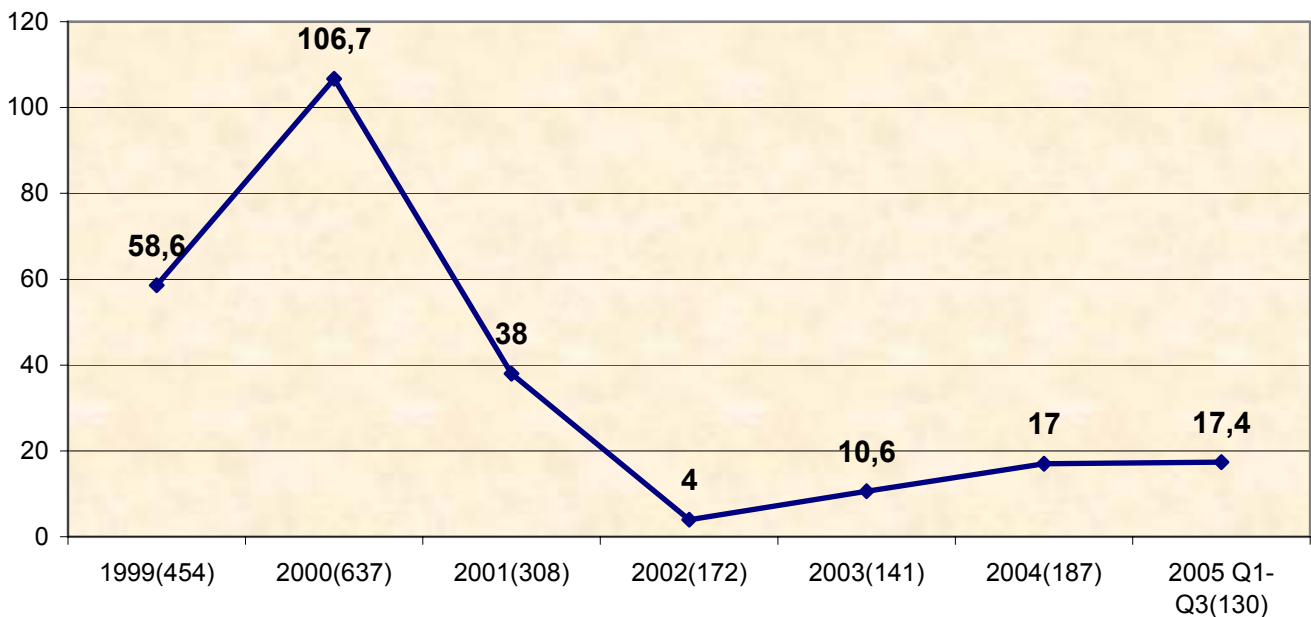
Η εξέλιξη των συγκεντρωμένων κεφαλαίων για επενδύσεις σε VC στις Η.Π.Α., για τη χρονική περίοδο 1999-2005 (δεδομένα έως το τρίτο τρίμηνο του 2005), παρουσιάζεται στο

γράφημα (6.2). Μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των funds ανά έτος.

Γράφημα 6.2:

Αντληθέντα κεφάλαια για επενδύσεις σε VC στις Η.Π.Α (1999-Q3 2005). Ποσά σε δις \$

Μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των funds ανά έτος.



Πηγή: 2004-2005 NVCA Year in Review

Επενδύσεις

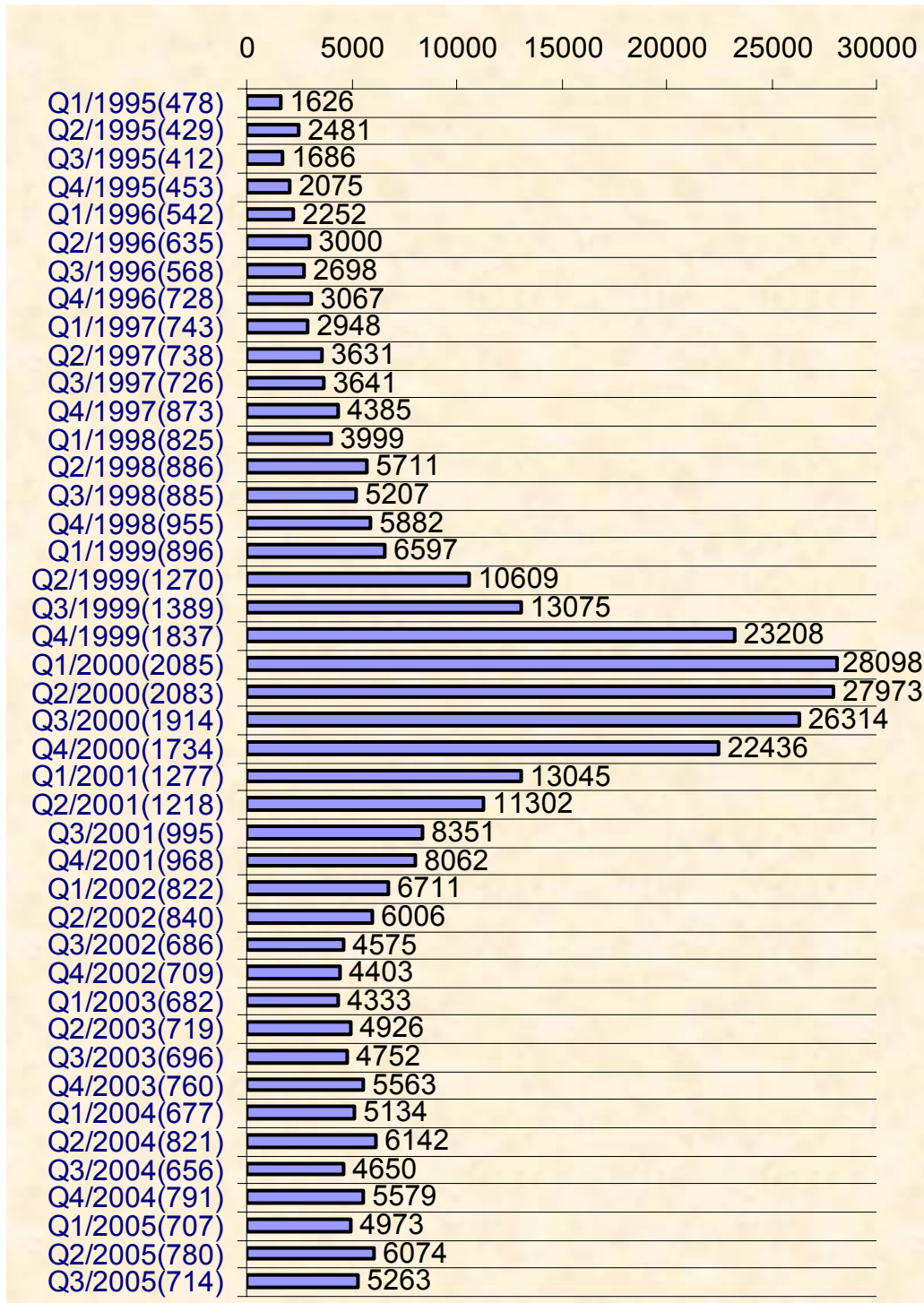
Το 2004, οι venture capitalists επένδυσαν κεφάλαια ύψους 21,5 δις \$, διατηρώντας έναν επενδυτικό ρυθμό 4,6 - 6,1 δις \$ ανά τρίμηνο. Γενικά, ο κλάδος του VC έχει διατηρήσει έναν σχετικά σταθερό επενδυτικό ρυθμό από το 2002, κάτι που θυμίζει την επενδυτική συμπεριφορά του 1998. Εξάλλου, αυτή η θετική πορεία φαίνεται και στο 2005, όπου τα τρία πρώτα τρίμηνα επενδύθηκαν περισσότερα κεφάλαια (16,3 δις \$) σε σχέση με το αντίστοιχο χρονικό διάστημα του 2004 (15,9 δις \$). Η όλη πορεία των επενδύσεων του 2005 οδηγεί στο μεγαλύτερο συνολικό ποσό της τελευταίας τετραετίας.

Η εξέλιξη των επενδυμένων κεφαλαίων σε VC στις Η.Π.Α., για τη χρονική περίοδο 1995-2005, παρουσιάζεται στο γράφημα (6.3) της επόμενης σελίδας. Επίσης, μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των συμφωνιών ανά τρίμηνο.

Γράφημα 6.3

Ποσά που επενδύθηκαν σε VC στις Η.Π.Α. από το πρώτο τρίμηνο του 1995 έως το τρίτο τρίμηνο του 2005 (ποσά σε εκατ. \$)

Μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των επενδύσεων (deals) ανά τρίμηνο

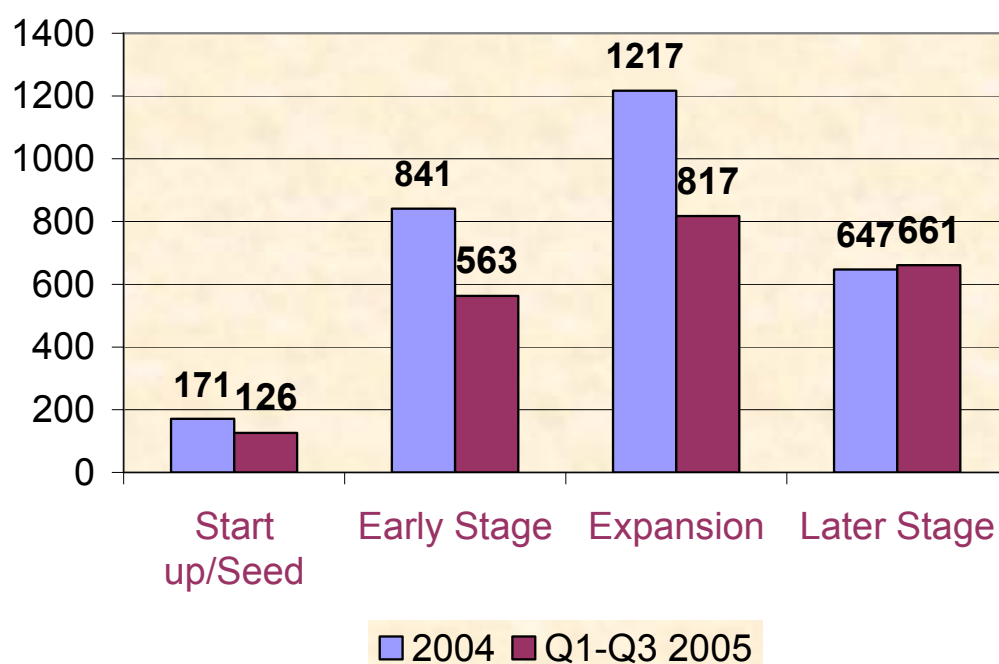


Πηγή: PricewaterhouseCooper/ Thomson Venture Economics/ NVCA Money Tree Survey

Το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν το 2004 (71,5%), αφορούσε χρηματοδοτήσεις επιχειρήσεων που βρίσκονται στο πρώτο στάδιο (early stage) ή στο στάδιο επέκτασης (expansion stage), ενώ το 22,5% αυτών αφορούσε χρηματοδοτήσεις μεταγενέστερων επιχειρηματικών φάσεων. Αντίθετα, το πρώτο εννιάμηνο του 2005 η διαφορά των ποσοστών αυτών μειώθηκε. Το 63,7% των συμφωνιών αφορούσε early stage και expansion stage, ενώ το 30,5% αφορούσε μεταγενέστερα στάδια χρηματοδότησης (γράφημα 6.4). Το τελευταίο ποσοστό είναι αρκετά υψηλότερο σε σχέση με παλιότερα χρόνια, πράγμα που οφείλεται στην πρόσφατη τάση των εταιρειών VC να ενδιαφέρονται για επενδύσεις που τους επιτρέπουν γρήγορη ρευστοποίηση, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις χαμηλές αποδόσεις (IRR) από παλιότερες επενδύσεις τους σε εταιρείες “φούσκα”. Επίσης, το 30,5% αφορά και διαδοχικούς γύρους χρηματοδότησης σε επιχειρήσεις που είναι ήδη στο χαρτοφυλάκιο μιας εταιρείας VC. Παρόλα αυτά, τα επόμενα χρόνια αναμένεται να αυξηθούν περισσότερο οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώτα στάδια ανάπτυξης και επέκτασης, λόγω της αυξημένης συγκέντρωσης νέων funds που αναζητούν μακροπρόθεσμες επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις.

Γράφημα 6.4:

Επενδυτικές συμφωνίες ανά στάδιο χρηματοδότησης (2004 & Q1-Q3 2005)



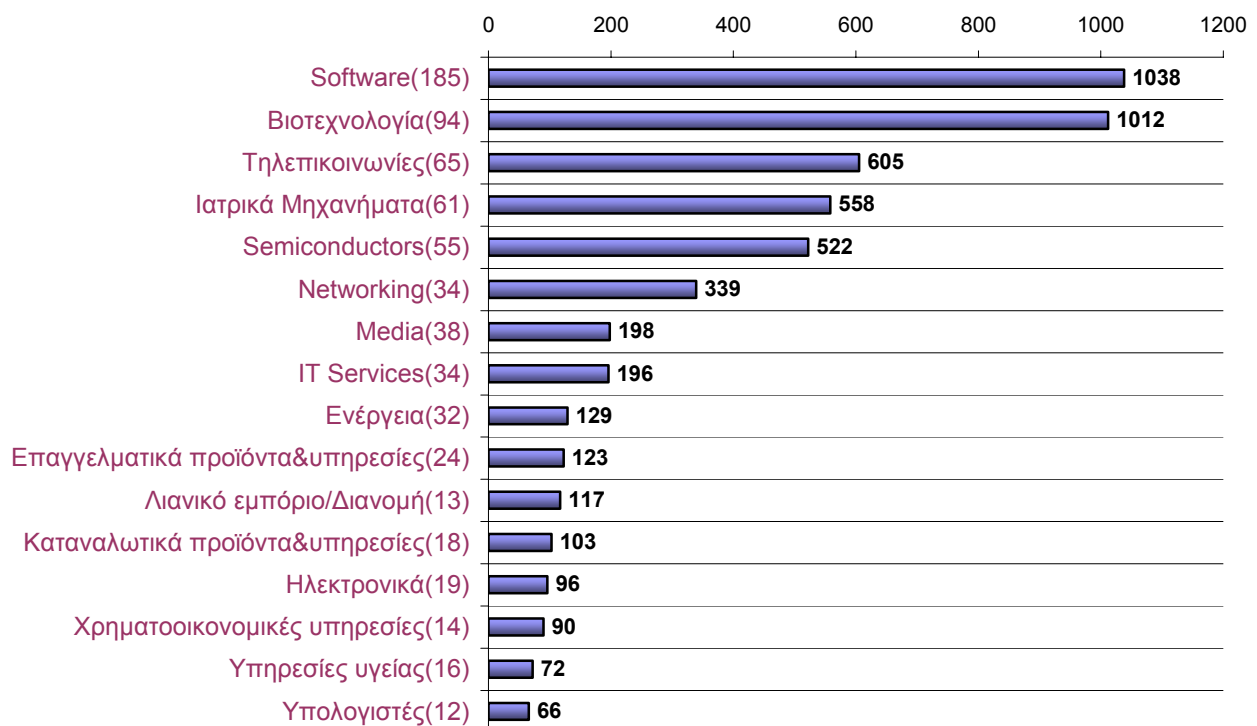
Πηγή: Full Year & Q4 2004 results, Q2 2005 results, Q3 2005 results/
PricewaterhouseCooper/ Thomson Venture Economics/ NVCA Money Tree Survey.

Το 2004, οι βιομηχανικοί κλάδοι Software και Βιοτεχνολογία συγκέντρωσαν το 24% και το 18% όλων των επενδυμένων κεφαλαίων σε VC αντίστοιχα, ποσοστά που αποτελούσαν ρεκόρ της τελευταίας τριετίας. Οι επιχειρήσεις των συγκεκριμένων κλάδων έλαβαν ακόμα, τους περισσότερους πρώτους γύρους χρηματοδοτήσεων σε VC για τα έτη 2004 και 2005. Επίσης, τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2005 παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη ανοδική πορεία των κλάδων Βιοτεχνολογία και Ιατρικά Μηχανήματα σε επενδύσεις VC. Ο κλάδος Software παρουσίασε μικρή κάμψη, αλλά παρόλα αυτά παραμένει στην κορυφή. Την ίδια χρονιά, ο κλάδος της Κινητής Τηλεφωνίας που υπάγεται σε εκείνον των Τηλεπικοινωνιών, συγκέντρωσε για τον κλάδο του τις περισσότερες επενδύσεις σε VC της τελευταίας τετραετίας. Τέλος, το τρίτο τρίμηνο του 2005, 215 εταιρείες έλαβαν για πρώτη φορά χρηματοδότηση, αντιπροσωπεύοντας το 30% όλων των επενδυτικών συμφωνιών (γράφημα 6.5 επόμενης σελίδας), ενώ το 69% των συγκεκριμένων χρηματοδοτήσεων αφορούσε τα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης (Start-up & Early stage).

Αντιπροσωπευτικά, στο γράφημα (6.6) που ακολουθεί, παρουσιάζεται η επενδυτική δραστηριότητα σε VC ανά βιομηχανικό κλάδο, για το τρίτο τρίμηνο του 2005 (ποσά σε εκατ. \$). Επίσης, μέσα σε παρένθεση εμφανίζεται ο αριθμός των επενδυτικών συμφωνιών ανά κλάδο, για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Γράφημα 6.6:

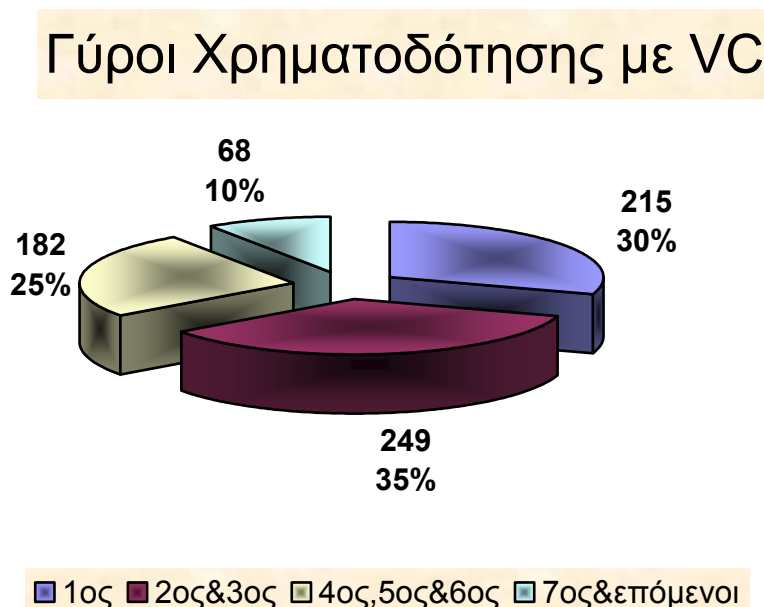
Ύψος επενδύσεων σε VC ανά βιομηχανικό κλάδο (ποσά σε εκατ. \$), για το Q3 2005



Πηγή: *PricewaterhouseCooper/ Thomson Venture Economics/ NVCA Money Tree Survey*

Γράφημα 6.5:

Αριθμός συμφωνιών ανά διαδοχικό γύρο χρηματοδότησης με VC (τρίτο τρίμηνο 2005)



Πηγή: *Q3 2005 results/ PricewaterhouseCooper/ Thomson Venture Economics/ NVCA Money Tree Survey*

Ευκαιρίες Εξόδου από τις επενδύσεις

Μετά από αρκετά χρόνια περιορισμένων ευκαιριών ρευστοποίησης των επενδύσεων σε venture capital, το 2004 φάνηκαν τα πρώτα θετικά σημάδια στη χρηματαγορά για αρχικές δημόσιες εγγραφές (IPO), αλλά και στο ενδιαφέρον μεγάλων εταιρειών να εξαγοράσουν επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες με VC.

Συγκεκριμένα, το 2004, 93 επιχειρήσεις με τουλάχιστον έναν επενδυτή VC από τις Η.Π.Α., συγκέντρωσαν 11 δις \$ μέσω αρχικής δημόσιας εγγραφής, ενώ το 2003, το αντίστοιχο ποσό έφτανε μόλις τα 2 δις \$. Η μέση ηλικία των επιχειρήσεων που έχουν χρηματοδοτηθεί με VC και επιχειρούν πρώτη δημόσια εγγραφή, δεν είναι μικρότερη από τα 7 χρόνια, γεγονός που δείχνει ότι η χρηματαγορά ενδιαφέρεται για επιχειρήσεις που έχουν υπάρξει κερδοφόρες για αρκετό χρονικό διάστημα και έχουν ένα δυνατό πελατολόγιο.

Από την άλλη, ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων (M&A) χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων με VC, έχει υπάρξει σταθερός τα τελευταία χρόνια και σημαντικά ανώτερος από τον αριθμό των IPO's. Την τελευταία, όμως, διετία παρατηρήθηκε ένας σχεδόν διπλασιασμός των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν μέσω M&A.

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Έτσι, το 2005 φαίνεται έντονα ο σημαντικός ρόλος της αγοράς M&A για τις εταιρείες VC, δεδομένου ότι εξισορροπεί τις αστάθειες που υπάρχουν ακόμα στις χρηματαγορές και δεν επιτρέπουν κάποιες φορές, τη ρευστοποίηση επενδύσεων σε VC. Εξάλλου, οι venture capitalists βασίζουν τα κέρδη τους εκτός των άλλων, σε μια έξοδο με προοπτικές. Λόγω της χαμηλής αποτίμησης κάποιων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, οι venture capitalists καταφεύγουν συχνά σε M&A, προκειμένου να λάβουν υψηλότερες αποδόσεις. Όπως φαίνεται στον πίνακα (6.1), 56 αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών χρηματοδοτούμενων με VC, συγκέντρωσαν 4,5 δις €, ποσό που αντανakλά μια μείωση της τάξης του 40% σε σχέση με το 2004.

Οι χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις με VC που ανήκουν στον κλάδο της τεχνολογίας, συγκεκριμένα στον κλάδο των υπηρεσιών internet, κατέχουν το μεγαλύτερο ποσοστό τόσο των αρχικών δημόσιων εγγραφών, όσο και των εξαγορών-συγχωνεύσεων. Τέλος, το 2004, αλλά και το 2005, το 1/3 των συμφωνιών εξαγοράς ή συγχώνευσης αποδίδει τουλάχιστον, το τετραπλάσιο του αρχικού ποσού της επένδυσης.

Πίνακας 6.1:

Η εξέλιξη των δύο μορφών εξόδου από επενδύσεις σε VC (ποσά σε εκατ. \$) 2000-2005

Έτος/ Τρίμηνο	Αριθμός συμφωνιών M&A	Συνολική αξία των συμφωνιών M&A	Μέσο μέγεθος κάθε συμφωνίας M&A	Αριθμός αρχικών δημόσιων εγγραφών	Συνολικό ποσό άντλησης από αρχικές δημόσιες εγγραφές	Μέσο ποσό άντλησης ανά αρχική δημόσια εγγραφή
2000	203	68.492,1	338,4	264	25.499,4	96,6
2001	165	16.798,9	101,8	41	3.489,9	85,1
2002	151	7.874,4	52,1	24	2.473,5	103,1
2003-1	21	1.453,3	69,2	1	77,2	77,2
2003-2	27	1.841,9	68,2	2	164,0	82
2003-3	41	2.127,7	51,9	9	723,8	81,4
2003-4	34	2.303,2	67,7	17	1.048,7	61,7
2003	123	7.726,1	62,8	29	2.022,7	69,7
2004-1	45	3.921,0	87,1	13	2.721,1	209,3
2004-2	48	4.514,6	94,1	29	2.077,8	71,6
2004-3	46	4.140,1	90	24	3.225,6	134,4
2004-4	46	2.862,2	62,2	27	2.990,4	110,8
2004	185	15.437,9	83,4	93	11.014,9	118,4
2005-1	45	4.209,9	93,6	10	720,7	72,1
2005-2	32	3.691,0	115,3	10	714,1	71,5
2005-3	46	4.094,8	89	19	1.458,1	76,7
2005-4	34	2.368,8	69,7	17	1.568,1	92,2
2005	157	14.364,4	91,5	56	4.461,0	79,7

Πηγή: *Venture-backed IPO activity weak in Q4 2005 and full year. Acquisition market carries 2005 exits for venture-backed companies/ Thomson Venture Economics/ NVCA*

Απόδοση

Η απόδοση των VC funds παρουσίασε σημαντική βελτίωση κατά τη διάρκεια του 2004. Αυτό το γεγονός οφείλεται κυρίως στην έντονη ρευστοποίηση επενδύσεων σε VC που πραγματοποιήθηκε το 2004, μέσω IPO ή M&A, και η οποία επέφερε σημαντική υπεραξία στους επενδυτές.

Όπως φαίνεται στους πίνακες (6,2) και (6,3), η αποδόσεις των επενδύσεων 10 και 20 χρόνων είναι το ισχυρό πλεονέκτημα της αγοράς VC. Σε αυτό βέβαια συνέβαλλε η ισχυρή αγορά M&A, η οποία πρόσφερε υψηλές αποδόσεις σε ρευστοποιήσεις χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων με VC. Επιπρόσθετα, τα funds buyout συνεχίζουν να παρουσιάζουν σταθερές αποδόσεις, ιδιαίτερα σε μακροχρόνιο ορίζοντα, πράγμα που σημαίνει ότι οι προσδοκίες των επενδυτών επιβεβαιώνονται.

Οι χαμηλότερες αποδόσεις των επενδύσεων VC χρονικού ορίζοντα 1 έτους που τελειώνει 30/06/2005, σε σχέση με αυτές που ο ετήσιος επενδυτικός ορίζοντάς τους τελειώνει 31/12/2004, αντανakλούν τη χαμηλότερη δραστηριότητα της αγοράς IPO κατά τη διάρκεια του 2005. Επίσης, οι επενδύσεις VC με πενταετή χρονικό ορίζοντα αντιμετωπίζουν το αρνητικό κλίμα που προκάλεσε η κρίση στη χρηματαγορά της Αμερικής.

Πίνακας 6.2:

Venture Economics' US Private Equity Performance Index (PEPI)

Απόδοση επενδύσεων VC την 31/12/2004 με χρονικό ορίζοντα:

Τύπος Fund	1 Χρόνος	3 Χρόνια	5 Χρόνια	10 Χρόνια	20 Χρόνια
Seed/Early VC	38,9	-7,7	-1,5	44,7	19,9
Balanced VC	14,7	0,0	0,4	18,2	13,3
Later Stage VC	10,4	-0,1	-4,7	15,4	13,7
All Venture	19,3	-2,9	-1,3	26,0	15,7
Small Buyouts	12,2	2,8	1,0	8,6	29,0
Med Buyouts	19,3	0,5	-1,8	9,8	17,2
Large Buyouts	17,1	8,4	2,9	11,2	14,7
Mega Buyouts	13,5	7,6	2,8	7,2	9,3
All Buyouts	14,3	6,9	2,3	8,4	12,8
Mezzanine	8,0	3,1	2,9	6,9	9,3
All Private Equity	16,4	3,7	1,5	12,7	13,8
NASDAQ	8,6	3,7	-11,8	11,2	12,4
S&P 500	9,0	1,8	-3,8	10,2	11,7

Πηγή: *Venture Capital Returns Held Steady at year-end 2004/ Thomson Venture Economics/*

NVCA

Πίνακας 6.3:

Venture Economics' US Private Equity Performance Index (PEPI)

Απόδοση επενδύσεων VC την 30/06/2005 με χρονικό ορίζοντα:

Τύπος Fund	1 Χρόνος	3 Χρόνια	5 Χρόνια	10 Χρόνια	20 Χρόνια
Seed/Early VC	2,1	-2,4	-10,5	48,8	20,2
Balanced VC	11,7	7,6	-2,6	18,0	13,7
Later Stage VC	8,8	3,2	-6,8	14,1	13,8
All Venture	7,8	3,0	-6,3	25,8	16,0
Small Buyouts	51,3	8,1	2,4	8,5	25,7
Med Buyouts	29,3	6,4	-1,2	10,6	18,4
Large Buyouts	21,4	12,9	3,0	10,9	14,7
Mega Buyouts	26,9	11,1	3,6	8,1	11,0
All Buyouts	26,9	11,0	2,9	9,0	13,8
Mezzanine	9,7	4,2	3,2	6,6	9,1
All Private Equity	20,4	8,2	1,0	12,7	13,8
NASDAQ	0,4	12,0	-12,3	8,2	11,3
S&P 500	0,4	6,4	-3,9	8,1	10,6

Πηγή: *Venture Capital Short Term Performance Improves in Q2 2005 (long term private returns continue to outperform public market)/ Thomson Venture Economics/ NVCA*

Όπως είναι ευδιάκριτο από τους δύο ανωτέρω πίνακες, οι κατηγορίες buyouts και mezzanine αποτελούν υποκατηγορίες μιας ευρύτερης επενδυτικής αγοράς, της private equity (P.E.), η οποία αφορά μεσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Στη συγκεκριμένη αγορά υπάγονται και οι επενδύσεις σε VC, οι οποίες, κατά τον οργανισμό "NVCA" (National Venture Capital Association), αφορούν επενδύσεις σε κεφάλαιο σποράς, πρώτου σταδίου, σε χαρτοφυλάκιο επιχειρήσεων διαφόρων σταδίων (balanced VC) και τέλος, μεταγενέστερων σταδίων (τα στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων με VC έχουν αναλυθεί στο κεφάλαιο 2).

Συνοψίζοντας, αξίζει να αναφέρουμε ότι στις Η.Π.Α., η αγορά VC έχει επενδύσει 338,5 δις\$ σε 26.494 επιχειρήσεις από το 1990 έως το 2003. Συγκεκριμένα, το 2003, επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν με VC, προσέλαβαν 10 εκατ. εργαζομένους σε όλους τους βιομηχανικούς κλάδους, ενώ ταυτόχρονα συνέβαλλαν κατά 1,8 τρις \$ στις συνολικές πωλήσεις των Η.Π.Α. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός της μεγαλύτερης ποσοστιαίας αύξησης των μισθών υπαλλήλων σε εταιρείες με VC επενδυτές, σε σχέση με το συνολικό ρυθμό αύξησης των μισθών στον ιδιωτικό τομέα. Επίσης, οι χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις με VC αποτελούν τους ηγέτες της έρευνας και ανάπτυξης (R&D) στις Η.Π.Α., αλλά και των

νέων τεχνολογικών καινοτομιών.

Τέλος, πρέπει να τονίσουμε ότι οι Η.Π.Α. δεν είναι τυχαία ο ηγέτης όλων στο Venture Capital, κατέχοντας το 72% των παγκόσμιων κεφαλαίων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου. Το μυστικό είναι ο συνδυασμός πολιτικής επενδύσεων, επιχειρηματικού πνεύματος και ικανοτήτων έρευνας και ανάπτυξης.

6.2 Ο θεσμός του VC στην Ευρώπη

Η εξέλιξη των βασικότερων ροών της αγοράς Private Equity (VC & buyouts) στην Ε.Ε.

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

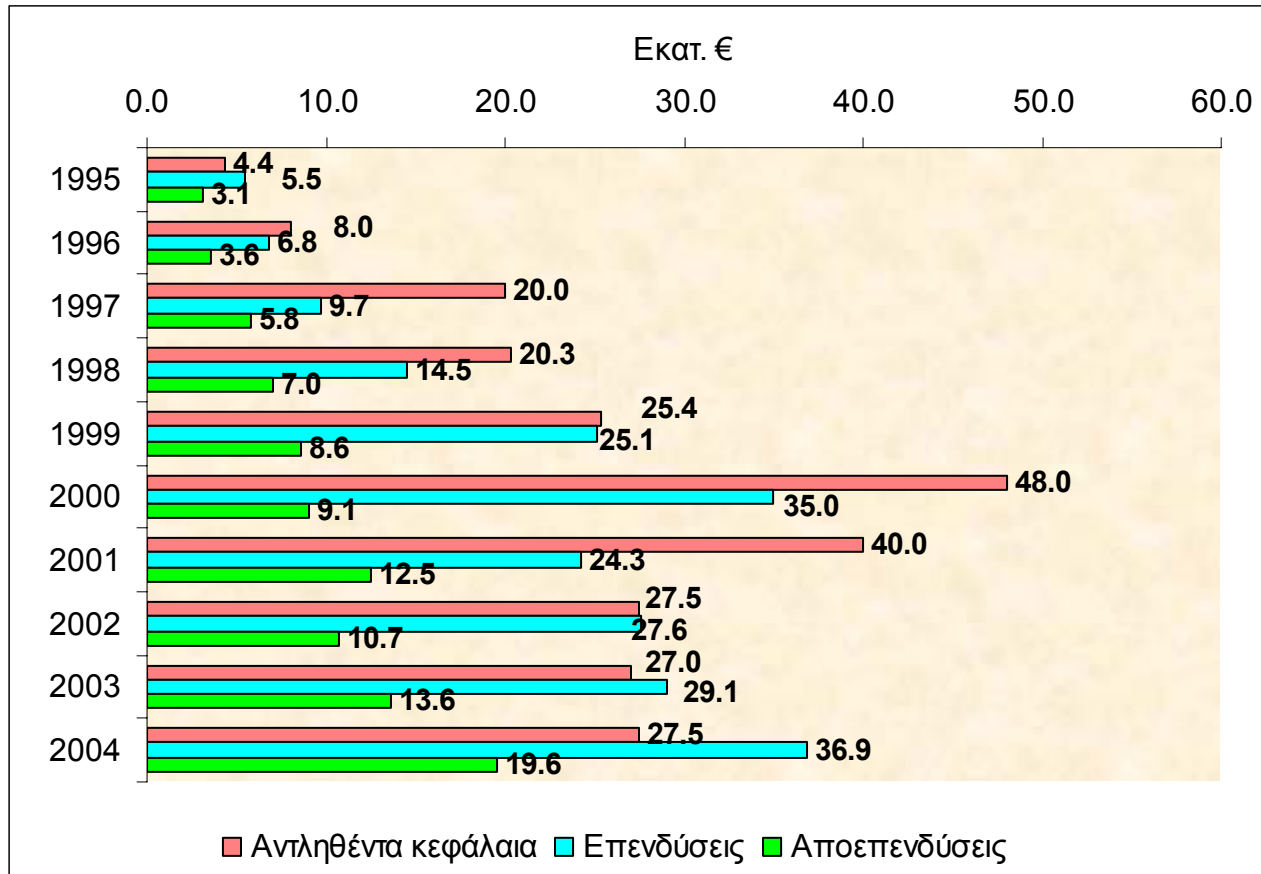
Εξάλλου, η επιτυχία της χρηματοδότησης με VC στις Η.Π.Α. αποτέλεσε οδηγό για τη δημιουργία των προϋποθέσεων ανάπτυξης του θεσμού στην Ευρώπη, λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ειδικές συνθήκες και τις ιδιαιτερότητες του ευρωπαϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Η αισθητή αλλαγή στο χώρο του venture capital στην Ευρώπη επιβεβαιώνεται και από τους αριθμούς που περιγράφουν την εν λόγω αγορά, από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και μετά.

Στο γράφημα (6.7) της επόμενης σελίδας απεικονίζεται η εξέλιξη των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν για επενδύσεις, και η εξέλιξη των επενδύσεων σε private equity (P.E.) για την περίοδο 1995-2004. Επίσης, στο ίδιο γράφημα παρουσιάζονται και τα συνολικά ποσά των αποεπενδύσεων ανά έτος, για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Συγκεκριμένα, φαίνεται ότι το 1996 αποτελεί την αφετηρία μιας αύξησης τόσο στα κεφάλαια που αντλούνται, όσο και στα επενδυμένα κεφάλαια, η οποία κορυφώνεται το 2000. Από εκείνο το σημείο παρατηρείται μια ύφεση, που επιβεβαιώνει την περιοδικότητα της αγοράς private equity και την επίδραση που είχε η γενικότερη οικονομική κρίση της περιόδου εκείνης στην εξέλιξή της. Το 2001 ήταν από τις χειρότερες επενδυτικές χρονιές μετά την κρίση, αφού οι ΕΚΕΣ έβλεπαν κάθε νέα επιχειρηματική πρόταση με μεγάλη επιφυλακτικότητα.

Γράφημα 6.7:

Εξέλιξη αντληθέντων κεφαλαίων, επενδύσεων και αποεπενδύσεων (σε εκατ. €), 1995-2004



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Στα επόμενα δύο χρόνια, 2002 και 2003, το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν για επενδύσεις σε private equity, είναι σε χαμηλότερο επίπεδο από το 2001, αλλά οι επενδύσεις παρουσιάζουν ένα σταθερό ρυθμό αύξησης, δείγμα αναστροφής του μέχρι τότε αρνητικού κλίματος. Οι ΕΚΕΣ διαπραγματεύονται πιο ρεαλιστικά επιχειρηματικά πλάνα, τα οποία συνοδεύονται από δυνατές επιχειρηματικές ομάδες.

Από την άλλη, η αναστροφή της αρνητικής πορείας των αντληθέντων κεφαλαίων για επενδύσεις πραγματοποιήθηκε το 2004. Παρόλο που η αύξηση δεν είναι σημαντική (1,6% σε σχέση με το 2003), δείχνει την αλλαγή αντιμετώπισης του θεσμού από τους επενδυτές, η εμπιστοσύνη των οποίων είχε κλονιστεί, λόγω των χαμηλών αποδόσεων μετά την αστάθεια των χρηματαγορών. Την ίδια χρονιά, παρατηρείται ρεκόρ επενδύσεων (36,9 δις €). Συγκεκριμένα, το 2004, το ύψος των επενδύσεων ξεπέρασε εκείνο του 2000 (35 δις €), ενώ η αύξηση σε σχέση με το 2003 ανήλθε σε 26,9%.

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Επενδύσεις, συγκέντρωση κεφαλαίων και αποεπενδύσεις ανά χώρα της Ε.Ε.

Ένα κυρίαρχο χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής αγοράς private equity είναι η ανόμοια ανάπτυξη της στις διάφορες χώρες της Ε.Ε. Οι επενδύσεις σε μερικές χώρες βρήκαν ευνοϊκότερο περιβάλλον από ότι σε άλλες, κυρίως λόγω των διαφορετικών πολιτικών και συνθηκών επιχειρηματικής πρακτικής.

Στον πίνακα (6.4) που ακολουθεί, παρουσιάζεται η δραστηριότητα που ανέπτυξε κάθε χώρας της Ε.Ε. στην αγορά Private Equity, για το έτος 2004.

Πίνακας 6.4:

Δραστηριότητα στην αγορά Private Equity κάθε χώρας της Ε.Ε. - 2004 (ποσά σε χιλιάδες €)

Χώρα	Αντληθέντα κεφάλαια P.E.	Επενδύσεις P.E.	Αποεπενδύσεις P.E.
Austria	121.812	140.535	68.739
Belgium	563.781	297.769	286.432
Czech Republic	4.839	20.116	23.644
Denmark	536.215	394.734	20.290
Finland	220.739	222.867	153.573
France	2.411.289	5.226.682	3.062.199
Germany	1.983.130	3.765.790	1.481.410
Greece	5.366	5.080	127
Hungary	108.825	95.718	1.656
Ireland	47.357	61.193	190.720
Italy	1.663.331	1.480.130	647.064
Netherlands	3.207.011	1.658.984	1.008.408
Norway	560.159	308.112	176.114
Poland	303.881	130.032	88.691
Portugal	248.031	160.706	95.969
Slovakia	5.256	4.224	1.321
Spain	1.577.006	1.966.762	496.925
Sweden	3.650.732	1.621.909	454.470
Switzerland	175.714	272.442	112.750
United Kingdom	10.056.741	19.085.981	11.179.796
Europe	27.451.215	36.919.766	19.550.298

Πηγή: EVCA Final Activity Figures for 2004

Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες, η Μεγάλη Βρετανία είναι εκείνη με τη μεγαλύτερη Private Equity δράση. Συγκεκριμένα, για το 2004, τα αντληθέντα κεφάλαια P.E. της Μεγάλης Βρετανίας ανέρχονται σε 10,1 δις €, δηλαδή κατέχει το 36,6% των συνολικών συγκεντρωμένων κεφαλαίων P.E. της Ευρώπης. Αυτό βέβαια οφείλεται, κατά ένα μέρος, στις

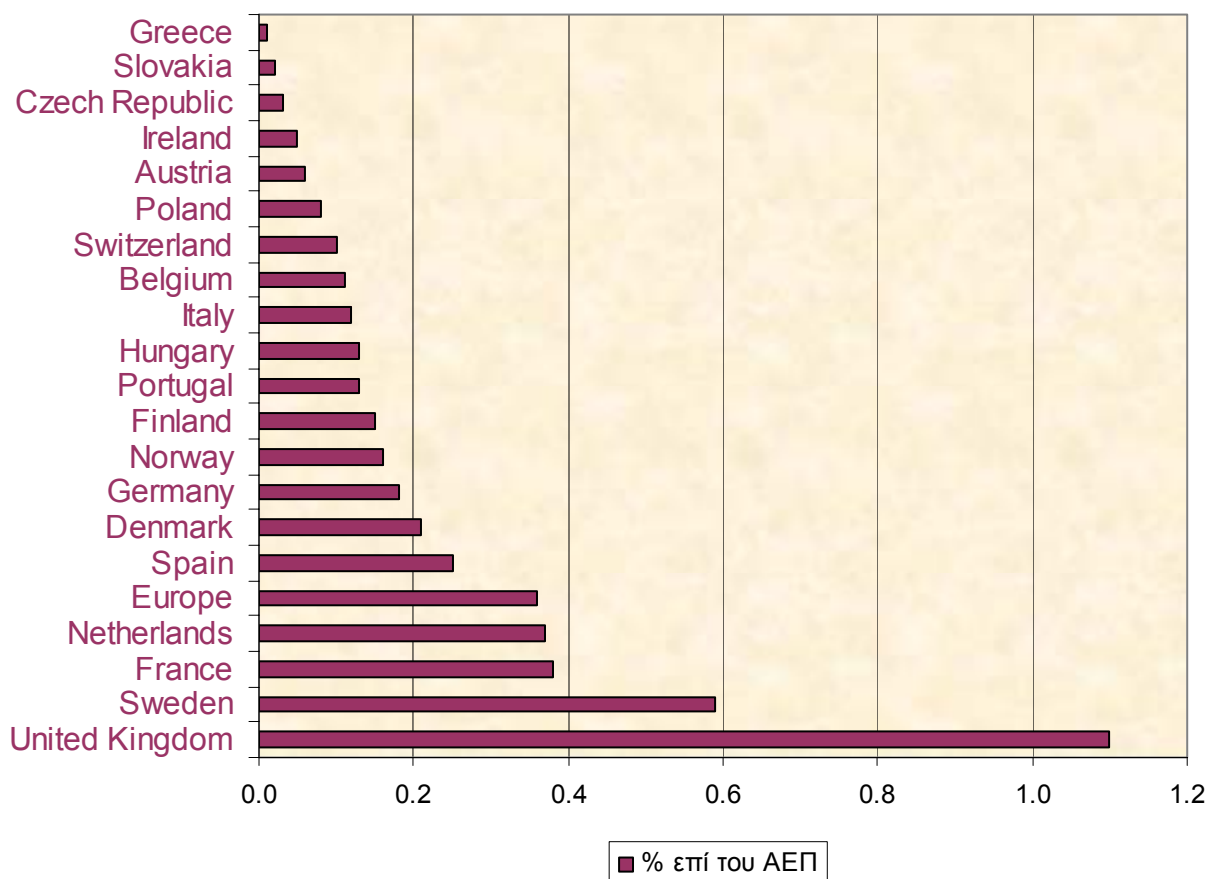
ισχυρές εταιρείες private equity που έχει η συγκεκριμένη χώρα. Επίσης, διαχειρίζεται το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων P.E. που πραγματοποιούνται στην Ευρώπη (52%).

Ένας άλλος δείκτης δραστηριοποίησης των χωρών της Ε.Ε σε Private Equity αγορές αποτελεί το ύψος των επενδύσεών τους σε P.E. ως ποσοστό του ΑΕΠ τους. Όπως φαίνεται στο γράφημα (6.8), το 2004, η Μεγάλη Βρετανία έχει την πρωτοκαθεδρία και σε αυτόν το δείκτη. Όσο αναφορά τις συνολικές επενδύσεις σε VC και buyout που πραγματοποιήθηκαν σε όλες τις χώρες της Ευρώπης, οι πρώτες κατέχουν το 0,10% του συνολικού ΑΕΠ της Ευρώπης, ενώ οι δεύτερες το 0,26%. Ποσοστά που αυξήθηκαν σε σχέση με το 2003 (γράφημα 6.9 επόμενης σελίδας).

Σε γενικές γραμμές, εμφανίζεται μια διχοτόμηση της ευρωπαϊκής αγοράς, όπου παρατηρούμε από τη μία χώρες στις οποίες ευνοείται η αγορά του VC, όπως είναι η Μεγάλη Βρετανία, η Σουηδία και η Ολλανδία, και από την άλλη αυτές στις οποίες ευνοείται περισσότερο ο τραπεζικός δανεισμός, όπως είναι η Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία. Οι οικονομικές συνθήκες και το θεσμικό υπόβαθρο από το οποίο διέπεται η επιχειρηματική πρακτική κάθε χώρας, μπορεί να ενθαρρύνει ή να αποτελέσει τροχοπέδη για την ανάπτυξη του VC, γεγονός στο οποίο οφείλεται και η ανομοιογένεια της ευρωπαϊκής αγοράς του VC.

Γράφημα 6.8:

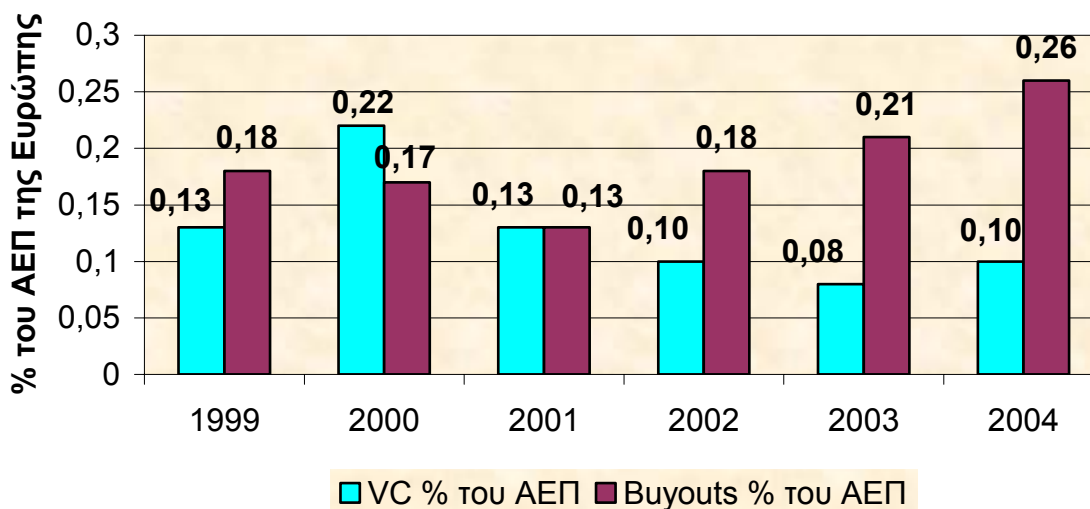
Επενδύσεις P.E. κάθε χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ τους (2004)



Πηγή: *EVCA/ Thomson Venture Economics/ PricewaterhouseCoopers*

Γράφημα 6.9:

Επενδύσεις VC και Buyouts ως ποσοστό του ΑΕΠ της Ευρώπης (1999-2004)



Πηγή: *2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA*

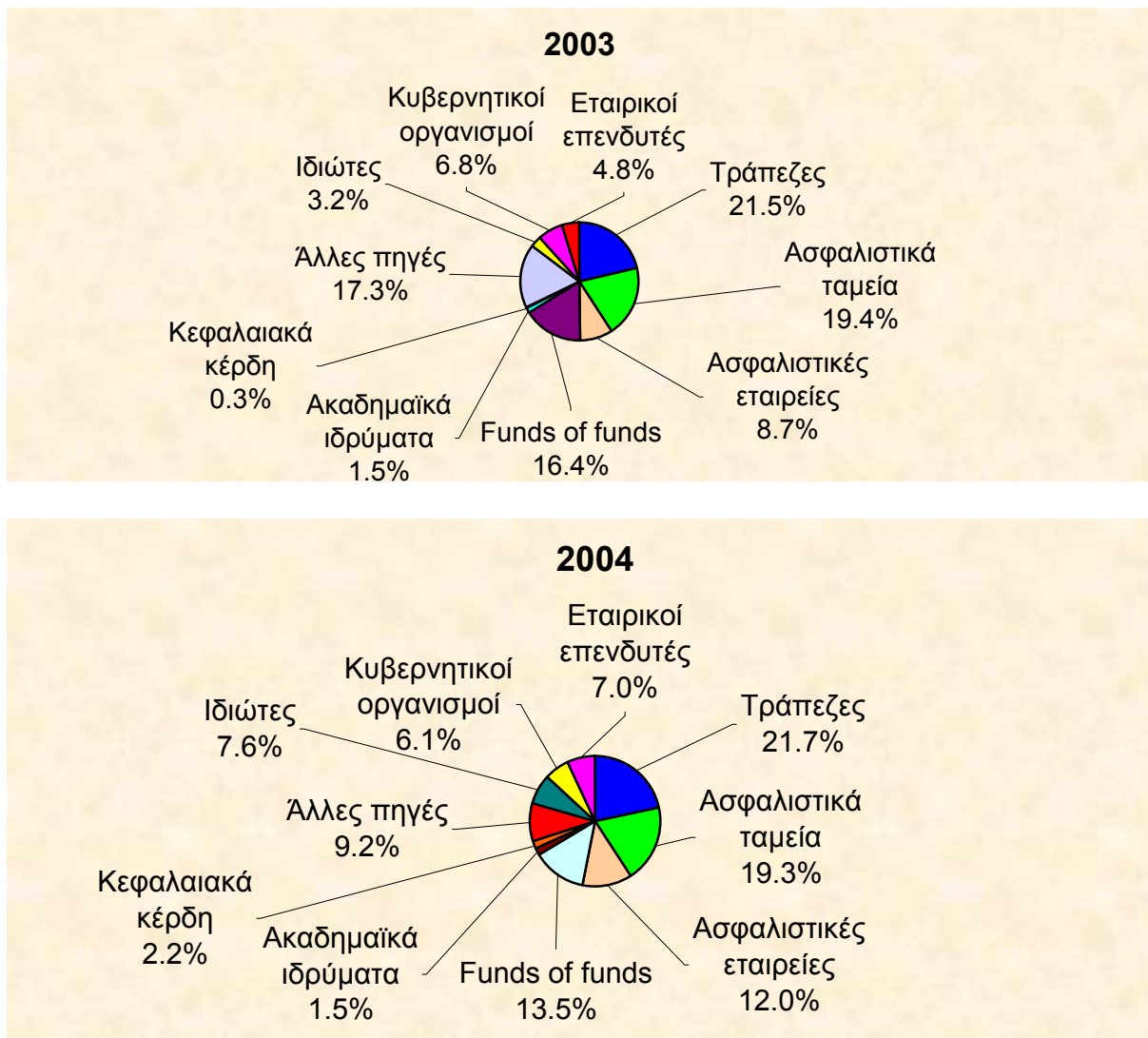
Πηγές κεφαλαίων για επενδύσεις σε Private Equity

Ένα ιδιαίτερο αντιπροσωπευτικό γνώρισμα που φανερώνει την ανόμοια ανάπτυξη του VC στις διάφορες χώρες της Ευρώπης, είναι και οι διαφορετικές κύριες πηγές άντλησης κεφαλαίων που παρατηρούνται σε κάθε χώρα.

Στο γράφημα (6.10) παρουσιάζονται οι πηγές άντλησης των συνολικών κεφαλαίων για επενδύσεις στην ευρωπαϊκή αγορά Private Equity, για τα έτη 2003 και 2004. Επίσης, καταγράφεται με τι ποσοστό συνεισφέρει κάθε πηγή στο συνολικό ύψος των συγκεντρωμένων κεφαλαίων.

Γράφημα 6.10:

Πηγές άντλησης νέων funds Private Equity (2003 & 2004)



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Σε συνολικό επίπεδο για την Ε.Ε., οι τράπεζες είναι οι σημαντικότεροι φορείς παροχής κεφαλαίων για επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων. Ακολουθούν τα ασφαλιστικά ταμεία, τα funds of funds και οι ασφαλιστικές εταιρείες, ενώ οι υπόλοιπες πηγές καταλαμβάνουν μικρότερα ποσοστά.

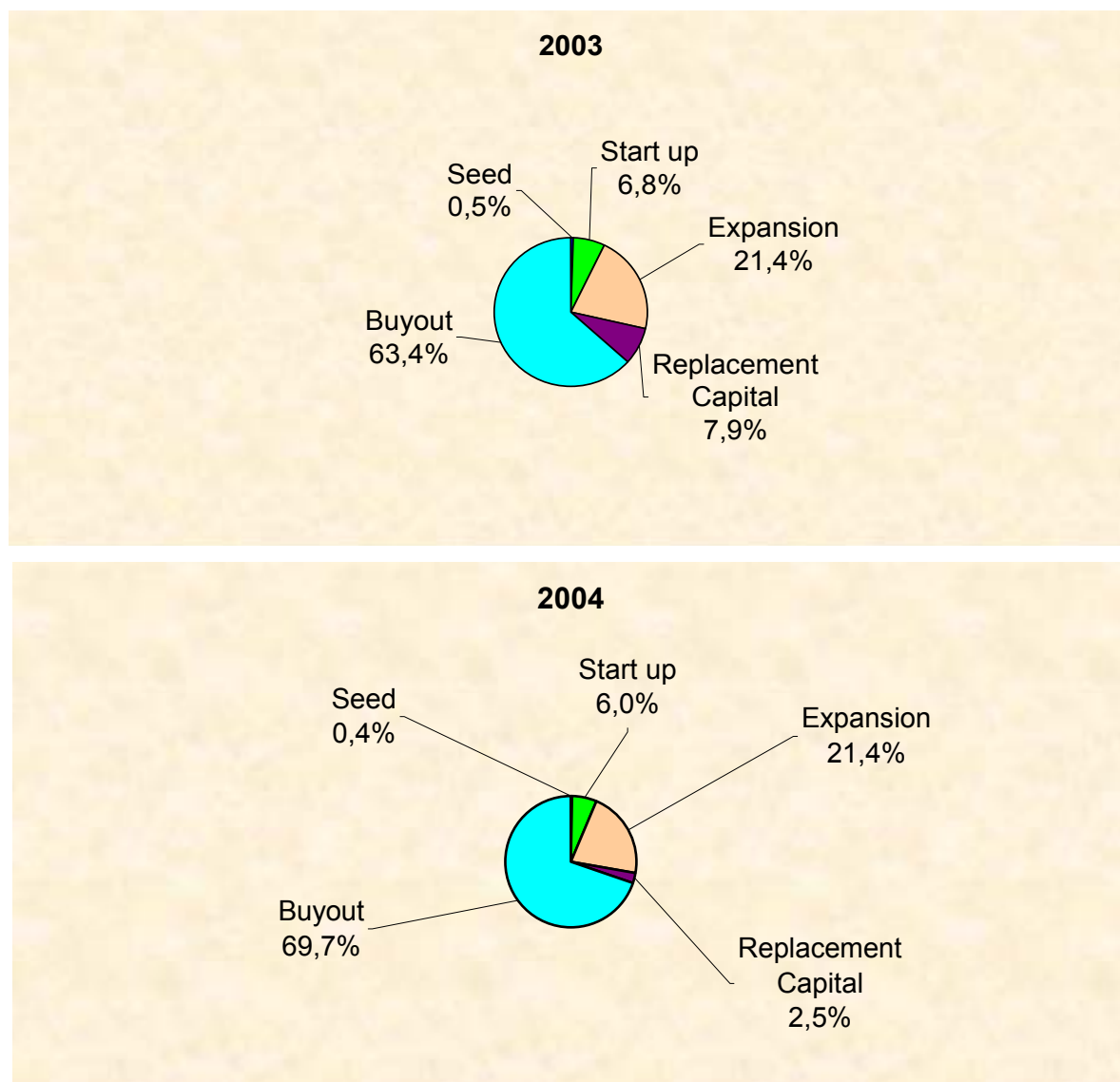
Όσο αναφορά κάθε χώρα, η σημαντικότερη πηγή κεφαλαίων για τη Μεγάλη Βρετανία, την Ιρλανδία, τη Φιλανδία και τη Σουηδία είναι τα ασφαλιστικά ταμεία. Στις περισσότερες όμως, ευρωπαϊκές χώρες, όπως στη Γερμανία, την Ιταλία, την Ελλάδα, την Αυστρία και την Ισπανία, λόγω της απουσίας μεγάλων ασφαλιστικών ιδρυμάτων, η κυρίαρχη πηγή κεφαλαίων είναι οι τράπεζες. Τέλος, σε χώρες όπως η Γαλλία, η Πορτογαλία, η Νορβηγία και το Βέλγιο, τα κεφαλαιακά κέρδη προς επανεπένδυση αποτελούν σημαντικό τροφοδότη νέων κεφαλαίων.

Η κατανομή των επενδύσεων ανά στάδιο χρηματοδότησης

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η κατανομή των ευρωπαϊκών επενδύσεων private equity, με κριτήριο το στάδιο στο οποίο βρίσκεται η υπό χρηματοδότηση επιχείρηση. Συνολικά, ευνοείται η χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων ανάπτυξης, ενώ οι χρηματοδοτήσεις πρώτων φάσεων (seed/start-up stage) αποτελούν μόνο ένα μικρό ποσοστό των κεφαλαίων που επενδύονται. Για τα έτη 2003 και 2004, στα γραφήματα (6.11) και (6.12) που ακολουθούν στις επόμενες σελίδες, απεικονίζεται το ποσοστό κάθε σταδίου χρηματοδότησης επί του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου και επί του συνολικού αριθμού επενδύσεων Private Equity στην Ευρώπη αντίστοιχα.

Γράφημα 6.11:

Κατανομή των επενδυμένων κεφαλαίων ανά στάδιο χρηματοδότησης (2003 & 2004)

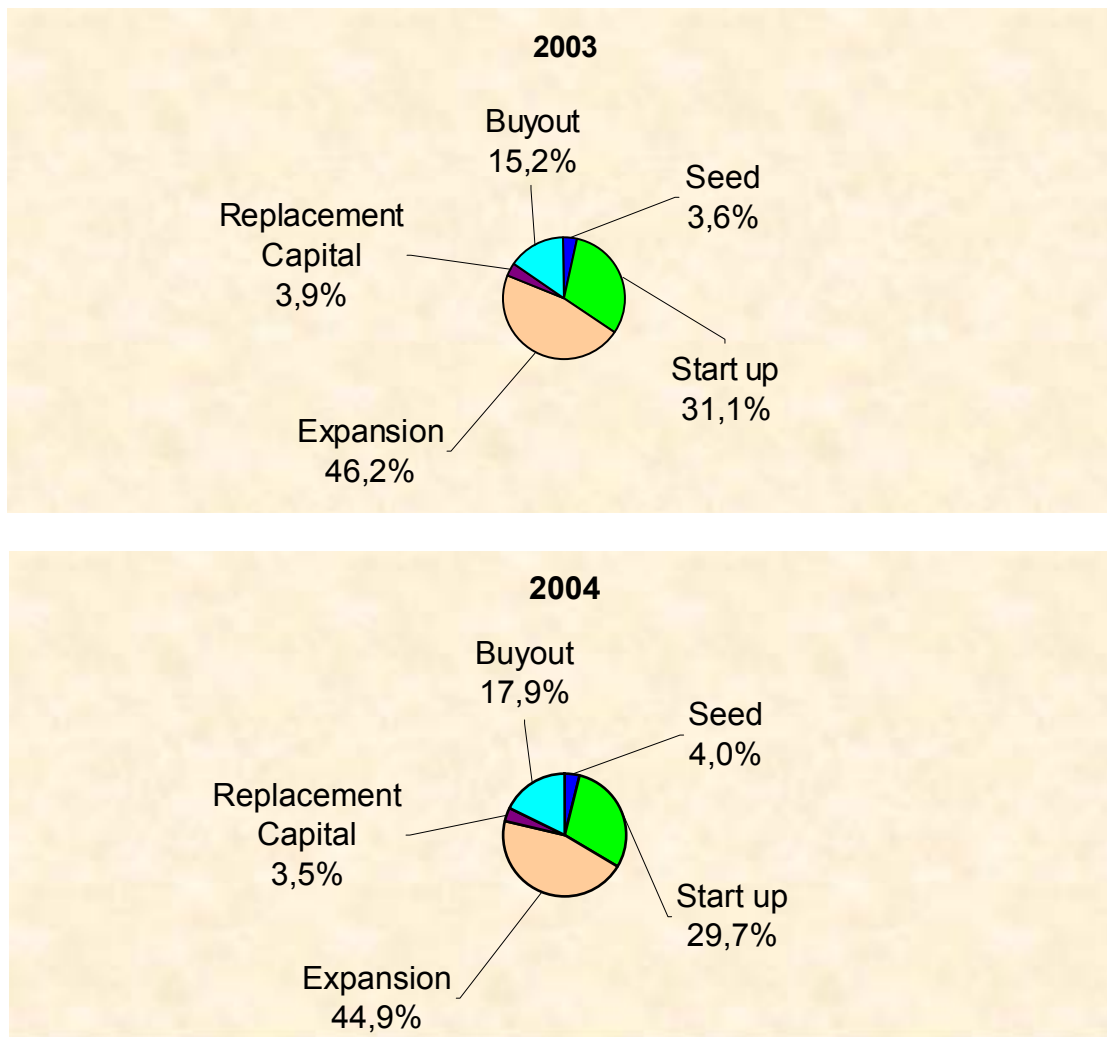


Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Παρατηρείται στο γράφημα (6.11) ότι οι επενδύσεις buyout εξακολουθούν να κατέχουν τη μερίδα του λέοντος και το 2004 (25,7 δις €), με μια αύξηση από το 2003 (18,4 δις €) της τάξης του 40%. Επίσης, αύξηση είχαμε και στις επενδύσεις επέκτασης (7,9 δις €) σε σχέση με το 2003 (6,2 δις €). Από την άλλη, οι επενδύσεις εκκίνησης (start-up stage) εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα, αν και παρατηρήθηκε μια αύξηση 13% από το 2003, στο 2004.

Γράφημα 6.12:

Κατανομή των επενδυτικών συμφωνιών ανά στάδιο χρηματοδότησης (2003 & 2004)



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Το γράφημα (6.12) δίνει ένα επιπλέον στοιχείο της αγοράς επενδύσεων Private Equity.

Παρόλο που το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων τοποθετείται σε buyouts, το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών συμφωνιών ανήκει στην αγορά VC.

Τέλος, το 2004, το μέσο μέγεθος των επενδύσεων buyout αυξήθηκε σε 14 εκατ. € από 11,7 εκατ. € το 2003, των επενδύσεων επέκτασης αυξήθηκε επίσης, σε 1,7 εκατ. € από 1,3 εκατ. €, ενώ είχαμε αύξηση και στο μέσο μέγεθος των επενδύσεων εκκίνησης, από 611,412 € το 2003, σε 733,871 € το 2004.

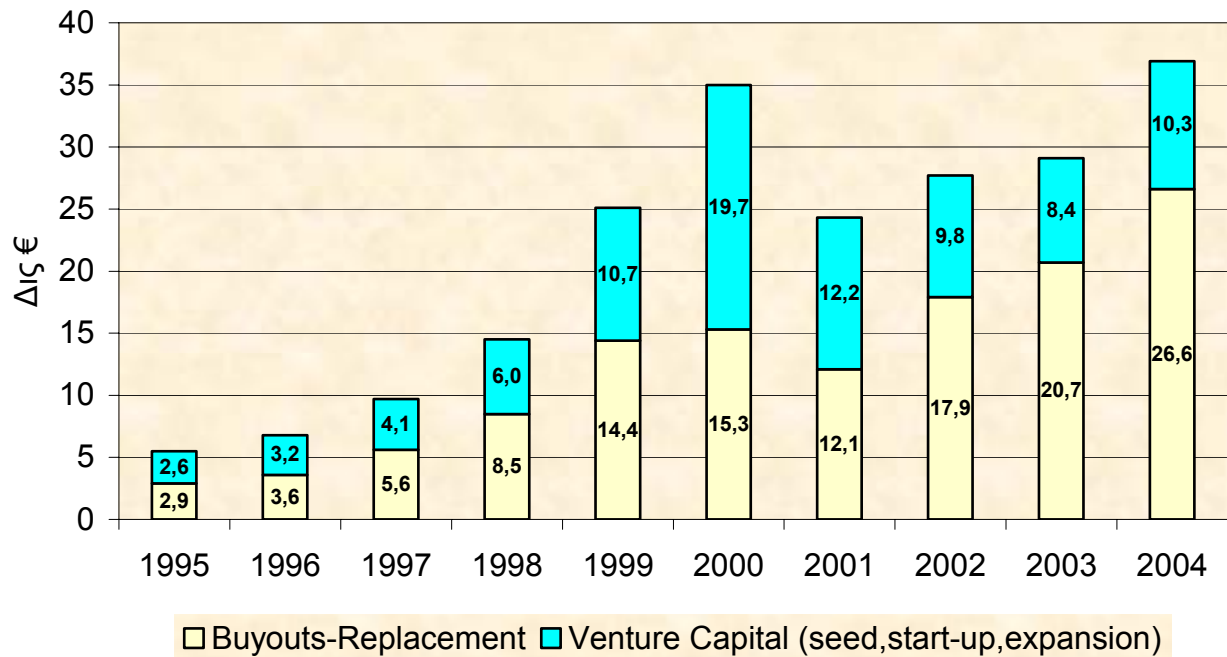
Αξίζει βέβαια να τονίσουμε ότι η προτίμηση χρηματοδότησης μεταγενέστερων φάσεων μιας επιχείρησης και όχι πρώιμων, έρχεται σε αντίθεση με τη φιλοσοφία επενδύσεων Private Equity, η οποία έχει ως κύριο σκοπό τη χρηματοδότηση νέων, μικρών επιχειρήσεων με προοπτικές ανάπτυξης, και όχι ήδη εδραιωμένων εταιρειών. Παρόλα αυτά, στην Ε.Ε. προτιμούν την αποφυγή του μεγάλου ρίσκου που συνεπάγονται οι επενδύσεις στα πρώτα στάδια ανάπτυξης νέων επιχειρήσεων, και προχωρούν σε πιο σίγουρες και με λιγότερο κίνδυνο επενδύσεις, όπως είναι αυτές των εξαγορών και των χρηματοδοτήσεων επέκτασης.

Εξάλλου, σημαντικό ρόλο στην επιλογή επενδύσεων σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων παίζει η δομή και η προέλευση των κεφαλαίων που επενδύονται. Τα ασφαλιστικά ταμεία για παράδειγμα, που αποτελούν μια από τις κύριες πηγές κεφαλαίων, εμφανίζουν επενδυτική συμπεριφορά περισσότερο συντηρητική, με κύριο χαρακτηριστικό της την αποφυγή υψηλού επιπέδου κινδύνου. Έτσι, ευνοούνται οι επενδύσεις με λιγότερο κίνδυνο και αποφεύγονται οι επενδύσεις σποράς και εκκίνησης.

Η παραπάνω τάση απεικονίζεται και στο γράφημα (6.13) που ακολουθεί. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι επενδύσεις σε V.C.(seed, start-up, expansion) και οι επενδύσεις σε Buyout (buyouts, replacement) για τα έτη 1995-2004. Παρατηρείται ότι από το 2001, οι επενδύσεις σε buyout κερδίζουν σταδιακά έδαφος έναντι των επενδύσεων σε VC, οι οποίες μόλις το 2004 άρχισαν να παρουσιάζουν ανοδικές τάσεις μετά την κρίση του 2000.

Γράφημα 6.13:

Κατανομή συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων στην αγορά Private Equity σε VC (seed, start-up, expansion) και Buyout (Buyouts/ Replacement Capital), για τα έτη 1999-2004 (ποσά σε δις €)



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Ανάπτυξη της αγοράς Private Equity ανά κλάδο επιχειρηματικής δραστηριότητας

Η κατανομή των επενδύσεων Private Equity ανά κλάδο δραστηριότητας, που έλαβαν χώρα στην Ε.Ε. την περίοδο 2003-2004, παρουσιάζεται στο γράφημα (6.14) της επόμενης σελίδας. Συγκεκριμένα, το 2004, οι κλάδοι των καταναλωτικών προϊόντων/ υπηρεσιών, των λοιπών υπηρεσιών και των επικοινωνιών καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος των επενδυμένων κεφαλαίων σε Private Equity, με ποσοστά συμμετοχής 23,1%, 13,7% και 13,3% αντίστοιχα.

Επίσης, τα κεφάλαια που επενδύθηκαν το 2004 σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας ανήλθαν στα 7.4 δις € και ξεπέρασαν το αντίστοιχο ποσό του 2003 (7 δις €) κατά 6,5%. Το μεγαλύτερο μέρος των συμφωνιών για επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία (92%) αφορούσε τα πρώτα στάδια ανάπτυξης και το στάδιο επέκτασης μιας εταιρείας. Παρόλα αυτά, το μεγαλύτερο μέγεθος επενδύσεων σε υψηλή τεχνολογία (41%) συγκέντρωσαν επενδύσεις σε buyout, ενώ οι επενδύσεις σε expansion ακολουθούν με 34%.

Η Μεγάλη Βρετανία είναι και πάλι πρωτοπόρος σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, συγκεντρώνοντας το 32% όλων των επενδυμένων κεφαλαίων του 2004 στο συγκεκριμένο τομέα. Η Γαλλία ακολουθεί με 870 εκατ. €, ενώ η Γερμανία επένδυσε 626 εκατ. € και είναι στην τρίτη θέση.

Παρόλα αυτά, η μικρή αύξηση στις επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία που παρατηρήθηκε το 2004, δε σημαίνει ότι οι venture capitalists έπαψαν να ενδιαφέρονται περισσότερο για μη τεχνολογικές επενδύσεις, οι οποίες δεν εμπεριέχουν τόσο υψηλό κίνδυνο. Εξάλλου, σε σύγκριση με τις Η.Π.Α. που επένδυσαν σχεδόν 14 δις € σε υψηλή τεχνολογία, το αντίστοιχο

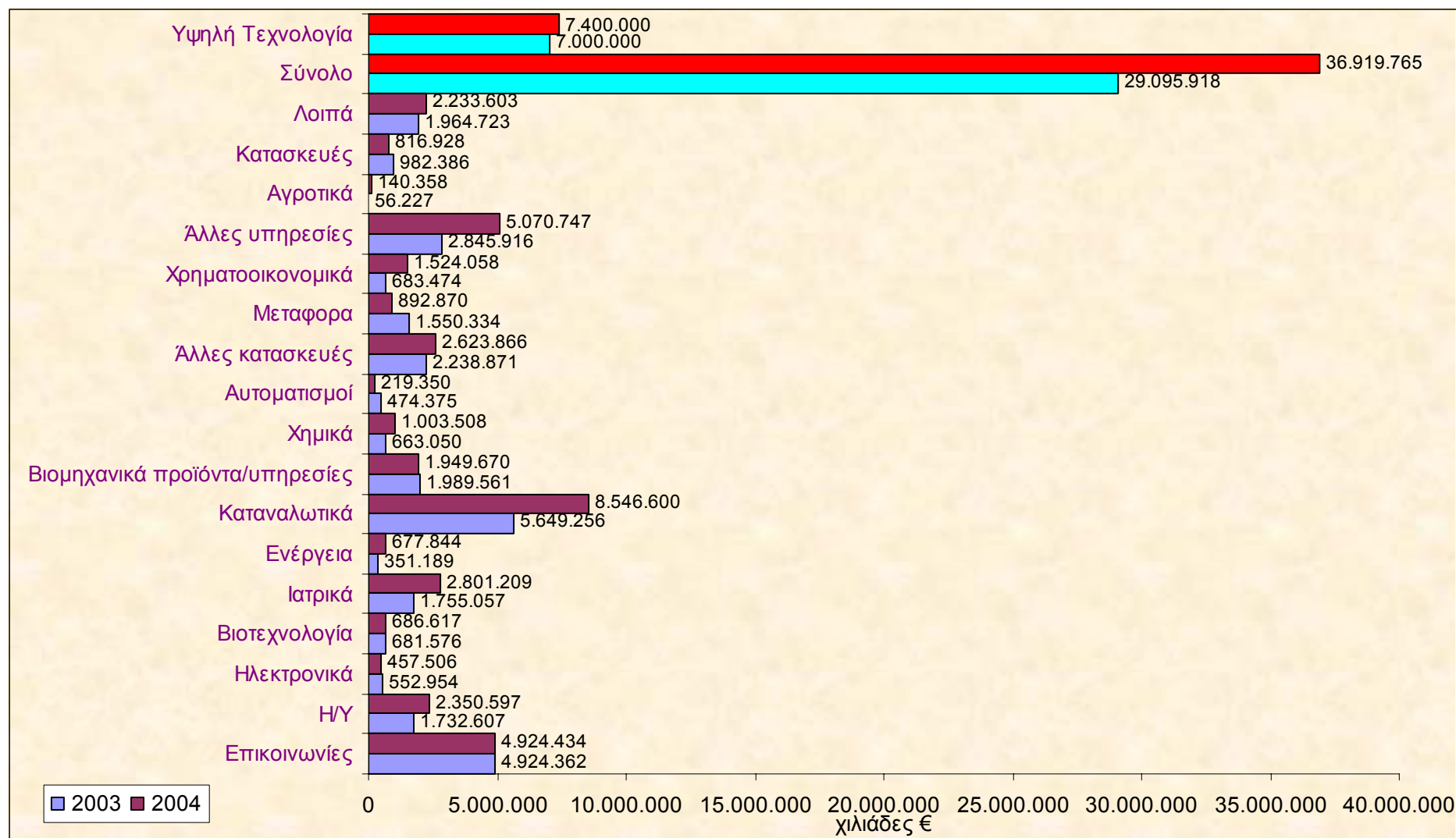
Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

ποσό της Ε.Ε. είναι αρκετά μικρό.

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Γράφημα 6.14:

Κατανομή επενδύσεων σε Private Equity στην Ε.Ε. ανά κλάδο δραστηριότητας για τα έτη 2003 & 2004 (ποσά σε χιλιάδες €)



Πηγή: EVCA/ Thomson Venture Economics/ PricewaterhouseCoopers

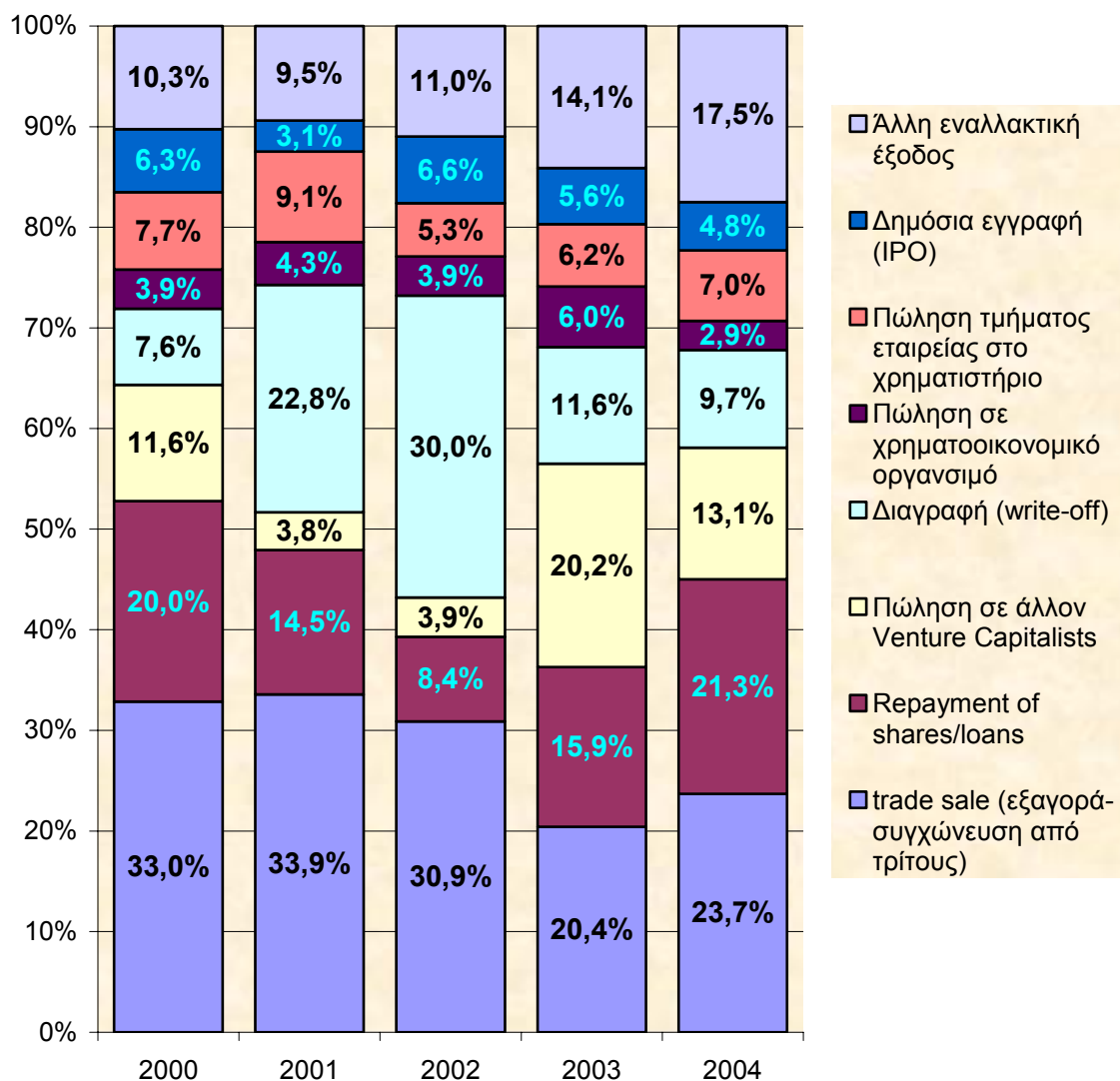
Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Μέθοδοι εξόδου-αποεπένδυσης

Οι μέθοδοι εξόδου από τις επενδύσεις Private Equity, που χρησιμοποιούνται στην Ευρώπη τα τελευταία πέντε χρόνια, παρουσιάζονται στο γράφημα (6.15).

Γράφημα 6.15:

Κατανομή αποεπενδύσεων ανά μέθοδο εξόδου (2000-2004)



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

Το 2004, οι αποπενδύσεις έφτασαν στο πιο υψηλό επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας (γράφημα 6.7), καταγράφοντας 5.917 εξόδους και 19,6 δις €. Η μέθοδος της ρευστοποίησης του μεριδίου των επενδυτών μέσω πώλησής του σε τρίτους (trade sale), παραμένει η πιο

δημοφιλής τακτική. Συγκεκριμένα, η εν λόγω τακτική συγκέντρωσε σχεδόν το 1/3 του συνολικού ύψους των αποεπενδύσεων για το 2004 (4,6 δις €).

Από την άλλη, οι αποεπενδύσεις μέσω της δημόσιας προσφοράς (IPO και πώληση τμήματος της εταιρείας στο χρηματιστήριο), αυξήθηκαν κατά 44% το 2004 σε σχέση με το 2003, φτάνοντας στο ποσό των 2,3 δις €. Τέλος, το ύψος των διαγραφών εταιρειών από το χαρτοφυλάκιο των επενδυτών λόγω μηδενικής αξίας τους (write-off), αυξήθηκε σε σχέση με το 2003, παρόλη τη μείωση του ποσοστού συμμετοχής της εν λόγω μεθόδου εξόδου στο συνολικό ύψος αποεπενδύσεων του 2004.

Αποδόσεις επενδύσεων Private Equity

Ο EVCA σε συνεργασία με άλλους οργανισμούς οικονομικής ανάλυσης, έχει αναπτύξει ένα πανευρωπαϊκό μοντέλο αξιολόγησης των επενδύσεων Private Equity, το οποίο βασίζεται στον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (internal rate of return-IRR).

Στους πίνακες (6.5) και (6.6) παρουσιάζονται οι αποδόσεις των επενδύσεων VC και buyout που έγιναν την περίοδο 1980-31/12/2003 και 1980-31/12/2004 αντίστοιχα. Συγκεκριμένα, δίνονται οι αποδόσεις ανάλογα με τα στάδια χρηματοδότησης και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης.

Πίνακας 6.5:

IRR επενδύσεων private equity στην Ευρώπη την 31/12/2003

ΣΤΑΔΙΟ	1 έτος IRR	3 έτη IRR	5 έτη IRR	10 έτη IRR
Early stage	-13,1	-11,1	-1,8	1,3
Development	-7,2	-4,8	4,6	10,7
Balanced	-5,4	-10,2	4,2	12,3
AllVenture	-7,5	-9,0	2,3	8,3
Buyouts	1,6	1,0	9,6	12,7
Generalist	2,4	-10,7	7,8	14,6
All Private Equity	-0,6	-3,8	7,3	11,9

Πηγή: *European Benchmark Performance statistics, EVCA, 2005*

Πίνακας 6.6:

IRR επενδύσεων private equity στην Ευρώπη την 31/12/2004

ΣΤΑΔΙΟ	1 έτος IRR	3 έτη IRR	5 έτη IRR	10 έτη IRR
Early stage	-1,0	-8,8	-5,5	-0,6
Development	9,2	-5,4	-0,3	9,4
Balanced	0,5	-5,7	-0,9	10,3
AllVenture	2,0	-6,6	-2,3	6,3
Buyouts	22,8	2,6	5,7	12,5
Generalist	10,6	-4,9	0,8	10,0
All Private Equity	17,7	-1,0	2,8	10,4
Morgan Stanley Euro	4,1	-7,7	-10,4	-0,8
HSBC Small Company Equity	26,6	21,2	5,8	8,6
JP Morgan Euro Bonds	9,2	15,3	9,5	11,8

Πηγή: *Pan-European Survey of Performance (from inception to 31/12/2004)*, EVCA, 2005

Παρατηρείται ότι ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης (IRR) επενδύσεων ενός έτους αυξήθηκε το 2004, τόσο για εκείνες τις επενδύσεις σε VC, όσο και για εκείνες σε buyout. Η αύξηση αυτή έχει υπάρξει συνεχόμενη από το 2003, αλλά το 2004 είναι που λαμβάνει ο συγκεκριμένος συντελεστής θετική τιμή. Επίσης, οι αποδόσεις μακροχρόνιων επενδύσεων σε private equity εμφανίζουν μια σχεδόν σταθερή πορεία για το 2004, σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά.

Από την άλλη, επενδύσεις με χρονικό ορίζοντα πέντε ετών, εξακολουθούν να παρουσιάζουν μια συνεχόμενη πτώση στον IRR τους από το 2001, η οποία όμως, είναι σε χαμηλότερη ένταση για το 2004 σε σχέση με παλιότερα. Η εν λόγω πτώση του συντελεστή οφείλεται στις αρνητικές επιδράσεις που έχει ακόμα σε αυτές τις επενδύσεις, η οικονομική κρίση του 2000.

Όσο αναφορά επενδύσεις με χρονικό ορίζοντα τριών ετών, παρατηρείται ότι εμφανίζουν τις χειρότερες αποδόσεις του 2004, τόσο για επενδύσεις σε VC, όσο και για επενδύσεις buyout. Παρόλα αυτά, οι συγκεκριμένοι συντελεστές είναι σαφώς βελτιωμένοι σε σχέση με το 2003.

Τέλος, από τον πίνακα (6.6) διακρίνεται μια υπεροχή των μακροχρόνιων αποδόσεων επενδύσεων private equity, σε σχέση με αποδόσεις επενδύσεων σε δύο δείκτες χρηματιστηρίου. Η μόνη εξαίρεση παρατηρείται στο δείκτη JP Morgan Eurobonds, ο οποίος παρουσιάζει μια ελάχιστη μεγαλύτερη απόδοση από την private equity αγορά.

Τελευταία στοιχεία για το 2005/ προβλέψεις για το 2006

Το έτος 2005 για την Ευρώπη αποδείχτηκε ακόμα καλύτερο από το 2004. Μια ακόμα μεγαλύτερη αύξηση στα συγκεντρωμένα και επενδυμένα κεφάλαια σε αγορές private equity, καθώς και ένα βελτιωμένο περιβάλλον αποεπενδύσεων, έχουν δημιουργήσει θετικές προβλέψεις για την πορεία του θεσμού τα επόμενα χρόνια.

Συγκεκριμένα, το 2005 βελτιώθηκε ο αριθμός των επιτυχημένων IPOs τόσο σε ευρωπαϊκές χρηματαγορές, όσο και σε διεθνή χρηματιστήρια. Αυξήθηκε το ενδιαφέρον θεσμικών επενδυτών για επενδύσεις σε venture capital funds, καθώς και το ενδιαφέρον για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, αλλά και trade sales (ενδεικτικά, το ύψος των αποεπενδύσεων μέσω trade sales, αυξήθηκε κατά 136% το τρίτο τρίμηνο του 2005, σε σχέση με το δεύτερο του ίδιου έτους).

Παρόλα αυτά, το ύψος των επενδύσεων σε πρώιμες φάσεις των επιχειρήσεων παραμένει χαμηλό και το 2005, ενώ απαιτείται ακόμα μεγαλύτερη βελτίωση του περιβάλλοντος των χρηματαγορών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, προκειμένου οι πιθανότητες για επιτυχημένες IPOs να είναι μεγαλύτερες για τους venture capitalists.

Οι προβλέψεις για το 2006 είναι ευοίωνες. Αναμένεται ακόμα μεγαλύτερη συγκέντρωση και επένδυση κεφαλαίων σε Private Equity αγορές, βελτίωση επιχειρηματικών προτάσεων ως απόρροια ενός πιο ώριμου βιομηχανικού κλάδου, και βελτίωση των μεθόδων αποεπένδυσης που είναι και το κλειδί για το μέλλον των αγορών venture capital.

[EVCA Barometer November 2005]

6.3 Σύγκριση Ευρώπης και Η.Π.Α.

Η ανάπτυξη της ευρωπαϊκής αγοράς του venture capital είναι πολύ πρόσφατη και μοιάζει να ακολουθεί την πορεία της αντίστοιχης αμερικανικής. Εξάλλου, η κυκλική εξέλιξη που έχει παρουσιάσει η αμερικανική αγορά στην ανάπτυξη των επενδύσεων venture capital, δείχνει να υιοθετείται και από την ευρωπαϊκή. Βέβαια, λόγω της παρουσίας του VC στην Αμερική περισσότερα χρόνια, η τελευταία εμφανίζεται με μεγαλύτερα ποσά άντλησης κεφαλαίων και επενδύσεων, σε σχέση με την Ευρώπη.

Σε γενικές γραμμές, η σημαντικότερη διαφορά της Ευρώπης από την Αμερική στη δραστηριότητα του VC, είναι το γεγονός ότι στην Αμερική οι επενδύσεις γίνονται σε ένα ιδιαίτερα ευνοϊκό περιβάλλον. Συγκεκριμένα, η αμερικανική αγορά εξασφαλίζει ένα ιδανικό

φορολογικό και νομοθετικό περιβάλλον για ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών ιδεών, το οποίο έχει δημιουργήσει μια κουλτούρα έντονου επιχειρηματικού πνεύματος. Η χρηματοδότηση VC στα πρώτα βήματα των επιχειρήσεων, αλλά και για την επέκτασή τους, πρωτοστατεί στην αμερικανική αγορά, ενώ στην Ευρώπη η μορφή των buyouts είναι αυτή που καταλαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό της χρηματοδότησης.

Τέλος, η αποδοτικότητα των επενδύσεων VC είναι κατά πολύ μεγαλύτερη στην Αμερική και κυρίως, αυτών των επενδύσεων που αναφέρονται στα αρχικά στάδια χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων. Από την άλλη, στην Ευρώπη οι αποδόσεις των χρηματοδοτήσεων στα αρχικά στάδια είναι υποδεέστερες από αυτές που αφορούν χρηματοδοτήσεις μεταγενέστερων φάσεων μιας επιχείρησης.

6.4 Ο θεσμός του VC στην Ελλάδα

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

Κατά τη δεκαετία του '80 και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 δεν υπήρξαν οι προϋποθέσεις που θα επέτρεπαν στην Ελλάδα να συμβαδίσει με τα άλλα ευρωπαϊκά κράτη στην ανάπτυξη του θεσμού του VC και τη συνεπαγόμενη υποστήριξη των πολλών μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ). Η απουσία σχετικών θεσμικών και φορολογικών ρυθμίσεων, σε συνδυασμό με την ακατάλληλη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, καθιστούσε την ανάπτυξη εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης, όπως το Venture Capital, ιδιαίτερα δύσκολη. Με την πάροδο του χρόνου, οι επιδράσεις που δέχθηκε η Ελλάδα από τη διεθνή αγορά, με την έντονη δραστηριοποίηση ευρωπαϊκών εταιρειών και το γενικότερο προσανατολισμό της πολιτικής των χωρών της Ε.Ε. σε δράσεις για την υποστήριξη των ΜΜΕ, οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας των κατάλληλων συνθηκών για τέτοιου είδους

πρωτοβουλίες.

Στην Ελλάδα ο θεσμός του VC εισήχθη για πρώτη φορά με το Ν.1775/25.5.88, ο οποίος λόγω της αναποτελεσματικότητας του αντικαταστάθηκε από το Ν.2367/95, ο οποίος καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο μια ΕΚΕΣ συμμετέχει στην επιχείρηση, τις υπηρεσίες που θα παρέχει στην ομάδα των μάνατζερ και την έξοδό της από την επένδυση, η οποία πρέπει να γίνει μέσα σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Η ουσιαστική όμως, ανάπτυξη του ΕΚΥΚ ήρθε μετά το 1998 και συνδέεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Επίσης, ο θεσμός του VC στην Ελλάδα ενδυναμώνεται αργότερα με το Ν.2992/2002 για τα ΑΚΕΣ (Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών) και τη σύσταση του ΤΑΝΕΟ Α.Ε. (Ταμείο Νέας Οικονομίας Α.Ε.) που είναι funds of funds (κεφάλαιο που αντλείται με σκοπό τη χρηματοδότηση άλλων funds) και έχει σκοπό την συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών VC. Το ΤΑΝΕΟ ξεκίνησε τη λειτουργία του το 2003 και ήδη έχει τονώσει την αγορά του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα, μέσω των κεφαλαίων που έχει προσφέρει.

Στην ελληνική αγορά λειτουργούν περίπου 15 εταιρείες VC, οι οποίες λειτουργούν είτε ως ΕΚΕΣ (Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών), σύμφωνα με το Ν.2367/95, είτε ως διαχειρίστριες ΑΚΕΣ, σύμφωνα με το Ν.2992/2002. Η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιρειών VC ιδρύθηκε στα τέλη της δεκαετίας του '90 και οι περισσότερες από αυτές είναι θυγατρικές μεγάλων εταιρειών (κυρίως τραπεζών) ή μέλη ομίλων, ενώ υπάρχουν και ανεξάρτητες.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί η ιστορική εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες VC στην Ελλάδα, και θα σχολιαστούν οι κανόνες που το διέπουν. Στη συνέχεια, θα γίνει αναφορά στο ΤΑΝΕΟ και τέλος, περιγραφή της ελληνικής αγοράς ΕΚΥΚ, όπως αυτή εμφανίζεται από τη στιγμή της εμφάνισης των πρώτων εταιρειών VC, μέχρι σήμερα.

6.4.1 Το θεσμικό πλαίσιο του VC στην Ελλάδα

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

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Ουσιαστικά, το θεσμικό πλαίσιο που εξασφαλίζει τις συνθήκες λειτουργίας του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα, αρχίζει να δημιουργείται το 1988 με το Ν. 1775/88 (και την τροποποίησή του από το Ν.2166/93) για τις ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου). Στη συνέχεια, λόγω των σοβαρών μειονεκτημάτων του νόμου αυτού, ακολουθεί η αντικατάσταση του από το Ν.2369/95, που αποτελεί το μέχρι σήμερα θεσμικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργούν οι ΕΚΕΣ (Επιχειρήσεις Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών). Το έτος 2002, με το Ν.2992/02, θεσμοθετείται η λειτουργία του ΑΚΕΣ (Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών) που ολοκληρώνει το νομοθετικό πλαίσιο του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα, με το οποίο εξασφαλίζεται το περιβάλλον ανάπτυξης του τόσο σημαντικού θεσμού χρηματοδότησης της “νέας οικονομίας”. Τέλος, σημαντικό βήμα για την ελληνική αγορά του VC αποτέλεσε και η δημιουργία του ΤΑΝΕΟ, που ουσιαστικά αποτελεί μια κρατική ΕΚΕΣ, η οποία συστήθηκε με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000.

Ο Νόμος 1775/88 για τις ΕΠΕΚ

Το πρώτο ουσιαστικό βήμα για την ικανοποίηση της ανάγκης για τη δραστηριοποίηση και ανάπτυξη του venture capital στην Ελλάδα, που δημιούργησαν οι εξελίξεις στο ευρωπαϊκό επιχειρηματικό περιβάλλον, αποτέλεσε η ψήφιση του Ν. 1775/88, καθώς και η κοινή υπ’ αριθ. 3923/1-3-89 απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και του τότε Υ.Β.Ε.Τ. (Υπουργείο Βιομηχανίας - Έρευνας και Τεχνολογίας).

Έτσι, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη κοινή υπουργική απόφαση, η οποία εκδόθηκε κατά την εφαρμογή του άρθρου 3, παρ. 4, του Ν. 1775/88, λογίζονται ως επενδύσεις Υψηλής Τεχνολογίας και Καινοτομίας εκείνες που αποσκοπούν στην ανάπτυξη ή παραγωγή:

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

Ακολουθεί συνοπτική περιγραφή του θεσμικού πλαισίου σύμφωνα με το Ν. 1775/88:

- Θεσπίστηκε η δυνατότητα ίδρυσης ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) με νομική μορφή Α.Ε. ή Ε.Π.Ε. και ελάχιστο κεφάλαιο 1,47 εκατ. € σε μετρητά.
- Αντικείμενο των ΕΠΕΚ είναι η ίδρυση ή συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η συμμετοχή μπορεί να έχει και ενεργό χαρακτήρα. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο νόμος δεν προβλέπει απλή απόκτηση των μετοχών της επιχείρησης, χωρίς αύξηση του κεφαλαίου αυτής.

Επιδιώκεται επομένως, η ΕΠΕΚ να μην είναι απλός «επενδυτής», αλλά εξειδικευμένος χρηματοδότης επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.

- Μέσα στο σκοπό της ΕΠΕΚ βρίσκεται και η απλή παροχή υπηρεσιών προς επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Τέτοιες υπηρεσίες είναι σχετικές με την έρευνα της αγοράς, την ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, την οργάνωση των επιχειρήσεων αυτών, καθώς και με κάθε άλλη υπηρεσία που αποβλέπει στην πραγματοποίηση των σκοπών της επιχείρησης. Αξίζει να παρατηρηθεί ότι οι ΕΠΕΚ δεν επιδοτούνται, ούτε έχουν ευνοϊκές φορολογικές απαλλαγές από τα εισοδήματα που προέρχονται από την εν λόγω παροχή υπηρεσιών.
- Οι ΕΠΕΚ επιδοτούνται κατά 30% στο ποσό της επένδυσης τους και εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα τους το 3% του ποσού των εγγυήσεων και συμμετοχών που αναλαμβάνουν. Τα κέρδη των ΕΠΕΚ απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος και εμφανίζονται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών από την πώληση χρεογράφων. Επίσης, φυσικά και νομικά πρόσωπα, που συμμετέχουν από κοινού με την ΕΠΕΚ στην πραγματοποίηση επενδύσεων, έχουν το δικαίωμα να εκπέσουν από τα εισοδήματα τους μέχρι το 50% της συμμετοχής τους.
- Οι ΕΠΕΚ μπορούν να παρέχουν εγγυήσεις σε χρηματοδοτικούς οργανισμούς για τη χορήγηση δανείων σε καινοτομικές εταιρείες μέχρι του 20% των κεφαλαίων της ΕΠΕΚ ανά επιχείρηση.
- Οι ΕΠΕΚ μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με την έκδοση ομολογιακών δανείων μετατρέψιμων ή μη σε μετοχές. Οι μετοχές τους είναι ονομαστικές και μπορούν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο.
- Η συμμετοχή μιας ΕΠΕΚ σε μια εταιρεία δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΠΕΚ, σύμφωνα με το άρθρο 2, παράγραφος 4, του Ν. 1766/88.

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

- Ο περιορισμός του σκοπού των ΕΠΕΚ σε επενδύσεις «υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας», ο οποίος επέβαλε μια στενή θεώρηση στη δραστηριότητα τους και στερούσε τη χρηματοδότηση από άλλους κλάδους με σημαντικές προοπτικές.
- Η περίπλοκη γραφειοκρατική διαδικασία κατά την έγκριση των επιδοτήσεων, που σε πολλές περιπτώσεις αποτέλεσε ανασταλτικό παράγοντα στην υλοποίηση των

επενδύσεων.

- Η καθιέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος και του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών ως εποπτικές αρχές, δημιούργησε πεδίο σύγκρουσης αρμοδιοτήτων μεταξύ των δύο, καθώς η διατύπωση της διάταξης ήταν ιδιαίτερα ασαφής και δεν επέτρεπε την ακριβή οριοθέτηση των εξουσιών της κάθε αρχής.

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

Ο Νόμος 2367/95 για τις ΕΚΕΣ

Ο νόμος του 1988 αντικαταστάθηκε από το Ν.2367/95. Με το νέο νόμο, οι ΕΠΕΚ μετονομάστηκαν σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), είναι ανώνυμες εταιρείες και έχουν ως σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα, των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Με το νέο νόμο επεκτείνονται οι δραστηριότητες των ΕΚΕΣ σε χρηματοδότηση επιχειρήσεων διάφορων κλάδων της οικονομίας, που έχουν τις προϋποθέσεις να αποδειχθούν ιδιαίτερα επιτυχείς, και όχι μόνο επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.

Συνοπτικά, ο νόμος 2367/95 ορίζει τα παρακάτω:

- Το ελάχιστο κεφάλαιο των ΕΚΕΣ καθορίζεται στα 2.93 εκατ. €, το οποίο, ως προς το κατώτατο όριο του, καταβάλλεται υποχρεωτικά σε μετρητά. Κατά τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται μια ικανοποιητική ρευστότητα κεφαλαίων των ΕΚΕΣ.
- Επιβολή περιορισμών στη συμμετοχή των μετόχων στο κεφάλαιο της ΕΚΕΣ, ώστε ουδεμία να υπερβαίνει το 30% του συνόλου, εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων που μπορεί να φτάσει η συμμετοχή τους στο 65%.
- Για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας που πραγματοποιούν οι ΕΚΕΣ, επιχορηγούνται με 20% στο ποσό της συμμετοχής τους, λαμβανομένων υπ' όψιν και των δαπανών ίδρυσης και οργάνωσης, έρευνας αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού και απόκτησης τεχνογνωσίας. Η επιχορήγηση παρέχεται με απόφαση του Υ.Π.Ε.Θ.Ο., μετά από σύμφωνη γνώμη της Γ.Γ.Ε.Τ.
- Τα μη διανεμόμενα κέρδη της ΕΚΕΣ (από πώληση ή ανταλλαγή συμμετοχών) απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, ενώ τα διανεμόμενα υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος 15%. Οι ρυθμίσεις αυτές ισχύουν εφόσον η ΕΚΕΣ έχει επενδύσει τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές, διατηρεί τις συμμετοχές για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια και το ποσοστό ελέγχου στις επιχειρήσεις αυτές δεν

υπερβαίνει το 45% σε όλη τη διάρκεια της συμμετοχής.

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

Ο πιο πρόσφατος N.2789/2000 διαφοροποίησε τη φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ σε 20%, απαλλάσσοντας τα μερίσματα που διανέμουν στους μετόχους τους από πρόσθετη επιβάρυνση, και εισήγαγε τη δυνατότητα αμοιβών και ποσοστών επί των κερδών για τα στελέχη των ΕΚΕΣ.

Παρόλα αυτά, τα σημαντικότερα μειονεκτήματα που παρουσιάζει ο νόμος 2367/95, υπογραμμίζονται από τον EVCA στην επετηρίδα του 1999 (EVCA Yearbook 1999) και συνοψίζονται στα εξής:

- Δεν επιτρέπει σε κανέναν μέτοχο να κατέχει πάνω από το 30% των μετοχών της ΕΚΕΣ (εκτός των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που μπορούν να κατέχουν μέχρι το 65%), γεγονός που είναι περιοριστικό, γιατί αποκλείονται βασικές πηγές χρηματοδότησης των ΕΚΕΣ.
- Περιορίζει τις ΕΚΕΣ να μην επενδύουν άνω του 20% των ιδίων κεφαλαίων τους στην ίδια επιχείρηση.
- Δεν επιτρέπει την επένδυση σε κτηματικές, οικοδομικές και κατασκευαστικές εταιρείες, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών, τυχερών παιχνιδιών και χρηματοπιστωτικών εργασιών, αθλητικά σωματεία και οργανισμούς, καθώς και σε επιχειρήσεις Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης.
- Η γραφειοκρατία και οι διαδικασίες που απαιτούνται για την έγκριση της επιχορήγησης είναι το ίδιο περίπλοκες με τον προηγούμενο νόμο.
- Οι φορολογικές απαλλαγές και η επιχορήγηση ισχύει μόνο για συμμετοχή σε επιχειρήσεις με έδρα εντός της ελληνικής επικράτειας.
- Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για τη δημιουργία μιας ΕΚΕΣ, ύψους 2,93 εκατ. €, μας παραπέμπει σε τραπεζικούς οργανισμούς και συντηρητικές τοποθετήσεις, με βασικό κριτήριό τους την ελαχιστοποίηση του κινδύνου και όχι τις ευοίωνες προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

Παρά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει ο νόμος 2367/95, δημιούργησε μια ώθηση στην δραστηριότητα του ΕΚΥΚ στην χώρα μας και πολλές ΕΚΕΣ αναπτύχθηκαν από τότε. Σήμερα, άλλωστε, η λειτουργία των ελληνικών ΕΚΕΣ διέπεται από αυτόν το νόμο.

Ο Νόμος 2992/2002 για τα ΑΚΕΣ

Το ΑΚΕΣ (Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών) είναι αμοιβαίο κεφάλαιο, η λειτουργία του οποίου βασίζεται στις διατάξεις του νόμου 2992/2002. Τα κεφάλαια αυτά τα διαχειρίζονται εταιρείες που έχουν ως σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ. Τα κεφάλαια των ΑΚΕΣ επενδύονται κατά προτίμηση, σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους κατεχοχόν τομείς της “νέας οικονομίας” (ενδεικτικά: τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά κ.ά.), αλλά και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητα τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη “νέα οικονομία”.

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

- Το ΑΚΕΣ είναι αμοιβαίο κεφάλαιο ορισμένης χρονικής διάρκειας, η οποία δεν μπορεί να υπερβεί τα 15 χρόνια. Επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε επιχειρήσεις που έχουν έδρα την Ελλάδα και δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ενώ επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές.
- Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του ΑΚΕΣ, κατά τη σύσταση του, είναι 2.934.700,00€. Η συμμετοχή του κάθε μετόχου κατά τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη των 150.000,00€ και γίνεται με μετρητά.
- Διαχειριστής του ΑΚΕΣ είναι μια ανώνυμη εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000,00€ και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.
- Περιορισμός της συμμετοχής του κάθε μεριδιούχου μέχρι το 20% του συνολικού ενεργητικού του ΑΚΕΣ.
- Απαλλαγή οποιασδήποτε φορολογικής επιβάρυνσης του ΑΚΕΣ ως οργανισμού. Μόνο οι μέτοχοι φορολογούνται, όπως συμβαίνει σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες (αρχή της φορολογικής ουδετερότητας).
- Δίνεται η δυνατότητα μετατροπής οποιασδήποτε ΕΚΕΣ, που η λειτουργία της διέπεται από το Ν.2367/95, σε ΑΚΕΣ.

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



6.4.2 TANEO A.E.

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του θεσμού του venture capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του «Ταμείου Νέας Οικονομίας A.E.» (TANEO A.E.), με το άρθρο 28, του Ν.2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση με ιδιώτες επενδυτές της ίδρυσης ΕΚΕΣ και ΑΚΕΣ, τα οποία με τη σειρά τους αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Διευκρινίζεται ότι το TANEO συμμετέχει σε funds που διαχειρίζονται από φορείς του ιδιωτικού τομέα, οι οποίοι λειτουργούν σύμφωνα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια.

Το TANEO είναι ένα fund of funds υπό τη μορφή A.E., το οποίο έχει ως σκοπό τη στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα. Οι ελληνικές αρχές οδηγήθηκαν στην σύσταση του TANEO εξαιτίας της διαπίστωσης του μεγάλου ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων στη χώρα μας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 1995-1999, τα συνολικά κεφάλαια προς επένδυση σε VC ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, ήταν 0.028% για την Ελλάδα, ενώ για την Ε.Ε. ο μέσος όρος ήταν 0.159%.

Το TANEO εντάχθηκε στις δράσεις για τη μετάβαση στην “Κοινωνία της Πληροφορίας”, συστάθηκε από το Υπουργείο Εθνικής 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 TANEO, ορίστηκε στα 150 εκατομμύρια €. Από τα 150 εκατομμύρια €, το δημόσιο κατέβαλλε τα 45, ενώ τα υπόλοιπα 105 προήλθαν από εγχώριους και ξένους θεσμικούς επενδυτές.

Ο δρόμος για τη δραστηριοποίηση του TANEO άνοιξε μετά τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Σεπτέμβριο του 2002, η οποία αναγνωρίζει τη συμβατότητα του καθεστώτος λειτουργίας του TANEO με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τη γνωμοδότηση αυτή ενεργοποιείται το πρώτο ελληνικό funds of funds και ξεκινά η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του TANEO, διαδικασία που ανέλαβαν η Deutsche Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Eurobank. Το ενδιαφέρον για ιδιωτική συμμετοχή ήταν εξαιρετικά υψηλό και η έκδοση καλύφθηκε οκτώ φορές. [Ημερησία, 26/05/2003]

Έτσι, το Μάιο του 2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία ιδιωτικής συμμετοχής 35 Ελλήνων και, κυρίως, ξένων θεσμικών επενδυτών, μέσω της οποίας συγκεντρώθηκε το ποσό των 105

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

εκατ. €. Το συγκεκριμένο ποσό και τα 45 εκατ. € που πήρε το TANEΟ μέσω του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων, αποτέλεσαν το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. €. Το ποσοστό συμμετοχής του TANEΟ σε κάποιο fund δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% του συνολικού ποσού που πρόκειται να επενδυθεί. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το TANEΟ και το εκάστοτε venture capital fund χρηματοδοτούν μια επιχείρηση από κοινού, με το ίδιο περίπου ποσό (το TANEΟ συνήθως, είναι μειοψηφών μέτοχος). Ουσιαστικά, το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. € που βρίσκεται στη διαχειριστική ευθύνη του TANEΟ, αναμένεται να προσελκύσει άλλα 150 εκατ. € από εταιρείες venture capital, δηλαδή να διπλασιαστεί, φτάνοντας τα 300 εκατ. € που θα διατεθούν για επενδύσεις στη “νέα οικονομία”.

Για παράδειγμα, σε μια υποτιθέμενη συνολική επένδυση 300 € σε μια μικρομεσαία επιχείρηση, το TANEΟ συνεισφέρει τα 150 €, εκ των οποίων τα 45 € προέρχονται από το δημόσιο και τα 105 € από την ιδιωτική συμμετοχή που έχει προσελκύσει το TANEΟ με τη σύστασή του, ενώ τα υπόλοιπα 150 € παρέχονται από την εταιρεία VC που έχει δημιουργήσει και διαχειρίζεται το fund. Από το παράδειγμα αυτό γίνεται σαφές ότι η δραστηριοποίηση του TANEΟ στην ελληνική αγορά venture capital, λειτουργεί ως ένας χρηματοδοτικός οργανισμός, ιδιαίτερα βοηθητικός για την ανάπτυξη των επενδύσεων.

Παράλληλα, το μέγιστο συνολικό ποσό που μπορεί να επενδυθεί σε μια επιχείρηση από το TANEΟ και ένα venture capital fund, δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 3 εκατ. €, με τον πρόσθετο περιορισμό ότι το μέγιστο ποσό που θα εκταμιεύεται ανά εξάμηνο, δε θα ξεπερνά το 1 εκατ. €. Οι παραπάνω περιορισμοί που έχουν επιβληθεί από την Ε.Ε., αλλά και από τη στρατηγική επενδύσεων του TANEΟ, εξασφαλίζουν ότι αφενός οι επιχειρήσεις που θα χρηματοδοτηθούν θα είναι αποκλειστικά μικρού και μεσαίου μεγέθους, και αφετέρου ότι θα υπάρχει η εποπτεία των πεπραγμένων τους και του βαθμού υλοποίησης των στόχων που έχουν τεθεί. Σχετικά με το ρίσκο της επένδυσης, το TANEΟ αναλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος, κάτι που σημαίνει ότι σε περίπτωση αποτυχίας της επένδυσης, περισσότερο ζημιωμένο είναι το TANEΟ και λιγότερο το venture capital fund, κατά επέκταση η εταιρεία VC.

Όσον αφορά τη δομή και τη διαχείριση του TANEΟ, αυτή συνίσταται και διενεργείται από τέσσερα όργανα: τη Διοίκηση, το Σώμα των 35 θεσμικών επενδυτών, την Επενδυτική Επιτροπή και τη Wesport VC, το παλαιότερο “funds of funds” της Ευρώπης, με έδρα τη Μεγάλη Βρετανία και έντονη δραστηριότητα στο αντίστοιχο TANEΟ της ίδιας χώρας (UK Hitech Fund). Η Διοίκηση του TANEΟ, αν και τοποθετήθηκε αρχικά από την κυβέρνηση, έχει αιρετό χαρακτήρα και είναι επιφορτισμένη με την εισήγηση προτάσεων στην Επενδυτική Επιτροπή. Η Επενδυτική Επιτροπή από την άλλη, αποτελείται από προσωπικότητες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου (τραπεζίτες, βιομηχάνους κλπ) και αποδέχεται ή απορρίπτει τις εισηγήσεις της Διοίκησης. Το Σώμα των θεσμικών επενδυτών μπορεί να

μεταβάλλει τη σύνθεση της Διοίκησης και ασκεί τα δικαιώματα του TANEΟ. Μεταξύ της Διοίκησης και της Επενδυτικής Επιτροπής παρεμβάλλεται η εταιρεία Wesport VC, η οποία πρέπει και αυτή να εγκρίνει τις επενδυτικές προτάσεις, διαδραματίζοντας το ρόλο του επενδυτικού συμβούλου. Ο τρόπος αυτός διάρθρωσης του TANEΟ ευνοεί την αξιοκρατία και τη διαφάνεια στην επενδυτική πολιτική, αφού ο ρόλος του κράτους έχει περιοριστεί στην κατάρτιση του νομικού πλαισίου, στην προσφορά των 45 εκατ. € και τον αρχικό διορισμό της διοίκησης. Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται χωρίς την επιρροή του κράτους.

Το TANEΟ έχει αναλώσει από τις αρχές του 2003 έως σήμερα, γύρω στα 35 εκατ. € για τη δημιουργία venture capital funds που επενδύουν σε μικρομεσαίες εταιρείες στην Ελλάδα. Η πρώτη επένδυση του TANEΟ (αξίας 12 εκατ. €) πραγματοποιήθηκε το 2003, για τη δημιουργία του ΑΚΕΣ “Capital Connect Venture Partners” συνολικής αξίας 24 εκατ. €, από κοινού με το ασφαλιστικό ταμείο της πορτογαλικής τραπεζής Banco Espirito Santo, το ελβετικό fund of funds “CMA Technology Advisors” και ομάδα Ελλήνων εφοπλιστών. Διαχειρίστρια εταιρεία του fund είναι η Capital Connect A.E. και οι πρώτες επενδύσεις που υλοποίησε το “Capital Connect Venture Partners”, μέσω έκδοσης δύο ομολογιακών μετατρέψιμων δανείων ύψους ενός εκατομμυρίου το καθένα, αφορούν τις εταιρείες Advice A.E. ανάπτυξης λογισμικού και Micrel Ιατρικά Μηχανήματα A.E. [Καθημερινή, 21/01/2004]

Η δεύτερη επένδυση του TANEΟ αφορούσε τη δημιουργία του ΑΚΕΣ “Zaitech Fund”, συνολικής αξίας 30 εκατ. €, από κοινού με την Τράπεζα Αττικής. Η συγκεκριμένη επένδυση αναλύεται στο κεφάλαιο 7 της παρούσης εργασίας, όπως και η τρίτη επένδυση του ταμείου που αφορά τη συμφωνία με τη Marfin Financial Group για τη δημιουργία του fund “IBG Hellenic Fund II”, συνολικής αξίας 17 εκατ. €. [Κρυσταλλάκος Π., 2004]

Επίσης, το 2005, το TANEΟ συνεισφέρει στη δημιουργία του πρώτου περιφερειακού ΑΚΕΣ που ιδρύεται στην Ελλάδα, με πρωτοβουλία του Επιμελητηρίου Ηρακλείου, της Παγκρήτιας Συνεταιριστικής Τράπεζας και του Πανεπιστημίου Κρήτης. Περισσότερες πληροφορίες για το εν λόγω ΑΚΕΣ δίνονται στο κεφάλαιο 7.

Τέλος, το Δεκέμβριο του 2005 ανακοινώθηκε από το υπουργείο Ανάπτυξης η ένταξη του TANEΟ στο επιχειρηματικό πρόγραμμα “Ανταγωνιστικότητα”, προκειμένου να λάβει χρηματοδότηση από το Γ' Κοινοτικό πλαίσιο Στήριξης. Με αυτόν τον τρόπο η Ε.Ε. συμμετέχει στη χρηματοδότηση του έργου του TANEΟ και ως εκ τούτου, αυξάνεται η αποτελεσματικότητα του τελευταίου.

6.4.3 Χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς VC

Η δραστηριότητα του VC στην Ελλάδα είναι αρκετά όψιμη σε σχέση με την αντίστοιχη της Ευρώπης και πολύ περισσότερο, με αυτήν της Αμερικής. Θεσμικοί περιορισμοί, σε συνδυασμό με την απουσία επιχειρηματικής κουλτούρας που κυριαρχούσε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '90, ήταν τα κύρια αίτια της καθυστερημένης ανάπτυξης εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική.

Επενδύσεις σε VC

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

Από το 2001 έως το 2004, οι επενδύσεις εμφανίζουν δραματική μείωση, λόγω της απουσίας επενδυτικού ενδιαφέροντος. Συγκεκριμένα, το 2004, αν και υπήρξε αύξηση (81%) των αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με το 2003 (υπολογίζεται ότι αντλήθηκαν πάνω από 52 εκατ. € το 2004, κυρίως λόγω των δύο funds που δημιουργήθηκαν με τη συνδρομή του ΤΑΝΕΟ), τα επενδυμένα κεφάλαια μόλις ξεπέρασαν τα 5 εκατ. € (σύμφωνα με τον ΕΝCA), ενώ το 2003 η επενδυτική δραστηριότητα είχε φτάσει τα 25,5 εκατ. € [Κίντης Γ., 2004]. Το 2004 υπήρξε, επίσης, μια “φτωχή” χρονιά από πλευράς αποεπενδύσεων. Δεν υπήρξε ουσιαστικός αριθμός νέων funds από ελληνικές ΕΚΕΣ, αφού οι συγκεκριμένες εταιρείες δεν κατάφεραν να εξασφαλίσουν τις αποδόσεις που υποσχέθηκαν στους επενδυτές τους (προκειμένου να τους ζητήσουν να επανατοποθετήσουν κεφάλαιά τους), και το γενικότερο επιχειρηματικό κλίμα δεν ευνοούσε “γενναίες” επενδυτικές πρωτοβουλίες.

[Κόλλιας Φ., 2005]

Αξίζει να σημειώσουμε ότι σύμφωνα με μελέτη των Merrill Lynch–Venture Economics, η

Ελλάδα έρχεται τελευταία στην Ε.Ε. σε διοχέτευση κεφαλαίων σε επενδύσεις private equity-venture capital, καθώς και ως προς το ύψος των πραγματοποιούμενων επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας, αλλά και ως ποσοστό του μέσου ευρωπαϊκού ΑΕΠ.

Παρόλα αυτά, η δημιουργία του ΤΑΝΕΟ (ήρθε 4^ο ανάμεσα σε άλλα, αντίστοιχα Ταμεία της Ευρώπης, για το 2004) από την Ελληνική Πολιτεία με σκοπό τη συνδρομή κεφαλαίων σε εταιρείες VC, και το νέο θεσμικό πλαίσιο για τις ΑΚΕΣ στην Ελλάδα με σειρά κινήτρων, αποτελούν βήματα προς τη σταδιακή αναστροφή της άσχημης εικόνας της εγχώριας αγοράς VC.

Εξάλλου, η ελληνική οικονομία προσφέρεται για την ανάπτυξη του VC. Ο βασικός λόγος είναι η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών. Συγκεκριμένα, οι προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας αναμένεται να διατηρηθούν με αύξηση του ΑΕΠ της τάξης του +3,6% για την τριετία 2004-2006, και με τον πληθωρισμό να περιορίζεται στα επίπεδα του 3% (πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, DGEFA, European Economy).

Παράλληλα, οι καθυστερούμενες, αλλά σε εξέλιξη, διαρθρωτικές αλλαγές της ελληνικής οικονομίας αναμένεται να προσδώσουν μια νέα δυναμική ανάπτυξης επιχειρηματικότητας σε όλα τα επίπεδα, ενισχύοντας την ανταγωνιστική θέση της χώρας μας. Η ιδιωτικοποίηση πολλών επιχειρήσεων του Δημόσιου Τομέα και η απελευθέρωση του ανταγωνισμού σε τομείς όπως της ενέργειας και των τηλεπικοινωνιών, αναμένεται να σηματοδοτήσει σε μεγάλο βαθμό τις επιχειρηματικές εξελίξεις στο άμεσο μέλλον. Παράλληλα η νομισματική ένωση, η διεύρυνση της Ε.Ε. και οι συνακόλουθες πολιτικές προσφέρουν σειρά ευκαιριών επιχειρηματικής ανάπτυξης.

Συμπερασματικά:

- η νομισματική σταθερότητα,
- οι αναπτυξιακές δυνατότητες και τα κίνητρα επενδύσεων, μέσω του θεσμικού και νομοθετικού πλαισίου, που έχουν βελτιώσει το πεδίο ανταγωνισμού,
- η χαμηλότερη φορολογία (27% το 2007, από 35-40% για τα τελευταία χρόνια),
- η ευρεία κλίμακα των Ευρωπαϊκών προγραμμάτων επιχορηγήσεων των ελληνικών επιχειρήσεων,
- η αναμενόμενη ανάκαμψη των οικονομικών των Βαλκανικών οικονομιών,
- οι πολιτικές μεταφοράς τεχνογνωσίας και καινοτομίας,
- η ύπαρξη στην Ελλάδα μεγάλου αριθμού ικανών στελεχών,
- η ανάπτυξη της έρευνας την τελευταία μόλις δεκαετία και η συνακόλουθη εφαρμογή πολιτικών σύνδεσής της με τις επιχειρήσεις

εκτιμάται ότι θα εντατικοποιήσουν νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες στην Ελλάδα και

θα δημιουργήσουν ευκαιρίες για επενδύσεις venture capital. [Papadopoulos G., 2005]

Πηγές ΕΚΥΚ

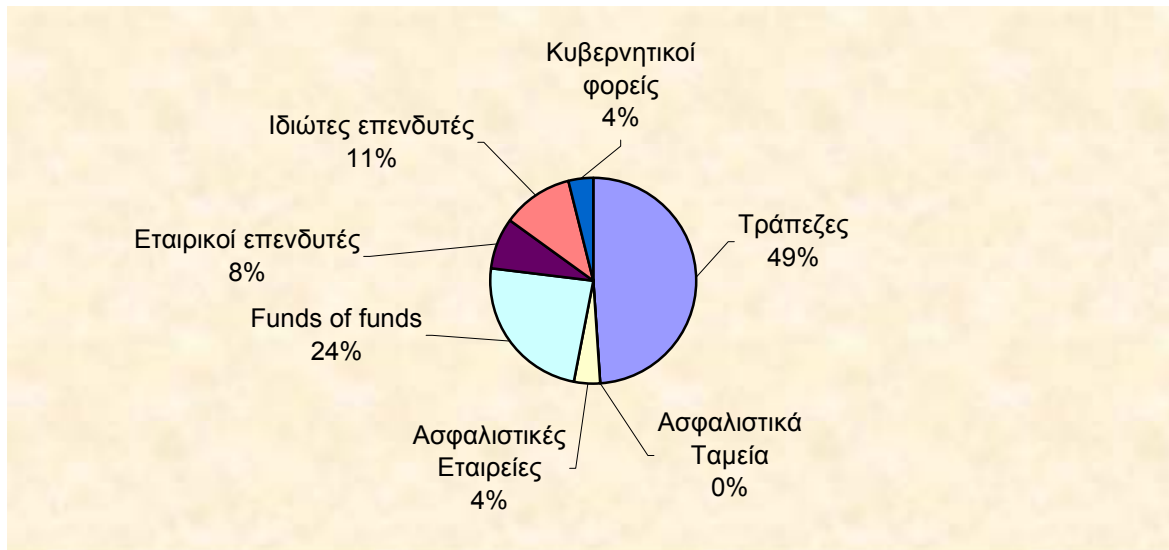
Οι ελληνικές εταιρείες VC αντλούν τα επενδυτικά τους κεφάλαια κυρίως, από τράπεζες και από fund of funds, ενώ ακολουθούν με μικρότερο ποσοστό συμμετοχής στα αντληθέντα κεφάλαια, οι εταιρικοί επενδυτές, οι ιδιώτες, οι κυβερνητικοί φορείς και οι ασφαλιστικές εταιρείες. Χαρακτηριστική είναι η ανυπαρξία των ασφαλιστικών ταμείων στην προσφορά κεφαλαίων venture capital, σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στην Ευρώπη που τα ασφαλιστικά ταμεία είναι η από τις κύριες πηγές άντλησης κεφαλαίων. Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τα ασφαλιστικά ταμεία στη χώρα μας, παράλληλα με την αναποτελεσματική επενδυτική λειτουργία τους, αποτελούν τους κυριότερους περιοριστικούς παράγοντες για τη μη συμμετοχή τους σε venture capital επενδύσεις. Όμως, ο τεράστιος όγκος των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων στην Ελλάδα, που ξεπερνά το ποσό των 17 δις €, αν επενδυθεί σωστά, μπορεί να αποφέρει τεράστια οφέλη για τους ασφαλισμένους, όπως επισήμανε ο Γενικός Γραμματέας Κοινωνικών Ασφαλίσεων κ. Δημήτριος Κωστόπουλος στην ημερίδα που πραγματοποίησε η Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων, με θέμα “Επενδύσεις Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών-Προοπτικές για τα Ασφαλιστικά Ταμεία”. Γενικά, η συμβολή των ασφαλιστικών ταμείων στην ανάπτυξη της αγοράς VC είναι μεγάλη και αποδεικνύεται από τη διεθνή πρακτική (Αμερική και Ευρώπη), γεγονός που καθιστά την αλλαγή του νομικού πλαισίου των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων επιτακτική, ώστε να ανοίξει ο δρόμος για συμμετοχή τους σε VC επενδύσεις. Πρόσφατα, ανακοινώθηκε από το ΤΣΜΕΔΕ (Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών Εργοληπτών Δημόσιων Έργων) ότι πρόκειται να συμμετάσχει στο ΑΚΕΣ της Attica Ventures με το ποσό των 7 εκατ. € (0,36% των αποθεματικών του ταμείου), επισημαίνοντας ότι είναι το πρώτο ταμείο στην Ελλάδα που παίρνει μια τέτοια απόφαση.

Διευκρινίζεται ότι οι τράπεζες προσφέρουν το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων που αντλούνται για VC επενδύσεις, λόγω της προέλευσης των ελληνικών εταιρειών venture capital, οι οποίες είναι ως επί το πλείστον θυγατρικές τραπεζικών ομίλων. Επίσης, η συμμετοχή του ΤΑΝΕΟ, του νεοσύστατου funds of funds στην Ελλάδα, στην άντληση κεφαλαίων VC, αποδείχτηκε ευεργετική για την ενδυνάμωση της αγοράς VC.

Τέλος, σύμφωνα με στοιχεία του ΤΑΝΕΟ, οι κυριότερες πηγές άντλησης κεφαλαίων VC στην Ελλάδα για την περίοδο 1993-2003, παρουσιάζονται στο γράφημα (6.16) που ακολουθεί στην επόμενη σελίδα.

Γράφημα 6.16:

Πηγές άντλησης κεφαλαίων VC (1993-2003)



Πηγή: TANEO

Χρηματοδοτούμενοι κλάδοι με VC

Τα κεφάλαια Venture Capital που επενδύονται στην ελληνική αγορά, απορροφούνται κυρίως, από τον κλάδο της βιομηχανίας και ιδιαίτερα, από τη βιομηχανία τροφίμων, σύμφωνα με μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους Ζοπουνίδη Κωνσταντίνο και Μπακατσάκη Μαρία το 2002. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται και στο γράφημα (6.17) της επόμενης σελίδας, το 1999, η βιομηχανία τροφίμων απορροφά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων (72%).

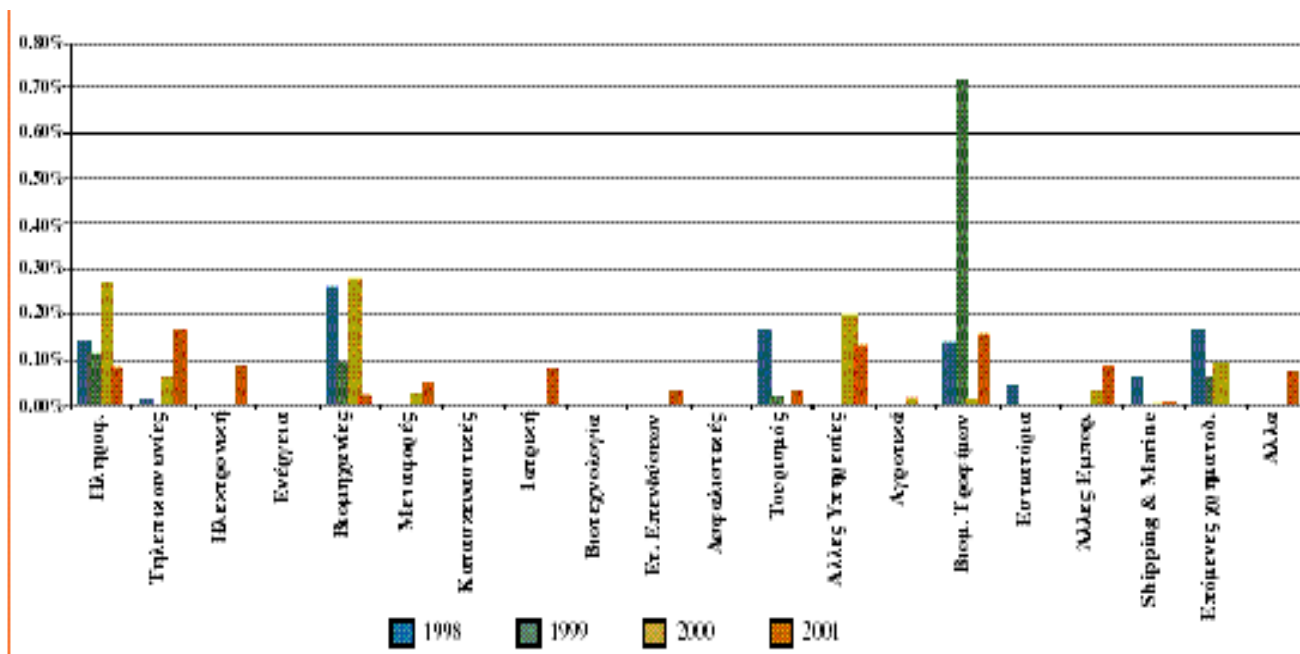
Τα χρόνια όμως, που ακολουθούν, παρατηρείται αισθητή μείωση στο ποσοστό του συγκεκριμένου τομέα, καθώς τα επενδυμένα κεφάλαια δείχνουν να απορροφώνται από διάφορους άλλους κλάδους. Η πληροφορική, οι τηλεπικοινωνίες, η βιομηχανία και οι υπηρεσίες είναι οι κλάδοι που χρηματοδοτούνται περισσότερο από VC κατά τα τελευταία δύο χρόνια της έρευνας (2000-2001). Εξάλλου, η εξάπλωση της χρηματοδότησης του ΕΚΥΚ στην ελληνική αγορά τα τελευταία έτη, έχει ως αποτέλεσμα την προσέλκυση επιχειρηματικών σχεδίων από διάφορους κλάδους, με μοναδική προϋπόθεση συμμετοχής τις προοπτικές επιτυχίας της επένδυσης. Επίσης, η στρατηγική των ελληνικών επιχειρήσεων VC έχει στραφεί στη συμμετοχή σε επιχειρήσεις όχι μόνο της νέας οικονομίας, αλλά γενικότερα σε αυτές που ενσωματώνουν στην παραγωγική τους διαδικασία προηγμένες μορφές τεχνολογίας. Η τάση αυτή είναι ευδιάκριτη στο γράφημα (6.18) που ακολουθεί στην επόμενη σελίδα. Το συγκεκριμένο γράφημα παρουσιάζει τις επενδύσεις κάθε ευρωπαϊκής χώρας σε υψηλή τεχνολογία, ως ποσοστό των συνολικών επενδύσεων της, για το έτος 2004. Έτσι,

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

παρατηρείται ότι η Ελλάδα έρχεται τρίτη στην κατάταξη, με ποσοστό 59%. Το γεγονός αυτό, όμως, δε σημαίνει ότι η χώρα μας συμβάλλει ουσιαστικά στο σύνολο των ευρωπαϊκών επενδύσεων σε υψηλή τεχνολογία.

Γράφημα 6.17:

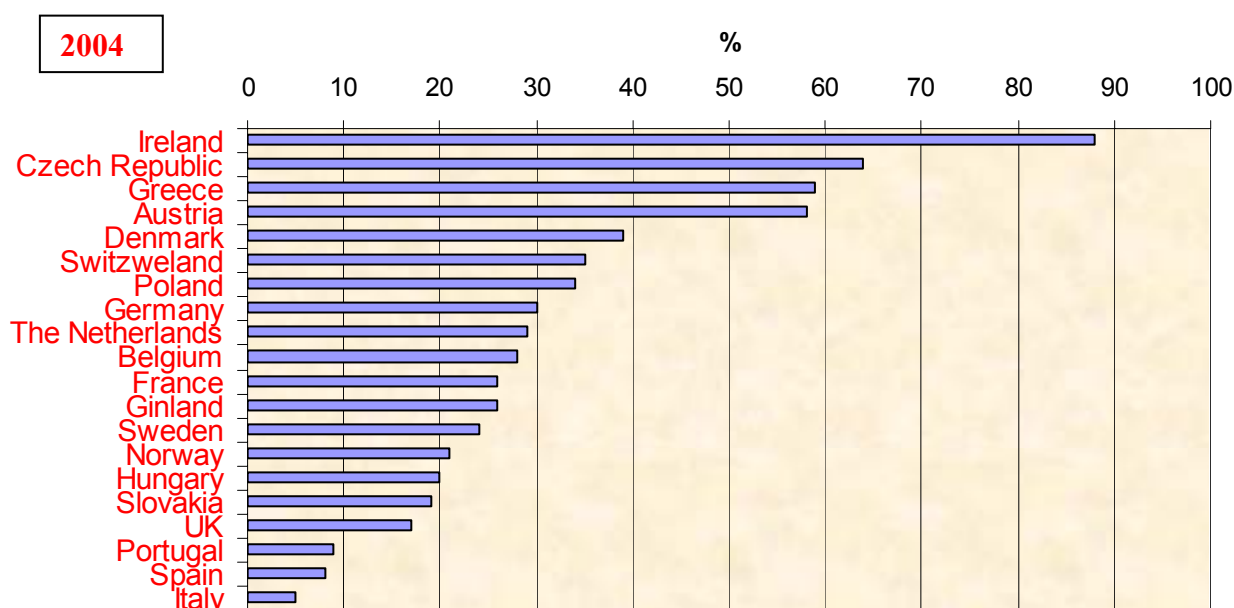
Κατανομή των επενδύσεων σε VC ανά κλάδο (ποσά), για τα έτη 1998-2001



Πηγή: Ζοπουνίδης Κ./ Μπακατσάκη Μ., 2002

Γράφημα 6.18:

Επενδύσεις σε υψηλή τεχνολογία ως ποσοστό επί του συνόλου των επενδύσεων κάθε χώρας



Πηγή: 2004 Annual European P.E. Survey/ EVCA

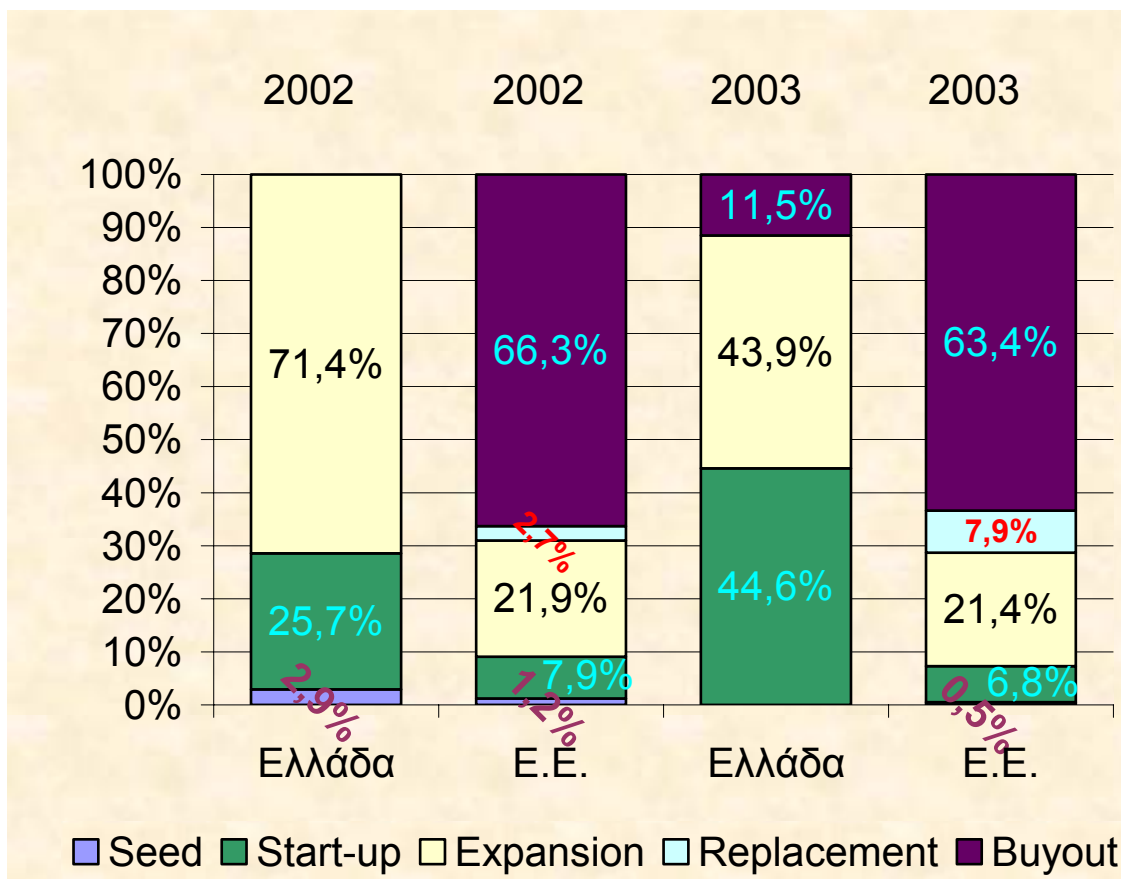
Επενδύσεις ανά στάδιο χρηματοδότησης με VC

Η παραπάνω μελέτη [Ζοπουνίδης Κ./ Μπακατσάκη Μ., 2002] αναφέρει επίσης, ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ κατά την περίοδο 1998 έως 2001, χρηματοδοτούσαν κυρίως, ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη και επέκτασή τους, οι οποίες παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου. Το 1998, πριν τη μεγάλη άνοδο του χρηματιστηρίου, παρατηρείται ένα μεγάλο ποσοστό της τάξης του 45% σε start-up επενδύσεις, ενώ κατή τη διετία της ανόδου του χρηματιστηρίου, 2000-2001, παρατηρείται μεγάλη αύξηση των επενδύσεων σε ήδη υπάρχουσες επενδύσεις και κυρίως, σε χρηματοδοτήσεις επέκτασης λόγω των υπερβολικών αποδόσεων που επιτυγχάνονταν.

Με την πτώση όμως, του χρηματιστηρίου, οι επενδύσεις του VC στην Ελλάδα άρχισαν να στρέφονται ξανά σε νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις και σε νέους επιχειρηματίες με ελκυστικά επιχειρηματικά σχέδια. Η συγκεκριμένη τάση φαίνεται και στο γράφημα (6.19) που ακολουθεί, όπου πραγματοποιείται μια συγκριτική κατανομή συνολικών επενδύσεων Ελλάδος και Ε.Ε ανά στάδιο χρηματοδότησης, για τα έτη 2002 και 2003.

Γράφημα 6.19:

Συγκριτική κατανομή συνολικών επενδύσεων Ελλάδος και Ε.Ε ανά στάδιο χρηματοδότησης (2002-2003)



Πηγή: Χατζηπαύλου Μ., Δαμαλάς Α., 2005

Παρατηρείται ότι τα περισσότερα VC funds που λειτουργούν στην Ελλάδα, επικεντρώνονται σε επενδύσεις expansion και start-up, ενώ ο αριθμός συναλλαγών MBO είναι πολύ περιορισμένος. Με δεκάδες εισηγμένες επιχειρήσεις να βρίσκονται μεταξύ φθοράς και αφθαρσίας στο ελληνικό χρηματιστήριο, εν μέσω πλήρους απαξίωσης των μετοχικών τους τίτλων, αρκετοί είχαν προβλέψει ότι θα καταγράφονταν πρωτοβουλίες εξαγοράς τους από ΕΚΕΣ, σε συνεργασία με τη διοίκηση τους, με στόχο να τις βγάλουν από το αδιέξοδο και στη συνέχεια να αποκομίσουν υπεραξίες. Ατυχώς, οι περισσότερες ελληνικές εταιρείες private equity βρίσκονται εγκλωβισμένες σε επενδύσεις οι οποίες δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα, με αποτέλεσμα να μη διαθέτουν τη ρευστότητα, ούτε και την έξωθεν καλή μαρτυρία, προκειμένου να κινητοποιήσουν την εγχώρια αγορά MBOs που ανθίζει στην Ευρώπη. Επένδυσαν π.χ. σε εταιρείες τεχνολογίας ή γενικότερα της λεγόμενης «Νέας Οικονομίας» και σήμερα φαίνεται ότι δύσκολα θα πάρουν πίσω τα λεφτά τους. Δημιούργησαν «εκκολαπτήρια» νέων επιχειρήσεων και λίγο μετά η αντίστοιχη διεθνής αγορά κατέρρευσε.

Η “θερμοκοιτίδα iVen” - Καινοτόμες Επιχειρήσεις Α.Ε., για παράδειγμα, που δημιουργήθηκε από την Εθνική Συμβουλευτική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και τη Vectis Capital, προκειμένου να ενισχύσει νέες επιχειρηματικές ιδέες να μετεξελιχθούν σε πετυχημένες εταιρείες, εδώ και μήνες βρίσκεται στην οριστική διακοπή των εργασιών της.

[Κόλλιας Φ., 2005]

Εάν και υπάρχει σημαντικός αριθμός στελεχών με μακροχρόνια εμπειρία στη διοίκηση πολυεθνικών ή ελληνικών εταιρειών, λείπουν οι καταλύτες εκείνοι που θα δημιουργήσουν ομάδες ικανές να πραγματοποιήσουν MBOs, αλλά και MBIs. Ένας από αυτούς είναι ο παράγοντας χρόνος, τον οποίο πρέπει να επενδύσουν τα στελέχη, προκειμένου να διαμορφώσουν αξιόπιστες επενδυτικές προτάσεις.

[Χατζηπαύλου Μ., Δαμαλάς Α., 2005]

Μέθοδοι εξόδου των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις σε CV

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

Τα τελευταία χρόνια, εκτός από τη ρευστοποίηση του μεριδίου της ΕΚΕΣ μέσω της

εισαγωγής της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης στο χρηματιστήριο, αρκετά διαδεδομένη είναι και η μέθοδος εξόδου "trade sale", δηλαδή η πώληση της εν λόγω επιχείρησης σε κάποια άλλη, μεγαλύτερη συνήθως, επιχείρηση, κυρίως του ίδιου κλάδου με την εξαγοράσιμη.

Παρόλα αυτά, το 2004, λόγω και των λιγότερων εξόδων από επενδύσεις VC, ήταν μια "νεκρή" χρονιά από πλευράς νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο.

Φορολογικό-νομικό περιβάλλον

Ως ιδιαίτερα ευνοϊκό για επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών αξιολογείται το φορολογικό και νομικό περιβάλλον της Ελλάδας, σε έρευνα του EVCA το 2004, η οποία κατατάσσει τη χώρα μας στην τέταρτη ευνοϊκότερη θέση μεταξύ άλλων χωρών της Ευρώπης. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα απέσπασε βαθμολογία 1,75 (το 1 αντιστοιχούσε στο περισσότερο ευνοϊκό περιβάλλον για επενδύσεις private equity, ενώ το 3 στο λιγότερο ευνοϊκό). Οι τρεις πρώτες χώρες ήταν η Μεγάλη Βρετανία (1,26), το Λουξεμβούργο (1,49) και η Ιρλανδία (1,53). Επισημαίνεται ότι, για το 2003, η Ελλάδα είχε καταταγεί στην έκτη θέση πανευρωπαϊκά. Αναλυτικά στοιχεία δίνονται στον πίνακα (6.7) που ακολουθεί.

Πίνακας 6.7:

Αξιολόγηση φορολογικού και νομικού περιβάλλοντος για επενδύσεις VC στην Ευρώπη

Χώρα	Αξιολόγηση	
	2004	2003
Βρετανία	1,26	1,20
Λουξεμβούργο	1,49	1,67
Ιρλανδία	1,53	1,58
Ελλάδα	1,75	1,96
Ολλανδία	1,76	1,79
Πορτογαλία	1,81	2,32
Βέλγιο	1,82	2,08
Ουγγαρία	1,86	-
Ιταλία	1,86	1,96
Γαλλία	1,89	2,09
Ελβετία	1,95	-
Ισπανία	1,96	2,17
Νορβηγία	2,04	-
Σουηδία	2,05	2,09
Τσεχία	2,12	-
Πολωνία	2,13	-
Φιλανδία	2,30	2,25
Γερμανία	2,37	2,41
Αυστρία	2,42	2,53
Δανία	2,46	2,36
Σλοβακία	2,49	-

Πηγή: *European Venture Capital Association*

Η μεθοδολογία του EVCA για την αξιολόγηση των χωρών βασίστηκε σε 13 δείκτες που θεωρείται ότι δρουν ευνοϊκά τόσο για τους επενδυτές, όσο και για όσους γίνονται αποδέκτες επενδύσεων VC. Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, στην Ευρώπη παραμένουν ποικίλα φορολογικά και νομικά εμπόδια για τη συγκέντρωση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, ενώ υφίστανται πολλές και σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα. Δεν προκαλεί απορία λοιπόν, γιατί το 82,2% των επενδύσεων VC στην Ευρώπη, το 2003, πραγματοποιήθηκαν στη χώρα προέλευσης των ΕΚΕΣ.

Σύμφωνα με τον EVCA, ένας σημαντικός παράγοντας που ευνοεί στην Ελλάδα τις επενδύσεις VC, είναι η ξεκάθαρη φορολογική δομή των ΑΚΕΣ. Επίσης, θετικό στοιχείο αποτελεί το γεγονός της απαλλαγής των αμοιβών διαχείρισης των ΑΚΕΣ από Φ.Π.Α., ο ευνοϊκός 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.

Παρόλα αυτά, το πλαίσιο λειτουργίας των ΑΚΕΣ φαίνεται να λειτουργεί ανασταλτικά για επενδύσεις private equity, αφού οι τοποθετήσεις τους επιτρέπεται να πραγματοποιηθούν μόνο σε επιχειρήσεις μη εισηγμένες, που έχουν έδρα την Ελλάδα. Αρνητικό κρίνει ο EVCA και το πλαίσιο που διέπει τις εξαγορές – συγχωνεύσεις, όπως και τους νομικούς περιορισμούς που σχεδόν απαγορεύουν τις επενδύσεις σε VC των ασφαλιστικών ταμείων και περιορίζουν τις αντίστοιχες τοποθετήσεις των ασφαλιστικών εταιρειών.

Τέλος, ο συντελεστής εταιρικών κερδών (35%) που ισχύει στην Ελλάδα, ξεπερνάει το μέσο όρο (28,8%) της Ευρώπης. Όμως, το μηνιαίο κόστος διαχείρισης μιας Α.Ε. στην Ελλάδα ανέρχεται σε 3.000,00€, έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου 2.301,00€, 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. [Κρυσταλλάκος Π., 2004]

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA)

Μια άλλη σημαντική κίνηση για την προαγωγή του VC στην Ελλάδα και την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των ΕΚΕΣ, πραγματοποιήθηκε το 2003, με την ίδρυση της μη κερδοσκοπικής Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων. Μέλη της ένωσης είναι οι περίπου 15 ΕΚΕΣ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, με 850 εκατ. € υπό διαχείριση το 2003. [Κίντης Γ., 2004]

Για την πραγματοποίηση των σκοπών της, η Ένωση:

- Εκπροσωπεί θεσμικά τα μέλη της στις ελληνικές, διεθνείς και αλλοδαπές αρχές και στους ελληνικούς, διεθνείς και αλλοδαπούς οργανισμούς.

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

- Ενημερώνει τα μέλη της για θέματα που αφορούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα.
- Αναπτύσσει δίκτυο συνεργασίας και επικοινωνίας μεταξύ των μελών της, καθώς επίσης και με αντίστοιχες ενώσεις χωρών του εξωτερικού και ιδιαίτερα, με την Ευρωπαϊκή Ένωση Venture Capital (European Venture Capital Association).
- Συμμετέχει στις προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με τη βελτίωση του νομικού και δημοσιονομικού πλαισίου, την κατάρτιση νόμων που σχετίζονται άμεσα ή έμμεσα με τη δραστηριότητα των μελών της, εξετάζει τις επιπτώσεις της εφαρμογής των νόμων αυτών και ερμηνεύει νόμους, διατάξεις και κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία των μελών της.
- Φροντίζει για τη γενικότερη και σωστή προβολή του θεσμού των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών, ενώ ταυτόχρονα συμβάλλει στην τόνωση και ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας, μέσω της διάχυσης της πληροφόρησης με τη διεξαγωγή σεμιναρίων και συναφών εκδηλώσεων, ανοικτών στο κοινό.
- Μελετά και προτείνει μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης και την εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της.
- Συνιστά επιτροπές, οι οποίες αναλαμβάνουν την επίλυση θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών. Τέτοιες επιτροπές είναι ενδεικτικά και όχι περιοριστικά, η επιτροπή νομικών και φορολογικών θεμάτων και η επιτροπή οικονομικών και στατιστικών θεμάτων.

Διεθνή Venture Capital Forum

Κάθε χρόνο πραγματοποιείται ένα Διεθνές VC Forum στην Ελλάδα, το οποίο συνδιοργανώνεται από το ΕΛΚΕ (Ελληνικό Κέντρο Επενδύσεων), το ΤΑΝΕΟ (Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας) και το δίκτυο Πράξη, σε συνεργασία με την Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων. Έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα, συνολικά έξι Forum, αποτελώντας πλέον έναν επιτυχημένο θεσμό, ίσως ο μοναδικός στην Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Το συνεδριακό μέρος των Forums περιλαμβάνει ομιλίες από έλληνες και ξένους venture capitalists και policy makers, καθώς επίσης και κάποια σεμινάρια σχετικά με το VC. Επιπρόσθετα, πραγματοποιούνται επιχειρηματικές συναντήσεις μεταξύ επιχειρηματιών και εταιρειών Venture Capital και δίνονται βραβεία στα καλύτερα επιχειρηματικά σχέδια.

Συγκεκριμένα, στο 6^ο Forum που διεξήχθη τον Ιούνιο του 2005, πήραν μέρος 52 εταιρείες, κυρίως από την Ελλάδα, με υποβολή επιχειρηματικών σχεδίων. Το συνολικό ποσό που αιτήθηκε για χρηματοδότηση μέσα από τα επιχειρηματικά σχέδια, ανήλθε στα 356

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

εκατομμύρια €.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά των επιχειρηματικών σχεδίων που υποβλήθηκαν στο τελευταίο Forum.

Γεωγραφική κατανομή επιχειρηματικών σχεδίων		
Χώρα	Εταιρείες	(%)
Ελλάδα	42	80%
Βουλγαρία	3	6%
Κύπρος	3	6%
Ισραήλ	1	2%
Ρουμανία	1	2%
FYROM	1	2%
ΗΠΑ	1	2%
Σύνολο	52	100%

Ελληνικά Επιχειρηματικά Σχέδια		
Πόλη	Εταιρείες	(%)
Αθήνα	32	76%
Μακεδονία	3	7%
Πελοπόννησος	4	10%
Δυτ. Ελλάδα	2	5%
Θεσσαλία	1	2%
Σύνολο	42	100%

Θεματική Κατανομή		
Τομείς	Εταιρείες	(%)
Τηλεπικοινωνίες/ Πληροφορική	22	42%
Υγεία / Ιατρική	7	13%
Ενέργεια	5	10%
Καταναλωτικά αγαθά	4	7%
Βιομηχανία / Αυτοματισμοί	3	6%
Ηλεκτρονικά	3	6%
Μεταφορές	3	6%
Παροχή υπηρεσιών	2	4%
Τουρισμός	2	4%
Υλικά	1	2%
Σύνολο	52	100%

Γεωγραφική Κατανομή Αγορών		
Αγορά	Εταιρείες	(%)
Παγκόσμια	22	42%
Ευρωπαϊκή	4	8%
ΝΑ Ευρώπη/ Βαλκάνια	6	12%
Εγχώρια	20	38%
Σύνολο	52	100%

Λόγοι Συμμετοχής στο VCF		
Expansion	18	35%
Early stage/ Seed	34	65%
Σύνολο	52	100%

Προσέλκυση ξένων κεφαλαίων για επενδύσεις σε VC

Η Ελλάδα, αν και βρισκόταν εκτός του επενδυτικού ενδιαφέροντος ξένων θεσμικών επενδυτών για αρκετά χρόνια, το 2005 το κέρδισε, με τρεις σημαντικές εξαγορές ελληνικών εταιρειών που πραγματοποιήθηκαν από διεθνείς οίκους VC. Συγκεκριμένα, πραγματοποιήθηκε η εξαγορά της TIM Ελλάς από το σχήμα Arax Partners-TPG, έναντι 1,6 δις €, καθώς και η εξαγορά της Q-Telecom του ομίλου Info-Quest, έναντι 350 εκατ. €. Τέλος, ολοκληρώθηκε και η εξαγορά της Hyatt, η οποία κατέχει την πρώτη θέση στην αγορά καζίνο της Ελλάδος, από την BC Partners, έναντι 480 εκατ. €. Με τη συμφωνία για την απόκτηση της Hyatt, οι Βρετανοί συνεταιρίζονται, τρόπον τινά, με το ελληνικό Δημόσιο. Πρώτον, το Δημόσιο ελέγχει το 51% του Καζίνο Πάρνηθας, ενώ το υπόλοιπο κατέχουν η Hyatt και Ελληνική Τεχνοδομική. Επιπλέον, το Δημόσιο καθορίζει τους κανόνες όσον αφορά τις άδειες καζίνο.

«Για μια σειρά από λόγους, η Ελλάδα είναι πλέον περισσότερο ελκυστικός προορισμός για τους ξένους επενδυτές», υποστηρίζει ο κ. Σταθόπουλος Νίκος, στέλεχος (partner) της βρετανικής εταιρείας private equity Arax Partners. Πρώτον, «υπάρχει μεγάλη διαθεσιμότητα κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και οι εταιρείες venture capital αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες. Πολλές φορές οι συγκεκριμένες ευκαιρίες δεν περιορίζονται στις μεγάλες αγορές της Δυτικής Ευρώπης, που είναι ο παραδοσιακός στόχος, αλλά και στην Κεντρική Ευρώπη (π.χ. Τσεχία), ακόμα και στην Ελλάδα».

Επιπλέον, «γίνονται εμφανείς κινήσεις για τη βελτίωση της εισροής ξένων κεφαλαίων προς τη χώρα, όπως η μείωση των φορολογικών συντελεστών». Ως θετικό βήμα αξιολογείται και η προώθηση μέτρων για τη διευκόλυνση της εξόδου εταιρειών από το Χ.Α., μέσω της μείωσης του ποσοστού μετόχων που πρέπει να συναινέσουν από 95% σε 90%. Οι εταιρείες venture capital συνήθως, βγάζουν από τις χρηματαγορές τις εταιρείες που εξαγοράζουν, και στη συνέχεια προσπαθούν να τις εξυγιάνουν και να τις μεταπωλήσουν ή να τις επανεισάγουν στα χρηματιστήρια. Τέλος, «η οικονομία, παρά τα όποια προβλήματα, είναι περισσότερο σταθερή σε σύγκριση με το παρελθόν και η Ελλάδα εναρμονίζεται με την Ευρωπαϊκή Ένωση».

«Η μεγάλη ρευστότητα οδηγεί τις εταιρείες venture capital προς μικρότερες αγορές, όπου ενδεχομένως θα συναντήσουν περιορισμένο ανταγωνισμό στη διεκδίκηση μιας υγιούς επιχείρησης», σύμφωνα με τον κ. Σταθόπουλο. Οι τρεις σημαντικές συμφωνίες του 2005 συνδέονται, κατά τον ίδιο, και με το γεγονός ότι «η ιδέα του venture capital γίνεται περισσότερο αποδεκτή από τους Έλληνες επιχειρηματίες». Πάντως, η προσφυγή σε ξένους επενδυτές θεωρείται μονόδρομος για μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, καθώς οι εγχώριες εταιρείες venture capital δε διαθέτουν την τεχνογνωσία, αλλά και τα κεφάλαια για να

Κεφάλαιο 6: Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών σε Διεθνή & Εγχώρια κλίμακα

υλοποιήσουν μια συμφωνία αντίστοιχη με αυτή της TIM Ελλάς ή τις Hyatt. Η ολοκλήρωση των εξαγορών γίνεται μέσα από πολύπλοκα χρηματοδοτικά σχήματα, δανειακές συμβάσεις, κ.ά. (π.χ. η χρηματοδότηση της εξαγοράς της Hyatt γίνεται μέσω της Deutsche Bank). Από την άλλη πλευρά, οι διεθνείς επενδυτές είναι περισσότερο απαιτητικοί, κυρίως γιατί διαχειρίζονται σημαντικά κεφάλαια μεγάλων συνταξιοδοτικών ταμείων, πανεπιστημίων, ακόμα και κυβερνήσεων. *[Κόλλιας Φ., 2006]*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Σήμερα, στο χώρο του ελληνικού επιχειρηματικού κεφαλαίου δραστηριοποιούνται 15 εταιρείες (σύμφωνα με τα μέλη της ένωσης ελληνικών εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου), εκ των οποίων οι περισσότερες άρχισαν να λειτουργούν τα τελευταία έξι χρόνια. Σημαντικές πρωτοβουλίες, πέρα από τον όμιλο της ΕΤΕ, ο οποίος δραστηριοποιείται μέσω της Εθνικής Συμβουλευτικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών, έχουν αναλάβει και οι όμιλοι των τραπεζών Alpha και EFG Eurobank Ergasias, μέσω των εταιρειών Alpha Ventures και Global Finance αντίστοιχα. Επισημαίνεται ότι από τις 10/12/2004 η Εμπορική Κεφαλαίου και Συμμετοχών Α.Ε. έχει απορροφηθεί από τη μητρική της, ήτοι την “Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε”.

Η πλειοψηφία των εταιρειών που παρουσιάζονται παρακάτω, λόγω της ιδιομορφίας της ελληνικής αγοράς, δραστηριοποιείται στους περισσότερους τομείς της αγοράς, ενώ κάποιες έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν και επιχειρηματικές δραστηριότητες στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο των Βαλκανίων και της Ανατολικής Μεσογείου. Επίσης, ορισμένες από τις ΕΚΕΣ επιλέχθηκαν σκόπιμα στο να είναι θυγατρικές μεγάλων οργανισμών και άλλες ανεξάρτητες, με σκοπό να διερευνηθεί ο τρόπος με τον οποίο δραστηριοποιούνται αυτές οι δύο διαφορετικές επιχειρησιακές οντότητες.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται το προφίλ των κυριότερων ελληνικών εταιρειών Venture Capital.

7.1 Εθνική Συμβουλευτική Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Η Εθνική Συμβουλευτική Επιχειρηματικών Συμμετοχών (NBG Venture Capital) είναι μια μεγάλη ελληνική εταιρεία venture capital που επενδύει σε επιχειρηματικές ευκαιρίες, κυρίως στην Ελλάδα, αλλά και στην Νοτιοανατολική/ Δυτική Ευρώπη, στο βαθμό που εμπλέκονται ελληνικές επιχειρήσεις. Η NBG Venture Capital ιδρύθηκε το 1999 με έδρα την Αθήνα,

ξεκίνησε ουσιαστικά τη δραστηριότητά της το 2000, κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά του venture capital και είναι 100% θυγατρική του ομίλου της NBG International (διεθνής επενδυτικός βραχίονας της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος στο Λονδίνο). Η NBG V.C. έχει αναλάβει τη διαχείριση της δραστηριότητας του ομίλου στον τομέα V.C.

Συγκεκριμένα, η NBG V.C. πραγματοποιεί επενδύσεις στην Ελλάδα και την Ευρώπη με σκοπό την επίτευξη υψηλών αποδόσεων. Εξετάζει επενδύσεις σε όλους τους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας (πλην ναυτιλίας και real estate). Επίσης, δίνει έμφαση στην υψηλή τεχνολογία, όπου υπάρχουν πολλά περιθώρια ανάπτυξης και ανάλογες ανάγκες ΕΚΥΚ, ενώ στην ελληνική αγορά υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για τον τομέα των υπηρεσιών.

Τα κεφάλαια της NBG V.C. αντλούνται κυρίως από την ΕΤΕ και για αυτό το λόγο χαρακτηρίζεται ως μια εξαρτημένη (captive) εταιρεία venture capital.

Όσον αφορά τα κριτήρια που πρέπει να πληροί μια επιχείρηση προκειμένου να χρηματοδοτηθεί από την NBG V.C., αυτά είναι μεταξύ των άλλων οι ραγδαίοι ρυθμοί ανάπτυξης και η ισχυρή διοίκηση της επιχείρησης. Ως επί των πλείστον, οι επενδύσεις αφορούν την απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών, στρατηγική που έχει ως αποτέλεσμα ο κύριος μέτοχος να εξακολουθεί να ασκεί τη διοίκηση της εταιρείας. Τέλος, σκοπός της NBG V.C. είναι η ρευστοποίηση των συμμετοχών της μέσα σε ένα χρονικό ορίζοντα 3-6 ετών, είτε μέσω της εισαγωγής των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο, είτε μέσω της πώλησης της συμμετοχής της σε στρατηγικό επενδυτή ή στους κύριους μετόχους της επιχείρησης.

Η NBG V.C. διαχειρίζεται άμεσα τρία funds με 135 εκατ. € συνολικά δεσμευμένα κεφάλαια.

1. Το NBG Greek Fund με κεφάλαιο 45 εκατ. € που επενδύονται στην Ελλάδα και επιλεκτικά στη Δυτική Ευρώπη.

2. Το NBG Emerging Europe Fund, στο οποίο μεταβιβάζονται οι επενδύσεις του NBG Balkan Fund, με κεφάλαιο 30 εκατ. € για επενδύσεις κυρίως στην αναδυόμενη Ευρώπη, με ιδιαίτερη εστίαση στα Βαλκάνια, σε χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, στην Τουρκία και στην Αίγυπτο.

3. Το NBG Technology Fund με κεφάλαιο 60 εκατ. € για επενδύσεις στον τεχνολογικό κλάδο, τις βιομηχανίες Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και Τηλεπικοινωνιών, κυρίως στην Ελλάδα, τα Βαλκάνια και την υπόλοιπη Ευρώπη.

Στη συνέχεια αναλύεται η επενδυτική στρατηγική της NBG V.C. σε καθεμιά από τις γεωγραφικές περιοχές που δραστηριοποιείται.

1. Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η NBG V.C. διερευνά τις ευκαιρίες επένδυσης σε όλο το φάσμα της ελληνικής αγοράς. Το μέγεθος των κεφαλαίων που επενδύονται κυμαίνεται από αρκετές εκατοντάδες χιλιάδες € μέχρι και 10 εκατ. €. Οι μεγάλες επενδύσεις πραγματοποιούνται με τη συμμετοχή στρατηγικών επενδυτών ή άλλων χρηματοδοτικών οργανισμών. Εξετάζονται επενδύσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε οποιοδήποτε στάδιο ανάπτυξης, από αυτές που βρίσκονται στο στάδιο εκκίνησης, μέχρι αυτές που βρίσκονται σε ώριμο στάδιο ανάπτυξης.

Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που διαθέτει η NBG V.C. εντοπίζεται στο ισχυρό εμπορικό σήμα και το ισχυρό δίκτυο του ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Η εταιρεία προάγει συνεργασίες με τον όμιλο, τόσο για λόγους ανεύρεσης επιχειρήσεων προς χρηματοδότηση, όσο και για λόγους αξιολόγησής τους. Εξάλλου, η συνεργασία αυτή με έναν από τους κυριάρχους χρηματοδοτικούς οργανισμούς στην Ελλάδα ωφελεί και τους ίδιους τους επιχειρηματίες που χρηματοδοτούνται, αφού απολαμβάνουν τις δεξιότητες και την εμπειρία των επαγγελματιών που στελεχώνουν την ΕΤΕ.

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

2. Επενδύσεις στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης

Η NBG V.C. επενδύει κεφάλαια κυρίως στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία, καθώς επίσης και σε άλλες αναδυόμενες χώρες της Ευρώπης, όπως η Σερβία, η Τουρκία και η Αίγυπτος, εκμεταλλευόμενη με τον τρόπο αυτόν την ισχυρή παρουσία του ομίλου της ΕΤΕ στις περιοχές αυτές. Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται κυμαίνονται μεταξύ 1 και 5 εκατ. €, χωρίς να αποκλείεται και η αξιολόγηση μεγαλύτερων επενδυτικών προτάσεων, με ανεύρεση επιπλέον κεφαλαίων είτε από την ΕΤΕ, είτε από άλλους στρατηγικούς επενδυτές.

Αντιπροσωπευτική επένδυση της NBG V.C. στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης είναι αυτή στην βουλγαρική επιχείρηση Doverie Brico AD. Η επιχείρηση αυτή προγραμματίζει να αναπτύξει μια αλυσίδα καταστημάτων Do-it-yourself στη Βουλγαρία και άλλες γειτονικές χώρες. Το πρώτο κατάστημα ξεκίνησε τη λειτουργία του επιτυχώς στη Σόφια και η επιχείρηση είναι στο στάδιο δημιουργίας επιπλέον καταστημάτων.

Επίσης, η NBG V.C., μετά τη συμφωνία, που υπέγραψε η ΕΤΕ με την J.P. Morgan και τον

όμιλο Dogus, για τη συμμετοχή της με 15 εκατ. \$ στο Turkish Private Equity Fund, αποκτά τη δυνατότητα να εξετάζει από κοινού με τοπικό εταίρο, πιθανή συμμετοχή της σε επενδύσεις ελληνικών συμφερόντων στην Τουρκία.

3. Επενδύσεις σε τεχνολογία

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

Ιδιαίτερα υποστηρικτικό ρόλο σε αυτή τη δραστηριότητα της NBG V.C. διαδραματίζει η εδραίωση στρατηγικών συνεργασιών με επιχειρήσεις venture capital και με βιομηχανίες τόσο σε διεθνές, όσο και σε τοπικό επίπεδο. Ανάμεσα στους συνεργάτες της NBG V.C. περιλαμβάνεται η Microsoft, η οποία ενεργεί ως σύμβουλος τεχνολογίας στην NBG Technology, παρέχοντας τη μοναδική τεχνογνωσία και το εμπορικό δίκτυο της μεγαλύτερης επιχείρησης λογισμικού στον κόσμο.

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

4. Επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη

Η NBG V.C. πραγματοποιεί επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη, παράλληλα με επιτυχημένες επιχειρήσεις ή επιχειρηματίες. Η ETE έχει ιδρύσει μια θυγατρική εταιρεία παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων στο Λονδίνο, την NBGI Private Equity, η οποία πραγματοποιεί επενδύσεις σε παραδοσιακές μικρομεσαίες επιχειρήσεις της «παραδοσιακής οικονομίας» σε όλο το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη. Η NBGI Private Equity διαχειρίζεται ένα fund 100 εκατ. €.

Μια αντιπροσωπευτική επένδυση που έχει προκύψει από τη συνεργασία της NBG V.C. με την NBGI Private Equity, είναι η επένδυση στην easyCar. Η easyCar είναι μια πανευρωπαϊκή επιχείρηση χαμηλού κόστους ενοικιάσεως αυτοκινήτων.

Κεφάλαιο 7: Η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών ΕΚΕΣ

Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι στόχος της NBG V.C. είναι να καταστεί μία από τις ηγέτιδες δυνάμεις στο χώρο του Venture Capital τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην ευρύτερη περιοχή της νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Στον πίνακα (7.1) που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα βασικότερα μεγέθη της NBG V.C για τα έτη 2003 και 2004, καθώς και η σχέση της εταιρείας με την ΕΤΕ το 2004.

Πίνακας 7.1:

Βασικά μεγέθη της NBG V.C. για τα έτη 2003-2004 & η σχέση της με την ΕΤΕ το 2004

Βασικά μεγέθη (σε χιλ. €)	2004	2003	±%
Σύνολο Ενεργητικού	2.157	2.085	+3,5%
Ίδια Κεφάλαια	1.601	1.188	+34,8%
Μετοχικό Κεφάλαιο	293	293	-
Αποθεματικά	1.308	895	+46,1%
Κέρδη χρήσεως προ φόρων	634	412	+53,9%

Σχέση εταιρείας με ΕΤΕ (σε χιλ. €)	2004
Μερίσματα που εισέπραξε η ΕΤΕ	-
Ποσοστό άμεσης συμμετοχής της ΕΤΕ	-
Ποσοστό έμμεσης συμμετοχής της ΕΤΕ	100,0%
Καταχωρημένη αξία μετοχών στον Όμιλο	271

Πηγή: www.nbg.gr

7.2 Global Finance

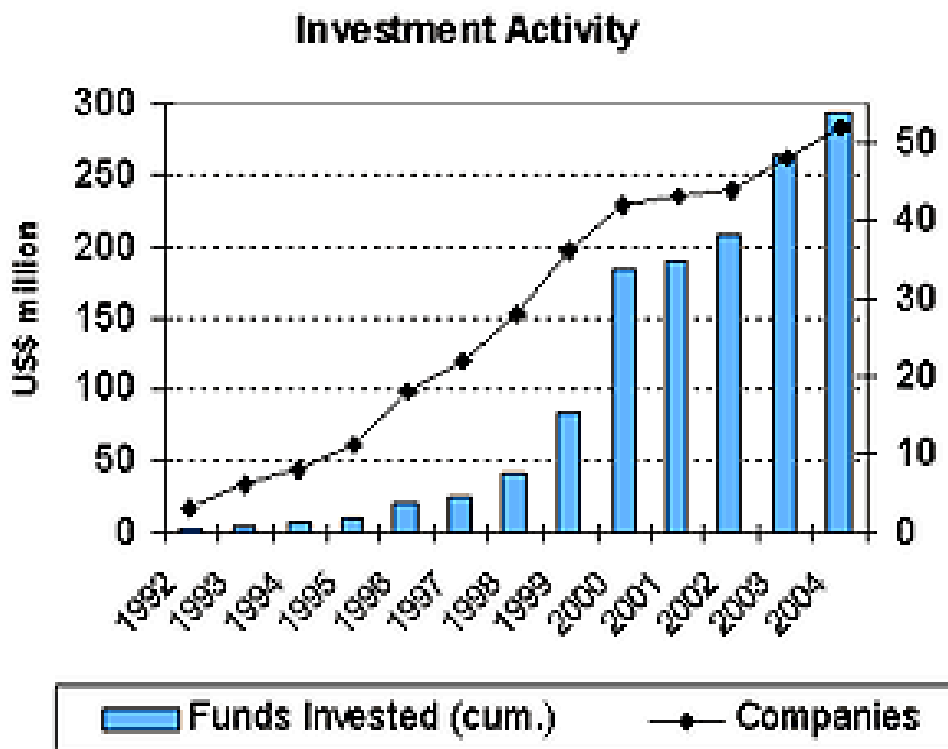
Σήμερα, η μεγαλύτερη εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στην Ελλάδα είναι η Global Finance. Η εταιρεία ξεκίνησε τη δράση της στην Ελλάδα το 1991, με κεφάλαια κυρίως ξένων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι διέβλεψαν προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής αγοράς σε πολλά επίπεδα. Η εν λόγω εταιρεία πραγματοποίησε την πρώτη επένδυσή της το 1992 στη μεγαλύτερη σήμερα αλυσίδα fast food στην Ελλάδα, την Goody's,

και από τότε έχει πραγματοποιήσει με επιτυχία πλέον των 50 επενδύσεων (διάγραμμα 7.1) σε 10 χώρες της Ευρώπης. Επίσης, περισσότερες από 15 επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν από την Global Finance, έχουν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο.

Από το 1992 μέχρι το 2004, η Global Finance είχε διαθέσει στις εταιρείες που επένδυσε, το ποσό των 300 εκατ. \$ περίπου (γράφημα 7.1). Η εν λόγω εταιρεία είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει οποιαδήποτε μορφή και ύψος επένδυσης. Επίσης, έχει παίξει κυρίαρχο ρόλο στην ανάπτυξη ΜΒΟ στην Ελλάδα. Για την Global Finance, αυτό που μετρά στην επιλογή της προς επένδυση εταιρείας είναι η θέση της στην αγορά που δραστηριοποιείται, το management, η ικανότητα του επιχειρηματία και οι μέχρι τώρα αποδόσεις της. Τέλος, η συγκεκριμένη εταιρεία V.C. παίζει ενεργό ρόλο στις επενδύσεις που πραγματοποιεί, συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, έχοντας ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών, ενώ η έξοδός της από την επιχείρηση κυμαίνεται από 3 έως 6 χρόνια.

Γράφημα 7.1:

Επενδυτική Δραστηριότητα της Global Finance (σρωρευτικά ποσά)

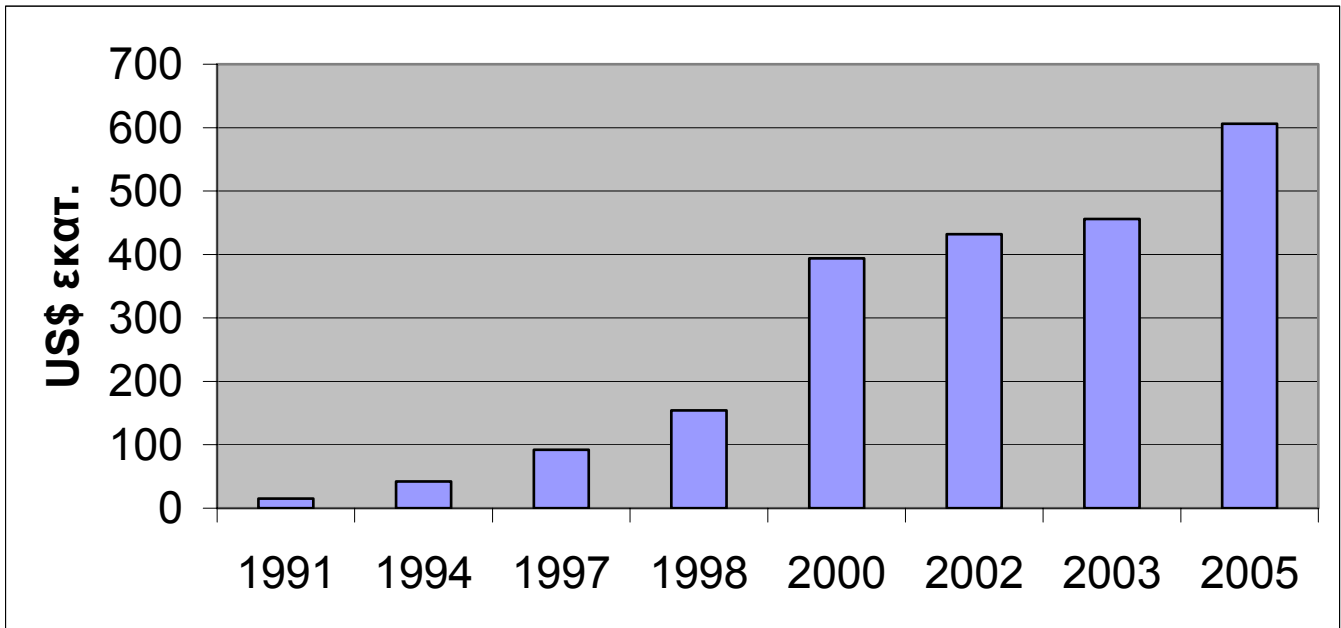


Πηγή: www.globalfinance.gr

Η Global Finance έχει γραφεία στην Αθήνα, τη Σόφια και το Βουκουρέστι. Έχει δημιουργήσει μια ομάδα πλέον των 20 έμπειρων επαγγελματιών, ενώ από το 1991 έως το 2005, τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν ξεπερνούσαν τα 600 εκατ. \$ (γράφημα 7.2), εκ των οποίων το 65% προερχόταν από διεθνείς θεσμικούς επενδυτές.

Γράφημα 7.2:

Συγκέντρωση κεφαλαίων από την Global Finance (σωρευτικά ποσά)



Πηγή: www.globalfinance.gr

1. Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η Global Finance έχει συγκεντρώσει τρία funds που έχουν ως επενδυτικό στόχο την ελληνική αγορά, με κεφάλαια συνολικού ύψους 264 εκατ. \$. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια προέρχονται τόσο από την εγχώρια, όσο και από τη διεθνή αγορά.

Baring Hellenic Ventures (BHV)

Το συγκεκριμένο fund συγκεντρώθηκε το 1991 (14 εκατ. \$) και επενδύθηκε μέχρι το 2004. Η επένδυση αυτή εστίασε σε επιχειρήσεις με γρήγορες αναπτυξιακές προοπτικές, ιστορικό υψηλών επιδόσεων και ισχυρό brand name. Το BHV συγκαταλέγεται ανάμεσα στα πιο επιτυχημένα funds της ευρωπαϊκής αγοράς, αφού επέφερε 13 φορές το αρχικό κεφάλαιο των επενδυτών που συμμετείχαν σε αυτό.

Global Capital Investors (GCI)

Συγκεντρώθηκε το ποσό των 50 εκατ. \$ το 1997, επενδύθηκε το 2000 και ουσιαστικά το GCI συνέχισε τη δραστηριότητα του BHV, δίνοντας παράλληλα έμφαση στις επενδύσεις σε τεχνολογία. Επίσης, το συγκεκριμένο fund επένδυσε σε ελληνικές εταιρείες στο εξωτερικό και εισήγαγε το MBO.

Global Capital Investors II (GCI II)

Το GCI II συγκεντρώθηκε το 2000 και επενδύεται αυτή τη χρονική περίοδο. Ανέρχεται στο ποσό των 200 εκατ. \$ και αποτελεί το μεγαλύτερο fund που συγκεντρώθηκε στην Ελλάδα. Δίνει ιδιαίτερη έμφαση σε εταιρείες τεχνολογίας, στα media, καθώς και σε επενδύσεις MBO. Τέλος, όπως και στην περίπτωση του GCI, το GCI II απευθύνεται και σε επενδύσεις σε ελληνικές εταιρείες στο εξωτερικό.

2. Επενδύσεις στη Νοτιοανατολική Ευρώπη

Η Global Finance, εκτός από την επενδυτική της δραστηριότητα στην Ελλάδα, διαχειρίζεται τέσσερα ειδικευμένα funds για επενδύσεις στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

EuroMerchant Balkan Fund (EBF) & Black Sea Fund (BSF)

Στα δύο μεγαλύτερα funds για επενδύσεις στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία (27 εκατ. \$ το πρώτο και 100 εκατ. \$ το δεύτερο), δόθηκε έμφαση στην παράπλευρη επένδυση με στρατηγικούς επενδυτές, προκειμένου να αξιοποιηθούν και να εξαπλωθούν όσο το δυνατόν περισσότερο και ορθότερα οι τοπικές επενδύσεις. Το EBF ιδρύθηκε το 1994, ενώ το BSF το 1998. Και τα δύο funds απολαμβάνουν τις αναδυόμενες ευκαιρίες των πρώιμων οικονομιών της Ανατολικής Ευρώπης, ανακαλύπτοντας και ενισχύοντας τις τοπικές, πολλά υποσχόμενες, επιχειρήσεις, αλλά και ελληνικές εταιρείες που επεκτείνονται σε αυτές τις περιοχές.

Global Romania & Bulgaria Growth Fund (GGF) & Global Emerging Property Fund (GEPF)

Τα συγκεκριμένα funds της Global Finance έχουν συγκεντρωθεί τα τελευταία χρόνια (το 2003 το πρώτο και το 2005 το δεύτερο). Το GGF (20 εκατ. \$) αφορά επενδύσεις σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη Βουλγαρία και Ρουμανία, οι οποίες παρουσιάζουν σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης, ενώ το GEPF (100 εκατ. \$) αφορά επενδύσεις σε real estate στη Ρουμανία, Βουλγαρία και Σερβία.

Κεφάλαιο 7: Η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών ΕΚΕΣ

Το χαρτοφυλάκιο των εταιρειών στις οποίες έχει επενδύσει η Global Finance, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην υπόλοιπη Ευρώπη, παρουσιάζεται στους δύο πίνακες (7.2 & 7.3) που ακολουθούν.

Πίνακας 7.2:

Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ελληνικών εταιρειών

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΚΛΑΔΟΣ	ΧΩΡΑ	ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΞΟΔΟΣ	
Goodys	fast-food	Ελλάδα	1992	1998	XAA
Endysi	ενδύματα	Ελλάδα	1992	1999	XAA
Chipita SA	snack-food	Ελλάδα	1992	1999	XAA
Mark Aalen	οπτικά	Ελλάδα	1993	2000	-
Epiphania	εκδόσεις	Ελλάδα	1993	1999	XAA
Maxim	υφάσματα	Ελλάδα	1994	1999	XAA
Mangos	ψηφιακή επεξεργασία εικόνας & ήχου	Ελλάδα	1994		-
Babyland-Jumpo	αλυσίδα παιχνιδιών	Ελλάδα	1995	1999	XAA
Eurodrip SA	συστήματα άρδευσης	Ελλάδα	1995	2001	XAA
DIS	λογισμικό	Ελλάδα	1995	2000	XAA
Panagia	κλινική	Ελλάδα	1996	2000	XAA
Germanos Group	τηλεπικοινωνίες/ενέργεια	Ελλάδα	1996	2004	XAA
Hadjioannou	παραγωγή λάστιχου	Ελλάδα	1998	2004	XAA
Diakinisis	Logistics	Ελλάδα	1998	-	XAA
Grigoris Group	Αλυσίδα snack-food	Ελλάδα	1998	2004	XAA
Computer Logic	λογισμικό	Ελλάδα	1998	2005	XAA
Eurodrip Inc.	συστήματα άρδευσης (θυγατρική)	USA	1998	2005	-
Dodoni	παγωτά	Ελλάδα	1999	-	-
Sea Farm Ionian	ιχθυοκαλλιέργεια	Ελλάδα	1999	2003	XAA
Boutari Group	οινοποίηση/ζυθοποίηση	Ελλάδα	1999	2005	XAA
Profile Systems	ειδικές εφαρμογές λογισμικού	Ελλάδα	1999	-	XAA
Information Dynamics	systems integration	Ελλάδα	1999	2005	XAA
Temenos Holdings NV	business software	Σουηδία	2000	-	SWX
Zephyr Telecommunications Inc.	IP τηλεπικοινωνίες	USA	2000	2003	-
NetMed BV	συνδρομητική τηλεόραση	Ελλάδα	2000	-	-

Κεφάλαιο 7: Η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών ΕΚΕΣ

Yioula Glassworks SA	βιομηχανία υαλικών	Ελλάδα	2001	-	-
Lanitis Development LTD	υπηρεσίες αναψυχής	Κύπρος	2002	-	CSE
Eravlis SA	λευκά είδη	Ελλάδα	2003	-	-
Corporation Dermoestetica SA	δερματολογική αισθητική	Ισπανία	2003	2005	-
Nikas SA	επεξεργασία κρέατος	Ελλάδα	2003	-	XAA
Attica Zoological Park	πάρκο ψυχαγωγίας	Ελλάδα	2004	-	-
Eurodrip SA	συστήματα άρδευσης	Ελλάδα	2005	-	XAA
XAA: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών					
CSE:Χρηματιστήριο Κύπρου					
SWX: Χρηματιστήριο Σουηδίας					
Πηγή: www.globalfinance.gr					

Πίνακας 7.3:

Επενδυτικό χαρτοφυλάκιο στην Ανατολική Ευρώπη

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΚΛΑΔΟΣ	ΧΩΡΑ	ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΞΟΔΟΣ
Chipita Bulgaria	snack-food	Βουλγαρία	1996	2005
Delta Romania	παγωτά	Ρουμανία	1996	-
Romcolor	πλαστικά	Ρουμανία	1996	2000
Neoset Balkans	έπιπλα	Ρουμανία	1996	2004
Axxon Romania	πωλήσεις-διανομή καταναλωτικών αγαθών	Ρουμανία	1996	2000
Balkan Restaurants	Αλυσίδα fast-food	Βουλγαρία	1997	2003
Stind	παραγωγή μπουκαλιών	Βουλγαρία	1997	2003
Steelmet	παραγωγή αλουμινίου	Βουλγαρία	1998	2004
Titan/Moara Loulis	αλευροβιομηχανία	Ρουμανία	1998	-
Chipita Poland	παραγωγή snacks	Πολωνία	1999	2005
Chipita Romania	παραγωγή snacks	Ρουμανία	1999	2005
Sicomed	φαρμακευτικά	Ρουμανία	1999	2005
Mobirom	ασύρματες τηλεπικοινωνίες	Ρουμανία	2001	2005
ASBISC Enterprises Limited	πληροφορική	Ρωσία	2002	-
United Milk Company	γαλακτοκομικά προϊόντα (παραγωγή & διανομή)	Βουλγαρία	2003	-

Mobitel	κινητή τηλεφωνία & αξεσουάρ	Βουλγαρία	2004	2005
Familia Magazini	αλυσίδα S.M.	Βουλγαρία	2004	-
Royal Potatoes	παραγωγή & εμπορία κατεψυγμένων πατατών	Βουλγαρία	2005	-
TotalSoft	λογισμικό	Ρουμανία	2005	-
Onda Coffee Break	αλυσίδα καταστημάτων καφέ	Βουλγαρία	2005	-
La Fourmi	αλυσίδα S.M.	Ρουμανία	2005	-

Πηγή: www.globalfinance.gr

7.3 Alpha Ventures

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι η πρώτη ιδιωτική εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ελλάδα. Ανήκει στον όμιλο της Alpha Bank και αποτελεί μέρος της επενδυτικής τραπεζικής (investment banking) του ομίλου.

Η Alpha Ventures επενδύει σε νέες ή δυναμικά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο, συνήθως με μειοψηφική συμμετοχή της στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Ακολουθεί μια hands-on approach στις εταιρείες που επενδύει, και έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα συνεργασίας μαζί τους (άνω των 3 ετών).

Μέχρι σήμερα, η Alpha Ventures έχει επενδύσει σε επιχειρήσεις στην Ελλάδα, αλλά και στο εξωτερικό. Επίσης, η εν λόγω εταιρεία μπορεί να προσελκύσει συνεπενδυτές από την Ελλάδα ή το εξωτερικό. Γενικά, οι επενδύσεις της μπορούν να γίνουν σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου μιας επιχείρησης και κάθε επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει μια ή περισσότερες φάσεις χρηματοδότησης. Γεωγραφικά, η Alpha Ventures επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κατά δεύτερο λόγο σε ελληνικές εταιρείες που επενδύουν σε χώρες όπου ο όμιλος Alpha Bank έχει παρουσία, όπως στα Βαλκάνια, την Κύπρο και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η ρευστοποίηση της συμμετοχής της Alpha Ventures πραγματοποιείται είτε μέσω εισαγωγής της χρηματοδοτούμενης εταιρείας σε οργανωμένη κεφαλαιαγορά, είτε με πώλησή της σε στρατηγικό επενδυτή. Μπορεί, όμως, και να πραγματοποιηθεί απευθείας πώληση των μετοχών του επενδυτή στον επιχειρηματία.

Από το 2001, η Alpha Ventures έχει αναλάβει τη διαχείριση του Alpha Equity Fund, μέσω του οποίου διενεργούνται οι νέες επενδύσεις venture capital στον όμιλο της Alpha Bank.

Η ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης της Alpha Ventures και της αναδιάρθρωσής του χαρτοφυλακίου της, σε συνδυασμό με την πορεία του Alpha Equity Fund, δημιουργεί προϋποθέσεις για το σχεδιασμό επενδύσεων με νέο προσανατολισμό και μεγαλύτερη γεωγραφική κάλυψη.

Η οικονομική απόδοση του Alpha Equity Fund εμφανίζεται ικανοποιητική, αν και τα κέρδη θα αρχίσουν να δημιουργούνται τα επόμενα τρία έτη. Συγκεκριμένα, τα κέρδη προ φόρων της Alpha Ventures το 2004 ανήλθαν σε 13 χιλ. € και προέρχονται κυρίως από τη ρευστοποίηση επενδύσεων του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου. Αντίστοιχα, τα κέρδη προ φόρων της Alpha Equity Fund ανήλθαν σε 306 χιλ. €. Στον πίνακα (7.4) που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα βασικότερα μεγέθη της Alpha Ventures για τα έτη 2003 και 2004.

Πίνακας 7.4:

Βασικά μεγέθη της Alpha Ventures για τα έτη 2003 και 2004 (ποσά σε χιλ. € την 31.12)

	2004	2003
Ενεργητικό	11.241	11.219
Ίδια κεφάλαια	11.071	11.058
Κέρδη προ φόρων	13	2.585
Συμμετοχή του Ομίλου 100,00%		

Πηγή: www.alpha.gr

7.4



Η Attica Ventures A.E. ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 2003 με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 600.000,00€, ανήκει στον όμιλο εταιριών της Τράπεζας Αττικής και έχει σαν αντικείμενο τη διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ). Σημειώνεται ότι η τράπεζα Αττικής είναι η πρώτη τράπεζα που συμμετέχει σε ΑΚΕΣ και δημιουργεί εξειδικευμένη θυγατρική εταιρεία διαχείρισής του σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2992/2002.

Επιδίωξη της Attica Ventures είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε ικανό αριθμό εταιρειών, με κλαδική διασπορά, ώστε να μειωθεί ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος από την πλευρά του ΑΚΕΣ. Οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιούνται κυρίως σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που βρίσκονται κατά προτίμηση, αλλά όχι αποκλειστικά, στο στάδιο της εκκίνησης ή αρχικής λειτουργίας. Οι εν λόγω επιχειρήσεις θα πρέπει να διαθέτουν διακριτό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και να δραστηριοποιούνται, κατά προτεραιότητα, σε τομείς αιχμής της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά και πληροφορική). Επίσης, χρηματοδότηση μπορεί να πραγματοποιηθεί και σε εταιρείες ή βιομηχανίες από το σύνολο του φάσματος της παραγωγικής δραστηριότητας, που υπάρχουν ή πρόκειται να δημιουργηθούν και που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών, καινοτομίας και πρωτογενούς επιστημονικής έρευνας. Τέλος, η Attica Ventures δείχνει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για διεθνώς δοκιμασμένες επιχειρηματικές ιδέες, που βρίσκονται στη διαδικασία μεταφοράς τους στην ελληνική αγορά.

Το δίκτυο της Αττικής τράπεζας αποτελεί για την Attica Ventures πηγή επενδυτικών προτάσεων και ταυτόχρονα προσφέρει τον «παλμό της αγοράς». Επιπρόσθετα, η συνεργασία με την Τράπεζα δίνει στις εταιρίες του χαρτοφυλακίου της Attica Ventures άμεση πρόσβαση σε ένα «μενού» χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, τις οποίες μπορούν να χρησιμοποιήσουν, κατά περίπτωση. Ακόμα σημαντικότερο ίσως, αποτελεί το γεγονός ότι η Τράπεζα Αττικής παρέχει πρόσβαση σε ένα δίκτυο πελατών/ επιχειρήσεων συνεργαζόμενων με την Τράπεζα, που μπορεί να αποδειχτεί πολύτιμο για μια νέα ή αναπτυσσόμενη μικρομεσαία εταιρία (π.χ. ως πιθανοί πελάτες, προμηθευτές, συνεργασίες κλπ.).

Επενδυτική στρατηγική της Attica Ventures είναι η λειτουργική υποστήριξη των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου της, με σκοπό την αύξηση της αξίας τους. Στόχος της δεν είναι αν αντικαταστήσει ή να υποκαταστήσει τη διοίκηση των επιχειρήσεων υπό χρηματοδότηση. Αντίθετα, συνδράμει και στηρίζει τη διοίκησή τους, όπου της ζητηθεί ή κριθεί απαραίτητο, με στόχο την επίτευξη του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος.

Το πρώτο ΑΚΕΣ υπό τη διαχείριση της Attica Ventures συστάθηκε το 2004, με την επωνυμία Zaitech Fund. Το αρχικό κεφάλαιό του ανέρχεται σε 30 εκατ. €, η διάρκεια ζωής του είναι 10 χρόνια (με δυνατότητα επέκτασης για 2 ακόμα χρόνια), έχει επενδυτική περίοδο 5 ετών και οι επιδιωκόμενες αποδόσεις του είναι της τάξης του 20%. Στο συγκεκριμένο fund συμμετέχουν η Τράπεζα Αττικής, με 15.000.100,00€, και το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ), με 14.999.900,00€. Σημειώνεται ότι το Zaitech Fund αποτελεί τη δεύτερη επένδυση που έχει πραγματοποιήσει το ΤΑΝΕΟ στην ιστορία του.

Σκοπός του Zaitech Fund είναι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων των συμμετοχών του για λογαριασμό των μετόχων του. Για αυτό το λόγο επενδύει σε μικρές και μικρομεσαίες,

καινοτομικές επιχειρήσεις (Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.), που βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης (seed, start-up/early stage capital, expansion finance και development finance) και επιδιώκουν τη χρηματοδότηση της ανάπτυξής τους, καθώς και την επέκτασή τους στις διεθνείς αγορές. Γεωγραφικά, το fund καλύπτει την ελληνική αγορά και επενδύει, κατά περίπτωση, και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, μέσω ελληνικών επιχειρήσεων των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.

Από την άλλη, πολιτική του Zaitech Fund είναι καμία επένδυση να μην υπερβαίνει (συνολικά ανά εταιρεία) το 15% του ενεργητικού του (4.5 εκατ. € στην παρούσα φάση), προκειμένου για επιχειρήσεις στο στάδιο της εκκίνησης ή το αρχικό στάδιο λειτουργίας (early-stage). Για μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε μεταγενέστερο στάδιο (later-stage), το όριο είναι 3 εκατ. €. Τίθεται, επίσης, ως όριο το 1 εκατ. € ανά γύρο (round) χρηματοδότησης κάθε εταιρείας. Χωριστές εισφορές κεφαλαίου που πραγματοποιούνται εντός του ίδιου εξάμηνου διαστήματος, θεωρούνται τμήμα του ίδιου round. Τέλος, είναι πιθανή η συμμετοχή του Zaitech Fund σε επενδύσεις από κοινού με άλλα funds, ανάλογα με την περίπτωση.

Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι από το 2005 έως σήμερα, το Zaitech Fund ΑΚΕΣ, που διαχειρίζεται η Attica Ventures, συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας e-Global Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Υπηρεσιών Διαδικτύου και Πληροφορικής, καθώς και στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας Doppler ABEE, η οποία εμπορεύεται εξαρτήματα ανελκυστήρων και πλήρων πακέτων ανελκυστήρων. Τέλος, η πιο πρόσφατη επιχειρηματική συμμετοχή του εν λόγω fund πραγματοποιήθηκε στα Mastiha Shops, προκειμένου να αναδειχθούν οι πολλαπλές χρήσεις της μαστίχας μέσω καινοτόμων και πρωτοπόρων προϊόντων και δράσεων.

Τέλος, Η Attica Ventures συμμετείχε ενεργά ως χρυσός χορηγός στο 6ο Venture Capital Forum, που διοργανώθηκε από το ΕΛΚΕ, το ΤΑΝΕΟ και το Δίκτυο Πράξη, σε συνεργασία με την Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (ΗVCA). Η συμμετοχή αυτή πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια της στρατηγικής επιλογής της Attica Ventures για ενίσχυση σημαντικών και αξιόλογων πρωτοβουλιών, που στόχο έχουν την προαγωγή του επιχειρηματικού κλίματος, αλλά και των επενδύσεων σε ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Στα forums αυτά υπάρχει η δυνατότητα συζητήσεων και επαφών μεταξύ επιχειρήσεων - επιχειρηματικών ιδεών και εταιρειών venture capital που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, με στόχο την πραγματοποίηση επενδύσεων. Αξίζει να σημειώσουμε ότι στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας και μέσα από το 5ο VC Forum, η Attica Ventures είχε την ευκαιρία να πραγματοποιήσει την πρώτη από τις μέχρι σήμερα επενδύσεις της, στην εταιρία e-Global.

7.5



Η e-Vision, η οποία ιδρύθηκε το 1999, είναι εταιρεία συμμετοχών, θυγατρική του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς. Πρόκειται για τη βασική εταιρεία μέσω της οποίας υλοποιείται η στρατηγική του Ομίλου για ισχυρή επιχειρηματική παρουσία στους τομείς πληροφορικής, τηλεπικοινωνιών και υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας.

Η εταιρία επιδιώκει να εξασφαλίσει για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, μέσω των συμμετοχών της, τις κατάλληλες υποδομές και στρατηγικές συμμαχίες, δίνοντας προτεραιότητα σε τομείς που παρουσιάζουν σημαντικές συνέργιες και συμπληρωματικότητα με την κύρια τραπεζική δραστηριότητα.

Τέτοιοι τομείς είναι οι εξής:

- Επιχειρηματικές δραστηριότητες σχετικά με το Internet.
- Ηλεκτρονικό Εμπόριο.
- Call Center & Customer Support.
- Τραπεζικές εφαρμογές (Software / Hardware).
- Τηλεπικοινωνίες γενικότερα (Ενσύρματες, Ασύρματες, Φωνή, Δεδομένα).

Η δραστηριοποίηση της e-Vision υλοποιείται μέσω:

- Συμμετοχής της στη μετοχική σύνθεση επιχειρήσεων με επιτυχημένη επιχειρηματική παρουσία, σε ένα ή περισσότερους από τους προαναφερόμενους τομείς, και δυναμικό management που εγγυάται τη μελλοντική προοπτική.
- Δημιουργίας νέων εταιρειών, σκοπός των οποίων είναι η επίτευξη των επιχειρηματικών στόχων της e-Vision και η ενίσχυση της παρουσίας του Ομίλου στους προαναφερόμενους τομείς στρατηγικού ενδιαφέροντος.
- Ενεργούς παρουσίας στις εταιρίες στις οποίες συμμετέχει, με τη παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε θέματα επιχειρηματικής οργάνωσης, λειτουργίας και διοίκησης, καθώς και τη δημιουργία των κατάλληλων υποδομών και προϋποθέσεων για την ανάδειξη συνεργιών μεταξύ των εταιρειών του Ομίλου.

Το χαρτοφυλάκιο της e-Vision αποτελείται από τις ακόλουθες εταιρείες:

1. Exodus A.E. (ποσοστό συμμετοχής της e-Vision: 50,1%)

Πρόκειται για μια εταιρεία πληροφορικής που δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη εφαρμογών internet, e-business και new media.

2. Interattica A.E. (ποσοστό συμμετοχής της e-Vision: 66%)
Η εταιρεία αυτή δραστηριοποιείται στο χώρο των ταχυμεταφορών και παρέχει υπηρεσίες courier στην Ελλάδα και σε όλον τον κόσμο.
3. Project Online A.E. (ποσοστό συμμετοχής της e-Vision: 40%)
Η συγκεκριμένη εταιρεία παρέχει υπηρεσίες χρήσης συστημάτων διαχείρισης έργων μέσω internet.
4. Πάρκο Επιχειρήσεων Υψηλής Τεχνολογίας και Έρευνας-Ακρόπολις A.E.
Η e-Vision συμμετέχει σε αυτήν την ανώνυμη πολυμετοχική εταιρεία μαζί με άλλες επιχειρήσεις του Συνδέσμου Επιχειρήσεων Πληροφορικής Ελλάδος (ΣΕΠΕ). Χρηματοοικονομικός σύμβουλος της Ακρόπολις A.E. είναι η Τράπεζα Πειραιώς.
5. Πειραιώς Direct Services A.E. (ποσοστό συμμετοχής της e-Vision: 99%)
Η Πειραιώς Direct Services δημιουργήθηκε με σκοπό να βοηθήσει τις κάθε είδους επιχειρήσεις - μικρές και μεγάλες - σε δύο κρίσιμους τομείς δραστηριότητάς τους, τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και την επικοινωνία τους με τους πελάτες τους. Έτσι, διευκολύνει τις οικονομικές συναλλαγές των επιχειρήσεων αυτών με τους πελάτες τους, παρέχοντας εναλλακτικούς τρόπους πληρωμών. Επίσης, βοηθά τις συνεργαζόμενες επιχειρήσεις να βελτιώσουν και να μεγιστοποιήσουν την επικοινωνία με τους πελάτες τους, αναλαμβάνοντας η ίδια την επαφή μαζί τους και την εξυπηρέτησή τους. Συγκεκριμένα, παρέχει υπηρεσίες τηλεπικοινωνιακής υποστήριξης, cross-selling, telemarketing και τη δυνατότητα σε επιχειρήσεις να αναπτύξουν το δικό τους call center.
6. ABC Professional Services A.E. (ποσοστό συμμετοχής της e-Vision: 87,77%)
Η ABC έχει αναπτύξει κέντρο επεξεργασίας χρεωστικών και πιστωτικών καρτών, που καλύπτεται από τα δίκτυα VISA International και Europay/Mastercard. Επίσης, δραστηριοποιείται στην παροχή λύσεων πληροφορικής υψηλής ποιότητας, τόσο στην ελληνική, όσο και στη διεθνή αγορά.

7.6 Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.

Το 2005 πραγματοποιήθηκε η ίδρυση της εταιρείας Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ. (Ανώνυμη εταιρεία 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.

[Ναυτεμπορική, 21/02/2005]

Την ίδια χρονιά συστάθηκε το πρώτο περιφερειακό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ) στην Ελλάδα, με την ονομασία Παγκρήτιο Αμοιβαίο Ανάπτυξης, υπό τη διαχείριση της Παγκρήτιας Συμμετοχών.

Στο συγκεκριμένο fund συμμετέχουν η Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα με 3.000.100,00€ και το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας με 2.999.900,00€. Δηλαδή, το συνολικό ύψος του αρχικού κεφαλαίου ανήλθε σε 6.000.000,00€.

Το Παγκρήτιο Αμοιβαίο Ανάπτυξης έχει ως στόχο τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας, καινοτόμων προϊόντων, εναλλακτικών μορφών τουρισμού & αξιοποίησης τοπικών πόρων. Η προσπάθεια αυτή έχει παγκρήτιο χαρακτήρα και αποσκοπεί στην οικονομική και επιχειρηματική ανάπτυξη του νησιού, με τη δημιουργία επιχειρηματικών ευκαιριών και νέων θέσεων εργασίας.

Τέλος, κριτήρια για την απόφαση επένδυσης σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις αποτελούν η ύπαρξη ικανής διοικητικής ομάδας, η προοπτική μεσο-μακροπρόθεσμης κερδοφορίας, και η δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης.

Μέχρι σήμερα, το Παγκρήτιο Αμοιβαίο Ανάπτυξης δεν έχει επενδύσει σε κάποια επιχείρηση. Ο διοίκηση της Παγκρήτιας Συμμετοχών υποστηρίζει ότι βρίσκονται στη διαδικασία αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων και αισιοδοξούν ότι θα πραγματοποιήσουν την πρώτη τους επένδυση στους επόμενους έξι μήνες.



7.7

Η Alpha Trust Innovation A.E.K.E.S. (Ανώνυμη Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) ιδρύθηκε το 2000 και έχει 7,6 εκατ. € υπό διαχείριση.

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

Εξάλλου, σκοπός της εν λόγω Α.Ε.Κ.Ε.Σ. είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων και η ενεργός συμμετοχή σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο ελληνικές εταιρείες, οι οποίες

δραστηριοποιούνται σε καινοτομικά προϊόντα και υπηρεσίες, εμφανίζοντας υψηλές προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας.

Οι εταιρείες στις οποίες επενδύει η Alpha Trust Innovation, έχουν κάποια ή όλα τα παρακάτω γνωρίσματα:

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

Πολιτική της Alpha Trust Innovation αποτελεί η διερεύνηση εταιρειών που ανήκουν σε ποικίλους κλάδους και σε διάφορα στάδια ωρίμανσης. Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια της επενδύονται, κυρίως, σε εταιρείες με ανάγκη για κεφάλαια ανάπτυξης (expansion capital), αλλά και σε νέες εταιρείες (start-up funding), ή επιχειρήσεις που οδεύουν προς εισαγωγή σε χρηματιστήριο (bridge finance).

Η Alpha Trust Innovation επενδύει κατά μέσο όρο 1 εκατ. €, συμμετέχοντας μειοψηφικά, στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών. Το ύψος της αρχικής επένδυσης θα εξαρτηθεί από το στάδιο ωρίμανσης της επιχείρησης και τις ανάγκες της. Επίσης, επιδιώκεται τα κεφάλαια να επενδύονται σταδιακά, παράλληλα με την εξέλιξη της εταιρείας και του επιχειρηματικού της σχεδίου.

Παράλληλα, εκπρόσωπος της Alpha Trust Innovation συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιρειών, παρακολουθώντας την πορεία τους και προσφέροντας τη γνώση και εμπειρία του. Έτσι, παρέχεται βοήθεια, μεταξύ άλλων, στην ανάλυση της στρατηγικής της εταιρείας, στο σχεδιασμό της χρηματοοικονομικής της δομής, και στη στελέχωσή της, αν αυτό χρειαστεί, με νέα μέλη.

Απώτερος σκοπός είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης (απο-επένδυση) σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 5 χρόνων, ανάλογα με την πορεία της εταιρείας. Η απο-επένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της εισαγωγής της εταιρείας στο χρηματιστήριο ή, κατόπιν συναίνεσης με τη διοίκηση και τους μετόχους, μέσω μεταβίβασης των συμμετοχών της Alpha Trust Innovation σε τρίτους.

Τέλος, ακολουθεί μια αναφορά των εταιρειών στις οποίες έχει επενδύσει η συγκεκριμένη Α.Ε.Κ.Ε.Σ., οι οποίες βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξής τους:

- Vector Informatics Systems A.E. (Early-Stage)

Η Vector Informatics Systems A.E δραστηριοποιείται στην παραγωγή λογισμικού. Εξειδικεύεται στη δημιουργία και εγκατάσταση ολοκληρωμένων πληροφοριακών

συστημάτων στο χώρο της ναυτιλίας. Κύριοι πελάτες της Vector είναι διεθνούς κύρους εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη ναυτιλία, όπως η Stelmar. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της Vector.

- Harmony Cruises A.N.E. (Early-Stage)

Η Harmony Cruises A.N.E. δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διαχείριση μικρών υπερπολυτελών κρουαζιερόπλοιων (mega-yachts). Στοχεύει κυρίως, σε εύπορους Αμερικάνους τουρίστες, προσφέροντας ευελιξία και αμεσότητα σε εκπαιδευτικά και γενικότερα πολιτισμικά ταξίδια αναψυχής. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 25% του μετοχικού κεφαλαίου της Harmony Cruises.

- Γνώμων Πληροφορική Α.Ε. (Early-Stage)

Η Γνώμων Πληροφορικής Α.Ε. προσφέρει υπηρεσίες εγκατάστασης πληροφοριακών συστημάτων και διαχείρισης έργων, με κύρια μέχρι σήμερα αγορά αυτή της Βόρειας Ελλάδας. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της Γνώμων.

7.8 Vectis Capital

Η Vectis Capital είναι εταιρεία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του Ομίλου Λεβέντη. Διαχειρίζεται συνολικά 26,5 εκατ. € και στους επενδυτές του κεφαλαίου αυτού, με την ονομασία A.L.C. Novelle Investments Ltd., περιλαμβάνονται, εκτός του Ομίλου Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου, οι συνεισφορές των οποίων είναι ισόποσες.

Αυτή τη χρονική περίοδο, η Vectis Capital είναι σε διαδικασία συγκέντρωσης νέων κεφαλαίων, τα οποία θα επενδυθούν στην περιοχή της Δυτικής Αφρικής. Το νέο fund έχει την ονομασία “Vectis West Africa Advancement Fund LP”.

Οι επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου που πραγματοποιεί η συγκεκριμένη εταιρεία, αποσκοπούν στην ενίσχυση της ανάπτυξης νέων επιχειρηματικών προσπάθειών ή στη διάθεση των αναγκαίων κεφαλαίων για ανάπτυξη δυναμικών εταιρειών, με δεδομένη παρουσία σε κάποιο κλάδο της οικονομικής ζωής. Γενικότερα, η Vectis Capital επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που διαθέτουν:

- "Δυνατή" Διοικητική Ομάδα.

- Ποιοτικό, καινοτόμο προϊόν/ υπηρεσία.
- Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης.
- Δραστηριότητα σε δυναμικό και αναπτυσσόμενο κλάδο.
- Συνθήκες για σημαντική κερδοφορία/ απόδοση Κεφαλαίου.






Ανάλογα με το στάδιο ωρίμανσης που βρίσκεται η εταιρεία ή η επιχειρηματική ιδέα, η Vectis Capital μπορεί να δώσει αρχικό κεφάλαιο (Start-up ή Seed Capital) ή κεφάλαιο ανάπτυξης (Development Capital). Ειδικότερα, επενδύει στο μετοχικό κεφάλαιο των υποψήφιων εταιρειών ποσά από 1 εκατ. € έως 2,5 εκατ. €. Το τελικό ποσό διαμορφώνεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητα της κάθε εταιρείας και τις επενδυτικές της ανάγκες, ενώ κατά περίπτωση, μπορεί να υπάρξει και απόκλιση από τα παραπάνω όρια. Ο χρονικός ορίζοντας της κάθε επένδυσης κυμαίνεται από 3 έως 5 χρόνια.

Τέλος, πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει, τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της, όσο και τις συνέργειες των τριών ομίλων/ επενδυτών των κεφαλαίων της. Τα παραπάνω στοιχεία συμβάλλουν ουσιαστικά στη δημιουργία επιτυχημένων και γοργά αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Στον πίνακα (7.6) που ακολουθεί, αναφέρονται οι επενδύσεις Vectis Capital στην Ελλάδα, οι οποίες αφορούν κεφάλαια του fund A.L.C. Nouvelle Investments Ltd.

Πίνακας 7.6:

Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και συμμετοχών της Vectis Ventures στην Ελλάδα

Εταιρεία	Κλάδος / Δραστηριότητα
	ΚΟΥ-ΚΟΥ Α.Ε. Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης
	DD-Synergy Α.Ε. Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAP
	IDEAL SYSTEMS Α.Ε. Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων
	Ελληνικός Γύρος Α.Ε. Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων
	Αίολος Logistics Services Α.Ε. Διανομή και εμπορία Α υλών και τροφίμων σε εταιρίες μαζικής εστίασης

	Pizza Fan A.E. Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού.
	Mantis Πληροφορική Α.Ε. Α.Ε. Λύσεις Warehouse Management Software, Front Line Solutions και Customer Interaction Solutions.
	SafeDoc A.E. Εταιρία που παρέχει επαγγελματική διαχείριση αρχείων εταιριών.
	Kiosky's A.E. Αλυσίδα καταστημάτων ψιλικών και περιπτέρων.
	INTERSTAR CHIM SA A.E. Βιομηχανία καθαριστικών με παραγωγή στην Ρουμανία και Ουκρανία.

Πηγή: www.vectis.gr

7.9 Marfin Financial Group (AVC V.C. & IBG Hellenic Fund II)

Ο Όμιλος MARFIN εισήλθε στον τομέα του VC στα τέλη του 2000, με τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της Ελληνικής Εταιρείας Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) AVC Venture Capital και την ανάληψη της διαχείρισης του κεφαλαίου της. Η AVC ασχολήθηκε, κυρίως, με μέσο-βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις εταιρειών σε ώριμο στάδιο ανάπτυξης.

Σήμερα, η AVC Venture Capital έχει ολοκληρώσει το επενδυτικό πρόγραμμά της, επιτυγχάνοντας σημαντικές υπεραξίες, παρά το ιδιαίτερα αρνητικό οικονομικό περιβάλλον, και έχει εισέλθει σε φάση σταδιακής ρευστοποίησης των συμμετοχών του χαρτοφυλακίου της. Συγκεκριμένα, από τις πέντε επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει, οι τρεις έχουν κατά το πλείστον ρευστοποιηθεί, ενώ οι υπόλοιπες δύο εισέρχονται σε φάση από-επένδυσης. Τέλος, η ετησιοποιημένη απόδοση του επενδυμένου 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).

Το 2004, η Marfin Financial Group επέκτεινε τη δραστηριότητά της στο χώρο του Private Equity με τη σύσταση ενός νέου Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών, με την ονομασία IBG Hellenic Fund II, συνολικού ύψους 17 εκατ. €.

Στο IBG Hellenic Fund II συμμετέχουν το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (TANEO) με 49,9%, θυγατρικές εταιρείες της Marfin Financial Group (MFG), καθώς και γνωστά ονόματα επενδυτών από τον επιχειρηματικό και ναυτιλιακό χώρο. Τη διαχείριση του fund έχει αναλάβει η IBG Management AE, θυγατρική εταιρεία της Επενδυτικής Τράπεζας Ελλάδος, η οποία και αποτελεί τον επενδυτικό και χρηματιστηριακό βραχίονα της MFG.

Έτσι, το IBG Hellenic Fund II είναι το δεύτερο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών που διαχειρίζεται ο Όμιλος Marfin, και η τρίτη επένδυση για το TANEO. Το νέο Επιχειρηματικό Κεφάλαιο θα έχει σαν στόχο τη 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. Επίσης, η εδραίωση των εταιρειών αυτών στο χώρο τους, η ύπαρξη ικανοποιητικής και διατηρήσιμης μεσο-μακροπρόθεσμα κερδοφορίας, καθώς και η δυνατότητα εισόδου στο Χρηματιστήριο, θα αποτελούν κριτήρια για την επενδυτική απόφαση, πάντα βέβαια με γνώμονα την αποτελεσματική διασπορά του κινδύνου και τη βελτιστοποίηση της σχέσης κινδύνου-απόδοσης.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Για να υπάρξει ουσιαστική και σταθερή προοπτική ανάπτυξης μιας ανοικτής αγοράς χρειάζονται τρία πράγματα. Πρώτον, επενδυτικά κεφάλαια προς διοχέτευση στις αγορές, δεύτερον, γνώση και εξειδίκευση, και τρίτον, ένα απλό, σαφές, ενιαίο και ξεκάθαρο νομικό πλαίσιο, ενισχυτικό της επιχειρηματικότητας και του ανταγωνισμού.

Η πλέον πετυχημένη ανοικτή αγορά παγκοσμίως, είναι αναμφισβήτητα οι Η.Π.Α. Αν μελετήσουμε το μοντέλο ανάπτυξης της αμερικανικής οικονομίας, θα δούμε ότι τούτο βασίστηκε στους τρεις παραπάνω θεμελιώδεις πυλώνες για τη σταθερή και απρόσκοπτη εξέλιξή του.

Για την εξεύρεση των κεφαλαίων που αποτελούν τον πλέον σημαντικό παράγοντα ανάπτυξης, βασικό εργαλείο υπήρξαν και εξακολουθούν να είναι τα Venture Capital Funds (άθροισμα κεφαλαίων διαθέσιμα για επενδύσεις σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις). Τα VC Funds αποτέλεσαν τη βασική επιλογή της αμερικανικής πολιτικής από τη δεκαετία του '50, για την εξεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων που στήριξαν μετέπειτα την ανάπτυξη της οικονομίας και των επιχειρήσεων. Εταιρείες όπως οι Intel, Microsoft, Google, στηρίχθηκαν σε κεφάλαια αυτής της μορφής για να δημιουργηθούν και στη συνέχεια αναπτυχθούν. Το ίδιο μοντέλο εφαρμόστηκε από τις αρχές της δεκαετίας του '80 και στην Ευρώπη, με αποτέλεσμα να επενδυθούν σε VC, μέσα σε μια πενταετία (2000-2004), πάνω από 150 δις € σε ευρωπαϊκές επιχειρήσεις. Επίσης, σύμφωνα με έρευνα του οργανισμού PricewaterhouseCoopers, το 2003, η Βόρεια Αμερική συγκέντρωνε το 52% των παγκόσμιων επενδύσεων private equity, ενώ η Ευρώπη το 30%.

Για να γίνει ακόμη πιο σαφής ο καθοριστικός ρόλος των κεφαλαίων αυτής της μορφής στην οικονομική ανάπτυξη, αρκεί να τονίσουμε ότι στη Μ. Βρετανία, το 18% του ανθρώπινου δυναμικού εργάζεται σε εταιρείες που στηρίχθηκαν σε VC Funds, ενώ στις Η.Π.Α., το 2003, το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 9,4%. Και αν προσθέσουμε στην αύξηση της απασχόλησης, την ενίσχυση των φορολογικών εσόδων, την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, τη διάχυση του πλούτου σε περισσότερους συντελεστές της παραγωγής, προκύπτει ένα αξιοσημείωτο "κοινωνικό πλεόνασμα" από τις επενδύσεις της μορφής αυτής.

Στην Ελλάδα, σε μια εποχή όπου αναζητούνται κεφάλαια για επενδύσεις και ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, ο θεσμός αυτός δεν έχει ακόμα αναπτυχθεί και στηριχθεί επαρκώς. Αυτό είναι ευδιάκριτο από τη διαφορά που έχει η χώρα μας με τις υπόλοιπες της Ευρώπης όσον αφορά το ποσοστό συμμετοχής των επενδύσεών μας σε VC στο ΑΕΠ της Ευρώπης. Συγκεκριμένα, ενώ το μέσο ποσοστό συμμετοχής των Ευρωπαϊκών χωρών ανέρχεται σε

0,356%, το αντίστοιχο ποσοστό της Ελλάδας είναι -0,353%.

Το λογικό ερώτημα που τίθεται, είναι, βέβαια, πως μπορούν να συγκεντρωθούν τόσα κεφάλαια για επενδύσεις σε VC. Στην Αμερική και την υπόλοιπη Ευρώπη, ο μεγαλύτερος επενδυτής τέτοιων κεφαλαίων είναι τα ασφαλιστικά ταμεία και ακολουθούν οι τράπεζες. Τρίτος επενδυτής είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες και ακολουθούν κυβερνητικοί φορείς. Αυτό συμβαίνει γιατί η λογική των VC Funds και των επενδύσεων των φορέων αυτών συμπίπτουν στο ότι είναι μακροπρόθεσμες και με αποδόσεις υψηλότερες των άλλων μακροπρόθεσμων επενδυτικών επιλογών.

Στην Ελλάδα, το ποσοστό επένδυσης των ασφαλιστικών ταμείων είναι αντίστοιχα μηδέν. Και αυτό γιατί με το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο απαγορεύονται οι επενδύσεις αυτής της μορφής. Επιπρόσθετα, στις άλλες κατηγορίες επενδυτών, τα αντίστοιχα ποσά που επενδύονται, ως ποσοστό του ΑΕΠ, υπολείπονται κατά πολύ του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Προκύπτει, νομίζω, αβίαστα το συμπέρασμα ότι είναι καιρός να εφαρμοστούν στην Ελλάδα οι πολιτικές εκείνες που εφαρμόστηκαν με επιτυχία στις Η.Π.Α. και την υπόλοιπη Ευρώπη, καθώς θα επιτρέπουν και θα ενθαρρύνουν τη διοχέτευση κεφαλαίων σε VC Funds (ΑΚΕΣ και ΕΚΕΣ). Πιλοτικά, με φειδώ και σωφροσύνη στην αρχή, τα υγιή ασφαλιστικά ταμεία των αυτοαπασχολούμενων μπορούν να αποτελέσουν μαζί με τους άλλους θεσμικούς επενδυτές (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, κρατικοί φορείς), τις πηγές άντλησης φθηνών κεφαλαίων για την ενίσχυση και ανταγωνιστική ανάπτυξη ελληνικών επιχειρήσεων.

Δεν αρκεί βέβαια, τούτο μόνο. Χρειάζονται όπως είπα και στην αρχή, πολιτικές εξειδίκευσης και ενίσχυσης της γνώσης και πολιτικές που θα ενισχύουν ακόμη περισσότερο το νέο πλαίσιο επιχειρηματικότητας, το οποίο άρχισε να σχηματίζεται με το νέο αναπτυξιακό νόμο, τη μείωση της φορολογίας επιχειρήσεων, την πάταξη της γραφειοκρατίας και την ενίσχυση της λειτουργίας της Επιτροπής Ανταγωνισμού. Εξάλλου, το ευοίωνο μήνυμα ότι εισήλθαμε στην εμβέλεια των “ραντάρ” των μεγάλων ξένων επενδυτών σε VC, δικαιολογεί την άμεση ανάγκη θεσμικών αλλαγών στο επενδυτικό τοπίο, προκειμένου να διατηρηθεί το θετικό αυτό κλίμα και στο μέλλον. Χρειάζεται όμως, και κάτι ακόμη. Κάτι που δυστυχώς στην Ελλάδα μας λείπει. Υπομονή και θα προσέθετα επιμονή και σταθερότητα. Και αυτό γιατί οι επενδύσεις αυτής της μορφής δεν είναι μιας χρήσης, αλλά μακράς πνοής και συνακόλουθα υψηλών αποδόσεων. Και το σημαντικότερο, είναι επενδύσεις με οφέλη σημαντικά για την οικονομία, αλλά και για όλους τους κοινωνικούς εταίρους.

Τέλος, θα πρέπει να σημειώσουμε πως ο ελληνικός κλάδος του VC μπορεί να έχει σημαντικότερες διαφορές από αυτόν του εξωτερικού, αλλά θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας πως αυτός δημιουργήθηκε τα τελευταία χρόνια στη χώρα μας και αυτό του δίνει μια περίοδο χάριτος και προσαρμογής στα ευρωπαϊκά δεδομένα. Εξάλλου, οι επενδύσεις που

πραγματοποιούνται στην Ελλάδα είναι πολύ μικρές σε μέγεθος κεφαλαίου και πολύ προσεκτικά επιλεγμένες, ώστε ελάχιστοι γνωρίζουν για αυτές. Ίσως, το σημαντικότερο μέλημα του ελληνικού κλάδου θα ήταν να κάνει γνωστό στο ελληνικό επενδυτικό και επιχειρηματικό κόσμο πως υπάρχει και στην Ελλάδα αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης με τα αντίστοιχα οφέλη που συγκεντρώνει. Γιατί πιστεύω είναι θλιβερό, σύμφωνα με τις μαρτυρίες των στελεχών, να υπάρχουν σήμερα επιχειρηματίες που να μη γνωρίζουν στην Ελλάδα το Venture Capital.

Εν κατακλείδι, η μελλοντική έρευνα σε VC στην Ελλάδα πρέπει να στραφεί σε δύο κατευθύνσεις:

- ❖ Να μελετηθούν οι αποδόσεις των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους σε όλα τα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων.
- ❖ Να εκπονηθεί μια ολοκληρωμένη και αποδεκτή μεθοδολογία αξιολόγησης επενδύσεων σε VC, η οποία θα γίνει αποτελεσματικό εργαλείο για τα στελέχη των ΕΚΕΣ, προκειμένου να είναι δυνατή η λήψη ορθολογικών επενδυτικών αποφάσεων σε πραγματικό χρόνο (real time).

[Ζοπουνίδης Κ./ Μπακατσάκη Μ., 2002]

Η διερεύνηση των παραπάνω μελλοντικών ερευνητικών κατευθύνσεων θα συμβάλλει ουσιαστικά στην πληρέστερη αντιμετώπιση των προβλημάτων λήψης αποφάσεων των venture capitalists, αλλά θα βοηθήσει και στην καταξίωση του ΕΚΥΚ στη συνείδηση της επιχειρηματικής κοινότητας ως ένας ουσιαστικός μοχλός χρηματοδότησης γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων και γενικότερα ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας.

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

ПАРАРТИМА

Πίνακας 1:

Σύνοψη βασικότερων προγενέστερων ερευνών σχετικά με την αξιολόγηση επενδύσεων σε VC

Πηγή: Bakatsaki M.

Κατηγορίες Ερευνών	Αντικειμενικοί Στόχοι	Μέθοδοι	Έρευνες	Βασικά χαρακτηριστικά
1.Περιγραφικές Μέθοδοι	1.Εντοπισμός του πιο σημαντικού κριτηρίου εκτίμησης 2.Κατάταξη των κριτηρίων ανάλογα με τη σημαντικότητά τους	1.Συνεντεύξεις 2.Ερωτηματολόγια 3.Τηλεφωνικές έρευνες 4.Παραγοντική ανάλυση	Benoit (1975), Briskman (1966), Burch (1986), Dixon (1991), Fried & Hisrich (1994), Hall & Hofer (1993), Hisrich & Janowics (1990), MacMillan et al. (1985), Poindexter (1976), Robinson (1987), Ruby (1984), Sappho (1973), Timmons et al. (1987), Tybjee & Bruno (1984), Wells (1974), Von Hopple (1973)	1.Χαμηλή αναλυτικότητα και άρα χαμηλή ικανότητα πρόβλεψης 2.Απουσία μεθοδολογίας για μοντελοποίηση των κριτηρίων (ποιοτικών και ποσοτικών) σε ένα ολικό μοντέλο εκτίμησης 3.Επαγωγική μελέτη
2.Στατιστικά Μοντέλα	Μοντελοποίηση κριτηρίων ικανών να προβλέψουν την πορεία μιας επένδυσης σε VC	1.Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση 2.Διακριτική ανάλυση 3.Παραγωντική ανάλυση 4.Ιεραρχική ανάλυση παλινδρόμησης 5.Ανάλυση ομαδοποίησης	Gartner, Starr & Bhat (1998), Hoban (1976), Jeng & Wells (2000), Laitinen (1992), MacDougall (1992), MacMillan et al. (1987), Ohe et al. (1992), Rah, Jung & Lee (1994), Siegel (1993), Stuart & Abetti (1987), Tyebjee & Bruno (1984), West & Meyer (1998), Wright et al. (1997), Zacharakis & Meyer (2000)	
3.Πολυκριτήριες Μέθοδοι	1.Πολυκριτήρια μοντελοποίηση προτιμήσεων αποφασίζοντα 2.Εύρεση αναλυτικών πολυκριτήριων μοντέλων λήψης αποφάσεων, τα οποία είναι συνεπή με το σύστημα εκτίμησης του αποφασίζοντα, μέσω ανάλυσης μονότονης παλινδρόμησης	1.Πολυκριτήρια θεωρία χρησιμότητας 2.Αναλυτική - συνθετική προσέγγιση 3.Συνδυασμένη ανάλυση (conjoint analysis) 4.AHP	Bharat & Nag (1996), Riquelme & Rickards (1992), Siskos & Zopounidis (1987), Shepherd (1999), Shepherd et al. (2000)	<u>Λαμβάνουν υπόψιν:</u> 1.Τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα 2.Τα κριτήρια εκτίμησης του αποφασίζοντα, έτσι ώστε τελικά να τον βοηθήσουν να κατασκευάσει το δικό του μοντέλο εκτίμησης

Πίνακας 2:

Το σύστημα εκτίμησης της SIPAREX (προδιάταξη)

















ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ								
		g ₁	g ₂	g ₃	g ₄	g ₅	g ₆	g ₇	g ₈	g ₉
1	1	3	3	3	3	3	3	3	4	3
2	1	3	2	3	1	3	3	3	4	3
3	1	3	3	3	2	3	3	3	3	3
4	1	3	2	3	2	3	2	3	1	3
5	2	3	3	2	2	3	3	3	3	3
6	2	2	2	3	3	3	2	3	3	3
7	2	2	1	3	2	3	2	3	3	3
8	2	3	3	3	2	3	2	3	3	3
9	2	2	3	3	3	3	2	3	4	3
10	3	2	2	2	3	3	3	3	2	3
11	3	3	2	3	2	3	2	3	1	3
12	4	2	2	2	3	2	1	2	2	2
13	4	2	3	3	1	3	1	2	4	1
14	5	2	2	2	2	2	1	2	3	1
15	5	2	1	2	1	2	2	3	3	1
16	5	1	2	2	2	2	1	1	1	1
17	6	2	1	2	1	2	1	2	4	1
18	7	1	2	2	1	2	1	1	2	1
19	7	1	1	3	1	1	1	2	3	1
20	8	1	1	2	1	1	1	1	1	1
21	8	1	3	2	2	1	1	1	4	1
22	8	1	2	1	1	2	1	1	2	1
23	9	1	1	1	1	1	1	1	2	1
24	9	1	1	1	1	1	1	1	2	1
25	9	1	1	1	1	1	1	1	4	1













Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία – Περιοδικά – Reports

Ξενόγλωσση













-  Barry, C.B. (1990), “*The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: evidence from the going-public process*”, *Journal of Financial Economics*, 27/2, 447-471.
-  Bovaird, C. (1990), *Introduction to Venture Capital Finance*, Pitman Publishing, London.
-  Bygrave, W. and Timmons, J. (1992), *Venture Capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
-  EVCA (2002), “Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe”, *Research Paper/ EVCA*.
-  EVCA (2002), *Yearbook 2002-Annual Survey 2001*, European Venture Capital Association.
-  EVCA (2004), *Yearbook 2004-Annual Survey 2003*, European Venture Capital Association.
-  EVCA (2005), “2004 Annual European Private Survey”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ EVCA*.
-  EVCA (2005), “Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe”, *EVCA Executive Summary*, November.
-  EVCA (2005), “EVCA Barometer November 2005”, *European Venture Capital Association*.
-  EVCA (2005), “EVCA Final Activity Figures for 2004”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ EVCA*.
-  EVCA (2005), “Long-term Performance stable at 9.5%, Short-term Returns Continue Upward Trend with Venture Capital in Positive Territory”, *Thomson Venture Economics/ EVCA*.
-  EVCA (2005), “Management Buyout and Expansion investments lead 2004 technology investment trends in Europe”, *PricewaterhouseCoopers/ EVCA*.
-  EVCA (2005), “Pan-European Survey of Performance- from Inception to 31/12/2004”, *Thomson Venture Economics/ EVCA*.
-  EVCA (2005), “Quarterly Activity Indicator Trends in Q3 2005”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ EVCA*, December.
-  Gripton, J. (2005), “Capital Dynamics/ Private Equity in Europe-Fund Raising and Trends”,

6th *International Venture Capital Forum*, 14-15 June 2005, Athens.













-  Jacquet-Lagrèze, E. and Siskos, Y. (1982), "Assessing a set of additive utility functions for multicriteria decision making : The UTA method", *European Journal of Operational Research*, 10, 151-164.
-  Jain, B.A. and Nag, B.N. (1996), "A decision-support model for investment decisions in new ventures", *European Journal of Operational Research*, 90, 473-486.
-  Lake, Rick and Lake, Ronald (2000), *Private Equity and Venture Capital: a practical guide for investors and practitioners*, *London Euromoney*.
-  Lerner, J. (1998), "Angel financing and public policy: An overview", *Journal of Banking & Finance*, 22/6-8, 773-783.
-  Lerner, J. (2000), *Venture Capital & Private Equity*, *Josh Wiley & Sons Publications*, U.S.A.
-  Lorenz, T. (1989), *Venture Capital today: a practical guide to the Venture Capital market*, *Woodhead-Faulkner*, Cambridge.
-  Manigart, S., Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., Sapienza, H. and Beekman, A. (2002), "Determinants of required return in venture capital investments: a five country study", *Journal of Business Venturing*, 17/4, 291-312.
-  Martin, R., Sunley, P. and Turner, D. (2002), "Taking risks in regions: the geographical anatomy of Europe's emerging venture capital market", *Journal of Economic Geography*, 2, 121-150.
-  Mason, C. (1996), *Stimulating Business Angels, Venture Capital and Innovation*, *OECD Publications*, Paris.
-  NVCA (2004), "Venture Impact 2004, Venture Capital benefits to the U.S. economy", *Global insight study/ Content First*.
-  NVCA (2005), "2004-2005 NVCA Year in Review", *National Venture Capital Association*.
-  NVCA (2005), "Larger Venture and Buyout Firms drive vibrant Private Equity fundraising activity in Q2 2005", *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2005), "Private Equity fundraising activity surpassed 2004 in first three quarters of 2005", *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2005), "Q3 Venture Capital investing of \$5.3 billion sets pace toward four-year highs in 2005", *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2005), "Venture-Backed IPO Market remained weak in Q2 2005", *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2005), "Venture Capital Returns held steady at year-end 2004", *Thomson Venture Economics/ NVCA*.

-  NVCA (2005), “Venture Capital short term performance fluctuates in Q1 2005”, *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2005), “Venture Capital Short term performance improves in Q2 2005”, *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  NVCA (2006), “Venture-Backed IPO activity weak in Q4 and full year; Acquisitions Market carried 2005 exits for Venture-Backed Companies”, *Thomson Venture Economics/ NVCA*.
-  Papadopoulos, G. (2005), “The investment potential in Greece”, *6th International Venture Capital Forum*, 14-15 June 2005, Athens.
-  Perez, R.C. (1986), *Inside Venture Capital-Past, Present and Future*, Praeger Publishers, New York.
-  PricewaterhouseCoopers (2004), “Global Private Equity 2004-Final Presentation”, *PricewaterhouseCoopers*.
-  PricewaterhouseCoopers (2004), “Global Private Equity Report 2004”, *PricewaterhouseCoopers*.
-  PricewaterhouseCoopers Money tree survey (2005), “Full-year & Q4 2004 results - US report”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ National Venture Capital Association*.
-  PricewaterhouseCoopers Money Tree Survey((2005), “Historical Trend Data Q1 1995-Q3 2005”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ National Venture Capital Association*.
-  PricewaterhouseCoopers Money Tree Survey((2005), “Investments by industry, by region, by stage of development/ Q3 2005”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ National Venture Capital Association*.
-  PricewaterhouseCoopers Money tree survey (2005), “Q2 2005 results - US report”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ National Venture Capital Association*.
-  PricewaterhouseCoopers Money tree survey (2005), “Q3 2005 results - US report”, *PricewaterhouseCoopers/ Thomson Venture Economics/ National Venture Capital Association*.
-  Roman, Z. (1991), “Entrepreneurship and the Small Business: The Hungarian trajectory”, *Journal of Business Venturing*, 6/6, 447-465.
-  Saaty, T.L. (1980), *The Analytic Hierarchy Process*, McGraw-Hill, New York.
-  Sahlman, W.A. (1990), “The Structure and governance of Venture Capital Organizations”,

















Journal of Financial Economics, 27/2, 473-521.

-  Silver, D. (1985), *Venture Capital-The complete guide for investors*, Josh Wiley & Sons Publications, U.S.A.
-  Siskos, J. and Yannacopoulos, D. (1985), “UTASTAR: An ordinal regression method for building additive value functions”, *Investigação Operacional*, 5/1, 39-53.
-  Siskos, J. (1986), “Evaluating a system of furniture retail outlets using an interactive ordinal regression method”, *European Journal of Operational research*, 23, 179-193.
-  Siskos, J. and Zopounidis, C. (1987), “The evaluation criteria of the venture capital investment activity: An interactive assessment”, *European Journal of Operational Research*, 31, 304-313.
-  Siskos, J. and Zopounidis, C. (1991), “Assessing a venture capital institution’s preference model using multicriteria analysis”, *JORBEL Belgian Journal of Operations Research, Statistics and Computer Science*, 31/3-4, 7-27.
-  The Institute of Chartered Financial Analysts (1989), *Investing in Venture Capital*, Continuing Education Series, U.S.A.
-  Yasushi, H. and Packer, F. (2000), “Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan”, *Pacific – Basin Finance Journal*, 8/5, 529-558.
-  Young, G. (1985), *Venture Capital in High-Tech Companies (The Electronics Business in Perspective)*, Frances Pinter (Publishers), London.
-  Zahedi, F. (1986), “The analytic hierarchy process: A survey of the method and its applications”, *Interfaces*, 16, 96-108.
-  Zopounidis, C. (1994), “Venture Capital modeling: Evaluation criteria for the appraisal of investments”, *The Financier*, 1/2, 54-64.
-  Zopounidis, C. and Doumpos, M. (1998), “Developing a multicriteria decision support system for financial classification problems: The FINCLAS system”, *Optimization Methods and Software*, 8, 227-304.
-  Zopounidis, C. (1998), *Operational Tools in the Management of Financial Risks*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.










Ελληνική

-  Αρτίκης, Γ. (1996), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα-Πειραιάς.
-  Βασιλείου, Δ. (1995), “Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ΄ τριμηνία, τεύχος 3.
-  Βασιλείου, Δ. (1996), “Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Δ΄ τριμηνία, τεύχος 8.
-  Γαλάνης, Β. (1994), *Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας-Leasing, Factoring, Forfaiting, Franchising, Venture Capital*, Εκδόσεις Α. Σταμούλης, Αθήνα-Πειραιάς.
-  Γκανέτσος, Γ., και Φρονίστας, Α. (1995), “Venture Capital – Μια ανασκόπηση του Τραπεζικού Τομέα”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ΄ τριμηνία, τεύχος 3.
-  Δεμίρης, Χ. (1995), “Το Venture Capital από τραπεζική σκοπιά”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ΄ τριμηνία, τεύχος 3.
-  Δούμπος, Μ. και Ζοπουνίδης, Κ. (2001), *Πολυκριτήριες Τεχνικές Ταξινόμησης: Θεωρία και Εφαρμογές*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.
-  Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛΚΕΠΑ) (1986), *Το κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου και οι τεχνολογίες πληροφόρησης (Έκθεση της Επιτροπής Πολιτικής του Ο.Ο.Σ.Α. για την Πληροφόρηση, την Πληροφορική και τις Επικοινωνίες)*, Τομέας μελετών και εκδόσεων ΕΛΚΕΠΑ, Αθήνα.
-  Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛΚΕΠΑ) (1990), *Καινοτομικό Κεφάλαιο: πλαίσιο, εξέλιξη και στόχοι, μελέτη του Ο.Ο.Σ.Α.*, Τομέας μελετών και εκδόσεων ΕΛΚΕΠΑ, Αθήνα.
-  Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (17/05/2004), “Επενδύσεις Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών-Προοπτικές για τα Ασφαλιστικά Ταμεία”, *Δελτίο τύπου ημερίδας/ Γραφείο Τύπου Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων*.
-  Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (2005), “6^ο Διεθνές Venture Capital Forum, 14-15 Ιουνίου 2005, Hotel Grande Bretagne, Αθήνα”, *Δελτίο τύπου ημερίδας/ Γραφείο Τύπου Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων*.
-  Ζοπουνίδης, Κ. (1999), “Η αξιολόγηση επενδύσεων σε επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κινδύνου: μια πολυκριτήρια προσέγγιση”, *Εμπορική Τράπεζα, Οικονομική*

Επιθεώρηση, τεύχος 17, σελ. 22-33

-  Ζοπουνίδης, Κ. (1999), “Venture Capital: Χρηματοδότηση επενδύσεων με υψηλό κίνδυνο”, *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Επιλεγμένα κείμενα, φύλλο 9, σελ 106.
-  Ζοπουνίδης, Κ. (2001), *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Αποφάσεων με Πολλαπλά Κριτήρια*, Εκδόσεις Ανίκουλα, Θεσσαλονίκη.
-  Ζοπουνίδης, Κ. και Μπακατσάκη, Μ. (2002), “Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Δ΄ τριμηνία, τεύχος 31.
-  Ζοπουνίδης, Κ. (25/07/2004), “Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: venture capital investment”, *Εξπρές*.
-  Ζουρίδης, Γ. (1993), “Κεφάλαιο υψηλού κινδύνου και εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου”, *Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας*, 42-50.
-  Ημερησία (26/05/2003), “300 εκατ. € για «έξυπνες» επενδύσεις”.
-  Ιακωβίδης, Μ. (1991), “Venture Capital: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (Α΄ μέρος)”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ΄ τριμηνία, τεύχος 31.
-  Ιακωβίδης, Μ. (1992), “Venture Capital: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (Β΄ μέρος)”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Α΄ εξαμηνία, τεύχος 33-34.
-  Καθημερινή (21/01/2004), “Οι δύο πρώτες επενδύσεις του ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Partners”, *Οικονομία & Αγορές*.
-  Καθημερινή (26/01/2006), “Τα Venture Capital συνέβαλαν σε ένα εκατομμύριο νέες θέσεις εργασίας”, *Οικονομία & Αγορές*.
-  Καραθανάσης, Γ. (1999), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα.
-  Κίντης, Γ. (2004), “Το Venture Capital στην Ελλάδα”, *5^ο Διεθνές Venture Capital Forum*, 16-17 Ιουνίου, Αθήνα.
-  Κόλλιας, Φ. (2005), “«Φτωχό» το 2004 για την αγορά επιχειρηματικών συμμετοχών - Επενδύουν στη «Νέα Οικονομία» και σήμερα φαίνεται ότι δύσκολα θα πάρουν πίσω τα λεφτά τους”, *Καθημερινή*, 09/01/2005.
-  Κόλλιας, Φ. (2006), “Γίνεται αποδεκτή στην Ελλάδα η ιδέα του Venture Capital - η χώρα μας βρισκόταν εκτός «ραντάρ» των μεγάλων επενδυτικών ομίλων - τώρα εισήλθε στην εμβέλειά τους”, *Καθημερινή*, 15/01/2006.
-  Κρυσταλλάκος, Π. (2004), “«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις Venture Capital”, *Επιχειρήσεις*, 01/06/2004.
-  Κρυσταλλάκος, Π. (2004), “Επενδύσεις 70 εκατ. € με τη συμβολή του ΤΑΝΕΟ”,

Ναυτεμπορική, 8/10/2004.

-  Λαζαρίδης, Ι. (1995), *Σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης: leasing, factoring, forthfailing, franchising, venture capital, νέα τραπεζικά προϊόντα*, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Θεσσαλονίκη.
-  Μούζουλας, Σ. (1997), *Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture Capital): η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης*, Νομική Βιβλιοθήκη - Όμιλος εκδοτικών & εμπορικών επιχειρήσεων, Αθήνα.
-  Μούργελας, Γ. (1995), “Ειδικό αφιέρωμα-Venture Capital”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Σεπτέμβριος, σελ. 71-77.
-  Ναυτεμπορική (21/02/2005), “Ιδρύθηκε η Παγκρήτια Συμμετοχών Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.”
-  Ξανθάκης, Μ. και Τσιπούρη, Λ. (2001), *Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: η περίπτωση της Ελλάδος*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
-  Σακέλλης, Ε. (1991), *Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων, Συγχωνεύσεις & Μετατροπές Εταιρειών*, Εκδόσεις Βρύκου, Αθήνα.
-  Σταυριανουδάκης, Σ. (2005), “Τι είναι το venture Capital και ποιους μπορεί να βοηθήσει”, *ΚΕΤΑ ΝΕΑ Κρήτης*, Ιούλιος, τεύχος 6.
-  Χατζηαγγελίδης, Ι. και Διγενής, Α. (2002), “Οι Ελληνικές εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών”, *Επιχειρώ*.
-  Χατζηπαύλου, Μ. και Δαμαλάς, Α. (2005), “Ευκαιρίες Εταιρικών Αναδιοργανώσεων- Διαγραφή και Επαναδιαπραγμάτευση μετοχών στο Χρηματιστήριο”, *6^ο Διεθνές Venture Capital Forum*, 14-15 Ιουνίου, Αθήνα.

Ιστοσελίδες

www.alpha.gr

www.alphatruster.gr

www.e-vision.gr

www.globalfinance.gr

www.nbg.gr

www.vectis.gr

www.attica-ventures.gr

www.taneo.gr

www.hba.gr

www.hvca.gr

www.imerisia.gr

www.kathimerini.gr

www.naftemporiki.gr

www.ventureeconomics.com

www.evca.com

www.bvca.co.uk

www.nvca.com

www.pwcmoneytree.com