

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Θέμα Πτυχιακής Εργασίας: Venture Capital

Εισηγητής

Αναστασάκης Ανδρέας

Επιμέλεια

Μαγουλάκη Θεονύμφη A.M 6752

Παναγιωτίδου Ευγενία A.M 6699

Ηράκλειο

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 για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, έχει σαν στόχο 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).

Πρόλογος

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. Προσπαθήσαμε να κάνουμε μια γενική παρουσίαση του θεσμού VC και να δώσουμε απαντήσεις σε ορισμένες βασικές ερωτήσεις, όπως τι είναι το ΕΚΥΚ, ποια η ιστορική του εξέλιξη, σε τι διαφέρει από την “κλασική” χρηματοδότηση, ποια η προσφορά του θεσμού στην οικονομία, 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 χρηματοδότησης με VC.

Επίσης, παρουσιάζεται η επενδυτική δραστηριότητα ελληνικών ΕΚΕΣ και τέλος, στον επίλογο, αναφέρονται γενικά συμπεράσματα για τη μέχρι τώρα πορεία του Venture Capital, καθώς και μελλοντικές ερευνητικές κατευθύνσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Όπως είναι γνωστό τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης σπάνια επαρκούν για να στηρίξουν οικονομικά τις δραστηριότητες της. Έτσι η προσφυγή της σε ξένα κεφάλαια είναι κατά κανόνα αναγκαία προϋπόθεση για την συνέχιση και την επέκταση των εργασιών της, καθώς επίσης για τη βελτίωση του οικονομικού της αποτελέσματος.

Τα ξένα κεφάλαια που χρειάζεται η επιχείρηση, τα εισάγει με δύο κυρίως μορφές:

1. ως συμμετοχή νέων επενδυτών στην επιχείρηση ή αύξηση της συμμετοχής των παλαιών
2. ως δανειακά με την αυτονόητη υποχρέωση επιστροφής τους στους δανειστές

Ο δανεισμός ήταν και εξακολουθεί να είναι η κυριότερη μορφή χρηματοδότησης της οικονομίας, τόσο της κρατικής όσο και της ιδιωτικής. Οι σύγχρονες ανάγκες όμως και η αλματώδης ανάπτυξη των οικονομικών δραστηριοτήτων επέβαλαν την εξέλιξη της παραδοσιακής μορφής χρηματοδότησης του δανείου και την επινόηση νέων χρηματοδοτικών σχημάτων και μέσων. Στις παραδοσιακές μορφές δανείων έχουν προστεθεί άλλες περισσότερο πολύπλοκες όπως η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing), η ανάληψη απαιτήσεων τρίτων (factoring) κ.α.

Έτσι η σύγχρονη επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να επιλέξει τον πιο συμφέροντα αλλά και κατάλληλο τρόπο χρηματοδότησης για την κάλυψη των αναγκών της, την πραγματοποίηση επενδύσεων και την εξυπηρέτηση της παραγωγικής διαδικασίας.

Τα τελευταία χρόνια το τραπεζικό σύστημα εισήγαγε θεσμούς οι οποίοι καλύπτουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων με περισσότερο εξειδικευμένους και αποτελεσματικούς τρόπους.

Οι σημαντικότεροι από αυτούς τους θεσμούς είναι:

1. Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)
2. Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring)
3. Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital)

Στη συνέχεια θα περιγράψουμε τους παραπάνω θεσμούς και θα αναλύσουμε περισσότερο το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών το οποίο, είναι και το θέμα της εργασίας μας.

1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ – LEASING

Leasing ή χρηματοδοτική μίσθωση, όπως έχει αποδοθεί στα ελληνικά ο θεσμός, είναι μια σύγχρονη μέθοδος χρηματοδότησης επιχειρήσεων και επαγγελματιών, για την απόκτηση πάγιων στοιχείων για επαγγελματική χρήση.

Αποτελεί δηλαδή ένα μηχανισμό βάσει του οποίου η εταιρεία leasing αγοράζει τον κεφαλαιουχικό εξοπλισμό που επιλέγει η επιχείρηση (μισθωτής) και στη συνέχεια τον μισθώνει-ενοικιάζει σε αυτόν για συγκεκριμένη χρονική περίοδο, έναντι προσυμφωνημένων μισθωμάτων που καταβάλλονται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Είναι επομένως μια σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ του μισθωτή (επιχείρηση) και μιας ανώνυμης εταιρείας leasing-εκμισθώτριας με την οποία η δεύτερη αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραχωρεί στον μισθωτή τη χρήση του εξοπλισμού που θεωρεί κατάλληλο για τις ανάγκες του, για ορισμένο χρονικό διάστημα.

Μια σύμβαση leasing μπορεί να συμφωνηθεί από 3 έτη και πάνω αν πρόκειται για κινητό εξοπλισμό και για 10 έως 15 έτη για ακίνητα. Στο τέλος της μισθωτικής περιόδου ο μισθωτής μπορεί είτε να εξαγοράσει το πάγιο (εξοπλισμός-ακίνητο) συνήθως έναντι ενός συμβολικού ποσού-τιμήματος, είτε να ανανεώσει τη σύμβαση για ορισμένο χρόνο. Έτσι του δίνεται η δυνατότητα να συμπληρώσει, να εκσυγχρονίσει και να επεκτείνει τις παραγωγικές του εγκαταστάσεις χωρίς να απαιτείται η διάθεση ιδίων κεφαλαίων ή η προσφυγή στο δανεισμό.

Κάθε επιχείρηση βιομηχανική, βιοτεχνική, εμπορική, κατασκευαστική, τουριστική, γεωργική, μεταφορών, υπηρεσιών κτλ ανεξάρτητα από τη νομική τους μορφή και το μέγεθος, καθώς και κάθε επαγγελματίας μπορεί να χρησιμοποιήσει αυτή τη μορφή χρηματοδότησης.

Από την άλλη πλευρά συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν σύμφωνα με το νόμο να συνάπτουν μόνο ανώνυμες εταιρείες (αποκλειστικού σκοπού), ανεπίσημα όμως υπάρχουν επενδυτικές εταιρείες που ασχολούνται με τη χρηματοδότηση επιχειρηματιών για την αγορά εξοπλισμού ενώ και αρκετές εμπορικές αναλαμβάνουν τη χρηματοδότηση πελατών τους για τα είδη που αγόρασαν απ' αυτές χρησιμοποιώντας τους γενικούς όρους και τα συμφωνητικά του leasing.

Αντικείμενο της χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να είναι πράγμα κινητό ή ακίνητο, που προορίζεται για την επιχείρηση ή το επάγγελμα του μισθωτή. Στην κατηγορία των κινητών περιλαμβάνονται και τα αυτοκίνητα οχήματα καθώς και τα αεροσκάφη ενώ ρητά εξαιρούνται τα πλοία και τα πλωτά ναυπηγήματα. Με άλλα λόγια το leasing χρηματοδοτεί καινούργιο ή μεταχειρισμένο εξοπλισμό από την Ελλάδα ή το εξωτερικό όπως μηχανολογικό, ηλεκτρονικό, επιστημονικό/ιατρικό/οδοντιατρικό, βιομηχανικό εξοπλισμό, επαγγελματικό εξοπλισμό καταστημάτων, ΙΧΕ αυτοκίνητα, επαγγελματικά οχήματα, λεωφορεία, εξοπλισμοί γραφείου, επαγγελματικά ακίνητα (γραφεία, καταστήματα, ξενοδοχεία, ιατρεία και οποιαδήποτε άλλη επαγγελματική στέγη). Στην κατηγορία που δεν χρηματοδοτούνται συγκαταλέγονται τα εξής: πλοία, οποιαδήποτε μορφή παροχής υπηρεσιών όπως μεταφορά, εγκατάσταση και συντήρηση εξοπλισμού, αναλώσιμα αγαθά, εργασίες, οικόπεδα, άδειες επαγγελματικών οχημάτων, απόκτηση ταξί ή αγοραίων.

Καθ'ολη τη διάρκεια της μίσθωσης, το μίσθιο ασφαλίζεται κατά κινδύνων τυχαίας καταστροφής ή χειροτερεύσεως ενώ τρίτα πρόσωπα δε μπορούν να ασκήσουν κυριότητα ή άλλο εμπράγματο δικαίωμα επί του αντικειμένου της.

ΙΣΤΟΡΙΚΑ

Σαν πρώτη πράξη, leasing θεωρείται η μίσθωση γης μαζί με όλο τον εξοπλισμό (δούλοι, κοπάδια ζώων κτλ) που ήταν διαδεδομένη στην αρχαία Αίγυπτο το 3000 πΧ. Μια χιλιετία αργότερα το 2000 πΧ, οι Σουμέριοι υιοθέτησαν την ίδια μέθοδο προκειμένου να μισθώσουν γη και εξοπλισμό. Πολλά χρόνια αργότερα οι Ρωμαίοι ήταν οι πρώτοι που θεσμοθέτησαν τη χρηματοδοτική μίσθωση ενσωματώνοντάς την ως θεσμό στο ρωμαϊκό δίκαιο.

Στο Μεσαίωνα, κατά τον 17^ο αιώνα μΧ, πράξεις leasing έγιναν και στην Αγγλία. Ο θεσμός όμως γνωρίζει σημαντική ανάπτυξη στα μέσα του 19^{ου} αιώνα, όταν δημιουργούνται και οι πρώτες εταιρείες leasing στην Αγγλία και στην Αμερική. Βασικό

αντικείμενο, εργασιών τους αποτέλεσε η μίσθωση βαγονιών για τη μεταφορά των εμπορευμάτων.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Η σύγχρονη μορφή του θεσμού σηματοδοτείται το 1952 στις ΗΠΑ με την ίδρυση της εταιρείας United States Leasing Corporation που αποτελεί σήμερα την μεγαλύτερη ανεξάρτητη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης στον κόσμο. Λίγα χρόνια αργότερα, στη δεκαετία του 1960 δημιουργήθηκε στην Ευρώπη η εταιρεία Mercantile Leasing Company. Ο θεσμός διεθνώς εισήλθε σε φάση ωριμότητας το 1991 ενώ μέχρι τότε εμφάνιζε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Στην Ελλάδα εισήλθε το 1986 με το νόμο 1665/1986 περί χρηματοδοτικής μίσθωσης, αλλά σε άνθηση βρίσκεται από το 2000 αφού θεσμοθετήθηκε το leasing για τα ακίνητα.

ΕΙΔΗ LEASING

Ο επιχειρηματίας έχει τη δυνατότητα να επιλέξει ανάμεσα σε πολλά προγράμματα leasing. Οι πιο συνηθισμένες μορφές είναι :

I. Απλή χρηματοδοτική μίσθωση (direct leasing)

Είναι η συνηθέστερη μορφή που αφορά τη χρηματοδότηση καινούργιου εξοπλισμού ή κτιρίου. Προσφέρει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις και τους ελεύθερους επαγγελματίες να αποκτήσουν κινητό εξοπλισμό, καινούργιο ή μεταχειρισμένο από την Ελλάδα ή το εξωτερικό. Ο υποψήφιος μισθωτής διαπραγματεύεται με τον προμηθευτή του αγαθού για την τιμή, τα τεχνικά χαρακτηριστικά κτλ και στη συνέχεια προσφεύγει σε μια εταιρεία leasing η οποία αγοράζει ή εισάγει το αγαθό καταβάλλοντας το αντίστοιχο τίμημα. Έτσι οι επιχειρήσεις και οι ελεύθεροι επαγγελματίες αποκτούν τα μέσα για την άσκηση της δραστηριότητας τους και συγχρόνως εκμεταλλεύονται όλα τα φορολογικά και λοιπά πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης χωρίς να δεσμεύουν πλέον σημαντικά ίδια κεφάλαια.

II. Leasing ακινήτων

Είναι μια ειδική κατηγορία της παραπάνω περίπτωσης όπου μπορούν να γίνουν αντικείμενο leasing επαγγελματική στέγη, γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικά και βιοτεχνικά κτίρια, εμπορικά και εκθεσιακά κέντρα, αποθήκες και άλλα ακίνητα για

επαγγελματική χρήση. Η εταιρεία leasing στην περίπτωση αυτή αναλαμβάνει όλες τις διαδικασίες αγοράς του ακινήτου.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

III. Πώληση και επαναμίσθωση Πάγιων Στοιχείων (sale & lease back)

Η επιχείρηση που επιθυμεί να βελτιώσει τη ρευστότητα της με τη μετατροπή σε κεφάλαιο κίνησης των κεφαλαίων της που έχουν επενδυθεί σε εξοπλισμό και επιχειρηματικά ακίνητα, μπορεί να πωλήσει τα πάγια αυτά στοιχεία στην εταιρεία leasing και στη συνέχεια να τα μισθώσει. Με τον τρόπο αυτό δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να βελτιώσει την εικόνα του ισολογισμού της μέσω της εξόφλησης τυχόντος βραχυχρόνιου δανεισμού που είχε για την απόκτηση των παγίων. Οι ελεύθεροι επαγγελματίες δεν επιτρέπεται να πωλήσουν στην εταιρεία leasing τα επαγγελματικά τους ακίνητα και στη συνέχεια να τα μισθώσουν. Έχουν όμως το δικαίωμα να πωλήσουν τον εξοπλισμό τους.

IV. Συνεργασία εταιρείας Leasing, προμηθευτή και μισθωτή (vendor leasing)

Η συνεργασία μεταξύ της εταιρείας leasing και του προμηθευτή εξοπλισμού συμβάλλει στην αύξηση των πωλήσεων και των δύο μερών. Ο προμηθευτής πωλεί στην εταιρεία leasing, σε τιμή μετρητοίς τον εξοπλισμό που επιθυμεί ο επενδυτής, ο οποίος στη συνέχεια τον αποκτά κάνοντας χρήση του θεσμού του leasing.

V. Λειτουργική ή διαχειριστική μίσθωση (operating leasing)

Αυτή η μορφή leasing διαφέρει από την απλή χρηματοδοτική μίσθωση στο ότι ο εκμισθωτής εκτός από την προσφορά χρήσης του αγαθού, αναλαμβάνει και την τεχνική συντήρησης του, τις επιδιορθώσεις, την ασφάλιση κτλ. Δηλαδή μεταξύ άλλων αναλαμβάνει την υποχρέωση να διατηρεί το μίσθιο κατάλληλο για τη χρήση που συμφωνήθηκε.

Επίσης προσφέρει οφέλη και για τα δύο μέρη της σύμβασης αφού προτιμάται κυρίως στις περιπτώσεις που ο μισθωτής επιθυμεί να καλύψει μια βραχεία ανάγκη του για ορισμένα πάγια αγαθά. Έτσι το ύψος των μισθωμάτων που πρέπει να πληρώσει δεν είναι απαραίτητο να καλύπτουν όλο το κόστος του μίσθιου. Από την άλλη πλευρά ο εκμισθωτής έχοντας τη συντήρηση του αγαθού και φροντίζοντας να το διατηρεί σε καλή κατάσταση μπορεί μετά τη λύση της σύμβασης να το εκμισθώσει ή να το πουλήσει σε

άλλο ενδιαφερόμενο. Για το λόγο αυτό είναι αυτονόητο ότι το μίσθωμα είναι υψηλότερο από ότι στην απλή χρηματοδοτική μίσθωση.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του leasing

Η χρήση του leasing παρέχει στον επενδυτή μια σειρά σημαντικών πλεονεκτημάτων. Το κυριότερο είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησης του νέου εξοπλισμού κατά 100%. Τα μισθώματα που καταβάλλονται στην εταιρεία leasing για τον εξοπλισμό και το τμήμα των μισθωμάτων που αφορά το κτίριο, θεωρούνται δαπάνες και μειώνουν το φορολογητέο εισόδημα. Επίσης ο ΦΠΑ καταβάλλεται τμηματικά κατά την πληρωμή των μισθωμάτων και όχι εφάπαξ κατά την αγορά του εξοπλισμού. Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι η ευελιξία στο χρονικό προσδιορισμό των περιοδικών καταβολών των μισθωμάτων, γεγονός που αποτελεί βασικό στοιχείο για τον καλύτερο ταμειακό προγραμματισμό του μισθωτή σύμφωνα και με τα αναμενόμενα έσοδα από τη χρήση του εξοπλισμού. Βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού της επιχείρησης και της κεφαλαιακής της διάρθρωσης.

Ακόμα η διαδικασία υπογραφής μιας σύμβασης leasing είναι ταχύτερη και λιγότερο δαπανηρή έναντι του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Συνήθως δε χρειάζονται προσημειώσεις, υποθήκες κτλ ενώ προβλέπονται μειωμένα συμβολαιογραφικά δικαιώματα και απαλλαγή από διάφορα τέλη και φόρους. Η διάρκεια της μίσθωσης και το ύψος του μισθώματος ορίζονται σύμφωνα με τις οικονομικές δυνατότητες της επιχείρησης αφού ληφθούν υπόψιν και τυχόν εποχιακοί παράγοντες.

Ένα άλλο πλεονέκτημα είναι ότι η πραγματοποίηση επένδυσης σε καινούργιο εξοπλισμό μέσω leasing από νέες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις, μπορεί να συνδυαστεί με τα οφέλη που προκύπτουν από την υπαγωγή της στον αναπτυξιακό νόμο, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζονται από αυτόν.

Μετά τη λήξη της μισθωτικής περιόδου, ο επενδυτής αποκτά την κυριότητα του παγίου έναντι προσυμφωνημένου τιμήματος. Εδώ η απόκτηση του ακινήτου είναι απαλλαγμένη από το φόρο μεταβίβασης. Επίσης ο επενδυτής προστατεύεται από την τεχνολογική απαξίωση του εξοπλισμού τον οποίο μπορεί να ανανεώνει χωρίς να δεσμεύει τα διαθέσιμα κεφάλαια του.

Η χρήση όμως του leasing περιέχει και ορισμένα μειονεκτήματα. Το φαινομενικό κόστος του leasing είναι υψηλότερο από το επιτόκιο του τραπεζικού δανεισμού. Αν όμως

διερευνήσουμε τις φοροαπαλλαγές που παρέχονται, αντιλαμβανόμαστε ότι δημιουργεί πλεονεκτική κατάσταση.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι μπορεί να εκδηλωθεί δισταγμός από την πλευρά των τραπεζών για χρηματοδότηση μιας επιχείρησης (παρά τη θετική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια), όταν ο εξοπλισμός της στηρίζεται στη μέθοδο του leasing. Επίσης ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά η ανωτέρα βία έναντι του εκμισθωτή και διατρέχει τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της σύμβασης αν αθετήσει κάποιον όρο της για σημαντικό διάστημα. Στην περίπτωση αυτή ο εκμισθωτής μπορεί να του αφαιρέσει τον εξοπλισμό και να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των μισθωμάτων μέχρι τη λήξη της σύμβασης. Ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για διαπίστωση της καλής λειτουργίας του εξοπλισμού.

Παρ' όλα αυτά, τα ισχυρά φορολογικά πλεονεκτήματα που χαρακτηρίζουν το leasing το καθιστούν μια ιδιαίτερα ελκυστική μορφή χρηματοδότησης

2. FACTORING

Η πρακτορεία των επιχειρηματικών απαιτήσεων (γνωστή με τον αγγλικό όρο factoring), είναι μια τεχνική συναλλαγών κατά την οποία ο προμηθευτής ή εκχωρητής μεταβιβάζει ορισμένα δικαιώματα του στον πράκτορα (factor) επί αμοιβή. Ο πράκτορας αναλαμβάνει να εξοφλήσει στον προμηθευτή τα δικαιώματα του κατά την κανονική λήξη ή να τα προεξοφλήσει οπότε διενεργεί μια πιστωτική πράξη. Δηλαδή το factoring λειτουργεί με βάση μια σύμβαση που συνάπτεται μεταξύ του επιχειρηματία-προμηθευτή και της εταιρείας-πράκτορα με την οποία ο προμηθευτής εκχωρεί στον πράκτορα απαιτήσεις είσπραξης οφειλών έναντι των πελατών του. Πιο απλά θα λέγαμε ότι ο προμηθευτής αναθέτει στον πράκτορα να εισπράξει εκείνος οφειλόμενα ποσά από τιμολόγια, επιταγές, συναλλαγματικές κτλ που του έχουν δώσει οι πελάτες του, ακολουθώντας τις νόμιμες διαδικασίες είσπραξης. Έτσι η εταιρεία factoring αναλαμβάνει να «αγοράσει» τις απαιτήσεις της επιχείρησης (τιμολόγια) και να της αποδώσει μέρος ή το σύνολο της αξίας (το σύνηθες ποσό προεξοφλημένο ανέρχεται σε 80-90% και το υπόλοιπο ποσό αποδίδεται κατά την εκκαθάριση της συναλλαγής), μειωμένο κατά το ποσό των προμηθειών και των προεξοφλητικών τόκων. Στη συνέχεια η εταιρεία factoring

απευθύνεται στους πελάτες της επιχείρησης προκειμένου να εισπράξει την αξία των τιμολογίων.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Στην περίπτωση που η συμφωνία μεταξύ της επιχείρησης και της εταιρείας factoring αναφέρει για factoring με αναγωγή του κινδύνου, τότε αν οι πελάτες της επιχείρησης δεν εξοφλήσουν τα τιμολόγια στην εταιρεία αυτή απευθύνεται στην επιχείρηση και ζητάει την πληρωμή της αξίας τους. Το factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής δε δίνει το δικαίωμα αυτό οπότε η εταιρεία factoring αναλαμβάνει εξολοκλήρου τον κίνδυνο. Είναι αυτονόητο ότι το factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής έχει υψηλότερο κόστος από ότι με δικαίωμα αναγωγής για το λόγο ότι ο αναλαμβανόμενος πιστωτικός κίνδυνος είναι μεγαλύτερος. Επίσης τα ασφάλιστρα που πληρώνει σε τράπεζες ή άλλους οργανισμούς οι οποίοι θα την αποζημιώσουν σε περίπτωση που δεν εισπράξει τις απαιτήσεις της είναι ένας άλλος παράγοντας που αυξάνει το κόστος.

Ειδικότερα η πρακτορεία (factoring) περιλαμβάνει μια ή περισσότερες από τις ακόλουθες δραστηριότητες:

- Εκχώρηση απαιτήσεων στον πράκτορα με ή χωρίς δικαίωμα αναγωγής
- Εξουσιοδότηση εισπράξεως απαιτήσεων
- Χρηματοδότηση του προμηθευτή με προεξόφληση των απαιτήσεων
- Λογιστική ή νομική παρακολούθηση των απαιτήσεων και διαχείριση τους
- Ολική ή μερική κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου του προμηθευτή, λόγω αδυναμίας πληρωμής των απαιτήσεων από τους αγοραστές
- Παροχή πληροφόρησης σχετικά με τον κίνδυνο αφερεγγυότητας νέων συνεργασιών.

Διαπιστώνουμε λοιπόν ότι ο θεσμός του factoring συμβάλλει στην ενίσχυση των μικρομεσαίων και μεταποιητικών επιχειρήσεων και στην αύξηση των πωλήσεων τους, διευκολύνοντας την ρευστότητα τους. Επιτρέπει την ορθολογικότερη διοίκηση της επιχείρησης αφού αναλαμβάνει την λογιστική παρακολούθηση, τις εισπράξεις, τις δικαστικές διαδικασίες για τους επισφαλείς πελάτες, την παροχή υπηρεσιών σχετικά με τους πελάτες. Επίσης το factoring αποτελεί ένα εύκολο, άμεσο και γρήγορο τρόπο χρηματοδότησης, ενώ παράλληλα ο πράκτορας αναλαμβάνει όλες τις διαδικασίες

παρακολούθησης και είσπραξης των απαιτήσεων μιας επιχείρησης. Αντιλαμβανόμαστε επομένως ότι υπάρχει πλήρης ασφάλεια απέναντι σε αφερέγγυους οφειλέτες.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από την εταιρεία factoring διασφαλίζει την πληρωμή των τιμολογίων και την αποφυγή επισφαλειών, γεγονός που διευκολύνει τον οικονομικό σχεδιασμό της επιχείρησης, εγγυάται την ανάπτυξη της, ενώ παράλληλα βελτιώνει την εικόνα του ισολογισμού της και την πιστοληπτική της ικανότητα, αφού η προκαταβολή που λαμβάνει έναντι της αξίας των τιμολογίων δεν εμφανίζεται στις υποχρεώσεις της.

Εξαιτίας αυτών των πλεονεκτημάτων ο θεσμός της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα διαδεδομένος εδώ και πολλά χρόνια στις αγορές του εξωτερικού. Στην Ελλάδα έκανε την εμφάνιση του στα τέλη του 1994 όταν δημιουργήθηκαν οι πρώτες εταιρείες factoring.

Είδη factoring

i. Εγχώριο επιχειρηματικό factoring

Το εγχώριο factoring απευθύνεται σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια αγορά, έχουν πελάτες με τους οποίους συνεργάζονται σε μόνιμη βάση και επιθυμούν να αποφύγουν την χρονοβόρα διαδικασία διαχείρισης και είσπραξης των απαιτήσεων τους αλλά και να αποκτήσουν πρόσθετη ρευστότητα.

ii. Εξαγωγικό

Το εξαγωγικό factoring παρέχει στην επιχείρηση αντίστοιχες υπηρεσίες με το εγχώριο. Η εκχώρηση όμως στην εταιρεία factoring των απαιτήσεων της επιχείρησης γίνεται κατά κανόνα χωρίς δικαίωμα επιστροφής στην επιχείρηση των ανείσπρακτων τιμολογίων και επομένως η εταιρεία factoring αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο.

iii. Εισαγωγικό factoring

Καλύπτει ανάγκες της επιχείρησης στη διεθνή αγορά. Η εισαγωγική επιχείρηση απαλλάσσεται από τις παραδοσιακές διαδικασίες των εισαγωγών και αγοράζει

προθεσμιακά με ανοιχτό λογαριασμό γεγονός που της επιτρέπει να βελτιώνει την αγοραστική της δύναμη, τους όρους αγορών και την ανταγωνιστικότητα της.

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Χρονολογικά η τεχνική του factoring συστηματοποιήθηκε κυρίως μετά το 1960 στα πλαίσια των προσπαθειών των κυβερνήσεων για ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου με την παροχή κινήτρων διασφάλισης έναντι των αλλοδαπών πελατών.

3. FORFAITING

Το forfaiting είναι ένας από τους νέους θεσμούς που εφαρμόζεται ευρέως και εξυπηρετεί πλήρως τους εμπόρους στον εξαγωγικό τομέα. Ενώ οι διαθέσιμες ασφάλειες στον εξαγωγικό ή εισαγωγικό εμπόριο μπορούν να ασφαλίσουν εμπορικούς ή πολιτικούς κινδύνους μέχρι 85% - 90%, στο forfaiting η ασφάλιση φθάνει το 100% και οι πληρωμές των εμπορευμάτων είναι σίγουρες και επιβεβαιωμένες. Το forfaiting αποτελεί μια μορφή τραπεζικής εργασίας και αφορά την εκχώρηση απαιτήσεων που περιλαμβάνουν εμπορικούς και πιστωτικούς κινδύνους. Το forfaiting θα μπορούσε να ορισθεί σαν μια πράξη αγοράς ή προεξόφλησης αξιογράφων-τίτλων του εξαγωγέα από τον forfaiter. Ο τελευταίος λειτουργεί σαν ανεξάρτητος, αυτόνομος χρηματοδοτικός οργανισμός-επιχείρηση που αγοράζει τίτλους για λογαριασμό του και έχει ως σκοπό το κέρδος από τους τόκους.

Τα αξιόγραφα που συνήθως εμπλέκονται στις συναλλαγές του forfaiting είναι: συναλλαγματικές, εγγυητικές επιστολές, υποσχητικές επιστολές, ανέκκλητες πιστώσεις κ.α.

Το forfaiting αναλαμβάνει οφειλές σε τίτλους ή αξιόγραφα με την συμφωνία να χορηγηθεί πίστωση για 6 μήνες έως και 10 χρόνια. Σαν σύστημα συναλλαγών το forfaiting χρησιμοποιεί όλα τα νομίσματα αλλά περισσότερο τα δολάρια, τα ελβετικά φράγκα και τα γερμανικά φράγκα.

Επίσης υπάρχει συμφωνία για την εξόφληση της οφειλής ώστε να αποτελούν μια σειρά εξαμηνιαίων δόσεων, η οποία πρέπει να είναι εγγυημένη από κάποια τράπεζα, κρατικό οργανισμό ή πολυεθνική εταιρεία.

4. PRIVATE EQUITY-VENTURE CAPITAL

Οι επενδύσεις private equity – επιχειρηματικές συμμετοχές – αφορούν τη χρηματοδότηση εταιρειών μη εισηγμένων σε χρηματιστήριο, κυρίως με την απόκτηση συμμετοχής στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Η χρηματοδότηση συνήθως αποσκοπεί στην ταχύτερη ανάπτυξη της επιχείρησης, στην ενδυνάμωση του κεφαλαίου κίνησης και του ισολογισμού της εταιρείας και στην εξέλιξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών.

Ο τρόπος συμμετοχής περιλαμβάνει διάφορα εναλλακτικά επενδυτικά σχήματα όπως management buy-outs (MBOs) και buy-ins (MBIs), management & employee buy-outs (MEBOs), leveraged buy-outs (LBOs) κλπ. Βασική προϋπόθεση των επενδύσεων είναι ότι οι επιχειρήσεις πρέπει έχουν ορατή δυναμική ανάπτυξης η οποία μπορεί να πολλαπλασιασθεί με αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με ιδιωτική συμμετοχή (private equity financing) ώστε να επιτευχθεί η ανάλογη υψηλή απόδοση.

Το private equity διακρίνεται σε **venture capital** και **development capital**. Οι επενδυτές στην κάθε μια από τις δύο αυτές κατηγορίες εφαρμόζουν διαφορετικά κριτήρια και τρόπο λειτουργίας. Ειδικότερα, στο development capital οι επενδυτές αποβλέπουν σε ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις (πάνω από το μέσο όρο για τον κλάδο που εξετάζεται κατά περίπτωση), ενώ παράλληλα επιδιώκουν επενδύσεις που εξασφαλίζουν την ελαχιστοποίηση του επιχειρηματικού ρίσκου. Πραγματοποιούν επενδύσεις σε επιχειρήσεις που ήδη διαθέτουν μια αξιόλογη ιστορική διαδρομή ή και ταυτότητα, ενώ προσβλέπουν σε ρευστοποίηση της επένδυσής τους μέσα σε εύλογο αλλά και σύντομο σχετικά χρονικό διάστημα.

Οι χρηματοδοτήσεις αυτού του τύπου συνήθως πραγματοποιούνται με συνδυασμό εργαλείων όπως: μακροπρόθεσμα δάνεια, έκδοση προνομιούχων μετοχών και κοινών μετοχών με ειδικά δικαιώματα (π.χ. ισόβαθμη με τις προνομιούχες μετοχές συμμετοχή στα μερίσματα). Ουσιαστικά οι επενδύσεις αυτού του τύπου διακρίνονται και από το ότι οι επενδυτές απαιτούν μια τρέχουσα απόδοση κατά τη διάρκεια της επένδυσης (running yield) εκτός από την υπεραξία της επιχείρησης η οποία πραγματοποιείται κατά τη ρευστοποίηση της επένδυσης.

Ακόμη ένα χαρακτηριστικό αυτής της κατηγορίας είναι ότι οι επενδυτές και οι εταιρείες διαχείρισης που τους εκπροσωπούν εφαρμόζουν πολιτική “hands-off” management, εφόσον η επιχείρηση αποφέρει τα αναμενόμενα σε σχέση με τους στόχους αποδοτικότητας.

Οι επενδυτές του venture capital αποβλέπουν στο να περιορίσουν το αναλαμβανόμενο ρίσκο στο ποσό της συμμετοχής τους (αξία κτήσης) σε κάθε επένδυση, χωρίς συγκεκριμένο ή ανώτατο στόχο υπεραξίας πέρα από αυτήν που προσδιορίζεται από τη δυναμική της αγοράς στην οποία εντοπίζεται το αντικείμενο της επένδυσης (upside market potential). Προϋπόθεση κάθε επένδυσης πάντως είναι η ύπαρξη σημαντικής προοπτικής ταχείας ανάπτυξης η οποία να είναι βιώσιμη καθόλη τη διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα (ο οποίος είναι συνήθως μακροπρόθεσμου χαρακτήρα). Πρακτικά αυτό σημαίνει επενδύσεις σε κλάδους και τομείς με αξιολογές προοπτικές ανάπτυξης και σχετικά περιορισμένες συνθήκες ανταγωνισμού ή κορεσμού, σε καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες που διακρίνονται για τη μοναδικότητά τους.

Οι επιχειρήσεις αυτές δεν έχουν τα περιθώρια τρέχουσας απόδοσης (running yield), εφόσον η ανάπτυξή τους στηρίζεται στην εξασφάλιση της μέγιστης δυνατής ρευστότητας, με συνέπεια οι επενδυτές να οριοθετούν την απόδοση στη μεγιστοποίηση της υπεραξίας η οποία πραγματοποιείται μελλοντικά με τη ρευστοποίηση της επένδυσης, είτε με πώληση σε τρίτους (trade sale) ή με δημόσια εγγραφή σε οργανωμένη αγορά. Όπως είναι φυσικό οι επενδύσεις venture capital πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων και μάλιστα με κοινές μετοχές και σε μικρότερο ποσοστό με δανειακά κεφάλαια ή προνομιούχες μετοχές οι οποίες φέρουν τα χαρακτηριστικά “deferred payment terms” (μελλοντικών προσόδων).

Ακόμη ένα χαρακτηριστικό των επενδύσεων venture capital είναι η προσέγγιση στη διαχείριση των επενδύσεων. Τα στελέχη των εταιρειών διαχείρισης των venture capital funds διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων προσφέροντας εμπειρία (management expertise), αλλά και συμβουλές σε πάσης φύσεως διαχειριστικά θέματα (networking, διαπραγματεύσεις με προμηθευτές και

πελάτες, marketing, στρατηγικό σχεδιασμό, επιχειρηματικά σχέδια, κλπ.). Η προσέγγιση αυτή χαρακτηρίζεται ως «hands-on management».

Κεφάλαιο 1: Σύγχρονοι Τρόποι Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Το venture capital τόσο ως θεσμός, όσο και ως όρος, στην Ελλάδα, είναι σχετικά καινούριος. Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών ή Επιχειρηματικό κεφάλαιο όπως μπορούμε να το αποδώσουμε στην ελληνική γλώσσα είναι μια μέσο-μακροπρόθεσμη επένδυση υψηλής απόδοσης και υψηλού κινδύνου με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια νέων ή ταχέως αναπτυσσόμενων μη εισηγμένων επιχειρήσεων.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (European Venture Capital Association- EVCA) ορίζει το Επιχειρηματικό Κεφάλαιο ως μια μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική γρήγορης ανάπτυξης, συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών, όπως παροχή συμβουλών, δικτύου γνωριμιών και διοικητικής υποστήριξης, που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη.

Το 1990, η επετηρίδα της EVCA (EVCA yearbook) ορίζει το Επιχειρηματικό Κεφάλαιο ως χρηματοδότηση μη εισηγμένων, μικρομεσαίων επιχειρήσεων ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, με την μορφή συμμετοχής στο μετοχικό Κεφάλαιο από εξειδικευμένες εταιρίες παροχής επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΚΕΣ), οι οποίες αποσκοπούν μακροπρόθεσμα στην δημιουργία κεφαλαιακών κερδών (με την μορφή υπεραξίας την 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.

Εναλλακτικά μπορούμε να ορίσουμε το Venture Capital ως έναν τρόπο χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρίας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας ως αντάλλαγμα για την παροχή χρηματοδότησης (British Venture Capital Association). Αυτή η διάσταση είναι πολύ κρίσιμη γιατί ο έχων την αρχική ιδέα μπορεί εν τέλει να βρεθεί σε συνεργασία ακόμη και τον ανταγωνιστή του ο οποίος ενδέχεται να αγοράσει μερίδια από τον χρηματοδότη (τον Venture Capitalist).

Έχοντας μελετήσει τον ορισμό διαπιστώνουμε ότι το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών χαρακτηρίζεται από 3 στοιχεία :

1. Κίνδυνος

το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών 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 Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών, τις περισσότερες φορές συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

3. Υποστήριξη Επιχείρησης

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο: Ο Θεσμός του Venture Capital

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

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 στην χώρα μας .

Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι το Venture Capital συνέβαλε αποφασιστικά στην ανακάλυψη της Αμερικής, με την οικονομική υποστήριξη της Βασίλισσας Ισαβέλλας προς τον Χριστόφορο Κολόμβο.

Οι ρίζες του Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μπορούν να ανιχνευτούν στις δεκαετίες του 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 αυτή την μορφή χρηματοδότησης έγινε μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο το 1946 με τον σχηματισμό της American Research & Development (ARD), της πρώτης εταιρίας που θα παρείχε κεφάλαια σε νέες και ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, κυρίως με προσανατολισμό στο χώρο των κατασκευών αλλά και της τεχνολογίας .

Η πρώτη επένδυση της ARD ήταν η High Voltage Engineering Corporation (HVE), η οποία ουσιαστικά αποτέλεσε την πρώτη επιχείρηση χρηματοδοτούμενη με Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών 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 δυο επενδυτικά σχέδια. Η ανάπτυξη συνεχίστηκε έως το 1950, όπου συνέβησαν αρνητικές ταμειακές ροές, πρόβλημα με την ρευστοποίηση και την κερδοφορία, έλλειψη κερδών κ.α..

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.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

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 :

- i. 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 έφτασε τα 355 εκατ.\$, όπου και τελικά πωλήθηκε ένα χρόνο μετά την Textron Inc., η οποία στις μέρες μας είναι μια από τις ηγετικές εταιρίες παγκοσμίως, στο χώρο των πληροφοριακών συστημάτων.
- ii. Ο Arthur Rock, κατά την αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών, επένδυσε 1,5εκατ.\$ για το ξεκίνημα της Apple Computers Inc. Κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της επιχείρησης, η αξία της επένδυσης έφτασε τα 100 εκατ.\$
- iii. Μετά από μηνιαίες απώλειες ύψους 1 εκατ\$ αρχικής επένδυσης στην Federal Express (αυθημερόν παράδοση δεμάτων) τα κέρδη έφθασαν το 1,2 δις \$ κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της συγκεκριμένης επιχείρησης .

Εξαιρετικές επιχειρήσεις, όπως οι Lotus Development Corporation, Genetics Institute, Sun Microsystems, Compaq Computer Corporation, Staples Inc. και πολλές άλλες, βρήκαν πρόσφορο έδαφος και δημιουργήθηκαν. Το κοινό σημείο σε όλες αυτές τις επιχειρήσεις αλλά και σε πολλές άλλες ήταν η χρηματοδότηση που δέχτηκαν στο πρώιμο τους στάδιο από ΕΚΕΣ. Μια σημαντική ώθηση στην αγορά δόθηκε το 1958, όταν δημιουργήθηκαν οι εταιρίες Small Business Administration (SBA), Small Business Investment Companies (SBICs) οι οποίες είχαν σαν παράδειγμα την επιτυχία της ARD και αναζητούσαν νέες επιχειρησιακές ευκαιρίες.

Η νομοθεσία επέτρεπε στις εταιρίες 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 αμερικάνικης οικονομίας, της αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών, της απουσίας ικανών νέων επιχειρηματιών και της φορολογίας, που καθιστούσε τις επενδύσεις σε V.C. 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 την δυνατότητα σε ασφαλιστικά ταμεία (pension funds) να προχωρήσουν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις. Επίσης, δυο ακόμα νομοθετικές ρυθμίσεις το 1980, τόνωσαν την αγορά μέσω της αναγνώρισης των εταιριών venture capital ως αναπτυξιακών και της νόμιμης αναγνώρισης των ασφαλιστικών ταμείων ως limited partners (συνεργάτες περιορισμένης ευθύνης).

Κατά την δεκαετία του '80, η ανάπτυξη της limited partnership, ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας του V.C., οδήγησε σε 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 περίοδο κάμψης και η αντίστροφη κυκλική αυτή συμπεριφορά είναι συναρτημένη του οικονομικού και θεσμικού περιβάλλοντος κάθε χώρας. Επισημαίνεται ότι η αρνητική πορεία του κλάδου

έχει αντιστραφεί από το 2003, αλλά το ύψους των επενδύσεων δεν συγκρίνεται με αυτό του 2000.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Ευρώπη - Καναδάς

Η επιτυχία της ARD οδήγησε σε προσπάθειες ίδρυσης εταιρίας Venture Capital στην Ευρώπη της δεκαετίας του 1960. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την 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 Enterprises 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 στις δεκαετίες 1960-1970. Η ανάπτυξη η οποία υπήρχε στην Αμερική, οφειλόταν κυρίως, στην δημιουργία της Security & Exchange Commission και της National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), γεγονός το οποίο οδήγησε στην 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 ανάπτυξη 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. Η δραστηριότητα τέθηκε υπό την αιγίδα της ΕΟΚ με την ίδρυση το 1983 του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου European Venture Capital Association (EVCA) στις Βρυξέλλες. Ένα υποδειγματικό σχέδιο τέθηκε σε εφαρμογή το 1984 για να γίνει η αναγνώριση των προβλημάτων και στη συνέχεια προωθήθηκαν διάφορα σχέδια πολυεθνικής συνεργασίας. Οι αρχές του 1990 ήταν γεμάτες με αλλαγές στην δομή της αγοράς. Οι βρετανικές εταιρίες 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, η Ολλανδία, η Γερμανία, η 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.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Η έκρηξη αυτή του Venture Capital στην Ευρώπη οφείλεται στην αύξηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην αγορά τόσο από ανεξάρτητους, όσο και από θεσμικούς επενδυτές. Το 1988 υπολόγιζαν ότι υπήρχαν στην Γαλλία Γερμανία και Ιταλία περισσότερες από 100.000 σημαντικές επιχειρήσεις που ανήκαν σε ιδιώτες και πολλές από αυτές ήταν οικογενειακές επιχειρήσεις. Στην Ολλανδία η κεντρική Τράπεζα παρέχει εγγύηση για επενδύσεις σε επιλεγμένες εταιρίες V.C. και ενθαρρύνει θεσμικούς επενδυτές να επενδύουν σε V.C. Η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία και η Ελλάδα είναι από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπου ο θεσμός βρίσκεται στα πολύ αρχικά στάδια. (πίνακας 1)

ΠΙΝΑΚΑΣ 1- ΎψΟΣ & ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VENTURE CAPITAL				
Χώρα	Ύψος	Αριθμός	Ύψος	Αριθμός
Αγγλία	1831	2067	1630	1729
Γαλλία	968	1888	903	1654
Γερμανία	633	684	626	665
Ιταλία	510	221	260	149
Ολλανδία	239	430	207	335
Ισπανία	128	235	113	239
Βέλγιο	142	164	92	131
Πορτογαλία	44	104	77	139
Σουηδία	48	56	58	67
Ελβετία	65	105	49	58
Νορβηγία	23	49	42	109
Ιρλανδία	26	48	22	39
Φινλανδία	16	79	20	82
Δανία	12	19	15	28
Αυστρία	1	7	1	4
Ισλανδία	3	16	1	8
Σύνολο	4701	6197	4115	5436

Ποσά σε χιλ. ECU / πηγή :EVCA, Yearbook 1994

Όσον αφορά τώρα τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως όλοι γνωρίζουμε, βρίσκονται σε ένα προπαρασκευαστικό στάδιο, με σκοπό την είσοδο 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 χρηματοδότησης του. Ας μην ξεχνάμε πως στις χώρες αυτές το στοιχείο του δημοσίου 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, διαπιστώθηκε 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 V.C. (Hungarian Venture Capital Association), το 1995 οι επενδύσεις έφτασαν τα 400-500 εκατ. \$, ενώ η ένωση αυτή αριθμεί 17 μέλη. Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως ο κύριος όγκος των επενδύσεων στην οικονομία αυτή είναι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, κυρίως τραπεζικοί και επενδυτικοί οργανισμοί. Στην Τσεχία, το συνολικό ποσό που αντιστοιχούσε στις επενδύσεις σε V.C., έφτανε το 44% του αντίστοιχου ποσού της Ουγγαρίας. Στην Πολωνία, ο κλάδος του V.C. μοιάζει με αυτόν της Ουγγαρίας, αλλά ακόμα παραμένει σε πρώιμο στάδιο. Σύμφωνα με τον πίνακα 2, οι επενδύσεις Venture Capital στο σύνολο των Ευρωπαϊκών χωρών κατανέμονται κατά το μεγαλύτερο ποσοστό στον κλάδο των καταναλωτικών αγαθών, ενώ με σημαντική διαφορά ακολουθούν οι επενδύσεις στον κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων. Τελευταία στην Ευρώπη Υπάρχει η ανησυχητική τάση μείωσης των κεφαλαίων Venture Capital για κεφάλαια σποράς (seed capital) και κεφάλαια εκκίνησης (start up capital). Υπάρχει δηλαδή προτίμηση για επενδύσεις μεγαλύτερων ποσών για κεφάλαια επέκτασης (expansion) και για εξαγορές (management buys out).

Η Ευρωπαϊκή Ένωση αναγνωρίζοντας την σημασία του Venture Capital στην οικονομική ανάπτυξη, έχει τα ακόλουθα 5 προγράμματα για την ενίσχυση του θεσμού.

- **Eurotech capital** : Το πρόγραμμα αυτό προωθεί την χρηματοδότηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας, που εκτελούνται από κοινού σε πολλές χώρες μέσω ενός δικτύου από εταιρίες Venture Capital.
- **Seed capital** : Το πρόγραμμα αυτό παρέχει μερικώς αποπληρωμένο κεφάλαιο για την δημιουργία επιχειρήσεων και την βοήθεια επιβίωσης τους. Η EVCA συντονίζει το ευρωπαϊκό δίκτυο κεφαλαίων σποράς (ESCFN) European Seed Capital Fund Network για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- **Sprint** : Αυτό δεν είναι άμεσα πρόγραμμα Venture Capital. Βοηθά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην χρήση νεότερης τεχνολογίας. Επίσης υποστηρίζει την βελτίωση της ρευστότητας και της ανταγωνιστικότητας των ευρωπαϊκών προμηθευτών νέων τεχνολογιών.
- **Value** : Αυτό το πρόγραμμα όπως και το προηγούμενο δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι αφορά αποκλειστικά το Venture Capital. Στηρίζει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις με την διάδοση τεχνικών και επιστημονικών πληροφοριών.
- **Joint Venture PHARE**: Το πρόγραμμα αυτό διευκολύνει την δημιουργία και ανάπτυξη κοινών επιχειρήσεων στις αναδυόμενες αγορές τις Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

Ιαπωνία

Στην Ιαπωνία αν και υπάρχει ευνοϊκό καθεστώς φορολογίας για τους ιδιώτες επενδυτές, δεν υπάρχει φόρος κερδών κεφαλαίου. Η ανάπτυξη και τα χαρακτηριστικά του Venture Capital στην Ιαπωνία διαφέρουν σημαντικά από αυτά των Ηνωμένων Πολιτειών και αυτό οφείλεται στο ότι οι Ιάπωνες αποφεύγουν επενδύσεις με υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο. 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. Καμιά όμως από τις κορυφαίες αυτές ΕΚΕΣ δεν είναι ανεξάρτητη, αφού ουσιαστικά από τις 25 εταιρίες, οι 11 είναι τράπεζες, οι 8 εταιρίες ομολόγων και οι υπόλοιπες 8 είναι κατά ένα μέρος κυβερνητικές.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Στην Ιαπωνία οι εταιρίες αυτές δεν αναλαμβάνουν ένα ρυθμιστικό ρόλο στις επιχειρήσεις που επενδύουν, όπως στις περισσότερες χώρες του κόσμου, αλλά συμμετέχουν με τον ίδιο τον επιχειρηματία στην διοίκηση της εταιρίας, με τρόπο παράλληλο.

Ελλάδα

Στην Ελλάδα, οι εταιρίες Venture Capital (ΕΚΕΣ) λειτουργούν υπό την επίβλεψη του νόμου 2367/29-12-1995. Σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, οι εν λόγω εταιρίες θα πρέπει να είναι ανώνυμες και να έχουν ως στόχο την συμμετοχή στη κεφαλαιακή δομή επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα, δεν θα πρέπει να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και πρέπει να 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 την χορήγηση δανείων στις επιχειρήσεις όπου συμμετέχει, καθώς και να τοποθετεί τα διαθέσιμα της σε καταθέσεις ή σε βραχυχρόνια ακίνητη περιουσία.

Το ελάχιστο κεφαλαίο που ορίζεται βάση νόμου για την ίδρυση μιας τέτοιας εταιρίας είναι 2.934.700,00 €, το οποίο 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 εταιρίας. 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 εταιριών (κυρίως τραπεζών), ενώ το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών κεφαλαίων διοχετεύεται σε επιχειρηματικές προτάσεις υψηλής τεχνολογίας.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Επίσης οι περισσότερες ΕΚΕΣ επενδύουν στο εξωτερικό (κυρίως στα Βαλκάνια και στην Ανατολική Ευρώπη) και πραγματοποιούν την έξοδο 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 ότι αφορά την ανάπτυξη του Venture Capital στην Ελλάδα μετά το 1999, έχει διαπιστωθεί ότι σχετίζεται άμεσα με την 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 εταιριών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημοσίων εγγράφων από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το V.C. εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμα και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυαν σε ώριμες εταιρίες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής τους αν απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδο τους στο ΧΑΑ. Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του Venture Capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του Ταμείου Νέας Οικονομίας Α.Ε. (ΤΑΝΕΟ) με το άρθρο 28 του Ν.2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό την χρηματοδότηση ίδρυσης ΕΚΕΣ, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Τα διαθέσιμα και τα επενδύσιμα κεφάλαια για V.C. βρίσκονται σε εντυπωσιακή άνοδο την περίοδο 1998-2001. Το 2001 όμως παρουσιάστηκε σημαντική μείωση στα επενδύσιμα κεφάλαια, εξαιτίας της ανυπαρξίας αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων. Ουσιαστικά λόγω της συνεχούς πτώσης του ΧΑΑ δεν υπήρχε η δυνατότητα εξόδου των μέχρι πρότινος αξιόλογων υποψηφίων 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 υποψηφίων 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.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Γενικά, η δραστηριότητα του V.C. 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 δυο 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.

❖ Έρευνα της EVCA

«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις venture capital

ΩΣ ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ευνοϊκό για επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity - venture capital) αξιολογείται το φορολογικό και νομικό περιβάλλον της Ελλάδας, σε έρευνα της έγκυρης

Του ΠΕΤΡΟΥ ΚΡΥΣΤΑΛΛΑΚΟΥ πανευρωπαϊκής ένωσης κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (EVCA), η οποία κατατάσσει τη χώρα μας στην τέταρτη (ευνοϊκότερη) θέση μεταξύ της Ε.Ε. των 15, της Νορβηγίας, της Ελβετίας, της Ουγγαρίας, της Τσεχίας, της Πολωνίας και της Σλοβακίας.

ΜΕ ΤΟ πλέον ευνοϊκό περιβάλλον για παρόμοιες επενδύσεις να αξιολογείται θεωρητικά με 1,00 και το χειρότερο με 3,00, η Ελλάδα απέσπασε βαθμολογία 1,75, μετά τις Βρετανία (1,26), Λουξεμβούργο (1,49) και Ιρλανδία (1,53) αλλά πριν από χώρες όπως η Ιταλία (1,86), η Γαλλία (1,89), η Ισπανία (1,96) και η Γερμανία (2,37).

Επισημαίνεται ότι, για το 2002, η Ελλάδα είχε αξιολογηθεί στην ίδια σειρά ερευνών με 1,96 και είχε καταταγεί στην έκτη θέση πανευρωπαϊκά (περιελάμβανε μόνο την Ε.Ε. των 15). Ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων του 2004 διαμορφώθηκε σε 1,97, βελτιωμένος σε σύγκριση με τον αντίστοιχο του 2003 (2,03).

Η μεθοδολογία της EVCA για την αξιολόγηση των χωρών βασίζεται σε 13 δείκτες που θεωρείται ότι όδρουν ευνοϊκά τόσο για τους επενδυτές όσο και για όσους γίνονται αποδέκτες επενδύσεων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

Σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνας, στην Ευρώπη παραμένουν ποικίλα φορολογικά και νομικά εμπόδια για τη συγκέντρωση κεφαλαίων επιχει-

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ VENTURE CAPITAL

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	δ/δ
Ιταλία	1,86	1,96
Γαλλία	1,89	2,09
Ελβετία	1,95	δ/δ
Ισπανία	1,96	2,17
Μέσος όρος 2003	1,97	δ/δ
Μέσος όρος 2002	2,03	δ/δ
Νορβηγία	2,04	δ/δ
Σουηδία	2,05	2,09
Τσεχία	2,12	δ/δ
Πολωνία	2,13	δ/δ
Φινλανδία	2,30	2,25
Γερμανία	2,37	2,41
Αυστρία	2,42	2,53
Δανία	2,46	2,36
Σλοβακία	2,49	δ/δ

Αξιολόγηση φορολογικού και νομικού περιβάλλοντος για επενδύσεις venture capital (1=περισσότερο ευνοϊκό, 3=λιγότερο ευνοϊκό).

Πηγή: European Private Equity & Venture Capital Association

ρηματικών συμμετοχών, ενώ υφίστανται πολλαπλές και σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα.

Δεν προκαλεί απορία λοιπόν γιατί το 82,2% των επενδύσεων venture capitals, αξίας 23,1 δισ. ευρώ, για το 2003, στην Ευρώπη, πραγματοποιήθη-

καν στη χώρα προέλευσης της εταιρείας κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

Ισχυρά και αδύνατα σημεία

Σύμφωνα με την EVCA, ένας σημαντικός παράγοντας, που ευνοεί στην Ελλάδα τις επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, είναι η ξεκάθαρη φορολογική δομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ), που θεσμοθετήθηκαν με το Ν. 2992/2002. Υπενθυμίζεται ότι το πρώτο ΑΚΕΕ -αξίας 30 εκατ. ευρώ- δημιουργήθηκε πρόσφατα από το ΤΑΝΕΟ και την Τράπεζα Αττικής, ενώ ενδέχεται να συμμετάσχει σε αυτό και το ΤΣΜΕΔΕ (-Zaitech Fund-). Η EVCA επισημαίνει επιπλέον ότι, μεταξύ άλλων, οι αμοιβάδες διαχείρισης των ΑΚΕΣ απαλλάσσονται του ΦΠΑ, ενώ ευνοϊκά εμφανίζεται να είναι ο μέγιστος φορολογικός συντελεστής εισοδημάτων φυσικών προσώπων (40%), ο συντελεστής φορολόγησης της πώλησης ή μεταβίβασης μη εισηγμένων μετοχών από Έλληνες πολίτες (5% επί της αξίας συναλλαγής) και το νομικό πλαίσιο που διέπει τις πτωχεύσεις-εκκαθαρίσεις.

Όμως, το πλαίσιο λειτουργίας των ΑΚΕΣ φαίνεται να λειτουργεί ανασταλτικά για επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στο βαθμό που οι τοποθετήσεις τους επιτρέπεται να πραγματοποιηθούν μόνο στην Ελλάδα και μάλιστα αποκλειστικά σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Αρνητικό κρίνει η EVCA και το πλαίσιο που διέπει τις εξαγορές-συγχωνεύσεις, όπως και τους νομικούς περιορισμούς που σχεδόν απαγορεύουν τις επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών των ασφαλιστικών ταμείων και περιορίζουν τις αντίστοιχες τοποθετήσεις των ασφαλιστικών εταιρειών.

Επιπλέον, ο συντελεστής εταιρικών κερδών 35%, που ισχύει στη χώρα, ξεπερνάει το μέσο όρο 28,8% των υπό εξέταση χωρών, ενώ δεν διαχωρίζεται ένας ενιαίος φορολογικός συντελεστής μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Το μηνιαίο κόστος διαχείρισης μιας Α.Ε. στην Ελλάδα ανέρχεται σε 3.000 ευρώ -έναντι ευρωπαϊκού μέσου όρου 2.301 ευρώ- ενώ ο μέσος χρόνος που μεσολαβεί από την αίτηση πτώχευσης μέχρι την εκκαθάριση ανέρχεται στην Ελλάδα σε 1.008 εργάσιμες ημέρες, έναντι 566 ημερών στην Ευρώπη. (ISD-658125)

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

ΔΙΑΦΟΡΑ ΚΛΑΣΙΚΗΣ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ VENTURE CAPITAL

Ο τραπεζικός δανεισμός είναι σήμερα ο πιο συνηθισμένος τρόπος στον οποίο καταφεύγουν οι επιχειρήσεις για να βρουν χρηματοδότηση. Οι τράπεζες προσφέρουν δυο μεγάλες κατηγορίες δανείων προς τις επιχειρήσεις: τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης και τα μακροπρόθεσμα δάνεια.

Τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης αποσκοπούν στη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης και είναι από τη φύση τους μικρής διάρκειας. Αντίθετα τα μακροπρόθεσμα δάνεια είναι μακράς διάρκειας και περιλαμβάνουν τα δάνεια επαγγελματικού εξοπλισμού.

Το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων δανείων είναι συνήθως χαμηλότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο των δανείων κεφαλαίου κίνησης λόγω ακριβώς της μεγαλύτερης διάρκειας αποπληρωμής του.

Δάνεια για κεφάλαια κίνησης

Τα πιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν σήμερα ολοκληρωμένα πακέτα για την κάλυψη των αναγκών ρευστότητας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων ή των ελεύθερων επαγγελματιών. Τέτοια προϊόντα είναι τα ανοιχτά ή ανακυκλούμενα δάνεια και οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί. Στα ανοιχτά δάνεια οι τράπεζες δίνουν ένα πιστωτικό όριο στον πελάτη τους ως το οποίο μπορεί να δανείζεται. Ο δανειολήπτης μπορεί αν θέλει να εξοφλήσει μέρος ή το σύνολο της οφειλής του, ενώ μπορεί να επαναδανείζεται όταν έχει ανάγκη, έως το όριο που του έχει χορηγηθεί, χωρίς να απαιτείται να επιστρέφει σε συγκεκριμένο διάστημα το κεφάλαιο που χρησιμοποίησε. Υπάρχουν τράπεζες που χρηματοδοτούν για κεφάλαιο κίνησης ποσοστό ως και το 100% του τζίρου της επιχείρησης και άλλες όπου το ποσοστό αυτό δεν ξεπερνά το 50% του τζίρου.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Μακροπρόθεσμα δάνεια

1 Δάνεια για επαγγελματική στέγη

Τα δάνεια επαγγελματικής στέγης μπορεί να χρηματοδοτήσουν μέχρι και το 100% της αξίας του ακινήτου και η διάρκειά τους κυμαίνεται από 3 μέχρι 30 χρόνια ανάλογα με την τράπεζα και τον πελάτη. Για τους νέους επιχειρηματίες οι τράπεζες παρέχουν συνήθως περίοδο χάριτος μέχρι δύο χρόνια, διάστημα κατά το οποίο οι νέοι επιχειρηματίες καλούνται να πληρώσουν μόνο τους τόκους ή μικρότερες δόσεις. Τα έξοδα δανείου που χρεώνουν οι τράπεζες συνήθως δεν ξεπερνούν το 1% του δανείου

2 Δάνεια για αγορά πάγιου εξοπλισμού

Τα δάνεια της μορφής αυτής χορηγούνται για την αγορά πάγιου εξοπλισμού (έπιπλα, μηχανήματα κ.λ.π.). Η διάρκεια αποπληρωμής των δανείων αυτών φτάνει τα 15 χρόνια. Η χρηματοδότηση μπορεί να καλύψει ολόκληρη την επένδυση της αγοράς του παγίου εξοπλισμού, ενώ η εκταμίευση μπορεί να γίνεται είτε εφ' άπαξ, είτε σταδιακά ανάλογα με την εξέλιξη των αγορών.

Το Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (ΤΕΜΠΜΕ) είναι ένας κρίσιμος μηχανισμός για την διευκόλυνση της δανειοδότησης του μικρού και ιδιαίτερα του νέου μικρού επιχειρηματία. Το Ταμείο λειτουργεί ως εγγυητής για την διευκόλυνση της δανειοδότησης του μικρού επιχειρηματία για δάνεια που λαμβάνει η επιχείρηση του από την τράπεζα. Η προσφερόμενη εγγύηση μπορεί να φθάσει σε ποσοστό μέχρι 70% του ύψους του δανείου, πράγμα που σημαίνει ότι παραμένει ένα ποσοστό που ο επιχειρηματίας θα πρέπει να καλύψει με δικές του διασφαλίσεις. Ειδικότερα για τις μικρές επιχειρήσεις μέχρι 20 εργαζομένων και με κύκλο εργασιών μέχρι 10 εκ. ευρώ που εντάσσονται στα προγράμματα εγγυοδοσίας του ΤΕΜΠΜΕ θεσπίστηκε πρόσφατα από 1/9/2006, η δυνατότητα κάλυψης του κόστους δανεισμού με ποσό που αντιστοιχεί σε 4 εκατοστιαίες μονάδες επί του επιτοκίου του δανείου.

Αποστολή της εταιρίας, σύμφωνα με τον ιδρυτικό νόμο 3066/2002 (ΦΕΚ Α' 252/18.10.2002), είναι η διευκόλυνση της πρόσβασης στο χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας μας των Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (ΜΕ), παρέχοντας εγγυήσεις και αντεγγυήσεις υπέρ αυτών και αναλαμβάνοντας έτσι την κάλυψη μεγάλου μέρους των οικονομικών και εμπορικών κινδύνων τους.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Ένας εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης που πρόσφατα ξεκίνησε στην Ελλάδα είναι μέσω των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών που είναι ευρύτερα γνωστά με την διεθνή τους ονομασία δηλαδή Venture Capital. Σήμερα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται πάρα πολλές εταιρίες. Το Venture Capital αποτελεί κατά κανόνα μορφή χρηματοδότησης που απευθύνεται σε νέες, φιλόδοξες και ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρίες που συνήθως εκμεταλλεύονται καινοτόμες ιδέες.

Οι εταιρίες Venture Capital χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις - πελάτες τους με αντάλλαγμα την απόκτηση ενός ποσοστού των μετοχών τους. Το ποσοστό αυτό ποικίλει ανάλογα με το ύψους της χρηματοδότησης και το μέγεθος της χρηματοδοτούμενης

επιχείρησης, αλλά κατά κανόνα κυμαίνεται στα επίπεδα του 30%. Η χρονική διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 3 – 7 ετών. Οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται είναι συνήθως δυναμικές με καινοτόμες επιχειρηματικές ιδέες και επιχειρηματικά σχέδια που υπόσχονται υψηλές αποδόσεις, ικανές να ανταμείψουν τις εταιρίες Venture Capital για το ρίσκο που αναλαμβάνουν.

Η συνεργασία των εταιριών Venture Capital δεν περιορίζεται μόνο στην παροχή Κεφαλαίων αλλά παρέχει επίσης βοήθεια και σε ότι αφορά την διοίκηση, το marketing, την στελέχωση και το στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης. Σημαντικές επίσης για την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση είναι οι σχέσεις της εταιρίας Venture Capital με άλλες επιχειρήσεις της αγοράς που μπορεί να χρησιμεύουν στην σύναψη συνεργασιών.

Το μεγάλο πλεονέκτημα της χρηματοδότησης μέσω Venture Capital είναι ότι η επιχείρηση δεν υποχρεούται στην παροχή εγγυήσεων για το κεφάλαιο που τις παρέχεται. Έτσι ακόμα και σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης, η εταιρία Venture Capital δεν διεκδικεί επιστροφή των χρημάτων που επένδυσε στην επιχείρηση, εφόσον φυσικά τηρηθήκαν οι όροι της συμφωνίας μεταξύ των δυο πλευρών.

Σε αντίθεση με τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό, οι εταιρίες Επιχειρηματικών δεν δανείζουν αποσκοπώντας σε τόκους. Δεν επενδύουν σε εισηγμένες εταιρίες αποβλέποντας σε χρηματιστηριακά κέρδη και δεν διατηρούν την συμμετοχή τους στο διηνεκές, με στόχο την διανομή μερίσματος και μόνο.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Αντίθετα επενδύουν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ρευστοποιούν δε την συμμετοχή τους σε προσυμφωνημένο χρόνο και με προσυμφωνημένο τρόπο, συνήθως μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα από την εισαγωγή της εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Στόχος τους είναι η άντληση κερδών από την υπεραξία των μετοχών, η οποία είναι αποτέλεσμα της συμμετοχής και συμβολής των ΕΚΕΣ στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο δημόσιος δανεισμός είναι μεν πιο έντιμος συναλλακτικά, όμως τα κριτήρια επιλογής είναι συχνά ουτοπικά, το δε διοικητικό πλαίσιο γραφειοκρατικό, βαρύ και τελικά αναποτελεσματικό, ιδιαίτερα για αγορές που παρουσιάζουν εποχικότητα ή επικαιρότητα. Ο ιδιωτικός δανεισμός ενώ θα μπορούσε να αποτελέσει αντίδοτο στο τέλμα των

κρατικών διαδικασιών, αποδεικνύεται συχνά δυσβάστακτος οικονομικά για τις επιχειρήσεις. Ο τραπεζικός δανεισμός τέλος ακόμα και όταν προσλαμβάνει καθαρά ιδιωτικό χαρακτήρα δεν είναι άμοιρος γραφειοκρατικών καθυστερήσεων ή και καταχρηστικών όπως τραπεζικών συμβάσεων που τελικά μειώνουν την αξιοπιστία του.

Απόσα έχουμε ήδη αναφέρει, συμπεραίνουμε ότι το επιχειρηματικό ή καινοτομικό κεφάλαιο διαφέρει από τη δανειακή χρηματοδότηση επειδή ο επενδυτής συμμετέχει στον κίνδυνο όπως και ο επιχειρηματίας και δεν έχει συνήθως εξασφαλίσεις. Η εταιρεία καινοτομικού κεφαλαίου αποβλέπει στην πραγματοποίηση κερδών είτε με μορφή μερισμάτων ή συνηθέστερα με μακροχρόνιες αποδόσεις επί του κεφαλαίου σε μορφή κερδών από την ανατίμηση των μετοχών. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις από το αρχικό στάδιο δημιουργίας τους (seed capital) μέχρι την πλήρη ανάπτυξη τους (growth stage). Λειτουργούσες επιχειρήσεις, οι οποίες πραγματοποιούν σε μεταγενέστερο στάδιο επέκταση ή συγχρονισμό, μπορούν να ζητήσουν επιχειρηματικό κεφάλαιο το οποίο όμως ονομάζεται αναπτυξιακό κεφάλαιο (development capital) και είναι μια ειδικότερη μορφή καινοτομικού κεφαλαίου.

Συγκεκριμένα, στο καινοτομικό κεφάλαιο υπάρχει μια επιπλέον διάσταση κινδύνου προερχόμενη είτε από την προσπάθεια εφαρμογής μιας νέας τεχνολογίας, είτε τη δραστηριοποίηση της επιχείρησης σε μια αγορά που δεν είναι ακόμη σαφώς προσδιορισμένη.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Αντίθετα, με το αναπτυξιακό κεφάλαιο χρηματοδοτούνται υπάρχουσες ήδη επιχειρήσεις καλά οργανωμένες και λειτουργούσες σε γνωστή αγορά που χρησιμοποιούν δοκιμασμένη τεχνολογία και που ζητούν να κάνουν μια σημαντική επέκταση. Βέβαια ώριμες και μεγάλες επιχειρήσεις για την χρηματοδότηση των έργων τους συνήθως χρησιμοποιούν είτε την αυτοχρηματοδότηση είτε την υψηλή πιστοληπτική τους ικανότητα.

Η σημαντικότερη διαφορά είναι η οργανωτική και διοικητική υποστήριξη που παρέχεται από μια εταιρία V.C στην επιχείρηση που κάνει την επένδυση. Δηλαδή, συμμετέχει στον στρατηγικό σχεδιασμό, στηρίζει την επιχείρηση με περαιτέρω

χρηματοδοτήσεις, φροντίζει για την 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 την 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 σκοπιμότητα της), δεν συμμετέχουν στην καθημερινή δραστηριότητα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, χωρίς βεβαία αυτό να σημαίνει ότι δεν παρακολουθούν την πορεία των εργασιών της ή ότι δεν έχουν αξιολογήσει προηγουμένως την ικανότητα των επιχειρηματιών που ζητούν το δάνειο. Ως προς το χρόνο εξόφλησης των τραπεζικών δανείων για πάγιες εγκαταστάσεις, τούτος συμφωνείται ανάλογα με την μορφή της επένδυσης και τις ταμειακές ροές της επιχείρησης (cash flow). Συνήθως, η εξόφληση γίνεται εντός 5-8 ετών με απλές ή τοκοχρεωλυτικές 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 χάριτος ενός έτους.

Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Τόσο οι V.C όσο και οι τράπεζες, δεν χρηματοδοτούν ή δεν πρέπει να χρηματοδοτούν προβληματικές επιχειρήσεις, εκτός βεβαία των περιπτώσεων όπου με την κατάλληλη χρηματοδοτική υποστήριξη μπορούν να δημιουργηθούν για τις επιχειρήσεις αυτές νέες προοπτικές ανάπτυξης.

Σε περιπτώσεις όπου επιχειρήσεις βρίσκονται «στην καμπή της κοιλάδας του θανάτου» (αντιπροσωπεύει τη σημαντικότερη επιδείνωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης, αμέσως πριν να αρχίσει να παρουσιάζει τη σημαντική ανάπτυξη της), οι V.C δείχνουν μεγαλύτερη αποφασιστικότητα από τις τράπεζες,

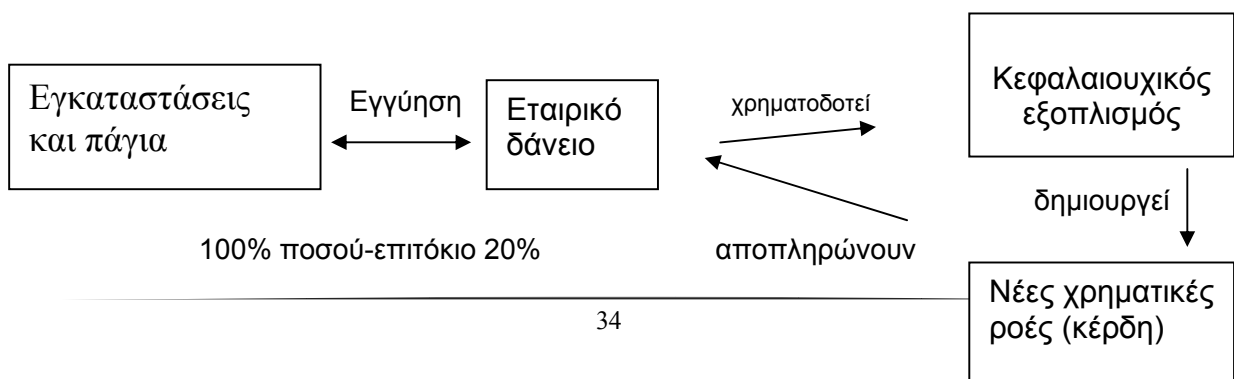
πράγμα που είναι εύλογο και λογικό αφού ο μεγάλος κίνδυνος είναι μέσα στην φύση τους.

Από όσα εκτεθήκαν παραπάνω, προκύπτει ότι οι τράπεζες και οι V.C δεν είναι ανταγωνιστικές αλλά δυο χρηματοδοτικές πηγές που αλληλοσυμπληρώνονται. Εξάλλου οι τράπεζες ενδιαφέρονται για το θεσμό του Venture Capital, πράγμα που αποδεικνύουν εμπράκτως είτε ιδρύοντας με κεφάλαια τους θυγατρικές τους εταιρίες V.C, είτε συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο τέτοιων εταιριών.

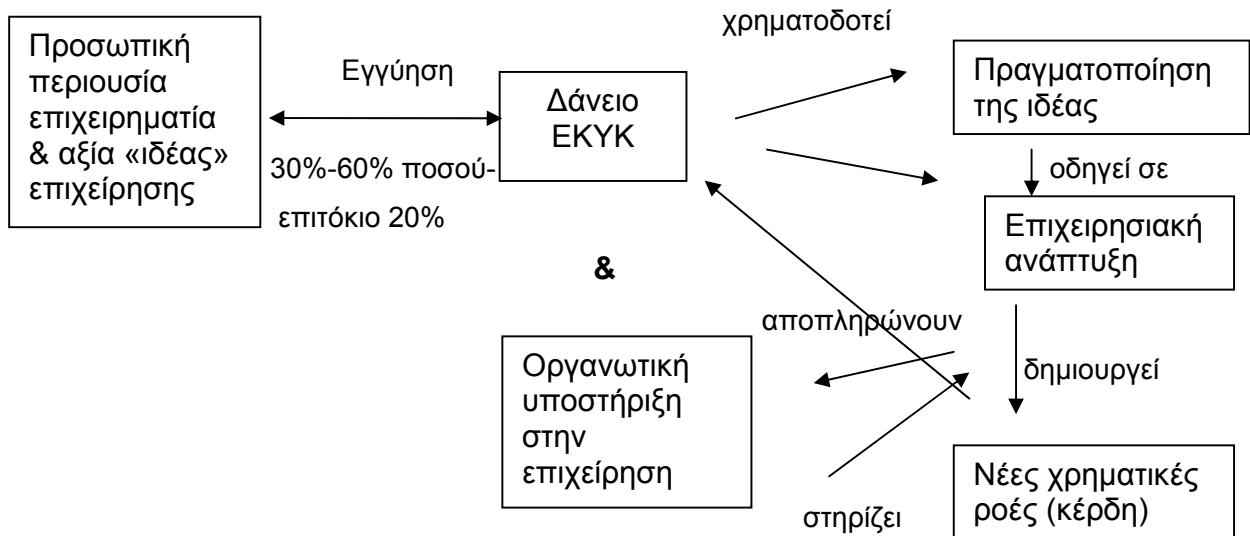
Κεφάλαιο 2: Ο Θεσμός του Venture Capital

Στοιχεία «παραδοσιακής» χρηματοδότησης και χρηματοδότησης ΕΚΥΚ

«Παραδοσιακή» χρηματοδότηση



Χρηματοδότηση ΕΚΥΚ



Πηγή: Ιακωβίδης Μ., 1991

Κεφάλαιο 3: Η Προσφορά του θεσμού στην Οικονομία και την επιχειρηματικότητα

Οφέλη για την οικονομία

Όπως επισημαίνουν γνώστες της συγκεκριμένης αγοράς, το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) μπορεί να αποτελέσει αναπτυξιακό μοχλό διότι υπερβαίνει τις κλασικές προϋποθέσεις χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, όπως τόκοι, εγγυήσεις κ.ά. Ο δε ρόλος των εταιρειών venture capital είναι διττός: αφενός διευκολύνουν τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, αφετέρου υποκινούν την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό ήδη υπάρχουσών επιχειρήσεων, συμβάλλοντας έτσι στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας και στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

Συνεπώς, παίζει καταλυτικό ρόλο στη γρήγορη ανάπτυξη των εταιρειών, κυρίως των μικρομεσαίων, αλλά και στην ανάπτυξη και την υγιή δομή της οικονομίας γενικότερα. Έρευνες στις Ηνωμένες Πολιτείες έχουν δείξει ότι οι εταιρείες με την ταχύτερη ανάπτυξη είναι εκείνες που συντελούν στην αύξηση των θέσεων εργασίας.

Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι οι επενδύσεις private equity ενισχύουν την επιχειρηματικότητα, δίδοντας την ευκαιρία για τη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης, την αξιοποίηση έρευνας, ανάπτυξης και καινοτομίας, αλλά και τη διεθνοποίηση των επιχειρήσεων.

Οι περισσότερες τοποθετήσεις private equity αφορούν μικρομεσαίες επιχειρήσεις (όπως αυτές ορίζονται στη σχετική οδηγία της Ε.Ε.). Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι το 75% των επενδύσεων αφορά επιχειρήσεις που απασχολούν λιγότερα από 100 άτομα. Συνεπώς, ο θεσμός στηρίζει την ανάπτυξη του βασικού επιχειρηματικού ιστού των οικονομιών των περισσότερων χωρών-μελών της ΕΕ αλλά και παγκοσμίως.

Στο διάστημα 2000-2004 συγκεντρώθηκαν κεφάλαια που ξεπερνούν τα €170 εκ. στην Ε.Ε. για την ενίσχυση ή ταχεία ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Το 2002 οι επενδύσεις αυτού του τύπου ωφέλησαν περισσότερες από 8.000 επιχειρήσεις, από τις οποίες ποσοστό 80% ήταν μικρομεσαίες, με τις ανάλογες θετικές επιπτώσεις στην απασχόληση. Στο ίδιο διάστημα (2000-2004) οι επενδύσεις private equity ανήλθαν σε €153 εκ.(πηγη:ICAP)

Κεφάλαιο 3: Η Προσφορά του θεσμού στην Οικονομία και την επιχειρηματικότητα

Οι χρηματοδοτήσεις private equity συντελούν στη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, στην ανάπτυξη των πωλήσεων και των εξαγωγών των επιχειρήσεων. Διαπιστώνουμε ότι 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.

Σύμφωνα με έρευνα που διεξάγεται συστηματικά τα τελευταία επτά χρόνια στη Βρετανία (BVCA), κατά την περασμένη πενταετία η απασχόληση στις επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν μέσω private equity σημείωσε αύξηση με ρυθμό 14% ετησίως, σε

σύγκριση με τον ετήσιο ρυθμό του 0,3% για το σύνολο του ιδιωτικού τομέα στη χώρα αυτή και σχεδόν πέντε φορές υψηλότερο ρυθμό σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις του δείκτη FTSE100 και του δείκτη FTSE Mid-250 (3% και στις δύο). Σύμφωνα με την ίδια έρευνα το 85% των επιχειρήσεων που έτυχαν χρηματοδότησης τύπου private equity αναπτύχθηκαν οργανικά παρά με εξαγορές, ενώ εκτιμάται ότι οι επιχειρήσεις αυτές απασχολούν περίπου 2,9 εκ. άτομα ή ποσοστό 19% του συνόλου των απασχολούμενων στον ιδιωτικό τομέα στη χώρα αυτή.

Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που προκύπτει από την παραπάνω έρευνα είναι το γεγονός ότι ποσοστό 31% των επιχειρήσεων της έρευνας αναμένουν να εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο. Ειδικότερα δε, ποσοστό 46% αναμένει να το πραγματοποιήσει μέσα στην επόμενη διετία και ποσοστό 14% αναμένει να το πραγματοποιήσει μέσα στην επόμενη τριετία. Από το σύνολο των επιχειρήσεων που αναμένουν να εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο, ποσοστό 66% θα το πραγματοποιήσει στην εναλλακτική αγορά AIM (Alternative Investment Market), 17% στην κύρια αγορά του Λονδίνου (LSE Official List) και 9% στην αγορά NASDAQ των ΗΠΑ. Το στοιχείο αυτό είναι πολύ θετικό και για τη χώρα μας, εφόσον η αγορά AIM είναι σχετικά νέα (ίδρυση Ιούνιος 1995) (πηγή:ICAP)

Η χρηματοδότηση μέσω αυτού του θεσμού στη χώρα μας έχει βοηθήσει σημαντικό αριθμό επιχειρήσεων να επιτύχουν ταχύτατους ρυθμούς ανάπτυξης. Ορισμένα από τα πιο γνωστά παραδείγματα είναι οι εταιρείες: GOODY'S, ΓΕΡΜΑΝΟΣ, CHIPITA.

Κεφάλαιο 3: Η Προσφορά του θεσμού στην Οικονομία και την επιχειρηματικότητα

Άλλα πρόσφατα παραδείγματα επιτυχημένων χρηματοδοτήσεων private equity (buy-outs) στη χώρα μας είναι: η εξαγορά της «ΝΙΚΑΣ» (παραγωγή & εμπορία αλλαντικών), η εξαγορά της «TIM» (εταιρεία κινητής τηλεφωνίας) κ.α.

Επιγραμματικά αναφέρουμε ορισμένα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν τα επιχειρηματικά κεφάλαια έναντι των άλλων μορφών χρηματοδότησης:

- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν μέσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δημιουργώντας μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική

ανάπτυξη της επιχείρησης. Παράλληλα έχουν τη δυνατότητα να καλύψουν τις μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και σε συνεργασία και με άλλους επενδυτές, εφόσον αυτό απαιτείται για την περαιτέρω ανάπτυξη.

- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων γίνονται συνέταιροι στην επιχείρηση, αφού μοιράζονται τόσο τους κινδύνους όσο και τις επιτυχίες.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν συμβουλές σε θέματα στρατηγικής, οργάνωσης και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων με βάση την εμπειρία που διαθέτουν από ομοειδείς επιχειρήσεις.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων έχουν εκτεταμένα δίκτυα επαφών σε διάφορους κλάδους, γεγονός ιδιαίτερα χρήσιμο για μια επιχείρηση σε θέματα προσέλκυσης πελατών, πρόσληψης στελεχών, καθώς και αναζήτησης στρατηγικών συμμάχων και επενδυτών.
- Η συμμετοχή μιας εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων προσδίδει κύρος σε μια επιχείρηση και διευκολύνει την πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως π.χ. στον τραπεζικό δανεισμό.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διαθέτουν εμπειρία στην προετοιμασία μιας επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο καθώς και σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Κεφάλαιο 3: Η Προσφορά του θεσμού στην Οικονομία και την επιχειρηματικότητα

Οφέλη για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση

Η χρηματοδότηση μέσω των venture capital επιτρέπει τον έλεγχο της σχέσης ξένων προς ίδια κεφάλαια. Δίδεται έτσι η δυνατότητα στην επιχείρηση να πραγματοποιεί επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού, χωρίς αύξηση του χρηματοδοτικού κινδύνου που προκαλεί ο υπερβολικός δανεισμός. Το σημαντικότερο όμως για την επιχείρηση είναι η συμμετοχή του venture capital στο μετοχικό της κεφάλαιο με την οποία προστίθεται αξία στην υπό ανάπτυξη επιχείρηση μέσω των εμπειριών, επαφών καθώς και της οικονομικής, εμπορικής και διοικητικής τεχνογνωσίας του venture capital. Κάθε

νέα επιχείρηση υποστηρίζεται ενεργά από το venture capital στον στρατηγικό σχεδιασμό, στο μάρκετινγκ και στις πωλήσεις, στον οικονομικό προγραμματισμό και έλεγχο και στην εισαγωγή σύγχρονων μεθόδων διοίκησης. Επιπλέον, στα πλεονεκτήματα της επιχείρησης από τη συμμετοχή ενός venture capital πρέπει να προστεθεί και το αυξημένο κύρος που προσδίδει στην εταιρεία η συμμετοχή θεσμικού επενδυτή. 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.

Οι απαντήσεις που δόθηκαν από τα στελέχη εταιρειών που στηρίχθηκαν σε venture capital για να αναπτυχθούν είναι ενδεικτικές της σημασίας και του ουσιαστικού ρόλου που αυτά διαδραματίζουν στην επιχειρηματική ανάπτυξη. Τα παρακάτω είναι αποτελέσματα έρευνας (2002) της Ευρωπαϊκής Ένωσης Venture Capital (EVCA) σε δείγμα 364 εταιριών.

1. Το 94.5% των επιχειρήσεων θεωρεί ότι δεν θα μπορούσαν να είχαν υπάρξει, αναπτυχθεί περαιτέρω ή /και επιβιώσει χωρίς τα κεφάλαια των ΑΚΕΣ, γεγονός που φαντάζει λογικό καθώς τα VC δεν δανείζουν αλλά συνεισφέρουν φθηνά ως προς το κόστος για την επιχείρηση κεφάλαια ανάπτυξης συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο τους.

Κεφάλαιο 3: Η Προσφορά του θεσμού στην Οικονομία και την επιχειρηματικότητα

2. Το 90% των επιχειρήσεων αύξησαν τις θέσεις εργασίας ως συνέπεια των επενδύσεων των ΑΚΕΣ.
3. Οι εταιρείες χρησιμοποιούν κεφάλαια από venture capital συνήθως για να αυξήσουν τις δαπάνες τους για ανάπτυξη στρατηγικών marketing-πωλήσεων, έρευνα & τεχνολογία, εκπαίδευση και δικτυακές υποδομές.
4. Οι εταιρείες που χρηματοδοτήθηκαν δηλώνουν ότι η συνεισφορά των εταιρειών venture capital δεν περιορίζεται μόνο σε χρηματοδότηση, αλλά και σε βοήθεια στην στρατηγική, ανάπτυξη προϊόντων, supply chain, χρηματοοικονομική διάρθρωση και οικονομικό έλεγχο, δικτύωση με άλλες επιχειρήσεις και ακόμη αύξηση της αξιοπιστίας

τους έναντι της αγοράς (το 90% των επιχειρήσεων που χρηματοδοτήθηκαν δηλώνουν ότι επικοινωνούν με την εταιρεία VC τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα).

5. Το 57% των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν VC πέτυχαν ρυθμούς αύξησης του τζίρου τους μεγαλύτερους από των ανταγωνιστών τους, ενώ το 77% των επιχειρήσεων δηλώνει ότι η αύξηση των κερδών τους ήταν ίση ή μεγαλύτερη από τον ανταγωνισμό.

6. Οι εργαζόμενοι στις επιχειρήσεις δηλώνουν ότι οι μισθοί τους και άλλες αμοιβές (stock options, αμοιβή με κίνητρα κλπ.) ανέβηκαν σημαντικά μετά την είσοδο εταιρειών VC.

Συνοπτικά αναφέρουμε την συνεισφορά των εταιρειών venture capital σε μια επιχείρηση:

- Χρηματοδοτούν την επιχείρηση με κεφάλαια που θα ήταν δύσκολο να αντλήσει η επιχείρηση από μόνη της
- Ενισχύουν τη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια
- Συντελούν στην συστηματική αύξηση της κερδοφορίας και της αξίας της επιχείρησης
- Αξιολογούν το επενδυτικό πρόγραμμα και γενικότερα την στρατηγική της επιχείρησης
- Βοηθούν στην αντιμετώπιση των προβλημάτων της επιχείρησης προσφέροντας της, την απαραίτητα οργανωτική και επιχειρησιακή τεχνογνωσία
- Παρέχουν συμβουλές για την κεφαλαιακή δομή και τη χρηματοδότηση της επιχείρησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Λειτουργία του 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 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, 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

	ΑΡΧΙΚΟ ΣΤΑΔΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ΕΠΕΚΤΑΣΗ & ΑΝΑΠΤΥΞΗ	ΤΕΛΙΚΟ ΣΤΑΔΙΟ		
υψηλή	1) VENTURE CAPITAL 2) προσωπικές και	1) εμπορικές πιστώσεις 2) κρατικές επιχορηγήσεις 3) venture capital 4) Δωρεές	1) Εσωτερική χρηματοδότηση 2) Εμπορικές πιστώσεις 3) Τραπεζικές πιστώσεις 4) Venture capital 5) Επιδοτήσεις 6) Δωρεές	1) προσφορά μετοχών στο κοινό 2) κεφαλαιαγορές 3) τράπεζες 4) venture capital	χαμηλό

Ανάγκη χρηματοδότησης

Επίπεδο κινδύνου

χαμηλή

υψηλό

Ένα άλλο ζήτημα που απασχολεί τις επιχειρήσεις, αφού επιλέξουν την χρηματοδότηση με venture capital είναι πως θα προσεγγίσουν την κατάλληλη εταιρεία επιχειρηματικών κεφαλαίων. Οι εταιρείες αυτές έχουν συνήθως συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική και μπορούν να επενδύουν :

- Σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης π.χ. σποράς, εκκίνησης, ανάπτυξης κτλ
- Σε συγκεκριμένους κλάδους (π.χ. βιο-ιατρική, πληροφορική κλπ)
- Με συγκεκριμένα ποσά επένδυσης (π.χ. <1εκ. €, 1-5 εκ. €, >5 εκ €)
- Σε συγκεκριμένο γεωγραφικό χώρο
- Με συγκεκριμένο τύπο χρηματοδότησης (ίδια κεφάλαια, δανειακά, κτλ)
- Με διαφορετικές προσδοκίες απόδοσης ή ρευστοποίησης
- Με ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας ή όχι.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

Η καλύτερη επιλογή που δημιουργεί τη μέγιστη δυνατή αξία για όλους τους ενδιαφερόμενους γίνεται όταν τα κριτήρια επένδυσης της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων συμφωνούν με τις ειδικές ανάγκες του επιχειρηματία ή της επιχείρησης.

Κριτήρια Επένδυσης

Από την άλλη μεριά οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι επενδυτές, οι οποίοι αναλαμβάνουν σημαντικούς κινδύνους προσδοκώντας υψηλές αποδόσεις από τις επενδύσεις τους. Τη σχέση κινδύνου/απόδοσης τη διαχειρίζονται επενδύοντας μόνο σε επιχειρήσεις που πληρούν τα επενδυτικά τους κριτήρια και εφόσον έχουν πραγματοποιήσει ενδελεχή έλεγχο. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων θέτουν διάφορα κριτήρια όσον αφορά την επιλογή των επενδύσεών τους. Αυτά μπορεί να σχετίζονται με τη θέση της επιχείρησης, το μέγεθος της επένδυσης, το στάδιο της εταιρείας, τη δομή της επένδυσης και την εμπλοκή της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Ο επιχειρηματίας δε θα πρέπει να αποθαρρύνεται αν κάποιος επενδυτής VC δεν επιθυμεί να επενδύσει στην εταιρεία του. Η απόρριψη μπορεί να μην σχετίζεται με την ποιότητα της επιχείρησης αλλά ενδεχομένως με το γεγονός ότι η συγκεκριμένη επιχείρηση δεν ικανοποιεί τα ιδιαίτερα επενδυτικά κριτήρια που θέτει ο επενδυτής.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων συνήθως αναζητούν:

- **καινοτόμες, δυναμικές επιχειρήσεις**

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων αναζητούν επιχειρήσεις με καινοτόμο δράση, ισχυρή στρατηγική θέση και προηγμένα προϊόντα ή υπηρεσίες, οι οποίες στοχεύουν σε γρήγορα αναπτυσσόμενες και μη κορεσμένες αγορές. Εναλλακτικά, στις περιπτώσεις MBO, αναζητούν επιχειρήσεις με μεγάλη δανειοληπτική ικανότητα, με σταθερότητα κερδών και με δυνατότητα γρήγορης αποπληρωμής των χρεών.

- **Ικανή διοίκηση**

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων πρέπει να βεβαιωθούν ότι η διοίκηση της επιχείρησης είναι ικανή για να επιτευχθούν οι στόχοι που έχουν τεθεί. Συνήθως δεν επιζητούν τον έλεγχο της διοίκησης.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

Προτιμούν να προσθέσουν αξία στην επένδυση με την ιδιαίτερη εμπειρία τους στην εξεύρεση κεφαλαίων, στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, το διεθνές μάρκετινγκ και τα παγκόσμια δίκτυα.

- **Εταιρική διακυβέρνηση και δομή** .

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων θέλουν να εξασφαλίσουν ότι οι επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν έχουν τη διάθεση να υιοθετήσουν σύγχρονα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης. Συνήθως ζητούν την ύπαρξη και μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένου και ενός εκπροσώπου της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων αποφεύγουν τις σύνθετες και αδιαφανείς εταιρικές δομές.

- **Κατάλληλη δομή επένδυσης** .

Η σύμβαση που θα συναφθεί μεταξύ της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων και της επιχείρησης θα πρέπει να περιλαμβάνει όρους προστασίας της μειοψηφίας του μετοχικού κεφαλαίου.

- **Προοπτικές ρευστοποίησης** .

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διερευνούν τις προοπτικές ρευστοποίησης από τις επενδύσεις τους, όπως δημόσια εγγραφή ή η εξαγορά από τον επιχειρηματία ή από τρίτο μέρος.

Διαδικασία επένδυσης

Ο επιχειρηματίας που νιώθει 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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.

Έπειτα, 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.

Η διαδικασία επένδυσης διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία επιχειρηματικών κεφαλαίων, σε γενικές γραμμές όμως η διαδικασία που ακολουθείται έχει ως εξής:

- Πρώτη επαφή και υποβολή της επιχειρηματικής ιδέας (business idea) και της σύνοψης του επιχειρηματικού σχεδίου (business plan outline) από τον ενδιαφερόμενο για συνεργασία επιχειρηματία
- Καταρχήν απόφαση του VC για περαιτέρω εξέταση της ιδέας
- Υποβολή ολοκληρωμένου επιχειρηματικού σχεδίου (business plan) από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία
- Υπογραφή από το VC δέσμευσης μη αποκάλυψης σε τρίτους του περιεχομένου του επιχειρηματικού σχεδίου
- Καταρχήν απόφαση του VC για χρηματοδότηση του σχεδίου
- Πρώτες συζητήσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία για τις λεπτομέρειες του σχεδίου

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

- Εκδήλωση (έγγραφο) πρόθεσης χρηματοδότησης από το VC (με υπογραφή του λεγόμενου Letter of Intent)
- Συζητήσεις - αναλύσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία

- Ενδελεχής έλεγχος (Due Diligence) από τα στελέχη του VC τόσο στα περιουσιακά στοιχεία της υποψήφιας επιχείρησης (αν πρόκειται για ήδη υφιστάμενη επιχείρηση), όσο και στα μεγέθη και τις προβλέψεις του επιχειρηματικού σχεδίου
- Διαπραγματεύσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία για την κατάρτιση του συμβολαίου συνεργασίας
- Υπογραφή συμβολαίου συνεργασίας μεταξύ της εταιρίας VC και της χρηματοδοτούμενης εταιρίας (οι εταιρίες VC χρηματοδοτούν πάντα ανώνυμες εταιρίες και οι συναλλαγές – και ιδιαίτερα οι οικονομικές συναλλαγές – γίνονται πάντα με την χρηματοδοτούμενη εταιρία ως νομικό πρόσωπο). Η τελική συμφωνία αποτυπώνεται συνήθως σε μια σύμβαση μετόχων, ενώ συχνά απαιτούνται τροποποιήσεις στο καταστατικό της εταιρείας.
- Παροχή κεφαλαίου όπως προβλέπεται στο παραπάνω συμβόλαιο
- Παρακολούθηση, υποστήριξη και έλεγχος της εταιρίας από τα στελέχη του VC
- Έξοδος του VC από την επιχείρηση με πώληση του ποσοστού ιδιοκτησίας του (συνήθως σε τρίτο θεσμικό επενδυτή ή στο χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή της χρηματοδοτούμενης εταιρίας σε αυτό)

Συνήθως η διαδικασία από την πρώτη επαφή έως τη σύναψη της συμφωνίας διαρκεί περίπου δύο ή τρεις μήνες, ανάλογα με το επίπεδο της προετοιμασίας.

Η σπουδαιότητα του επιχειρηματικού σχεδίου

Το επιχειρηματικό σχέδιο είναι το εργαλείο, μέσω του οποίου ο επιχειρηματίας έχει τη δυνατότητα να πείσει τους υποψήφιους χρηματοδότες για την επιχειρηματική ευκαιρία που παρουσιάζει και για την αγορά στην οποία στοχεύει.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

Το επιχειρηματικό σχέδιο πρέπει να περιγράφει με σαφήνεια τη διοικητική ομάδα, τη στρατηγική της επιχείρησης, τα απαιτούμενα κεφάλαια για την υλοποίηση της επένδυσης καθώς επίσης την αγορά και τον ανταγωνισμό.

Το επιχειρηματικό σχέδιο πρέπει να αντανakλά τις ιδέες και τις επιδιώξεις της επιχείρησης με τον πιο σαφή τρόπο, έτσι ώστε οι πιθανοί επενδυτές να μπορούν να

σχηματίσουν άποψη για την επενδυτική ευκαιρία που περιγράφεται αλλά και για την ικανότητα της διοίκησης να την εκμεταλλευτεί αποτελεσματικά.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι ενότητες που θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα επιχειρηματικό σχέδιο, ώστε να είναι σε θέση να ενισχύσει την επιχειρηματική πρόταση και να απαντήσει σε όλα τα κρίσιμα ερωτήματα που πιθανώς θα έχουν οι ενδεχόμενοι επενδυτές.

1. Την περίληψη

Σε αυτήν εξηγείται ο σκοπός του σχεδίου, ποιοι το συνέταξαν, το επίπεδο ευθύνης και αξιοπιστίας τους και τέλος αναλυτικά οι υποθέσεις που έλαβαν υπόψη τους και προχώρησαν στην σύνταξη του επιχειρηματικού σχεδίου. Κατόπιν περιγράφεται πολύ σύντομα η εταιρεία (τυχόν εμπειρία που διαθέτει), τα προϊόντα που παράγει και οι αγορές στις οποίες προσβλέπει. Επίσης γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, περιγράφεται σύντομα το προτεινόμενο σχέδιο και οι στόχοι του, γίνεται μια περίληψη των κυριότερων σημείων των αναμενόμενων μεγεθών και αποδόσεων και αυτά χρονοδρομούνται (ετήσιες πωλήσεις, καθαρά κέρδη για τα πρώτα πέντε χρόνια, IRR, NPV). Τέλος χρονοδρομούνται τα κεφάλαια που απαιτούνται και ο τρόπος που προτείνεται να χρησιμοποιηθούν.

2. Το κύριο μέρος

2.1 Ιστορικό της εταιρίας

Σε αυτό αναφέρεται η ημερομηνία που ξεκίνησε η υπάρχουσα δραστηριότητα (αν υπήρχε), η ανάπτυξή της, ιστορικά στοιχεία, ισολογισμοί τελευταίων ετών, το λογιστικό της σχέδιο, εκθέσεις ορκωτών λογιστών και εσωτερικού ελέγχου, η σημερινή της χρηματοδότηση, καθώς και οι μέτοχοι και διευθυντές της εταιρίας.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

2.2 Πληροφορίες για τα προϊόντα

Περιλαμβάνει κατηγορίες προϊόντων και περιγραφή τους, μοναδικότητα των προϊόντων και εφαρμογές τους, τεχνολογία που εφαρμόζεται και πως έχει κατοχυρωθεί, μελλοντικές εξελίξεις, και ποια είναι τα οφέλη των προϊόντων για τους καταναλωτές.

2.3 Πληροφορίες για την αγορά των προϊόντων & το ανταγωνιστικό τοπίο

- Έρευνα για τις υπάρχουσες και προβλεπόμενες αγορές σε σχέση και με τη θέση της επιχείρησης στην αγορά
- Εξάρτηση της επιχείρησης ή μη από τρίτους
- Υπάρχοντες ή προβλεπόμενοι πελάτες, κατανομή τους με βάση γεωγραφικά και άλλα κριτήρια (segmentation), μερίδια αγοράς της εταιρίας
- Αγοραστικά πρότυπα των πελατών
- Υπάρχων ή μελλοντικός ανταγωνισμός (ισχυρά - ασθενή σημεία, ομοιότητες, τρόποι αντίδρασης, ευκολία/δυσκολία εισόδου νέων ανταγωνιστών)
- Τεχνικές και πολιτική Marketing, τρόποι και ρυθμοί διείσδυσης της επιχείρησης
- Δίκτυα πωλήσεων - διαθέσεως (απ' ευθείας ή μέσω αντιπροσώπων, αποκλειστικών ή μη)
- Τιμολόγηση των προϊόντων με βάση τη χρησιμότητα αυτών στον καταναλωτή και στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους
- Τιμολογιακή και πιστωτική πολιτική της εταιρίας,
- Μελλοντικές εξελίξεις (απαραίτητες - επιθυμητές)
- Προτάσεις για έρευνα και ανάπτυξη των προϊόντων, προοπτικές ανάπτυξης

2.4 Τεχνικό μέρος και παραγωγική διαδικασία

- Επεξήγηση της παραγωγικής διαδικασίας
- Πηγές εξασφάλισης των πρώτων και βοηθητικών υλών
- Τεχνολογία, διάταξη των μηχανημάτων και της ροής παραγωγής
- Χρησιμοποίηση υπεργολάβων (σε ποια μέρη του προϊόντος; με τι κόστος; υπάρχουν συμφωνίες;)
- Προσδιορισμός των δαπανών παραγωγής σε διάφορα επίπεδα παραγωγής

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

- Ποιοτικός έλεγχος
- Αναφορά σε όλους τους κανονισμούς και τις απαιτούμενες άδειες ή διαδικασίες που απαιτούνται σε Εθνικό ή Κοινοτικό επίπεδο για την πώληση των προϊόντων

Διοίκηση

Περιλαμβάνει το οργανόγραμμα της επιχείρησης, περιγραφές νευραλγικών θέσεων, τα βιογραφικά σημειώματα των σημαντικών στελεχών της επιχείρησης καθώς και όρους απασχόλησής τους. Περιγράφει τις συνολικές ανάγκες σε προσωπικό ανά κατηγορία, ανάγκες για εκπαίδευση προσωπικού, και προτεινόμενους όρους απασχόλησης του εργατο-υπαλληλικού προσωπικού.

Οικονομική ανάλυση

Προβλέψεις για την επόμενη πενταετία για κύκλο εργασιών, καθαρά κέρδη, cash flows, προβλεπόμενοι ισολογισμοί, προβλεπόμενο χρηματοδοτικό σχήμα και νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών.

Συνολική απαιτούμενη επένδυση

Εδώ περιγράφονται με λεπτομέρεια τα βασικά στοιχεία της επένδυσης, χρόνος κατασκευαστικής περιόδου, χρόνος λειτουργίας της μονάδας, ληφθείσες προσφορές και συγκριτικοί πίνακες, κόστος εγκατάστασης, προλειτουργικές δαπάνες, ανάγκες σε κεφάλαια κινήσεως κλπ.

Απαιτούμενα κεφάλαια

Εδώ παρουσιάζονται και χρονοδρομούνται τα απαραίτητα κεφάλαια (κατά στάδια ή όλα από την αρχή), περιγράφονται λεπτομερώς οι πηγές άντλησης των κεφαλαίων και αναφέρεται εάν υπάρχουν διαθέσιμες εγγυήσεις. Εκτιμώνται η καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value, NPV) και ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης (Internal Rate of Return, IRR) των αναμενόμενων αποδόσεων. Γίνεται η αξιολόγηση και ο έλεγχος του βαθμού αβεβαιότητας της αποδοτικότητας της επένδυσης (ανάλυση νεκρού σημείου, ανάλυση ευαισθησίας) όταν μεταβάλλονται βασικές παράμετροι που είχαμε αρχικά εκτιμήσει (βασικές υποθέσεις).

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

3. Συμπεράσματα και Στρατηγικοί στόχοι της επιχείρησης

Το επιχειρηματικό πρόγραμμα κλείνει με την εξαγωγή συμπερασμάτων και παρουσίαση των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης καθ' όλη της διάρκεια της οικονομικής ζωής της μονάδας.

Τα κυριότερα σημεία ενδιαφέροντος για ένα venture capital

Η εταιρεία venture capital αξιολογώντας ένα επιχειρηματικό σχέδιο το πρώτο που θα ελέγξει είναι εάν οι υποθέσεις και οι προβλέψεις που παρουσιάζει η επιχείρηση είναι ρεαλιστικές. Αυτές θεωρείται σκόπιμο να καλύπτουν με σαφήνεια και με εκτίμηση της αβεβαιότητας (κινδύνου) τα εξής:

- Πωλήσεις της επιχείρησης κατά κατηγορία προϊόντων και συνολική αξία πωλήσεων από όλα τα παραγόμενα προϊόντα
- Ακαθάριστα κέρδη της επιχείρησης κατά κατηγορία προϊόντος και συνολικά
- Περίοδο παρεχόμενης πίστωσης
- Μέση ηλικία προμηθευτών
- Επίπεδα αποθέματος και εργασίες εν εξελίξει
- Ωφέλιμη ζωή των παγίων ενεργητικών της επιχείρησης και ετήσιοι ρυθμοί απόσβεσής τους
- Συνολικό κόστος έργου
- Τα επιτόκια μακροπροθέσμου και βραχυπροθέσμου δανεισμού
- Την ένταξη της επιχείρησης σε τυχόν αναπτυξιακές διατάξεις είτε εθνικές είτε κοινοτικές
- Φορολογικοί συντελεστές που ισχύουν

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕ ΕΚΥΚ

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)

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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)

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

Πρωταρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση σποράς (seed capital)

SEED STAGE	SEED CAPITAL (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΣΠΟΡΑΣ)	Κεφάλαιο για ανάπτυξη και δοκιμή μιας αρχικής ιδέας.
	START-UP ή EARLY STAGE CAPITAL (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΚΙΝΗΣΗΣ)	Κεφάλαιο χρηματοδότησης αρχικού σταδίου παραγωγής, marketing και πωλήσεων πριν ακόμη μία επιχείρηση γίνει κερδοφόρος.
EXPANSION	EXPANSION-DEVELOPMENT FINANCE (ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ)	Χρηματοδότηση ανάπτυξης της παραγωγικής δυναμικότητας, των πωλήσεων, επέκταση στην αγορά, ύπαρξη κερδοφορίας πιθανή.
	BRIDGE FINANCE (ΠΡΟΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΧΡΗΜ/ΣΗ)	Χρηματοδότηση στο στάδιο προετοιμασίας για είσοδο στο χρηματιστήριο.
	RESCUE/TURNAROUND	Εξαγορά και εξυγίανση επιχείρησης.
BUY OUT STAGE	MANAGEMENT BUY-OUT	Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχείρησης από το υπάρχον management.
	MANAGEMENT BUY-IN	Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχείρησης από νέα ομάδα management.
REPLACEMENT STAGE	REPLACEMENT	Χρηματοδότηση εξαγοράς μεριδίων απερχόμενων εταίρων ή άλλου fund.
	DEBT REFINANCING	Βελτίωση της θέσης μιας επιχείρησης με μείωση της δανειακής εξάρτησης (σχέση δανειακών προς σύνολο κεφαλαίου).

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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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.

Αρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση εκκίνησης (start-up finance)

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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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.

Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου ανάπτυξης (early-stage finance)

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, συνιστάται 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.

Χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης (development finance ή expansion 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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]

Ενδιάμεση χρηματοδότηση (bridging finance)

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, εφουσυχάζουν 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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.

Κεφάλαιο εξαγοράς management, μέσα από την επιχείρηση (management buy-outs—MBOs)

Τα management buy-outs είναι επενδυτικά σχήματα τύπου development capital κατά τα οποία μεταβιβάζεται σημαντικό ποσοστό της εταιρικής ιδιοκτησίας στο management, με σκοπό την αποτελεσματικότερη ανάπτυξη της επιχείρησης κάτω από ένα πιο ευέλικτο λειτουργικό σχήμα. 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.

Τα buy-outs συνδέονται με κεφαλαιακή ενίσχυση της επιχείρησης για την πραγματοποίηση επενδύσεων που οδηγούν σε ταχεία ανάπτυξη της δραστηριότητάς της, αποφέροντας υψηλές αποδόσεις και συνήθως κατά πολύ υψηλότερες από αυτές που θα επιτυγχάνονταν κάτω από την αρχική τους μετοχική σύνθεση ή ιδιοκτησιακό καθεστώς. Η κεφαλαιακή ενίσχυση πραγματοποιείται με τη συμμετοχή ενός επενδυτικού κεφαλαίου το οποίο αποκτά μειοψηφικό ποσοστό στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Τα buy-outs διακρίνονται περαιτέρω σε τέσσερις υπο-κατηγορίες, ανάλογα με τη μορφή της χρηματοδότησης και την προέλευση του deal, δηλαδή την ομάδα εκείνη που θα διαδραματίσει κυρίαρχο ρόλο στην ανάπτυξη του επιχειρησιακού σχήματος που προκύπτει με την ολοκλήρωση της συναλλαγής (προσωπικό, τρίτοι επενδυτές, στελέχη) (π.χ. spin-offs μεγάλων επιχειρήσεων).

Ειδικότερα διακρίνουμε τα εξής:

- Leveraged buy-outs: όπου η κεφαλαιακή δομή που προκύπτει με την ολοκλήρωση του deal χαρακτηρίζεται από υψηλή μόχλευση (υψηλός δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια). Έχει εφαρμογή σε πολλά buy-outs, διότι τα στελέχη ή το προσωπικό που θα αποτελέσουν τους κύριους μετόχους της νέας εταιρείας στερούνται των κεφαλαίων που απαιτούνται για να καλυφθεί το τίμημα εξαγοράς κατά τη μεταβίβαση της επιχείρησης. Προκειμένου να διασφαλισθεί το απαιτούμενο ποσοστό πλειοψηφίας (και άρα ελέγχου) που λειτουργεί και ως κίνητρο ανάπτυξης της επιχείρησης, η συμμετοχή του fund και των στελεχών στα ίδια κεφάλαια (κοινές μετοχές) συμπληρώνεται με δανεισμό.
- Employee buy-outs: είναι μια υπο-περίπτωση του management buy-out όπου το προκύπτον ιδιοκτησιακό καθεστώς διευρύνεται ώστε να περιληφθεί το προσωπικό της επιχείρησης (ή μέρος του). Τούτο γίνεται για την αποφυγή συγκρούσεων σε περίπτωση restructuring, αλλά διασφαλίζει ταυτόχρονα την ύπαρξη έμπειρου εργατικού δυναμικού (από το υπάρχον) για την απρόσκοπτη συνέχιση της λειτουργίας της επιχείρησης, ιδιαίτερα σε κλάδους που απαιτούν εξειδίκευση και δεξιότητες.

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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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.

Κεφάλαιο εξαγοράς management εκτός επιχείρησης (management buy-ins – MBIs)

Σύμφωνα με την EVCA, το MBI είναι η περίπτωση όπου μια ομάδα έμπειρων στελεχών που δεν συνδέονται με την εταιρεία-στόχο, αποκτούν τον λειτουργικό και μετοχικό έλεγχο της εταιρείας με στόχο την αποτελεσματικότερη ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της με τη στήριξη και κάλυψη των Venture Capitalists, δηλαδή των χορηγών με ΕΚΥΚ. Αυτό το σχήμα έχει τύχει της υποστήριξης των funds managers -συχνά συνδέεται άμεσα με τη συμμετοχή του fund στο χρηματοδοτικό σχήμα- ιδιαίτερα όταν διαπιστώνεται ότι η προκύπτουσα εταιρεία μπορεί να ωφεληθεί σημαντικά από τη συμμετοχή έμπειρων και καταξιωμένων στελεχών από τον επιχειρηματικό κόσμο που θα συνδράμουν στην ανάπτυξή της σε συγκεκριμένους τομείς (π.χ. marketing, networking, κλπ.).

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

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 διάφορων 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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]

Χρηματοδότηση αντικατάστασης (replacement finance)

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 μέρισμα. Οι μετοχές αυτές, συχνά, μετατρέπονται πάλι σε κοινές, εάν η επιχείρηση εισαχθεί ή πωληθεί.

Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (turnaround or rescue finance)

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

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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 καρπώ 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.

Κεφάλαιο 4: Λειτουργία του venture capital

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 5: Το θεσμικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα

Το πρώτο ουσιαστικό βήμα για την ανάπτυξη του VC στην Ελλάδα αποτέλεσε η ψήφιση του νόμου 1775/88, σύμφωνα με τον οποίο θεσπίζεται η δυνατότητα ίδρυσης ΕΠΕΚ (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) με νομική μορφή ΑΕ ή ΕΠΕ και ελάχιστο κεφάλαιο 1,47 εκατομμύρια € σε μετρητά. Ορίζεται ως αντικείμενο των ΕΠΕΚ η ίδρυση ή συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Ακόμα, οι εταιρείες αυτές μπορούν να παρέχουν εγγυήσεις σε χρηματοδοτικούς οργανισμούς για τη χορήγηση δανείων σε καινοτομικές εταιρείες μέχρι του 20% των κεφαλαίων της ΕΠΕΚ ανά επιχείρηση. όπως επίσης μπορούν να αντλούν κεφάλαια με την έκδοση ομολογιακών δανείων μετατρέψιμων ή μη σε μετοχές.

Γενικά ο νόμος του 1988 αν και αποτέλεσε ένα θετικό βήμα για την ενίσχυση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα αποδείχθηκε ιδιαίτερα περίπλοκος και ασαφής με αποτέλεσμα να μην εννοείται ο βασικός του σκοπός που ήταν η προώθηση των επενδύσεων σε σχετικά νέες επιχειρήσεις σε τομείς υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας και συγκεκριμένα η προσέλκυση κεφαλαίων από τον ιδιωτικό τομέα.

Τα βασικά προβλήματα που παρουσιάστηκαν είχαν σαν αποτέλεσμα να ιδρυθούν μόνο τρεις εταιρείες και δεν υπεβλήθησαν πάνω από έξι αιτήσεις για υπαγωγή, ενώ πραγματοποιήθηκε μια μόνο επένδυση. Έτσι ο νόμος του 1998 αντικαταστήθηκε από το Ν.2367/95. Με το νέο νόμο οι ΕΠΕΚ μετονομάστηκαν σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) οι οποίες 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.

Το επενδυτικό τοπίο όσο αφορά την εγχώρια ανάπτυξη του θεσμού ξεκαθάρισε σημαντικά με την ψήφιση του νόμου 2992/20.3.2002 (Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις) και συγκεκριμένα με το άρθρο 7.

Τα κεφάλαια των ΑΚΕΣ επενδύονται κατά προτίμηση, σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους κατεχοχόν τομείς της «νέας οικονομίας» (ενδεικτικά: τηλεπικοινωνίες, πληροφορική, ηλεκτρονικό εμπόριο) αλλά και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητα τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη «νέα οικονομία».

Οι βασικές διατάξεις του νόμου έχουν ως εξής (πλήρες κείμενο στο παράρτημα 1):

- Τα ΑΚΕΣ ιδρύονται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Το ΑΚΕΣ δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και επομένως οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για υποχρεώσεις του ΑΚΕΣ πέραν της αξίας του μεριδίου της συμμετοχής τους σε αυτό. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως αποκλειστικά από το διαχειριστή.
- Διαχειριστής του ΑΚΕΣ είναι μια ανώνυμη εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100000€ και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.
- Το ΑΚΕΣ είναι αμοιβαίο κεφάλαιο ορισμένης χρονικής διάρκειας, η οποία δεν μπορεί να υπερβεί τα 15 χρόνια. Επενδύει αποκλειστικά σε μετοχές σε επιχειρήσεις που έχουν έδρα την Ελλάδα και δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ενώ επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές.
- Η περιουσία του ΑΚΕΣ διαιρείται σε ίσα μερίδια και η συμμετοχή του επενδυτή αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από το διαχειριστή και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα. Τα μερίδια αυτά είναι μεταβιβάσιμα και μπορούν να ενεχυριάζονται με την προϋπόθεση ότι αυτό γνωστοποιείται στο διαχειριστή.

Κεφάλαιο 5: Το θεσμικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα

- Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του ΑΚΕΣ κατά τη σύσταση του είναι 3.000.000€ αλλά η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης μπορεί να προβλέπει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία αύξησης του ενεργητικού του. Η ελάχιστη αξία της συμμετοχής κάθε μεριδιούχου κατά τη σύσταση του ΑΚΕΣ δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000€. Η καταβολή του τιμήματος της συμμετοχής γίνεται μόνο με μετρητά αλλά επιτρέπεται η τμηματική καταβολή της συμμετοχής του μεριδίου η οποία δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000€.
- Όσον αφορά την περιουσιακή κατάσταση του ΑΚΕΣ η διαχειρίστρια εταιρεία συντάσσει εξαμηνιαία και ετήσια έκθεση στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης η οποία περιλαμβάνει τουλάχιστον: α) την καταγραφή της περιουσιακής κατάστασης του ΑΚΕΣ, β) αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης, γ) διανεμόμενα και επανεπενδύόμενα κέρδη, δ) ενδεχόμενες μεταβολές στην ταυτότητα των μεριδιούχων.
- Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του ΑΚΕΣ από τη διαχειρίστρια εταιρεία γίνεται σύμφωνα με τους εξής κανόνες: α) η αξία των κινητών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας, β) η αξία των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την αξία κτήσης τους. Οι πρόσσοδοι του ΑΚΕΣ από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο καθώς και το προϊόν της ρευστοποίησης των επενδύσεων του, μπορούν να διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους σύμφωνα με τα όσα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης.
- Όσον αφορά τη φορολογία, τα ΑΚΕΣ δεν είναι υποκείμενα οποιοδήποτε φόρου. Η φορολόγηση των μεριδιούχων των ΑΚΕΣ για το κάθε μορφής εισόδημα που αποκτούν από την ιδιότητα αυτή γίνεται στο πρόσωπο τους ως εξ' αδιαίρετου συγκυριών, κοινωνιών και γενικά συνδικαιούχων των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το ΑΚΕΣ.
- Επίσης, δόθηκε η δυνατότητα μετατροπής των ΕΚΕΣ που είχαν συσταθεί σύμφωνα με το ν. 2367/1995 και λειτουργούσαν ήδη, σε ΑΚΕΣ, μέσα σε ένα έτος από τη δημοσίευση του νόμου 2992/2002, αφού προηγηθεί έκθεση του ΕΚΕΣ από ορκωτό ελεγκτή και απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Κεφάλαιο 5: Το θεσμικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα

N.2843/2000(ΦΕΚ 219 Α) - Τ.Α.ΝΕ.Ο

Με το νόμο αυτό και συγκεκριμένα βάσει του άρθρου 28, συστάθηκε ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας ΑΕ», το οποίο αποτέλεσε σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του θεσμού του venture capital στην Ελλάδα. Κύριος σκοπός του Τ.Α.ΝΕ.Ο είναι η συγχρηματοδότηση – με ιδιώτες επενδυτές – της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ), αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ) και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, που θα διέπονται από τη νομοθεσία κράτους-μέλους της ευρωπαϊκής ένωσης. Αυτά τα επενδυτικά σχήματα θα πρέπει να είναι αντικείμενο διαχείρισης φορέων του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα.

Το Τ.Α.ΝΕ.Ο λειτουργεί σαν ‘fund of funds’ υπό την μορφή Α.Ε., 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 Τ.Α.ΝΕ.Ο εξαιτίας της διαπίστωσης του μεγάλου ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων στη χώρα μας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 1995-1999, τα συνολικά κεφάλαια προς επένδυση σε venture capital ως ποσοστό επί του ΑΕΠ ήταν 0.028% για την Ελλάδα ενώ για την ευρωπαϊκή ένωση ο μέσος όρος ήταν 0.159%

Το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας συστάθηκε από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και αποσκοπεί στην εξεύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη της «νέας οικονομίας» στην Ελλάδα. Διαθέτει κεφάλαια €150 εκ. προς επένδυση, από τα οποία τα €105 εκ. προέρχονται από 34 έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές και €45 εκ. από το πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων.

Όσον αφορά τη δομή και τη διαχείριση του ΤΑΝΕΟ, αυτή συνίσταται και διενεργείται από τέσσερα όργανα: τη Διοίκηση, το Σώμα των 35βθεσμικών 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 ΤΑΝΕΟ της ίδιας χώρας (UK Hitech Fund).

Κεφάλαιο 5: Το θεσμικό πλαίσιο του venture capital στην Ελλάδα

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 T.A.NE.O. 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.

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

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.

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.

Σύμβουλος του TANEΟ για την επιλογή των κατάλληλων επενδυτικών σχημάτων είναι η Capital Dynamic, ένα από τα μεγαλύτερα fund of funds στην Ευρώπη με περισσότερα από €2 δισ. υπό διαχείριση. Με το ν.2992/2002 και το ν. 2843/2000 άλλαξε ο χαρακτήρας των επενδύσεων στο venture capital, από ιδιωτικές τοποθετήσεις σε επενδύσεις συλλογικού χαρακτήρα. Πρακτικά με το νόμο αυτό η επένδυση σε venture capital γίνεται πιο ευέλικτη και η προηγούμενη νομοθεσία δεν έχει πια εφαρμογή, παρόλο που δεν καταργήθηκε.

Ακολουθούν οι κυριότερες διατάξεις του νόμου αυτού σχετικά με τη λειτουργία του ΤΑΝΕΟ.

- ❖ Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο του ΤΑΝΕΟ ορίσθηκε σε €293.470,29 αποτελούμενο από δέκα χιλιάδες μετοχές ονομαστικής αξίας €29,35 και καλύφθηκε εξ ολοκλήρου με καταβολή μετρητών από το Ελληνικό Δημόσιο.
- ❖ Επιτρέπεται με απόφαση του ΔΣ της εταιρείας η χωρίς περιορισμούς διανομή στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος κάθε ποσού που εισπράττει η εταιρεία από τη συμμετοχή της σε επενδυτικά σχήματα, όπως αυτά ορίζονται στο σκοπό της.
- ❖ Κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή της εταιρείας σε επενδυτικά σχήματα είναι η αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων και των διαχειριστών, καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας. Τα κριτήρια αξιολόγησης μπορούν να εξειδικεύονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.
- ❖ Η εταιρεία δεν υπόκειται σε φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου και απαλλάσσεται από το φόρο έναρξης δραστηριότητας. Επίσης η εταιρεία δεν υπόκειται σε οποιονδήποτε φόρο, τέλος ή δικαίωμα του Δημοσίου ή τρίτου για την κατάρτιση και τροποποίηση του καταστατικού της. Ακόμη, δεν υπόκειται σε φόρο για το κάθε μορφής εισόδημα που προκύπτει από τη συμμετοχή της σε επενδυτικά σχήματα (ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ).
- ❖ Κάθε ποσό που εισπράττουν οι μέτοχοι από την εταιρεία για οποιαδήποτε αιτία, στην έκταση που υπερβαίνει το άθροισμα των ως τότε κάθε μορφής εισφορών τους στην εταιρεία, εξομοιώνεται φορολογικά με πρόσθετη αξία που αποκτούν οι μεριδιούχοι αμοιβαίων κεφαλαίων από την εξαγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης, κατά την έννοια της περίπτωσης δ' του άρθρου 24 του ν. 2238/1994.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται με αλφαβητική σειρά οι κυριότερες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα venture capital και private equity. Σημειώνεται ότι κύρια πηγή εντοπισμού των επιχειρήσεων είναι η Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Venture Capital (Hellenic Venture Capital Association).

Ανάλογα με τη διαθεσιμότητα, τα στοιχεία δραστηριότητας των εταιρειών του πίνακα είναι αρκετά αναλυτικά, ώστε να σκιαγραφηθεί το εύρος των funds που λειτουργούν στη χώρα μας και τα είδη των επενδύσεων αναφορικά με τη φάση ανάπτυξης των επιχειρήσεων που αποτελούν το αντικείμενο των επενδύσεων.

Στο ζήτημα της δημιουργίας private equity funds στη χώρα μας, η πρακτική που ακολουθούν οι εταιρείες διαχείρισης για τη συγκέντρωση κεφαλαίων είναι με στοχευμένες παρουσιάσεις, κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές και μεγάλες επιχειρήσεις, αφού προηγηθεί η αποτύπωση της στρατηγικής των τοποθετήσεων (γεωγραφικός & κλαδικός προσανατολισμός, επίπεδο ρίσκου ανάλογα με το στάδιο της επένδυσης, κλπ.). Η επιτυχία της συγκέντρωσης των απαιτούμενων κεφαλαίων βασίζεται στην καλή φήμη και το ιστορικό της εταιρείας διαχείρισης, καθώς και τη σωστή επιλογή των υποψήφιων επενδυτών.

Οι αμοιβές των εταιρειών διαχείρισης private equity funds κυμαίνονται περί το 2% - 2,5% επί των κεφαλαίων υπό διαχείριση και συμπορεύονται με τα επίπεδα αμοιβών που ισχύουν διεθνώς. Το ποσοστό αυτό μπορεί να είναι και χαμηλότερο, ανάλογα με το μέγεθος του fund. Εκτός από αυτή την αμοιβή οι εταιρείες διαχείρισης αξιώνουν και ποσοστό επί των κερδών του fund κατά τη ρευστοποίηση, γνωστή και ως αμοιβή υπεραπόδοσης (carried interest). Σε κάθε περίπτωση με τον ισχύοντα νόμο (2992/2002) που εισήγαγε διαφάνεια στο θεσμό, οι αμοιβές των εταιρειών διαχείρισης καθορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων-επενδυτών, του θεματοφύλακα και του διαχειριστή (Limited Partnership Agreement).

Κυριότερες εταιρείες διαχείρισης venture capital και private equity	
ALPHA A.E. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (“ALPHA VENTURES”)	
Διεύθυνση	Μέρλιν 5, 10671 Αθήνα. Τηλ. 210 3627710, Fax 210 3619532, URL: www.alphavc.gr
Προσωπικό	7
Έσοδα 2005 (€)	394.740
Δραστηριότητα	Εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου – διαχείριση funds
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 1990 και είναι 100% θυγατρική της Alpha Bank A.E., μιας από τις μεγαλύτερες ελληνικές ιδιωτικές εμπορικές τράπεζες. Η εταιρεία είναι μια από τις παλαιότερες στον εξεταζόμενο κλάδο με κεφάλαια ύψους €9,9 εκ. και μπορεί να χαρακτηριστεί ως “captive fund” με τη διεθνή ορολογία που διακρίνει τις ανεξάρτητες εταιρείες private equity από αυτές που συνδέονται με χρηματοπιστωτικούς ομίλους. Για το ιστορικό αναφέρεται ότι το 1996 απορρόφησε την Αλφα Α.Ε. Αναλήψεως Επιχειρηματικών Πρωτοβουλιών που είχε ιδρυθεί το 1990. Το 1999 η επωνυμία της άλλαξε σε Alpha A.E. Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου και τον Φεβρουάριο του 2006 ανακοινώθηκε σχέδιο σύμβασης απορρόφησης της Αλφα Α.Ε. Συμμετοχών & Επενδύσεων το οποίο είναι σε εξέλιξη.</p> <p>Σήμερα η εταιρεία έχει ολοκληρώσει τον επενδυτικό της κύκλο και δεν αναμένεται να δημιουργήσει άλλα funds. Τα τελευταία πέντε χρόνια πραγματοποίησε επτά τοποθετήσεις, μια στο εξωτερικό και έξι στην Ελλάδα, εκ των οποίων μια το 2005. Οι κυριότερες επενδύσεις (συμμετοχές) που έχει πραγματοποιήσει μέχρι σήμερα είναι: Πρισματέκ Ελλάς Α.Ε. (εμπορία προϊόντων ψύξης και κλιματισμού), Βιομάγν Α.Ε. (βιομηχανικά προϊόντα), Ελληνική Φάρμα Μανιταριών Α.Ε.Β.Ε. (αγροτικά προϊόντα), Ιντιγκο ΑΒ&ΕΕ (ένδυση), Ιχθυοτροφεία Κεφαλονιάς ΑΒ&ΕΕ (αγροτικά προϊόντα), Fabe Α.Β.Ε.Ε. (ένδυση). Το ύψος των τοποθετήσεων ανέρχεται σε €25-30 εκ. Η ρευστοποίηση των τοποθετήσεων τα τελευταία χρόνια ήταν κυρίως με trade sale και συγκεκριμένα πώληση των συμμετοχών στο management των επιχειρήσεων ή στους υπόλοιπους μετόχους. Τα τελευταία 2-3 χρόνια πραγματοποιήθηκαν τρεις ρευστοποιήσεις. Με την ολοκλήρωση του επενδυτικού της κύκλου η εταιρεία προσανατολίζεται στην καθαρή παροχή επενδυτικών συμβουλών.</p>

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

	ATTICA VENTURES A.E.
	Μαυρομιχάλη 8, 10679 Αθήνα.
Διεύθυνση CAPITAL CONNECT ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ Α.Ε. («CAPITAL CONNECT VENTURE MANAGERS»)	Τηλ. 210 3637663, Fax 210 3637859, URL: www.attica-ventures.gr
Προσωπικό	4
Εσοδα 2005 (€)	781.506
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003 με αντικείμενο τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών βάσει του άρθρου 7 του νόμου 2992/2002 (ΑΚΕΣ). Είναι θυγατρική της Τράπεζας Αττικής ΑΕ η οποία ελέγχεται από το ΤΣΜΕΔΕ. Τον Μάρτιο του 2004 ιδρύθηκε το πρώτο ΑΚΕΣ με την επωνυμία Zaitech Fund με κεφάλαια ύψους €30 εκ. και διάρκεια 10 έτη (με δυνατότητα παράτασης για 2 επιπλέον έτη). Ο επενδυτικός ορίζοντας είναι 5 έτη με δυνατότητα παράτασης για 1 επιπλέον έτος. Η επενδυτική πολιτική προδιαγράφεται από τις διατάξεις του σχετικού νόμου και αφορά επενδύσεις σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις ΑΕ και ΕΠΕ στην Ελλάδα, οι οποίες δεν θα υπερβαίνουν το 15% του ενεργητικού ανά περίπτωση (ανώτατο όριο 20% σύμφωνα με την παρ. 10 του νόμου). Οι επενδύσεις απευθύνονται σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στο στάδιο εκκίνησης (start up) ή στο αρχικό στάδιο λειτουργίας (early stage). Το ανώτατο επενδυτικό όριο ανά γύρο επένδυσης είναι €1 εκ. ανά εξάμηνο, ενώ για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε μεταγενέστερο στάδιο το ανώτατο συνολικό όριο συμμετοχής είναι €3 εκ. ανά γύρο χρηματοδότησης.</p> <p>Μέχρι σήμερα το Zaitech Fund έχει πραγματοποιήσει έξι επενδύσεις συνολικού ύψους €12 εκ. και αναμένεται να πραγματοποιηθούν 4-6 ακόμη μέχρι το 2010. Οι πλέον γνωστές τοποθετήσεις του fund είναι: Doppler ABEE (παραγωγή & εμπορία εξαρτημάτων ανελκυστήρων), Mediterra AE – Mastiha Shop (θυγατρική της Ένωσης Μαστιχοπαραγωγών Χίου), e-Global (εταιρεία παροχής υπηρεσιών διαδικτύου και πληροφορικής).</p>

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

Διεύθυνση	Ικάρου 7, 14564 Κηφισιά. Τηλ. 210 6254062-3, Fax 210 6254763,
GLOBAL FINANCE	URL: www.capitalconnect.gr.
Διεύθυνση	Φιλικής Εταιρείας 14, 10673 Αθήνα.
Έσοδα 2005 (€)	58.12487208900, Fax 210 7292643,
Δραστηριότητα	Διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΚΕΣ)
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 2001. Πρόκειται για ανεξάρτητη εταιρεία venture capital (ΑΚΕΣ) όπου συμμετέχουν ιδιώτες, επιχειρηματίες και το ΤΑΝΕΟ. Διαθέτει κεφάλαια προς επένδυση ύψους €24 εκ. και οι τοποθετήσεις που επιδιώκει είναι της τάξεως των €1-€3 εκ. σε δυναμικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις, μέγεθος που μπορεί να επαυξηθεί με κοινοπρακτική επένδυση (syndication) εφόσον χρειασθεί. Τα επενδυτικά εργαλεία περιλαμβάνουν μετοχές, μετατρέψιμα ομόλογα και επενδύσεις τύπου mezzanine financing ανάλογα με την περίπτωση. Μέχρι σήμερα έχουν πραγματοποιηθεί τέσσερις επενδύσεις: μια σε εταιρεία παραγωγής λογισμικού (ERP), μια σε εταιρεία παραγωγής ιατρο-τεχνολογικού εξοπλισμού, μια σε εταιρεία ανακύκλωσης ελαστικών και μια σε εταιρεία παραγωγής πρώτων υλών για ζωοτροφές από τα παραπροϊόντα και τα υπολείμματα της ζυθοποιίας.</p>

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

	URL: www.globalfinance.gr
Προσωπικό	28
Έσοδα 2005 (€)	6.279.191
Δραστηριότητα	Εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου – διαχείριση funds
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 1991 και είναι η μεγαλύτερη ανεξάρτητη ελληνική εταιρεία διαχείρισης venture capital. Βασικοί μέτοχοι της εταιρείας είναι ιδιώτες επιχειρηματίες, ενώ και η EFG Eurobank Ergasias Τράπεζα ΑΕ διατηρεί ποσοστό συμμετοχής 10%. Η Global Finance έχει δημιουργήσει έξι funds και έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις σε 55 επιχειρήσεις, εκ των οποίων οι 30 στην Ελλάδα και οι 25 στο εξωτερικό. Η πολιτική διαχείρισης της εταιρείας είναι hands-on management, δηλαδή ενεργή συμμετοχή στη διοίκηση, αλλά και σε θέματα διαχείρισης των επιμέρους επιχειρήσεων.</p> <p>Τρία από τα funds αναλογούν στα 2/3 των επενδεδυμένων κεφαλαίων και αφορούν επενδύσεις στην Ελλάδα: Baring Hellenic Ventures (BHV), Global Capital Investors (GCI, ίδρυση 1997), Global Capital Investors II (GCI II). Το πρώτο (BHV) απέφερε αποδόσεις που έφθασαν 13 φορές τα επενδεδυμένα κεφάλαια κατά τη ρευστοποίησή του το 2004. Το δεύτερο (GCI) που προσανατολίζεται σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, στην Ελλάδα και το εξωτερικό, καθώς και management buy-outs, είναι πλήρως επενδεδυμένο από το 2000 και αναμένεται να επιτύχει ανάλογες αποδόσεις.</p> <p>Το GCI II ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2000, θεωρείται το μεγαλύτερο ελληνικό fund μέχρι σήμερα και διαθέτει κεφάλαια ύψους €200 εκ. Ο επενδυτικός προσανατολισμός του εστιάζει σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, στα media και σε management buy-outs.</p> <p>Η Global έχει δημιουργήσει τρία επιπλέον funds στην Ανατολική Ευρώπη: το Euromerchant Balkan Fund (EBF), το Black Sea Fund (BSF), το Global Bulgaria and Romania Growth Fund (GGF) με συνολικά κεφάλαια \$150 εκ. Στα τρία αυτά funds συμμετέχουν διεθνείς επενδυτικοί οργανισμοί όπως: European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), International Finance Corporation (IFC) κ.α. Τα funds αυτά προσανατολίζονται σε τοποθετήσεις σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις με τη</p>

συμμετοχή των εκάστοτε ντόπιων συνεργατών που διαθέτουν εμπειρία και γνώσεις της αγοράς αλλά και διοικητικά προσόντα (management know-how). Το πρώτο από αυτά (EBF) προσανατολίζεται σε τοποθετήσεις σε ελληνικές επιχειρήσεις που επενδύουν στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία.

Το δεύτερο (BSF) προσανατολίζεται σε τοποθετήσεις σε επιχειρήσεις στη ζώνη της Μαύρης Θάλασσας. Τα δύο τελευταία χρόνια δημιουργήθηκαν δύο ακόμη funds: Real Estate Fund (2005), South Eastern European Fund (2006) με συνολικά κεφάλαια €150 εκ. και €200 εκ. αντίστοιχα, τα οποία προσανατολίζονται σε τοποθετήσεις σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη Σερβία και την ευρύτερη περιοχή της νοτιο-ανατολικής Ευρώπης.

Η επενδυτική πολιτική κατά κλάδους, διαφέρει ανάλογα με το χαρακτήρα του κάθε fund. Μέχρι σήμερα έχουν γίνει τοποθετήσεις στην πληροφορική, στις τηλεπικοινωνίες, στο εξειδικευμένο λιανικό εμπόριο, στο franchising, στα τρόφιμα, στα ΜΜΕ, σε εξειδικευμένο λογισμικό, κλπ. Στο διάστημα 2003-2004 πραγματοποιήθηκαν τοποθετήσεις ύψους \$80 εκ. σε εννέα επιχειρήσεις. Μεταξύ των πλέον επιτυχημένων συγκαταλέγονται οι εξής: Νίκας (αλλαντικά - 2003), Δωδώνη Παγωτά (παραγωγή παγωτού & αλυσίδα καταστημάτων - 1999), Goody's (αλυσίδα ταχείας εστίασης, κύκλος επένδυσης 4 χρόνια), Jumbo (αλυσίδα καταστημάτων ειδών bebe, κύκλος επένδυσης 4 χρόνια), Γερμανός (αλυσίδα καταστημάτων ηλεκτρονικών ειδών & κινητής τηλεφωνίας, κύκλος επένδυσης 8 χρόνια), Orange (εταιρεία κινητής τηλεφωνίας στη Ρουμανία - 2001), Chipita (παραγωγή αρτοσκευασμάτων, κύκλος επένδυσης 7 χρόνια), Temenos (εταιρεία τραπεζικού λογισμικού - 2000), Nova (συνδρομητικό τηλεοπτικό κανάλι - 2000), United Milk Company-OMK (εταιρεία γαλακτοκομικών στη Βουλγαρία - 2003), Sicomed (φαρμακευτική εταιρεία στη Ρουμανία - 1999), Corporacion Dermoestetica SA (κέντρα δερματολογίας στη Βαλέντσια της Ισπανίας - 2003).

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

IBG A.E.Δ.Α.Κ.Ε.Σ. ("IBG MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.")

Διεύθυνση	Λεωφ. Κηφισίας 24β, 15125 Μαρούσι. Τηλ. 210 8171963, Fax 210 8171969.
Προσωπικό	5
Έσοδα 2005 (€)	467.747
Δραστηριότητα	Διαχείριση επιχειρηματικών κεφαλαίων (ΑΚΕΣ)
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 2001 με την επωνυμία IBG Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ. και αρχικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο σκοπός της εταιρείας τροποποιήθηκε σε εταιρεία διαχείρισης ΑΚΕΣ το 2004, οπότε ανέλαβε τη διαχείριση του δεύτερου fund του ομίλου Marfin Group και ο διακριτικός τίτλος της εταιρείας άλλαξε σε «IBG Management Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.».</p> <p>Μέτοχοι είναι η Επενδυτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. και η IBG Capital Α.Ε., οι οποίες ελέγχονται από τον όμιλο Marfin. Η εταιρεία αποτελεί τον βραχίονα του ομίλου Marfin στο venture capital. Η δραστηριότητα του ομίλου στον τομέα αυτό ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2000 με την συμμετοχή στο “AVC Venture Capital” που ήταν fund τύπου ΕΚΕΣ (αρχικοί μέτοχοι: Marfin ΑΕΠΕΥ, ALTEC, ΑΛΤΕ, κλπ.). Το fund αυτό ιδρύθηκε το 1999 με κεφάλαια ύψους €4,4 εκ. και επενδυτικό προσανατολισμό τη χρηματοδότηση εταιρειών σε ώριμο στάδιο ανάπτυξης και σε κλάδους με αμυντικά χαρακτηριστικά σε περιόδους δυσμενών οικονομικών συγκυριών. Πραγματοποιήθηκαν πέντε επενδύσεις που αντιστοιχούν στο 60% των συνολικών κεφαλαίων υπό διαχείριση. Σήμερα η εταιρεία τελεί υπό εκκαθάριση, έχοντας ρευστοποιήσει τις περισσότερες συμμετοχές της και έχοντας διανείμει στους μετόχους της το προϊόν των εν λόγω αποεπενδύσεων.</p>

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

	Στα τέλη του 2004 ιδρύθηκε το IBG Hellenic Fund II με τη νομική
--	---

	<p>μορφή ΑΚΕΣ και κεφάλαια €17 εκ. Στο fund αυτό συμμετέχει το TANEΟ (με ποσοστό 50%), ο όμιλος MFG και ιδιώτες επενδυτές από τον επιχειρηματικό και ναυτιλιακό χώρο (περίπου 30 επενδυτές-μεριδιούχοι). Το fund έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις σε τέσσερις εταιρείες. Επίσης έχει ήδη προχωρήσει στην πρώτη του μερική αποεπένδυση. Το IBG Hellenic Fund II επενδύει σε καινοτόμες μικρές ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και σε στελέχη που διαθέτουν βαθιά γνώση των αγορών τους και αποδεδειγμένη εμπειρία και ικανότητες. Η IBG Management συμμετέχει ενεργά στη διοίκηση των επιχειρήσεων στις οποίες γίνονται επενδύσεις.</p>
--	--

I-CUBE A.E.	
Διεύθυνση	Λεωφ. Συγγρού 377, 17564 Παλαιό Φάληρο. Τηλ. 210 9484280, Fax 210 9420287, URL: www.i-cube.gr
Προσωπικό	20
Έσοδα 2005 (€)	820.168
Δραστηριότητα	Σύμβουλοι επιχειρήσεων, υπηρεσίες θερμοκοιτίδας
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 1992 με την επωνυμία ΑΝΘΟΣ Α.Ε. η οποία άλλαξε στη σημερινή στις αρχές του 2001. Η δραστηριότητα της εταιρείας στο venture capital ξεκίνησε το 2000 και συνίσταται στη χρηματοδότηση και υποστήριξη θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων με το πρόγραμμα «Ελευθω» που διαχειρίζεται το ΥΠ.ΑΝ. (Γ.Γ.Ε.Τ.). Στόχος του προγράμματος αυτού είναι η διευκόλυνση της μεταφοράς τεχνολογίας και η προώθηση της ίδρυσης και ανάπτυξης στην Ελλάδα μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι οποίες να στηρίζονται στην εντατική αξιοποίηση γνώσεων. Η υλοποίηση του στόχου αυτού γίνεται με την ίδρυση και ανάπτυξη τεχνολογικών πάρκων ή και θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων, όπου φιλοξενούνται και λαμβάνουν υποστήριξη</p>

	<p>νεοσύστατες και καινοτόμες εταιρείες έντασης γνώσης. Η ενίσχυση των επιχειρήσεων λαμβάνει τη μορφή επιχορήγησης προς τον φορέα εκμετάλλευσης της θερμοκοιτίδας ή του επιστημονικού-τεχνολογικού πάρκου, μέχρι το ποσό των €7,5 εκ. ανά περίπτωση και μέχρι €2 εκ. ανά εγκατεστημένη επιχείρηση. Το πρόγραμμα αυτό έχει συνολικό προϋπολογισμό €68,9 εκ. και διάρκεια ισχύος μέχρι 31.12.2006. Πρόκειται για πρωτοβουλία στα πλαίσια του Γ' ΚΠΣ («Ανταγωνιστικότητα») η οποία συγχρηματοδοτείται κατά 70% από την ΕΕ (Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης) και κατά 30% από το Ελληνικό Δημόσιο. Η εταιρεία έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις ύψους €13 εκ. σε 14 επιχειρήσεις.</p>
--	--

«NOTOS ASSOCIATES» A.E. ΝΟΤΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.	
Διεύθυνση	Βουκουρεστίου 21, 10671 Αθήνα. Τηλ 210 3390305, Fax 210 3624337
Προσωπικό	5
Έσοδα 2005 (€)	535.000
Δραστηριότητα	Σύμβουλοι επιχειρήσεων, σύμβουλοι επενδύσεων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Ιδρύθηκε το 2000 με την επωνυμία Νότος Σύμβουλοι Επιχειρήσεων ΑΕ και το Νοέμβριο του 2002 έλαβε το σημερινό διακριτικό τίτλο. Το αντικείμενο της εταιρείας είναι η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών για τις επενδύσεις που πραγματοποιούν δύο κλειστού τύπου off-shore venture capital funds με γεωγραφικό προσανατολισμό την Ελλάδα και τη νοτιο-ανατολική Ευρώπη. Το πρώτο με την επωνυμία Eikon Capital ιδρύθηκε το 2000 με κεφάλαια ύψους €30,5 εκ. και έχει κλείσει τον επενδυτικό του κύκλο.</p> <p>Το δεύτερο με την επωνυμία EIKON MEZZANINE ιδρύθηκε το 2005 με κεφάλαια ύψους €34-35 εκ. και έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις που ανέρχονται περίπου στο 60% των κεφαλαίων. Ο επενδυτικός προσανατολισμός και των δύο funds είναι σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο ανάπτυξης και συγκεκριμένα buy-outs, εξαγορές και expansion capital. Το πρώτο από τα δύο</p>

	funds έχει πραγματοποιήσει επτά επενδύσεις και το δεύτερο τέσσερις, ενώ μόνο μια από τις επενδύσεις είναι εκτός Ελλάδος. Ο κύκλος των επενδύσεων είναι 4-5 χρόνια και μέχρι σήμερα έχει γίνει μόνο μια ρευστοποίηση. Και τα δύο funds έχουν κύκλο ζωής 8-10 έτη.
--	--

PARTHENON TRUST ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.	
Διεύθυνση	Λεωφ. Αμαλίας 32, 10558 Αθήνα. Τηλ. 210 3313000, Fax 210 3313800.
Προσωπικό	Μ.Δ.
Δραστηριότητα	Διαχείριση επιχειρηματικών κεφαλαίων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Ιδρύθηκε το 2001. Σύμφωνα με τα μέχρι σήμερα διαθέσιμα δημοσιευμένα στοιχεία (2003, 2004, 2005) η εταιρεία δεν φαίνεται να έχει ξεκινήσει δραστηριότητα. Σύμφωνα με τρίτες πηγές πρόκειται για εταιρεία κυπριακών συμφερόντων η οποία λειτουργεί ως εταιρεία διαχείρισης venture capital για λογαριασμό off-shore funds (δηλαδή δεν είναι εταιρεία διαχείρισης ΑΚΕΣ).

THERMI Α.Ε.	
Διεύθυνση	9 ^ο χλμ. Θεσσαλονίκης-Θέρμης, 57001 Θέρμη. Τηλ. 2310 478832, Fax 2310 478718, URL: www.thermokoitida.gr
Προσωπικό	5
Έσοδα 2005 (€)	13.002
Δραστηριότητα	Υπηρεσίες θερμοκοιτίδας επιχειρήσεων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Ιδρύθηκε το 2003 με την αρχική επωνυμία Bird ΑΕ και τον Ιανουάριο του 2004 άλλαξε την επωνυμία της στη σημερινή. Μέτοχοι της

	<p>εταιρείας είναι οι εταιρείες: Κούμπας Συμμετοχές Α.Ε., 4Ε Α.Ε. Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (venture capital fund) και IBG Α.Ε. Κεφαλαίου, Συμμετοχών & Κτηματικών Συναλλαγών (ελέγχεται από τον όμιλο Marfin Bank).</p> <p>Η θερμοκοιτίδα διαθέτει κεφάλαια ύψους €14,5 εκ., εγκαταστάσεις και υποδομή για τη στέγαση επιχειρήσεων συνολικής έκτασης 6.000 τ.μ. Οι προσφερόμενες υπηρεσίες περιλαμβάνουν την ενοικίαση κύριων και ειδικών ή βοηθητικών εγκαταστάσεων, την εξεύρεση κεφαλαίων (venture capital, δάνεια, επιχορηγήσεις) μέχρι το ποσό των €750.000 ανά επιχείρηση-ένοικο, υποστηρικτικές υπηρεσίες (νομική, γραμματεία, τηλεφωνικό κέντρο, κατοχύρωση ευρεσιτεχνιών, internet, λογιστικά), συμβουλευτικές υπηρεσίες (επιχειρηματικά σχέδια, εκπαίδευση, διαχείριση ανθρώπινου δυναμικού, πιστοποίηση ποιότητας, πληροφορική, διαφήμιση, marketing), υπηρεσίες διασύνδεσης (με επιχειρηματικές ενώσεις, ομοειδείς επιχειρήσεις, τεχνολογικά-ερευνητικά πάρκα, πανεπιστήμια). Η θερμοκοιτίδα διαθέτει περί τις 15 επιχειρήσεις-ενοίκους στους εξής τομείς: εξειδικευμένα προϊόντα λογισμικού, έξυπνα συστήματα δόμησης, internet, τηλεμετρία στον τομέα υγείας, τηλεματικές εφαρμογές, θερμομηχανικά συστήματα, εξειδικευμένες στατιστικές και οικονομικές εφαρμογές, ανακατασκευή αναλώσιμων για εκτυπωτές inkjet & laser, εξειδικευμένο λογισμικό προσομοίωσης, generic φαρμακευτικά προϊόντα, ανάπτυξη αντιδραστηρίων χημικού εργαστηρίου, μηχανήματα για τη βιομηχανία κεραμικών, αναπαραγωγή ωφέλιμων εντόμων για τη βιοκαλλιέργεια, βιολογικά διαγνωστικά αντιδραστήρια, ανάπτυξη παιχνιδιών adventure αναψυχής.</p> <p>Ο χρονικός ορίζοντας των χρηματοδοτούμενων επενδύσεων είναι 3-5 έτη και η επιθυμητή έξοδος είναι η πώληση μέσω δημόσιας εγγραφής ή σε άλλο χρηματοοικονομικό φορέα.</p>
--	---

Κεφάλαιο 6: Κυριότερες Επιχειρήσεις Venture Capital και Private Equity

VECTIS CAPITAL A.E.	
Διεύθυνση	Βας. Σοφίας 115, 11521 Αθήνα. Τηλ. 210 6428755, Fax 210 6428774, URL: www.vectis.gr
Προσωπικό	5
Έσοδα 2004 (€)	€462.216
Δραστηριότητα	Σύμβουλοι επενδύσεων, σύμβουλοι επιχειρήσεων, διαχείριση εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Ιδρύθηκε το 2000. Κύριος μέτοχος είναι ο όμιλος Λεβέντη- Δαυίδ. Η εταιρεία διαχειρίζεται δύο funds με συνολικά κεφάλαια ύψους €26,5 εκ. τα οποία προσανατολίζονται σε start-ups, seed capital (θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων) και development capital. Το πρώτο είναι το A.L.C. Nouvelle Investments Ltd και το δεύτερο είναι το Vectis West African Advancement Fund LP το οποίο βρίσκεται στη φάση συγκέντρωσης κεφαλαίων. Η επενδυτική πολιτική συνίσταται σε συμμετοχές από €1 εκ. έως €3 εκ. για χρονικό ορίζοντα 3-5 έτη. Μέχρι σήμερα έχουν πραγματοποιηθεί 10 επενδύσεις κυρίως στην Ελλάδα στους τομείς της πληροφορικής, στο λιανικό εμπόριο, στις υπηρεσίες και στα τρόφιμα. Έχουν ήδη πραγματοποιηθεί τρεις αποεπενδύσεις.

ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. – i4G (Incubation for Growth- i4G)	
Διεύθυνση	Αντώνη Τρίτση 21, 57001 Θέρμη, Θεσσαλονίκη. Τηλ. 2310 804800, Fax 2310 804810, URL: www.i4g.gr
Προσωπικό	9 (για τη θερμοκοιτίδα i4G)
Δραστηριότητα	Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων. Επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Η Θερμοκοιτίδα Ανάπτυξης Επιχειρήσεων i4G αποτελεί διακριτό λειτουργικό τμήμα της εταιρείας συμβούλων επιχειρήσεων

	<p>Ευρωσύμβουλοι Α.Ε., η μετοχή της οποίας διαπραγμα-τεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η θερμοκοιτίδα ξεκίνησε τη λειτουργία της τον Ιούνιο του 2003. Το έργο της I4G ήταν προϋπολογισμού €5,5 εκ. και συγχρηματοδοτήθηκε κατά 50% από την εταιρεία Ευρωσύμβουλοι Α.Ε. και κατά 50% από τη Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας στα πλαίσια του προγράμματος «Ελευθω» το οποίο διαχειρίζεται το ΥΠ.ΑΝ.</p>
<p>Στις 30/06/2006 η I4G έγινε η πρώτη από τις 10 εγκεκριμένες από το «Ελευθω» θερμοκοιτίδες που ολοκλήρωσε με επιτυχία το έργο της. Στη Θερμοκοιτίδα φιλοξενούνται σήμερα 12 επιχειρήσεις, ενώ συνολικά έχουν υποβληθεί στη διαδικασία θερμοκοιτήσης 17 επιχειρήσεις από τις οποίες μια έχει αποφοιτήσει με επιτυχία και σε πέντε έχει διακοπεί η διαδικασία θερμοκοιτήσης. Στο τέλος του 2005 ο συνολικός κύκλος εργασιών των εταιρειών της θερμοκοιτίδας ξεπερνούσε τα €5,5 εκ. και οι θέσεις εργασίας τις 105. Η Θερμοκοιτίδα έχει επενδύσει πάνω από €1,8 εκ. επιχειρηματικά κεφάλαια σε έξι θερμοκοιτιζόμενες εταιρείες στα πλαίσια του προγράμματος «Ελευθω». Στις υπηρεσίες θερμοκοιτήσης προς τις φιλοξενούμενες επιχειρήσεις η I4G παρέχει εργασιακό περιβάλλον και υποστήριξη σε καινοτόμες επιχειρηματικές ιδέες με στόχο την εξέλιξή τους σε επικερδείς δραστηριότητες σε τρία επίπεδα:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Ολοκληρωμένη κτιριακή υποδομή (γραμματεία, χώρους στάθμευσης, φωτοτυπικό κέντρο, αίθουσα σεμιναρίων, αίθουσα συσκέψεων, χώρο εστίασης). 2. Υπηρεσίες coaching, δικτύωσης, πληροφόρησης, προώθησης πωλήσεων, χρηματοοικονομικού consulting, διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού, λογιστικής και νομικής υποστήριξης προς εταιρείες οι οποίες έχουν στόχο τη βελτίωση του ρυθμού επιβίωσης αλλά και την ταχύτερη ανάπτυξή τους. 3. Επενδυτικά κεφάλαια για τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών που φιλοξενούνται. <p>Στις επενδύσεις οι θερμοκοιτίδες εφαρμόζουν την πρακτική του venture capital από την αρχική φάση αξιολόγησης της επενδυτικής πρότασης, της διαπραγμάτευσης με τους επενδυτές, της υποστήριξης της νέας εταιρείας και μέχρι την έξοδο (exit) από την επένδυση. Οι εταιρείες θερμοκοιτίδας διαφοροποιούνται από τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου στο ότι ειδικεύονται σε επενδύσεις κεφαλαίου σποράς (seed capital) και έναρξης επιχειρηματικής δραστηριότητας (start up capital), όπου τα επενδύσιμα ποσά είναι πολύ χαμηλότερα από αυτά που αφορούν το venture capital και το private equity.</p>	

ΕΘΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. (“NBGI PRIVATE EQUITY”)	
Διεύθυνση	Αμαλίας 12, 10236 Αθήνα. Τηλ. 210 3319560, Fax 210 3319569, URL: www.nbgipe.gr
Προσωπικό	11
Έσοδα 2005 (€)	1.570.782
Δραστηριότητα	Σύμβουλοι επενδύσεων, διαχείριση επιχειρηματικών κεφαλαίων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	<p>Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών Α.Ε. ή “NBG Venture Capital” ιδρύθηκε το 1999 και ελέγχεται από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. (ΕΤΕ). Συγκεκριμένα, είναι 100% θυγατρική της N.B.G. International Ltd (NBGI) με έδρα το Λονδίνο, η οποία είναι θυγατρική της ΕΤΕ. Η εταιρεία αποτελεί τον φορέα μέσω του οποίου ο όμιλος της ΕΤΕ ξεκίνησε τη δραστηριότητα στο private equity και το venture capital. Η ΕΤΕ δραστηριοποιείται σήμερα στον τομέα αυτό μέσω της “NBGI Private Equity” η οποία λειτουργεί ως υποκατάστημα αλλοδαπής εταιρείας (N.B.G. International Ltd).</p> <p>Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών Α.Ε. είχε υπό τη διαχείρισή της δύο captive funds τα οποία ιδρύθηκαν το 2000: το NBG Greek Fund Ltd (έδρα Κύπρος) με κεφάλαια ύψους €45 εκ. και επενδυτικό προσανατολισμό την Ελλάδα και το NBG Balkan Fund Ltd (έδρα Κύπρος) με κεφάλαια ύψους €30 εκ. και επενδυτικό προσανατολισμό τις Βαλκανικές χώρες. Το πρώτο πραγματοποίησε έξι επενδύσεις και το δεύτερο τέσσερις επενδύσεις, ενώ και τα δύο έχουν κλείσει τον επενδυτικό τους κύκλο (fully invested). Σήμερα το NBG Balkan Fund έχει ρευστοποιηθεί ενώ το NBG Greek Fund βρίσκεται στη διαδικασία ρευστοποίησης. Και τα δύο funds απέφεραν σημαντικά κέρδη κατά τη ρευστοποίησή τους, ενώ η μέση διάρκεια παραμονής ανά επένδυση ήταν περίπου 3,5 χρόνια. Οι ρευστοποιήσεις πραγματοποιήθηκαν κυρίως με πώληση στους υφιστάμενους μετόχους, αφενός λόγω των σημαντικών προοπτικών των επιχειρήσεων και αφετέρου λόγω της αντίξοης χρηματιστηριακής συγκυρίας.</p>

Στη συνέχεια δημιουργήθηκε το NBG Technology Fund LP με κεφάλαια ύψους €60 εκ. και πανευρωπαϊκό επενδυτικό προσανατολισμό σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Εκτός από τον όμιλο της ΕΤΕ συμμετείχαν το European Investment Fund και η Γενική Τράπεζα. Το NBG Technology Fund LP έχει πραγματοποιήσει οκτώ επενδύσεις από τις οποίες τρεις στην Ελλάδα και πέντε στην υπόλοιπη Ευρώπη. Οι επενδύσεις επικεντρώνονται σε επιχειρήσεις τεχνολογικού χαρακτήρα (ιατρικές εφαρμογές και υπηρεσίες υγείας, έξυπνα υλικά, υπηρεσίες ενέργειας, μικροηλεκτρονική, κινητή τηλεφωνία, εφαρμογές MME) που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης (early stage). Τα επενδύσιμα ποσά κυμαίνονται από €1 εκ. έως €5 εκ. για τον πρώτο γύρο επένδυσης με τη δυνατότητα παροχής πρόσθετων γύρων χρηματοδότησης.

Σήμερα η NBGI μέσω της NBGI Private Equity διαχειρίζεται, μαζί με το NBG Technology Fund LP, τρία funds με συνολικά κεφάλαια €300 εκ. περίπου. Η NBGI διαχειρίζεται δύο ακόμη funds από το Λονδίνο: το πρώτο (NBGI UK Private Equity Fund) έχει κεφάλαια ύψους £100 εκ. με έμφαση σε buy-outs και έχει είναι πλήρως επενδεδυμένο (fully invested), ενώ το δεύτερο (NBG South Eastern Europe Fund) που ιδρύθηκε στα τέλη του 2005 διαθέτει κεφάλαια ύψους €100 εκ. και δίδει έμφαση στα management buy-outs επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε χώρες της νοτιο-ανατολικής Ευρώπης και της Μεσογείου.

Η NBGI Private Equity βρίσκεται στη διαδικασία δημιουργίας τεσσάρων νέων funds με στόχο να αυξήσει τα υπό διαχείριση κεφάλαια σε πάνω από €600 εκ. Αυτά είναι: 1) το NBG UK Private Equity Fund II με πάνω από €150 εκ. κεφάλαια υπό διαχείριση το οποίο θα αποτελέσει συνέχεια του επιτυχημένου NBG UK Private Equity Fund, 2) ένα δεύτερο fund για τη νοτιο-ανατολική Ευρώπη με €100 εκ. κεφάλαια υπό διαχείριση και έμφαση σε μειοψηφικές συμμετοχές και επενδύσεις μέσω υβριδικών προϊόντων (convertible bonds, mezzanine finance, κλπ.), 3) ένα Real Estate Fund για τη νοτιο-ανατολική Ευρώπη με €50-€100 εκ. κεφάλαια και 4) το NBG Technology Fund II με κεφάλαια ύψους €70 εκ. περίπου και το οποίο θα αποτελέσει συνέχεια του πρώτου αντίστοιχου fund.

Οι επενδύσεις κυμαίνονται από €3 εκ. έως €20 εκ., αλλά μπορούν να φθάσουν τα €100 εκ. με μόχλευση (leveraging) ή με syndication. Τα επενδυτικά σχήματα περιλαμβάνουν management buy-outs & buy-ins, institution-led buy-outs (IBOs), growth capital (development finance), recapitalisations, turnarounds, ενώ ο επενδυτικός ορίζοντας κυμαίνεται από 3 έως 5 χρόνια.

ΟΔΥΣΣΕΥΣ Α.Ε. (“ULYSSES FINANCE Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ”)	
Διεύθυνση	21 χλμ. Λεωφόρου Βάρης & Καλαμάτας 1, 166 72 Βάρη. Τηλ 210 8990048/ -8992321, Fax 210 8993171
Προσωπικό	1
Έσοδα 2005 (€)	176.082
Δραστηριότητα	Παροχή συμβουλευτικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, σύμβουλοι επενδύσεων και εξεύρεσης κεφαλαίων
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Ιδρύθηκε το 1999. Η εταιρεία συμμετέχει στο Ιθάκη Α.Ε. Κεφαλαίου που είναι fund τύπου ΕΚΕΣ. Στο fund αυτό συμμετέχουν οι εταιρείες Εγνατία Τράπεζα Α.Ε., International Life (ασφαλιστική), Ελγέκα (εμπόριο τροφίμων), Σφακιανάκης ΑΕΒΕ (εμπορία αυτοκινήτων) και ιδιώτες επιχειρηματίες. Το fund έχει κεφάλαια ύψους €7 εκ., έχει κλείσει τον κύκλο επενδύσεων και βρίσκεται στο στάδιο αποεπένδυσης και διανομής των κερδών στους μετόχους.

ΠΑΓΚΡΗΤΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.Δ.Α.Κ.Ε.Σ.	
Διεύθυνση	Λ. Ικάρου 5, 71306 Ηράκλειο, Κρήτη. Τηλ. 2810 338800, Fax 2810 344717
Προσωπικό	-
Έσοδα 2005 (€)	131.918 (31/12/2004 – 31/12/2005)
Δραστηριότητα	Εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών
Ιστορικό & λοιπά στοιχεία	Ιδρύθηκε τον Ιανουάριο του 2005 από την Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα, το Πανεπιστήμιο Κρήτης και τις τεχνικές σχολές του Επιμελητηρίου Ηρακλείου. Αντικείμενο και σκοπός της εταιρείας είναι η διαχείριση του Παγκρήτιου Αμοιβαίου Ανάπτυξης που αποτελεί το πρώτο περιφερειακό ΑΚΕΣ του νόμου 2992/2002. Το ΑΚΕΣ διαθέτει κεφάλαια ύψους €6 εκ. τα οποία προέρχονται από την Παγκρήτια Συνεταιριστική Τράπεζα και το ΤΑΝΕΟ.

Εκτός από τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο ως ανεξάρτητα νομικά πρόσωπα, θα πρέπει να αναφερθεί η αξιόλογη παρουσία της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε. Συγκεκριμένα, η δραστηριότητα της τράπεζας στο venture capital και το private equity ξεκίνησε το 1995 με την Εμπορική Venture Capital Α.Ε. (αρχικά «Εμπορική Κεφαλαίου Α.Ε.»). Η εταιρεία αυτή ξεκίνησε με κεφάλαια ύψους \$12 εκ. (€11,4 εκ.). Το έτος 2000 τα κεφάλαια της εταιρείας είχαν ξεπεράσει τα €250 εκ. και συμπληρώθηκαν με €45 εκ. δάνεια. Δημιουργήθηκαν έξι captive funds στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Η εταιρεία άνοιξε γραφεία στη Μόσχα, το Κίεβο, το Βουκουρέστι, τη Σόφια, τη Λευκωσία, την Πράγα, την Κωνσταντινούπολη και το New Jersey των ΗΠΑ. Το Δεκέμβριο του 2004 η μητρική τράπεζα απορρόφησε την Εμπορική Venture Capital Α.Ε. στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του ομίλου με απώτερο στόχο την αποκρατικοποίησή του. Έκτοτε τα αποτελέσματά της εμφανίζονται στα αποτελέσματα του ομίλου.

Μια ακόμη εταιρεία διαχείρισης επιχειρηματικών κεφαλαίων η οποία δεν είναι μέλος της Ένωσης (HVCA), αλλά συνδέεται με την εταιρεία παροχής υπηρεσιών θερμοκοιτίδας επιχειρήσεων Thermi Α.Ε. που παρουσιάζεται στον παραπάνω πίνακα, ήταν η 4E Α.Ε. Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε το 1999 με μετόχους ιδιώτες επιχειρηματίες και εταιρείες συμβούλων επενδύσεων και τον Ιούλιο του 2005 απορροφήθηκε από την Ωμεγα Τράπεζα Α.Ε. Μεταξύ των συμμετοχών της εταιρείας συγκαταλέγονται οι εξής: Protecta Α.Ε. (έπιπλα κουζίνας), Eurogrom Τηλεπικοινωνιακή Α.Ε. (τηλεπικοινωνίες), Βασιληάς Α.Ε. (εμπόριο οικιακών – επαγγελματικών συσκευών), Compucon Εφαρμογές Υπολογιστών Α.Β.Ε.Ε. (πληροφορική), The Prc Group Management House Α.Ε. (σύμβουλοι επιχειρήσεων).

Εκτός από τις εταιρείες που διαχειρίζονται ή/και εκπροσωπούν εγχώρια funds, σημαντικά deals στην εγχώρια αγορά private equity έχουν πραγματοποιήσει τα τελευταία χρόνια και ορισμένες διεθνείς επιχειρήσεις όπως: η BC Partners και η Apax Partners που πραγματοποίησαν τα deals των εταιρειών Tim και Hyatt.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Τάσεις και εξελίξεις, προβλήματα και προοπτικές

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενες ενότητες, στον τομέα private equity διακρίνουμε τις εξής βασικές κατηγορίες (σχήματα) χρηματοδότησης ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης των επιχειρήσεων που αποτελούν αντικείμενο της επένδυσης: α) seed capital, β) start up capital, γ) development capital, δ) buy-outs.

Στη χώρα μας οι χρηματοδοτήσεις των δύο πρώτων κατηγοριών αναπτύχθηκαν κατά τα πρώτα χρόνια διάδοσης του θεσμού, αλλά δεν έτυχαν ευρείας εφαρμογής, λόγω του υψηλού κινδύνου που χαρακτηρίζει τις επενδύσεις με υψηλό βαθμό αβεβαιότητας αλλά και λόγω της τοπικής κουλτούρας. Παράγοντες της αγοράς επισημαίνουν ότι οι Έλληνες επιχειρηματίες αποφεύγουν να παραχωρήσουν σημαντικό ποσοστό των μετοχών τους ή ακόμη και της διαχείρισης της εταιρείας τους σε τρίτους, ώστε να είναι δυνατή η στενή παρακολούθηση της επένδυσης και η άσκηση ελέγχου από την εταιρεία διαχείρισης του fund.

Ένα ακόμη χαρακτηριστικό αυτών των δύο κατηγοριών είναι ότι αφορούν κυρίως νέες τεχνολογίες οι οποίες προωθούνται από επιστήμονες-επιχειρηματίες οι οποίοι δεν διαθέτουν την απαραίτητη εμπειρία στο management για την ορθή ανάπτυξη των επιχειρήσεών τους. Ένα ακόμη μειονέκτημα για αυτές τις δύο κατηγορίες επενδύσεων που προτάσσουν παράγοντες της αγοράς, είναι η έλλειψη μιας επαρκούς δεξαμενής εμπειρων στελεχών (επαγγελματιών-managers) που να είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τη διοίκηση μιας μικρής επιχείρησης, όπως συνηθίζεται στις πλέον ανεπτυγμένες αγορές private equity διεθνώς. Εκτιμάται ότι η αγορά εμπειρων στελεχών management στη χώρα μας είναι περιορισμένη και εντοπίζεται σε μεγάλες ελληνικές και πολυεθνικές εταιρείες. Τα στελέχη δύσκολα εγκαταλείπουν το οργανωμένο εργασιακό περιβάλλον που τους προσφέρουν αυτές οι επιχειρήσεις και την προβλεψιμότητα της σταδιοδρομίας που τις χαρακτηρίζει, προκειμένου να αναλάβουν τη διοίκηση μιας τέτοιας μικρής επιχείρησης. Στη διεθνή αγορά οι εταιρείες διαχείρισης private equity έχουν τη δυνατότητα να εντοπίζουν τα πλέον κατάλληλα στελέχη στα πλαίσια της συνολικής υποστήριξης και των υπηρεσιών επενδυτικού συμβούλου που αναλαμβάνουν.

Οι δύο τελευταίες κατηγορίες χρηματοδότησης έτυχαν ευρύτερης εφαρμογής στη χώρα μας, κυρίως κατά τη δεκαετία του 1990. Τα σχήματα αυτά απευθύνονται σε επιχειρήσεις που έχουν αξιοσημείωτη ιστορική διαδρομή, παρουσία και αναγνωρισμένη εταιρική ή εμπορική ταυτότητα.

Η χρηματοδότηση συνήθως αφορά την άντληση κεφαλαίων σε συμπλήρωση του τραπεζικού δανεισμού ή τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων επενδύσεων (π.χ. επέκταση παραγωγικών εγκαταστάσεων, ανάπτυξη νέων αγορών, ανάπτυξη εμπορικού δικτύου, κλπ.). Στόχος της επένδυσης είναι η ρευστοποίηση από τον επενδυτικό φορέα μέσα σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα (έως τέσσερα χρόνια), είτε με απευθείας πώληση (trade sale, διάθεση του ποσοστού στους υπόλοιπους μετόχους της επιχείρησης) ή μέσω δημόσιας εγγραφής (IPO). Πρωτεργάτες αυτών των κατηγοριών χρηματοδότησης ήταν οι εταιρείες Alpha Ventures, Global Finance, Εμπορική Κεφαλαίου και Εθνική Κεφαλαίου.

Η πτώση των επιτοκίων στο διάστημα 2000-2003 συνέτεινε στην αποδυνάμωση της ανάπτυξης του venture capital και στη στροφή προς το development capital. Σύμφωνα με παράγοντες του χρηματοπιστωτικού χώρου, η αγορά χρήματος σήμερα χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς, γεγονός ενδεικτικό μεγάλης προσφοράς κεφαλαίων σε σύγκριση με τον περιορισμένο αριθμό των επενδυτικών στόχων. Σε αυτό έρχεται να προστεθεί και το γεγονός ότι τα funds πλέον ακολουθούν πολύ πιο αυστηρά κριτήρια αξιολόγησης σε σύγκριση με την περίοδο 1998-2000, όπου οι ευνοϊκές χρηματιστηριακές συνθήκες παρέσυραν τα funds σε μεγάλο αριθμό τοποθετήσεων με την προοπτική της γρήγορης και επικερδούς ρευστοποίησης μέσω των κεφαλαιαγορών (IPOs).

Σήμερα οι επενδύσεις private equity προσανατολίζονται περισσότερο στα buy-outs, διότι τα σχήματα αυτά επιτρέπουν τον έλεγχο της διοίκησης, ενώ αποφέρουν και αξιόλογες αποδόσεις οι οποίες κυμαίνονται περί το 20%-30%. Για την ιστορία αναφέρεται ότι στο διάστημα 1998-2002 πραγματοποιήθηκαν τέσσερα buy-outs από εταιρείες του χώρου. Στις επικρατούσες τάσεις της εγχώριας αγοράς για τα μεγαλύτερα funds, εντάσσονται οι χρηματοδοτήσεις τύπου mezzanine finance, όπου ειδικεύονται οι Alpha Ventures και NGBI. Η Global Finance διακρίνεται για τις επιτυχείς τοποθετήσεις τύπου pre-IPO που αφορούν επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοδότηση για το ενδιάμεσο στάδιο μέχρι την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Οι τοποθετήσεις τύπου venture capital στη χώρα μας εντοπίζονται κυρίως στα νέα funds που συγχρηματοδοτούνται από το TANEO. Οι επενδύσεις που πραγματοποιούν αυτά τα funds απευθύνονται σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης (early stage) με ετήσιο κύκλο εργασιών της τάξεως των €4-€5 εκ., ενώ τα μεγαλύτερα funds απευθύνονται σε επιχειρήσεις με ετήσιο κύκλο εργασιών άνω των €10 εκ. που βρίσκονται στο στάδιο επέκτασης της δραστηριότητάς τους (development finance).

Φυσικά τα όρια αυτά μπορεί να διαφοροποιηθούν εφόσον ο στόχος της επένδυσης διαθέτει καλές προοπτικές. Οι επενδύσεις τύπου seed capital πραγματοποιούνται κυρίως από τα funds που λειτουργούν ως θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων.

Το ποσοστό αποτυχίας (ζημιογόνες τοποθετήσεις / write-offs) των επενδύσεων από τα ελληνικά funds μέχρι σήμερα είναι της τάξεως του 7%-8%. Οι αποδόσεις των τοποθετήσεων (ετήσιος συντελεστής IRR) σύμφωνα με τα διαθέσιμα ιστορικά στοιχεία κυμαίνονται από 20% έως 45% και πλέον, ανάλογα με το είδος του fund και για μέση διάρκεια επένδυσης περίπου τρία χρόνια. Σε ορισμένες περιπτώσεις οι αποδόσεις φθάνουν ή ξεπερνούν το 90%.

Τόσο οι εξελίξεις της εγχώριας αγοράς, όσο και η διεθνής οικονομική συγκυρία στρέφουν τα εγχώρια funds προς επενδύσεις στο εξωτερικό και ιδιαίτερα στις Βαλκανικές χώρες όπου αναζητείται το 60%-70% των στόχων.

ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

1. Θεσμικό πλαίσιο

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που επισημαίνεται από παράγοντες του κλάδου είναι η απουσία των ασφαλιστικών ταμείων από την αγορά venture capital και private equity που οφείλεται στον θεσμικά επιβεβλημένο περιορισμό του εύρους των επενδύσεων που πραγματοποιούν. Η συμμετοχή των ασφαλιστικών ταμείων στον κλάδο, έστω και κατά ένα μικρό ποσοστό των διαθέσιμων τους, θα προσέδιδε σημαντική προοπτική στην ανάπτυξη του θεσμού στη χώρα μας.

Ο γεωγραφικός περιορισμός των ΑΚΕΣ σε επενδύσεις στην Ελλάδα είναι περιοριστικός και για τις εγχώριες επιχειρήσεις που στοχεύουν να επεκτείνουν τη δραστηριότητά τους στο εξωτερικό, ιδιαίτερα δε στις γείτονες Βαλκανικές χώρες.

Η δυνατότητα πραγματοποίησης επενδύσεων στο εξωτερικό από τα ΑΚΕΣ, έστω και σε ποσοστό της τάξης του 20%-25%, θα αποτελούσε άλλο ένα μέτρο ενίσχυσης της εγχώριας επιχειρηματικότητας με γνώμονα τη διεθνοποίηση.

Ο περιορισμός των επενδύσεων των ΑΚΕΣ σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (σύμφωνα με τη σχετική Κοινοτική οδηγία) αποκλείει τον μεγάλο αριθμό μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων που αποτελούν τον επιχειρηματικό ιστό της χώρας μας από τα αναπτυξιακά οφέλη του θεσμού. Η ένταξη των επενδύσεων venture capital στο ΤΕΜΠΜΕ θα έδιδε λύση στο ζήτημα αυτό και θα αποτελούσε άλλο ένα μοχλό ανάπτυξης του θεσμού στη χώρα μας.

Ο περιορισμός των επενδύσεων των ΑΚΕΣ σε €1 εκ. ανά γύρο επένδυσης μέσα σε ένα εξάμηνο αποτελεί μια ακόμη αδυναμία του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου. Επίσης σημαντική αδυναμία είναι ο περιορισμός των επενδύσεων σε αύξηση κεφαλαίου (ίδια κεφάλαια ή οιονεί ίδια κεφάλαια) με καταβολή μετρητών, διότι αποκλείει τα ΑΚΕΣ από συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων (δηλ. αγορά υφιστάμενων μετοχών) με σκοπό την πώλησή τους σε επόμενη φάση και στόχο την αναδιάρθρωση κλάδων που χαρακτηρίζονται από κατακερματισμό. Η εξάλειψη αυτού του περιορισμού θα έδιδε τη δυνατότητα στα ΑΚΕΣ να συμβάλουν στην αναδιάρθρωση των εγχώριων επιχειρήσεων, στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της παραγωγικότητας με τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας.

Παρότι τα ΑΚΕΣ δεν φορολογούνται και η φορολόγηση πραγματοποιείται σε επίπεδο προσώπου (φυσικού ή νομικού) στους επενδυτές-μεριδιούχους, με την πραγματοποίηση κερδών (realized gains) μετά τη ρευστοποίηση, το ισχύον καθεστώς απέχει από τα αντίστοιχα που ισχύουν στις πλέον ανεπτυγμένες αγορές venture capital (π.χ. Βρετανία). Συγκεκριμένα, στη Βρετανία οι φορολογικές ελαφρύνσεις όσον αφορά κέρδη και ζημιές επενδύσεων ισχύουν και προ της διανομής κερδών από ρευστοποιήσεις, με αποτέλεσμα να γίνεται ακόμη πιο ελκυστική η επένδυση στα funds.

II. Γενικό επιχειρηματικό και οικονομικό πλαίσιο

Παράγοντες του κλάδου επισημαίνουν ελλείψεις στο επίπεδο της υγιούς επιχειρηματικής πρωτοβουλίας και την έλλειψη ποικιλίας επενδυτικών σχεδίων, που να ευνοούν τη διεύθυνση του θεσμού στην εγχώρια αγορά.

Ακόμη, η παρουσία του ευρύτερου δημόσιου τομέα μέσω των αναπτυξιακών προγραμμάτων θα έπρεπε να λειτουργεί συμπληρωματικά προς την ανάπτυξη πρωτοβουλίας και την ανάληψη ρίσκου που συνδέεται με τις ιδιωτικές επενδύσεις. Αντίθετα, εκτιμάται ότι η εφαρμογή των αναπτυξιακών νόμων μέχρι σήμερα λειτούργησε λανθασμένα, δημιουργώντας εξάρτηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων από το δημόσιο τομέα.

Εκτιμάται ότι η χώρα μας χαρακτηρίζεται από περιορισμένο αριθμό αξιόλογων επιχειρήσεων και έλλειψη επαγγελματικού management. Το τελευταίο οφείλεται στην επικρατούσα οικογενειοκρατία που εμποδίζει την ανάπτυξη μιας δεξαμενής επαγγελματιών-managers εκτός των πλαισίων των μελών των οικογενειών που ασκούν τη διοίκηση των επιχειρήσεων.

Η ευνοϊκή χρηματιστηριακή συγκυρία κατά την περίοδο 1998-2000 έδωσε τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων για την πραγματοποίηση επενδύσεων και εξαγορών με σχετική ευκολία, λόγω των υψηλών αποτιμήσεων. Οι συνθήκες αυτές δεν αναμένεται να επαναληφθούν στο προβλεπόμενο μέλλον και κατά συνέπεια είναι επιτακτική η ανάγκη υιοθέτησης μέτρων που θα ενισχύσουν το θεσμό και την αναπτυξιακή λειτουργία του.

Η χώρα μας χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης σε ορισμένους σημαντικούς κλάδους της οικονομίας (π.χ. τρόφιμα, εμπόριο, καταναλωτικά αγαθά). Το γεγονός αυτό αποτρέπει την ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων (entry barriers) αλλά και τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, λόγω του ότι πολλές επιχειρήσεις εμπίπτουν στα κριτήρια της Επιτροπής Ανταγωνισμού σαν αποτέλεσμα του βαθμού συγκέντρωσης.

Προοπτική

Όπως προαναφέρθηκε, στους σκοπούς της Ένωσης Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων είναι και η επεξεργασία αδυναμιών του θεσμικού και φορολογικού πλαισίου και η εισήγηση λύσεων προς την πολιτεία, ώστε ο θεσμός του venture capital να καταστεί ισχυρός αναπτυξιακός θεσμός για την εγχώρια επιχειρηματικότητα.

Για το σκοπό αυτό έχει καταρτισθεί μια ατζέντα με τα κυριότερα σημεία που απασχολούν τα μέλη της και τα οποία αναμένεται να αποτελέσουν αντικείμενο μεταρρυθμίσεων στο εγγύς μέλλον. Η επίλυσή τους θα έχει άμεση και θετική επίπτωση στις προοπτικές του κλάδου στη χώρα μας.

- Η Ένωση βρίσκεται στο στάδιο υπογραφής σύμβασης συνεργασίας με το ΤΕΜΠΜΕ για την παροχή εγγυήσεων και για τις επενδύσεις venture capital για τις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις.
- Ο νέος αναπτυξιακός νόμος που ψηφίσθηκε πρόσφατα δεν λαμβάνει υπόψη το venture capital κατά την αξιολόγηση των επιχειρήσεων που υποβάλλουν προτάσεις για ενίσχυση και έχουν χρηματοδοτηθεί από ΑΚΕΣ. Συγκεκριμένα, ο νόμος δεν περιλαμβάνει τα ΑΚΕΣ ως μετόχους στα κριτήρια αξιολόγησης. Η Ένωση επιδιώκει να επιλυθεί αυτή η αδυναμία για την καλύτερη αντιμετώπιση των υποψηφίων προς ένταξη επιχειρήσεων.

Υπάρχει ανάγκη για επέκταση των φορολογικών ελαφρύνσεων και κινήτρων στα πλαίσια που ισχύουν για τις πλέον ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού, προκειμένου να καταστεί ελκυστικότερη η προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων από ιδιώτες-επενδυτές.

- Με την κατάργηση της ΝΕΧΑ (Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) και την αρνητική οικονομική συγκυρία όσον αφορά το χρηματιστήριο μετά το 2000, έχει καταστεί δυσχερέστερη η είσοδος μικρών επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο και, κατ' επέκταση, η έξοδος των funds από τις επενδύσεις τους.

Τα διεθνή στοιχεία καταδεικνύουν την ανάγκη ύπαρξης μιας δευτερεύουσας αγοράς για μικρές επιχειρήσεις στα πρότυπα της “AIM (Alternative Investment Market)” που ισχύει στη Βρετανία, προκειμένου να καταστεί ο κλάδος ελκυστικότερος για τους επενδυτές. Η Ένωση έχει ήδη εισηγηθεί προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τον πρόεδρο του ΧΑΑ το ζήτημα αυτό.

- Η τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου ώστε να δοθεί η δυνατότητα συμμετοχής των ασφαλιστικών ταμείων στα ΑΚΕΣ με σκοπό τη διεύρυνση και την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου. Η ύπαρξη αυτής της δυνατότητας αναμφίβολα θα συμπαρασύρει μεγαλύτερη μερίδα και των ιδιωτών-επενδυτών, δημιουργώντας -με τις κατάλληλες προϋποθέσεις- εμπιστοσύνη στο μέλλον του θεσμού.

Ανάπτυξη του θεσμού

Εκτιμάται ότι οι επιχειρηματικές συνθήκες που επικρατούν σήμερα στον κλάδο είναι καλύτερες από παλαιότερα. Μια σημαντική εξέλιξη είναι το γεγονός ότι καταξιωμένες ελληνικές επιχειρήσεις που ήταν κατά κύριο λόγο οικογενειακού χαρακτήρα έχουν ξεπεράσει τη δυσκολία πώλησης του ονόματός τους.

Άλλη μια θετική εξέλιξη είναι το γεγονός ότι τα επενδυτικά σύνορα της χώρας μας έχουν «ανοίξει» και οι εγχώριες επιχειρήσεις στρέφονται στο εξωτερικό, ιδιαίτερα δε στις γείτονες χώρες.

Εκτιμάται ότι οι επικείμενες αποκρατικοποιήσεις, εφόσον υλοποιηθούν, θα δώσουν περαιτέρω ώθηση σε ορισμένους τομείς της οικονομίας με τη μείωση της παρουσίας του δημόσιου τομέα.

Η προοπτική για την περαιτέρω ανάπτυξη του θεσμού στη χώρα μας εντοπίζεται στα νέα, μικρότερα funds (TANEO), διότι απευθύνονται σε μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων. Επιπλέον, εκτιμάται ότι υπάρχουν σημαντικά περιθώρια αναδιάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων στα πλαίσια της ανταγωνιστικότητας που επιβάλλεται από την παγκοσμιοποίηση των αγορών.

Επίλογος

Συνοψίζοντας, η προσπάθεια ανάπτυξης του θεσμού του Venture Capital στην Ελλάδα συνάντησε αρχικά σημαντικές δυσκολίες αφού είχε να αντιμετωπίσει αφενός, τη δυσπιστία από την πλευρά των επιχειρηματιών και αφετέρου, την προτίμηση των εταιριών Venture Capital να επενδύουν περισσότερο σε ώριμες και με χαμηλότερο ρίσκο εταιρίες παρά σε υψηλού κινδύνου νέες επιχειρηματικές προσπάθειες. Στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από εταιρείες Venture Capital κυρίως για να χρηματοδοτήσουν την τελική ανάπτυξή τους πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Παρόλα αυτά, ένας σημαντικός αριθμός επιχειρηματιών έσπευσε να εκμεταλλευτεί το Venture Capital ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης. Σήμερα το Venture Capital έχει καταξιωθεί στην συνείδηση της ελληνικής επιχειρηματικής κοινότητας ως ένας ουσιαστικός μοχλός χρηματοδότησης γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων και οι προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης του θεσμού στην χώρα μας είναι εξαιρετικά θετικές. Ωστόσο, τα εμπόδια δεν έχουν ξεπεραστεί τελείως, γεγονός που οφείλεται τόσο στο γενικότερο δυσμενές παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, όσο και στους αργούς ρυθμούς με τους οποίους εισάγονται οι αλλαγές στην ελληνική πραγματικότητα.

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 αγορά παγκοσμίως είναι αναμφισβήτητα οι Η.Π.Α. Αν μελετήσουμε το μοντέλο ανάπτυξης της αμερικάνικης 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 πλεον σημαντικό παράγοντα ανάπτυξης, βασικό εργαλείο υπήρξαν και εξακολουθούν είναι τα Venture Capital Funds (άθροισμα κεφαλαίων διαθέσιμα για επενδύσεις σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις). Τα VC Funds αποτέλεσαν η 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 Intel, Microsoft, Google, στηρίχθηκαν σε κεφάλαια αυτής της μορφής για να δημιουργηθούν και στη συνέχεια να αναπτυχθούν.

Το ίδιο μοντέλο εφαρμόστηκε από τις αρχές της δεκαετίας του '80 και στην Ευρώπη, με αποτέλεσμα να επενδυθούν σε venture capital μέσα σε μια τετραετία (2000- 2004) πάνω 150 δις € σε ευρωπαϊκές επιχειρήσεις. Πως όμως μπορούν να συγκεντρωθούν τόσα κεφάλαια για επενδύσεις σε venture capital; 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 επομένως 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). Δοκιμαστικά στην αρχή, τα υγιή ασφαλιστικά ταμεία των αυτοαπασχολούμενων μπορούν να αποτελέσουν μαζί με τους άλλους θεσμικούς επενδυτές (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, κρατικούς φορείς), τις πηγές άντλησης φθηνών κεφαλαίων για την ενίσχυση και ανταγωνιστική ανάπτυξη ελληνικών επιχειρήσεων. Βέβαια αυτό από μόνο του δεν επαρκεί. Απαιτούνται 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.

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.

Επίλογος

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 και ότι οι επενδύσεις αυτής της μορφής δεν είναι επενδύσεις μιας χρήσης, αλλά μακράς πνοής και με οφέλη σημαντικά για την οικονομία και όλους τους κοινωνικούς εταίρους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 2992

(ΦΕΚ Α' 54 20.3.2002)

Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις.

Άρθρο 7

Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.)

1. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) είναι

ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες ενσώματες ή άυλες, εταιρικά μερίδια και

μετρητά. Συνιστάται για ορισμένη χρονική διάρκεια με αποκλεισμό του δικαιώματος απόκτησης και μεταβίβασης στοιχείων του ενεργητικού υπό όρους άλλους από τους οριζόμενους στην παράγραφο 8 του παρόντος άρθρου και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία

ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεριδιούχους). Η διάρκεια του Α.Κ.Ε.Σ.

δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από δεκαπέντε (15) χρόνια.

2. Το Α.Κ.Ε.Σ. ιδρύεται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των

μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Η σύμβαση αυτή καταρτίζεται εγγράφως και κατατίθεται, όπως και κάθε τροποποίησή της στο θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας τηρεί αρχείο και υποχρεώνεται να ελέγξει ότι περιέχονται στη σύμβαση τα

ελάχιστα στοιχεία που προβλέπονται από την παράγραφο 12 του παρόντος άρθρου και ότι οι

όροι της δεν είναι αντίθετοι με τις διατάξεις του. Οι όροι της φύλαξης των στοιχείων του

ενεργητικού από το θεματοφύλακα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και

διέπονται επικουρικά από τις διατάξεις των άρθρων 822-829 του Αστικού Κώδικα.

3. Το Α.Κ.Ε.Σ. δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για υποχρεώσεις του Α.Κ.Ε.Σ. πέραν της αξίας του μεριδίου της συμμετοχής τους σε αυτό. Με

την επιφύλαξη της παραγράφου 6, οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως

αποκλειστικά από το διαχειριστή, ως προς τις έννομες σχέσεις που προκύπτουν από τη

διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του. Οι

μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της διαχειρίστριας εταιρίας και του

θεματοφύλακα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Η έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. βρίσκεται

υποχρεωτικά στην Ελλάδα. Ως έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. με την επιφύλαξη του επόμενου εδαφίου,

θεωρείται έδρα του διαχειριστή. Στην περίπτωση που διαχειριστής σύμφωνα με τις διατάξεις

της παραγράφου 5, είναι εταιρία υ960 που δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ως έδρα του Α.Κ.Ε.Σ.

θεωρείται η έδρα του θεματοφύλακα, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα

ή η έδρα του υποκαταστήματος που λειτουργεί στην Ελλάδα, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται σε άλλο κράτος - μέλος της Ε.Ε. Στην περίπτωση αυτή ο θεματοφύλακας θεωρείται ως εκ του νόμου αντίκλητος της διαχειρίστριας εταιρίας. Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών καθορίζεται ο φορέας στην εποπτεία του οποίου θα υπάγεται το Α.Κ.Ε.Σ. και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή της. Η μη έκδοση της πιο πάνω

απόφασης δεν κωλύει τη σύσταση και τη λειτουργία του Α.Κ.Ε.Σ.

4. Το Α.Κ.Ε.Σ. επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις που

εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές και σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα προς απόληψη, πέραν του τόκου, και ορισμένου ποσοστού επί των

κερδών του εκδότη ή προς λήψη οποιασδήποτε άλλης πρόσθετης παροχής εξαρτώμενης

από το ύψος της παραγωγής ή του εν γένει επιπέδου δραστηριότητας του εκδότη, οι οποίες

εκδίδονται από τις επιχειρήσεις που αναφέρονται στο προηγούμενο εδάφιο. Το Α.Κ.Ε.Σ.

μπορεί να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων κινητές αξίες είναι εισηγμένες

σε οργανωμένη αγορά, εφόσον αυτό είναι αποτέλεσμα επένδυσης που έγινε πριν την έγκριση

της εισαγωγής από τις αρμόδιες αρχές και το Α.Κ.Ε.Σ. μεταβιβάσει τη συμμετοχή του αυτή

εντός πέντε (5) το πολύ ετών από την εισαγωγή των αξιών της επιχείρησης προς διαπραγμάτευση.

5. Διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου

είναι ανώνυμη εταιρία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και αποκλειστικό σκοπό

τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου.

Διαχειριστής μπορεί να είναι και επιχείρηση η οποία έχει λάβει άδεια για τη διαχείριση αντίστοιχων σχημάτων παροχής του επιχειρηματικού κεφαλαίου από τις αρμόδιες αρχές

άλλου κράτους - μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, καθώς και εταιρία παροχής

επενδυτικών υπηρεσιών του Ν. 2396/1996. Ως προς το θεματοφύλακα εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις των άρθρων 30 παράγραφοι 1-3, 5-6 και 30α του Ν. 1969/1991.

6. Παραίτηση της διαχειρίστριας εταιρίας ή του θεματοφύλακα, ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους, θέση τους σε πτώχευση, αναγκαστική διαχείριση ή άλλη αντίστοιχη διαδικασία που συνεπάγεται ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους αποτελούν λόγο λύσης

του Α.Κ.Ε.Σ., εφόσον η διαχειρίστρια εταιρία ή ο θεματοφύλακας δεν αντικατασταθούν εντός

εξήντα (60) ημερών από τη με οποιονδήποτε τρόπο γνωστοποίηση της επέλευσης ενός από τα παραπάνω γεγονότα στους μεριδιούχους. Η διαδικασία αντικατάστασης ορίζεται υποχρεωτικά στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης μπορεί να προβλέπει τους λόγους καταγγελίας της σύμβασης ως προς τη διαχειρίστρια εταιρία και το θεματοφύλακα. Στην περίπτωση αυτή, η αντικατάστασή τους θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός τριάντα (30) ημερών από την κοινοποίηση της καταγγελίας. Σε περίπτωση που η αντικατάσταση δεν γίνει εμπρόθεσμα, οποιοσδήποτε έχει έννομο συμφέρον μπορεί να ζητήσει τη λύση του Α.Κ.Ε.Σ. από το αρμόδιο δικαστήριο της έδρας της διαχειρίστριας εταιρίας, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 739 επ. του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας. Με τη δικαστική απόφαση με την οποία διατάσσεται η λύση του Α.Κ.Ε.Σ. ορίζεται και ο εκκαθαριστής, εφόσον αυτό δεν προβλέπεται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης ή όταν ο σχετικός όρος της σύμβασης δεν μπορεί να τύχει εφαρμογής. Η λύση γίνεται σύμφωνα με τη διαδικασία που ορίζεται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και εφαρμόζονται επικουρικά οι διατάξεις των άρθρων 798-804 του Αστικού Κώδικα.

7. Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ίσα μερίδια. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από το διαχειριστή και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίων). Ο διαχειριστής δικαιούται, με τη ρητή συναίνεση του μεριδιούχου, να μην εκδίδει τίτλο μεριδίων, να καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων που θα τηρεί με ηλεκτρονικό αρχείο και να τα παρακολουθεί με σχετικές εγγραφές σε αυτό το αρχείο. Ο μεριδιούχος πάντως δύναται, με την υποβολή σχετικού αιτήματός του, να απαιτήσει την έκδοση τίτλου μεριδίων, ο οποίος θα φυλάσσεται από το θεματοφύλακα. Εφόσον ο διαχειριστής δεν εκδίδει τίτλο, χορηγεί στο μεριδιούχο βεβαίωση που αναγράφει τα στοιχεία τα οποία μνημονεύονται στο επόμενο εδάφιο αυτής της παραγράφου. Οι τίτλοι μεριδίων μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν: α) Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου. β) Τις επωνυμίες του διαχειριστή και του θεματοφύλακα. γ) Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο. δ) Το ονοματεπώνυμο ή επωνυμία και τη διεύθυνση της κατοικίας ή έδρας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων. Οι διατάξεις του Ν. 5638/1932 "περί καταθέσεως εις κοινόν λογαριασμόν" εφαρμόζονται αναλόγως και επί

μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Σε περιπτώσεις απώλειας τίτλων μεριδίων εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις του άρθρου 12α του Κ.Ν. 2190/1920. Η απώλεια, κλοπή ή καταστροφή της βεβαίωσης συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο δεν παράγει καμία έννομη συνέπεια, ως προς τις σχέσεις του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων με το διαχειριστή. Ο διαχειριστής, ύστερα από σχετική αίτηση του μεριδιούχου ή ενός από τους συνδικαιούχους μεριδιούχους, εκδίδει νέα βεβαίωση, σε αντικατάσταση της παλαιάς. Με τη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης επιτρέπεται να τίθενται περιορισμοί στη μεταβίβαση, επιβάρυνση και γενικά διάθεση των δικαιωμάτων επί μεριδίων Α.Κ.Ε.Σ. Οι περιορισμοί ισχύουν έναντι τρίτων, εφόσον μνημονεύονται συνοπτικά στον τίτλο ή στη βεβαίωση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε περίπτωση μεταβίβασης μέρους ή ολόκληρου μεριδίου συμμετοχής, ο αποκτών υπεισέρχεται στα δικαιώματα και υποχρεώσεις του δικαιοπαρόχου του από τη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Η μεταβίβαση ισχύει έναντι του διαχειριστή και των μεριδιούχων από τη γνωστοποίησή της στο διαχειριστή και η σχετική δήλωση προσαρτάται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και αποτελεί παράρτημά της. Τα μερίδια Α.Κ.Ε.Σ. δύνανται να ενεχυράζονται κατά τις διατάξεις των άρθρων 1244 επ. του Αστικού Κώδικα και της κατά περίπτωση ισχύουσας νομοθεσίας για την ενεχύραση ενσώματων ή άυλων τίτλων. Η ενεχύραση ισχύει έναντι του διαχειριστή από τη στιγμή που θα ανακοινωθεί σε αυτόν. Για την εφαρμογή των διατάξεων που προβλέπουν την υποχρέωση ή τη δυνατότητα ορισμένων προσώπων να επενδύουν σε κινητές αξίες, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου θεωρούνται ισοδύναμα με κινητές αξίες μη εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

8. Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. κατά τη σύστασή του είναι 3.000.000 ευρώ. Η ελάχιστη αξία της συμμετοχής κάθε μεριδιούχου κατά τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ. Επιτρέπεται η τμηματική καταβολή της συμμετοχής του μεριδιούχου σύμφωνα με όρους που θα προβλέπονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Σε κάθε περίπτωση το ποσό της πρώτης καταβολής δεν μπορεί να είναι κατώτερο από 50.000 ευρώ. Η σύμβαση μπορεί να προβλέπει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία αύξησης του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. με εισφορές των μεριδιούχων ή με συμμετοχή νέων μεριδιούχων σε αυτό.

9. Η καταβολή του τιμήματος συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. γίνεται μόνο με μετρητά.
10. Απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 20% του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη. Απαγορεύεται η επένδυση σε κινητές αξίες: α) εκδότη που είναι συνδεδεμένη επιχείρηση κάποιου από τους μεριδιούχους με την έννοια του άρθρου 42ε του Ν. 2190/1920, β) εκδότη του οποίου το μετοχικό ή εταιρικό κεφάλαιο ανήκει σε ποσοστό άνω του 25% σε μεριδιούχο φυσικό πρόσωπο ή τη σύζυγό του ή συγγενικό του πρόσωπο με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού ή από κοινού σε μεριδιούχους, συζύγους τους και συγγενικά τους πρόσωπα με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού ή από κοινού σε συγγενικά πρόσωπα μεριδιούχου με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού.
11. Εάν στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης δεν ορίζεται διαφορετικά, την εφαρμογή του άρθρου 790 του Αστικού Κώδικα μπορούν να ζητήσουν μεριδιούχοι που κατέχουν ιδανικά μερίδια συμμετοχής τα οποία αντιστοιχούν αθροιστικά στο 1/3 του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ.
12. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ. περιλαμβάνει υποχρεωτικά:
- α. την ονομασία, τη διάρκεια και το ύψος του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ.,
 - β. το σκοπό και την επενδυτική του πολιτική,
 - γ. την ταυτότητα κάθε μεριδιούχου, την αξία και το αντίστοιχο ιδανικό μερίδιο συμμετοχής του,
 - δ. τον τρόπο καταβολής της αξίας του μεριδίου συμμετοχής εκ μέρους των μεριδιούχων, τη διαδικασία μεταβολής του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ. και τους όρους συμμετοχής νέων μεριδιούχων που προβλέπονται στην παράγραφο 8,
 - ε. την ταυτότητα του διαχειριστή και τους όρους άσκησης της διαχείρισης και ιδίως τη διαδικασία επιλογής επενδύσεων και την εξουσία της διαχειρίστριας εταιρίας να συνάπτει δάνεια και να παρέχει εγγυήσεις στο όνομα και για λογαριασμό του Α.Κ.Ε.Σ. και ενδεχόμενους περιορισμούς της εξουσίας αυτής,
 - στ. την αμοιβή του διαχειριστή,
 - ζ. την ταυτότητα του θεματοφύλακα και τους όρους φύλαξης του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ., καθώς και την αμοιβή του θεματοφύλακα, η. τον τρόπο διανομής των κερδών και του προϊόντος της ρευστοποίησης των επενδύσεων,
 - θ. τη διαδικασία τροποποίησης και λύσης της σύμβασης, τους λόγους καταγγελίας της σύμβασης, καθώς και τη διαδικασία αντικατάστασης του διαχειριστή και του θεματοφύλακα,
 - ι. τη διαδικασία μεταβίβασης των μεριδίων,
 - ια. τα δικαιώματα των μεριδιούχων και τον τρόπο άσκησής τους, καθώς και τη διαδικασία ελέγχου του διαχειριστή και του θεματοφύλακα,
 - ιβ. τη διαδικασία λύσης και ρευστοποίησης του Α.Κ.Ε.Σ.
- Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών επιτρέπεται να

αναπροσαρμόζεται το ελάχιστο περιεχόμενο της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης του

A.K.E.Σ.

13. Όποιος προβαίνει σε ανακριβείς ή παραπλανητικές δηλώσεις, γνωστοποιήσεις ή χρησιμοποιεί οποιαδήποτε μέθοδο για να δημιουργήσει σε τρίτους την εσφαλμένη εντύπωση

ότι επιχείρηση ή επενδυτική πρόταση αποτελεί Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κατά την έννοια του παρόντος νόμου, τιμωρείται με φυλάκιση και χρηματική

ποινή μέχρι 300.000 ευρώ.

14. Για τη δημιουργία A.K.E.Σ. δεν απαιτείται η ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η

οποία προβλέπεται από τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 10 του Ν. 876/1979,

όπως ισχύει

Απαγορεύεται οποιαδήποτε δια του τύπου και των λοιπών Μ.Μ.Ε. διαφήμιση περί δημιουργίας A.K.E.Σ.

Απαγορεύεται επίσης η είσπραξη εκ μέρους του θεματοφύλακα και της εταιρίας διαχείρισης

της αξίας του μεριδίου συμμετοχής των μεριδιούχων πριν την υπογραφή από αυτούς της

σύμβασης σύστασης και διαχείρισης και την κατάθεσή της στο θεματοφύλακα.

Η παράβαση των απαγορεύσεων των προηγούμενων εδαφίων 2 και 3 τιμωρείται με την

ποινή που προβλέπεται από τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 10 του Ν. 876/1979.

15. Η διαχειριστική χρήση του αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι

ετήσια, αρχίζει την 1η Ιανουαρίου και λήγει την 31η Δεκεμβρίου κάθε χρόνου. Κατ' εξαίρεση η

πρώτη διαχειριστική χρήση μπορεί να ορισθεί για διάστημα μεγαλύτερο του ημερολογιακού

έτους, με λήξη την 31η Δεκεμβρίου.

16. Στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης, καθώς και στο τέλος κάθε

διαχειριστικής χρήσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η διαχειρίστρια εταιρία συντάσσει την

εξαμηνιαία και ετήσια, αντίστοιχα, έκθεση του A.K.E.Σ.

17. Η ετήσια έκθεση για το A.K.E.Σ. περιλαμβάνει τουλάχιστον: α. Την καταγραφή της

περιουσιακής κατάστασης του A.K.E.Σ., η οποία περιέχει αναλυτικά το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, την τιμή κτήσης τους, τη συνολική αξία των κινητών αξιών, το

διαθέσιμο ενεργητικό σε καταθέσεις, τις απαιτήσεις, τις υποχρεώσεις και την καθαρή αξία του

ενεργητικού. β. Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων της χρήσης, που περιλαμβάνει τις

προσόδους κατά κατηγορία, τα κέρδη ή ζημίες από την πώληση κινητών αξιών και τις δαπάνες κατά κατηγορία. γ. Τα διανεμόμενα και επανεπενδύόμενα κέρδη. δ. Τις

ενδεχόμενες

μεταβολές στην ταυτότητα των μεριδιούχων. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής

Οικονομίας και Οικονομικών δύναται να διευρύνεται το πληροφοριακό περιεχόμενο της

ετήσιας έκθεσης του Α.Κ.Ε.Σ. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ. μπορεί

επίσης να διευρύνει το περιεχόμενο της ετήσιας αυτής έκθεσης. Η έκθεση αυτή διανέμεται

από τη διαχειρίστρια εταιρία στους μεριδιούχους εντός τριών μηνών από τη λήξη της διαχειριστικής περιόδου. Η εξαμηνιαία έκθεση για το Α.Κ.Ε.Σ. περιλαμβάνει τουλάχιστον τα

στοιχεία που αναφέρονται στην παραπάνω περίπτωση α'.

18. Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. από τη διαχειρίστρια εταιρία γίνεται κατά τους ακόλουθους κανόνες:

α. Η αξία των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση

την αξία κτήσης τους.

β. Η αξία κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την τιμή

κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας. Όταν οι

κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε αλλοδαπά χρηματιστήρια και αυτό δεν είναι εφικτό για

λόγους διαφοράς ώρας, η αξία αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης

εργάσιμης ημέρας των ως άνω χρηματιστηρίων.

γ. Εάν δεν έχει καταρτισθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου και,

εάν δεν έχει γίνει ούτε και εκείνη την ημέρα χρηματιστηριακή συναλλαγή, η τιμή της αμέσως

προηγούμενης συνεδρίασης. Εάν ούτε και εκείνη την ημέρα δεν έχει γίνει χρηματιστηριακή

συναλλαγή, λαμβάνεται υπόψη η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησεως.

δ. Εάν στο χρηματιστήριο, στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες του Α.Κ.Ε.Σ. ισχύει το

σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψη η ενιαία

τιμή.

19. Οι πρόσοδοι του Α.Κ.Ε.Σ. από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο,

καθώς και το προϊόν της ρευστοποίησης των επενδύσεών του, μπορούν να διανέμονται

ετησίως στους μεριδιούχους σύμφωνα με όσα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης.

20. Αντίγραφο της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης και κάθε τροποποίησή της κατατίθενται στην Δ.Ο.Υ. στην οποία υπάγεται η διαχειρίστρια εταιρία, εντός 15 ημερών από

την κατάθεσή τους στο θεματοφύλακα.

21. Τα αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος νόμου δεν είναι

υποκείμενα οποιουδήποτε φόρου. Η φορολόγηση των μεριδιούχων Α.Κ.Ε.Σ. για το κάθε μορφής εισόδημα που αποκτούν από την ιδιότητα αυτή γίνεται στο πρόσωπό τους ως εξ
αδιαιρέτου συγκυρίων, κοινωνών και γενικά συνδικαιούχων των περιουσιακών στοιχείων που
απαρτίζουν το Α.Κ.Ε.Σ. Η μεταβίβαση ή άλλη συναλλαγή επί μεριδίων Α.Κ.Ε.Σ. εξομοιώνεται
φορολογικά με την αντίστοιχη συναλλαγή επί του αναλογούντος εξ αδιαιρέτου μεριδίου των
κατ' ιδίαν περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το Α.Κ.Ε.Σ. Η απόκτηση μεριδίων συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. δεν συνεπάγεται αφ' εαυτής την απόκτηση από τον μεριδιούχο της
ιδιότητας κατοίκου Ελλάδας ή μονίμως εγκατεστημένης στην Ελλάδα αλλοδαπής επιχείρησης
ή οργανισμού για την εφαρμογή φορολογικών διατάξεων.

22. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιχειρηματικών Συμμετοχών
κλειστού τύπου, καθώς και η καταβολή της συμμετοχής των μεριδιούχων, απαλλάσσονται
από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και τρίτων.

23. Οι διατάξεις της περίπτωσης κβ' της παραγράφου 1 του άρθρου 22 του Ν. 2859/2000
(ΦΕΚ 248 Α') εφαρμόζονται και για τη διαχείριση των Α.Κ.Ε.Σ.

24. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, που λαμβάνεται μέσα σε ένα έτος
από τη δημοσίευση του παρόντος και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31
παρ. 2 του Κ.Ν. 2190/1920, είναι δυνατόν Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών
(Ε.Κ.Ε.Σ.), που διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 2367/1995 και λειτουργεί ήδη κατά τη
δημοσίευση του νόμου αυτού να μετατραπεί σε Α.Κ.Ε.Σ. Για τη μετατροπή συντάσσεται
έκθεση από ορκωτό ελεγκτή, σύμφωνα με τους κανόνες αποτίμησης που προβλέπονται στην
παραπάνω παράγραφο 18, η οποία τίθεται στη διάθεση των μετόχων, στην έδρα της εταιρίας,
τουλάχιστον τριάντα (30) ημέρες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης που θα αποφασίσει τη μετατροπή. Τριάντα (30) ημέρες πριν από τη γενική
συνέλευση που θα αποφασίσει τη μετατροπή, τίθεται στη διάθεση των μετόχων σχέδιο
σύμβασης σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ., το οποίο περιλαμβάνει κατ' ελάχιστον όλα
τα στοιχεία που προβλέπονται από την παράγραφο 12. Η απόφαση περί μετατροπής πρέπει
να περιλαμβάνει, επί ποινή ακυρότητας, τους όρους με τους οποίους οι μέτοχοι που δεν
επιθυμούν τη μετατροπή αυτή θα μεταβιβάσουν τις μετοχές τους στους μετόχους οι οποίοι
επιθυμούν τη μετατροπή αυτή. Η τιμή για τη μεταβίβαση δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να

Παράρτημα

είναι μικρότερη από αυτήν που προκύπτει με βάση την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή.
Το

Α.Κ.Ε.Σ. που θα συσταθεί με αυτόν τον τρόπο θεωρείται έναντι των τρίτων καθολικός διάδοχος της Ε.Κ.Ε.Σ. που μετατράπηκε. Στην περίπτωση της μετατροπής, μπορεί, κατ'

εξαίρεση και κατά παρέκκλιση των διατάξεων της παραπάνω παραγράφου 8, η ελάχιστη αξία

κάθε μεριδίου να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ.

Από τη μετατροπή της Ε.Κ.Ε.Σ. σε Α.Κ.Ε.Σ. δεν δημιουργείται καμία φορολογική υποχρέωση,

σε βάρος της Ε.Κ.Ε.Σ. ή του Α.Κ.Ε.Σ. που προκύπτει από τη μετατροπή ή σε βάρος των

μεριδιούχων του.

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
- 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.
- Lorenz, T. (1989), *Venture Capital today: a practical guide to the Venture Capital market*, Woodhead-Faulkner, Cambridge

Ελληνική

- ➔ Βασιλείου, Δ. (1995), “Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Γ΄ τριμηνία, τεύχος 3.
- ➔ Γαλάνης, Β. (2000), “Η λειτουργία των Σύγχρονων Χρηματοοικονομικών Θεσμών στη Χώρα μας”, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα
- ➔ 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.
- ➔ Καθημερινή (21/01/2004), “Οι δύο πρώτες επενδύσεις του ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Partners”, Οικονομία & Αγορές
- ➔ Κρυσταλλάκος, Π. (2004), “«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις Venture Capital”, Επιχειρήσεις, 01/06/2004
- ➔ Ξανθάκης, Μ. και Τσιπούρη, Λ. (2001), Διαχείριση τεχνολογίας και venture capital: η περίπτωση της Ελλάδος, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Ιστοσελίδες

www.alpha.gr
www.attica-ventures.gr
www.fileleftheros.com
www.keta-notioaigaio.gr
www.alphatrust.gr
www.epixeiro.admin.uoc.gr
www.plant-management.gr
www.morax.gr
www.kathimerini.gr
www.hvca.gr
www.emporiki.gr

www.forfaiting.gr
www.globalfinance.gr
www.taneo.gr
www.imerisia.gr
www.naftemporiki.gr
www.nbg.gr
www.icap.gr