

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	7
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ ΚΑΙ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ	8
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
1.1 Ορισμός, στόχοι και εξέλιξη του Επιχειρηματικού Κε- φαλαίου Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ).....	10
1.2 Ιστορική εξέλιξη του ΕΚΥΚ.....	12
1.3 Private Equity.....	14
2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ VENTURE CAPITAL.....	16
2.1 Επίπεδα Χρηματοδότησης.....	16
2.1.1 Χρηματοδότηση Σποράς (<i>Seed Finance</i>)	16
2.1.2 Χρηματοδότηση Εκκίνησης (<i>Start-up Finance</i>).....	17
2.1.3 Χρηματοδότηση Επέκτασης (<i>Expansion Finance</i>).....	17
2.1.4 Χρηματοδότηση Αντικατάστασης (<i>Replacement Capital</i>).....	18
2.1.5 Χρηματοδότηση πώλησης στη διοίκηση της εται- ρείας (<i>Management Buy-out</i>).....	18
2.1.6 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (<i>Mezzanine Financing</i>).....	19
2.1.7 Χρηματοδότηση «Στροφής» (<i>Turnaround Finance</i>).....	19
2.2 Μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων.....	19
2.2.1 Άμεση Επένδυση.....	21
2.2.2 Επένδυση σε ένα <i>fund</i>	21
2.2.3 Ανάθεση της επιλογής των <i>Private Equity Funds</i>	22

2.2.3.1 Σε κεφάλαιο που επενδύει σε άλλα κεφάλαια (Funds of funds).....	22
2.2.3.2 Σύμβουλοι (Consultants)	23
2.3 Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο θεσμός του Venture Capital στις προ επένδυση εταιρείες.....	23
2.3.1 Χρηματοδοτικές υπηρεσίες.....	23
2.3.2 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες.....	26
2.3.3 Υποβοήθηση της εταιρείας για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.....	26
2.4 Μέθοδοι εξόδου από την επένδυση.....	27
2.4.1 IPO, <i>Initial Public Offering</i> (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο).....	28
2.4.2. <i>Trade sale to a strategic investor</i> (Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή).....	29
2.4.3. <i>Trade sale to another financial investor</i> (Πώληση σε άλλον θεσμικό επενδυτή).....	29
2.4.4 <i>MBO, Management Buy-out</i> (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας).....	30
2.4.5 <i>Write-Off</i> (Διαγραφή).....	30
3. ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ PRIVATE EQUITY-VENTURE CAPITAL.....	31
3.1 Ευρωπαϊκή Αγορά Private Equity-Venture Capital.....	31
3.1.1 Πηγές κεφαλαίων.....	32
3.1.2 Επενδύσεις.....	34
3.1.3 Ρευστοποιήσεις- <i>exit routes</i>	37
3.1.4 Απόδοση των επενδύσεων.....	38
3.1.5 <i>Corporate Venturing</i> (Αμοιβαία επιχειρηματική σχέση).....	42
3.1.6 Προοπτική 2006	45
3.2 Private Equity και Venture Capital στις ΗΠΑ.....	45

4. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ VENTURE CAPITAL.....	51
4.1 Εισαγωγή στην Ελληνική αγορά των venture capital..	51
4.2 Ελληνικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών.....	53
4.3 Η περίοδος ανάπτυξη του θεσμού.....	57
4.4 Νεότερες εξελίξεις	60
5. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΠΕΝΤΕ ΗΓΕΤΙΚΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL.....	64
5.1 Alpha Trust Innovation A.E.K.E.Σ	64
5.1.1 Κριτήρια Επένδυσης.....	64
5.1.2 Δομή Επένδυσης και Υποστήριξη Εταιριών.....	65
5.1.3 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης.....	66
5.1.4 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών.....	67
5.2. Global Finance.....	69
5.2.1. Φιλοσοφία Επενδύσεων.....	69
5.2.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα.....	71
5.2.3 Χαρτοφυλάκιο ελληνικών επιχειρήσεων.....	72
5.2.4 Επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη.....	74
5.3 Commercial Capital.....	75
5.3.1 Κριτήρια Επένδυσης.....	76
5.3.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα.....	77
5.3.3 Επενδύσεις στα Βαλκάνια και την Ανατολική Με- σόγειο.....	77
5.3.4 Επενδύσεις σε Ρωσία και Ουκρανία.....	78
5.3.5 Επενδύσεις στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη	79
5.3.6 Άλλες Διεθνής Επενδύσεις.....	80
5.3.7 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ελλάδα.....	80
5.4 Vectis Capital.....	82
5.5 Attica Ventures A.E.....	84
5.5.1 Στρατηγική.....	85

5.5.2 Επιχειρηματικό πλάνο.....	87
5.5.3 Ο ορίζοντας επενδύσεων της ΑΤΤΙCΑ VENTURES.....	90
6.ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	92
6.1 Νόμος 1775/88.....	92
6.2 Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών - ΕΚΕΣ	93
6.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.).....	94
6.4 Τ.Α.ΝΕ.Ο. - 2843/2000 (ΦΕΚ219Α).....	100
6.5 Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχει- ρήσεων (Τ.Ε.Μ.Π.Μ.Ε.).....	102
6.6 Ταμείο Επιχειρηματικών Κεφαλαίων με Σκοπό το Ψη- φιακό Άλμα “Digital Leap” (Κρατική Ενίσχυση Ν.568/2005- Ελλάδα).....	105
7.ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ, ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ, ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ	108
7.1 Τάσεις και εξελίξεις.....	108
7.2 Προβλήματα.....	111
7.2.1 Θεσμικό Πλαίσιο.....	111
7.2.2 Γενικό επιχειρηματικό και οικονομικό πλαίσιο.....	111
7.3 Προοπτική.....	113
7.4 Ανάπτυξη του θεσμού.....	115
8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	116
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	121

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Είναι γεγονός ότι οι μικρές επιχειρήσεις καθώς και η δημιουργία νέων επιχειρήσεων αποτελούν ίσως τους σημαντικότερους αρωγούς για την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Η ολοένα και αυξανόμενη σημασία που δίνεται στις μικρές επιχειρήσεις όσον αφορά τη συμβολή τους στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης, στην καινοτομία και στην ανάπτυξη της βιομηχανίας, γίνεται αντικείμενο μελέτης μεγάλου μέρους της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας. Οι νέοι επιχειρηματίες συχνά δημιουργούν προϊόντα και γεννούν ιδέες, η πραγματοποίηση των οποίων απαιτεί τη διάθεση σημαντικού κεφαλαίου. Ωστόσο, πολλοί επιχειρηματίες δεν διαθέτουν τα απαραίτητα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν αυτές τους τις καινοτομίες.

Το Venture Capital (Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου) αποτελεί μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης των πολλά υποσχόμενων νέων αυτών επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις οι οποίες λαμβάνουν Venture Capital είναι κυρίως επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης και προοπτικών οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να κυριαρχήσουν στον κλάδο τους. Πολλές επιτυχημένες επιχειρήσεις έχουν χρηματοδοτηθεί με τη μορφή αυτή κεφαλαίου στα αρχικά τους στάδια και έχουν εξελιχθεί σε ηγέτες στον κλάδο τους συντελώντας και στην ανάπτυξη της οικονομίας και στη δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης.

Το VC μπορεί να αποτελέσει σημαντικό μοχλό για την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα, καθώς, είναι ιδανικό για την υποστήριξη των κατ' εξοχήν ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων, που θα επιθυμούσαν να είναι καινοτόμες και να συμβαδίζουν με τις επιταγές της σύγχρονης τεχνολογίας, καθιστώντας τις έτσι ανταγωνιστικές απέναντι στην απαιτητική ευρωπαϊκή αγορά.

Με την πάροδο του χρόνου οι μεγάλες ελλείψεις σε παροχή VC, καθώς και οι επιδράσεις που δέχθηκε η χώρα από τις διεθνείς κινήσεις και τη δραστηριοποίηση και ανάπτυξη του VC, οδήγησαν στην ανάγκη

δημιουργίας εξειδικευμένων φορέων για την παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου. Οι κυριότεροι τέτοιοι φορείς οι οποίοι και θα παρουσιαστούν λεπτομερώς στη συνέχεια είναι το ΤΑΝΕΟ (Ταμείο Νέας Οικονομίας) και το ΤΕΜΠΜΕ (Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχειρήσεων).

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 2.3.1. Χρηματοδοτικές Επιχειρήσεις σελ 25

Πίνακας 3.1.1 Συγκέντρωση κεφαλαίων στην Ευρώπη το 2005 (σε € εκ.) σελ 33

Πίνακας 3.1.2 Οι ροές των επενδύσεων private equity στην Ευρώπη το 2005 (σε € εκ.) σελ 36

Πίνακας 3.1.4 Δείκτες σωρευμένης καθαρής απόδοσης από συστάσεως την 31/12/2005 σελ 41

Πίνακα 3.2 Επενδύσεις Private Equity στις ΗΠΑ 2001-2005 (σε \$ εκ.) σελ 46

Πίνακας 3.2.1 Ρευστοποιήσεις Private Equity στις ΗΠΑ 2001-2005 (σε \$ εκ.) σελ 48

Πίνακας 3.2.2 Ρευστοποιήσεις μέσω IPOs στις ΗΠΑ κατά κλάδο το 2005 (σε \$ εκ.) σελ 49

Πίνακας 3.2.3 Ρευστοποιήσεις μέσω M&As στις ΗΠΑ κατά κλάδο το 2005 (σε \$ εκ.) σελ 50

Πίνακας 4.2 Αντληθέντα κεφάλαια και επενδύσεις που έγιναν σε 20 χώρες, 2005 σελ 56

Πίνακας 4.3 Συγκεντρωτικά στοιχεία της ελληνικής αγοράς Venture Capital για τα έτη 1998-2001 σελ 57

Πίνακας 4.4.1 Συγκέντρωση κεφαλαίων στην Ελλάδα 2004-2005 (ποσά σε € εκ.) σελ 61

Πίνακας 4.4.2 Επενδύσεις Private Equity & Venture Capital στην Ελλάδα 2004-2005 (ποσά σε € εκ.) σελ 62

Πίνακας 5.1 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών Alpha Trust Innovation σελ 68

Πίνακας 5.2 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων της Global Finance σελ 72

Πίνακας 5.3 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Commercial Capital σελ 80

Πίνακας 5.4 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Vectis Capital σελ 83

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ ΚΑΙ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ

ΕΚΥΚ = Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου

EVCA = European Venture Capital Association

MBOs = Management Buy- Outs

MBIs = Management Buy-Ins

MEBOs = Management and Employee Buy – Out

LBOs = Leveraged Buy-Outs

εκ. = εκατομμύρια

ΕΠΕΚ = Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου

SBIA = Small Business Investment Act

BES = Business Expansion Scheme

κλπ. = και τα λοιπά

IPO-flotation = Initial Public Offering

π.χ. = παραδείγματος χάρη

PE = Private Equity

VC = Venture Capital

δισ. = δισεκατομμύρια

ΗΠΑ = Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Ε.Ε. = Ευρωπαϊκή Ένωση

IRR = Internal Rate of Return

NPV = Net Present Value

DPI = Distribution to Paid-In

RVPI = Residual Value to Paid-In

TVPI = Total Value to Paid-In

NEDO = National Economic Development Office

M&As = Mergers and Acquisitions

ΧΑΑ = Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΕΚΕΣ = Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών

N.A. = Νοτιοανατολική

Ε.Σ. = επιχειρηματικών συμμετοχών

Α.Ε.ΚΕ.Σ. = Ανώνυμη Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών

ΑΕ = Ανώνυμη Εταιρεία

BHV = Baring Hellenic Ventures

GCI = Global Capital Investors

ν. = νόμος

Τ.Α.ΝΕ.Ο. = Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας

Δ. Σ. = Διοικητικό Συμβούλιο

ΦΕΚ = Φύλλο Εφημερίδας Κυβερνήσεως

Τ. Ε. Μ.Π.Μ.Ε. = Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχειρήσεων

ΕΠΑΝ = Επιχειρησιακό Πρόγραμμα Ανταγωνιστικότητας

ΕΕ = Εταιρόρρυθμη Εταιρεία

ΟΕ = Ομόρρυθμη Εταιρεία

ΕΠΕ = Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης

ΜΜΕ = Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις

ΕΚ = Κρατική Ενίσχυση

ΝΕΧΑ = Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

ΕΤΠΑ = Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης

ALIM = Alternative Investment Market

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Ορισμός, στόχοι και εξέλιξη του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ)

Προκειμένου να περιγραφεί ο θεσμός του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου, έχουν χρησιμοποιηθεί πολλοί ορισμοί. Ο πιο στενός ορισμός δίνει στο ΕΚΥΚ την έννοια της μακροπρόθεσμης μετοχικής επένδυσης σε μικρομεσαία επιχείρηση μεγάλου δυναμισμού, που κατευθύνεται κατά κανόνα στην υψηλή τεχνολογία και συνοδεύεται από σημαντική υποστήριξη από την πλευρά του επενδυτή. Ένας ευρύτερος ορισμός του ΕΚΥΚ το θεωρεί ως επένδυση σε κεφαλαιακά ή οιονεί κεφαλαιακά στοιχεία επιχείρησης, με σοβαρές προοπτικές μεγέθυνσης και κινδύνους σε μάλλον μακροπρόθεσμη βάση. (Writth M., Sapienza H., Busenitz L., 2003)

Η Ευρωπαϊκή Ένωση Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (European Venture Capital Association) ορίζει το ΕΚΥΚ ως μια μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική μεγέθυνσης μεγαλύτερη του μέσου όρου, συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη.

Παρόλα αυτά θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο πληρέστερος ορισμός είναι ότι το ΕΚΥΚ είναι μορφή στρατηγικής μετοχικής επένδυσης εξειδικευμένης εταιρείας παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου σε μικρομεσαία επιχείρηση ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, η οποία αποσκοπεί μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών τέτοιων, ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής, ενώ η πραγματοποίησή της βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με τη συγκεκριμένη επένδυση. (Bygrave W. D., Jeffrey A. Timmons, 1992)

Η αγορά του ΕΚΥΚ μπορεί πλέον να θεωρηθεί αρκετά ανεπτυγμένη, ενώ ο θεσμός θεωρείται πια ως ένα καθιερωμένο και δοκιμασμένο χρηματοδοτικό μέσο. Η βιομηχανία venture capital έχει αναπτύξει λειτουργικές δι-

αδικασίες και πρακτικές που έχουν υιοθετηθεί σε περιβάλλοντα που χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα και ασυμμετρίες πληροφόρησης ανάμεσα στους χρηματοδότες και τις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις. Σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη του θεσμού έπαιξε η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (European Venture Capital Association - EVCA), η οποία ιδρύθηκε το έτος 1983 στις Βρυξέλλες, με την ενεργητική υποστήριξη της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Το venture capital έχει εξελιχθεί σε μια ολοένα και πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης για νέες επιχειρήσεις, ειδικά όταν τέτοιες επιχειρήσεις λειτουργούν στο προσκήνιο αναφαινόμενων τεχνολογιών και αγορών και παίζει έναν πολύ σημαντικό ρόλο στην επιχειρηματική διαδικασία. Αυτού του είδους τα κεφάλαια συνήθως επενδύονται σε νέες επιχειρήσεις με ελάχιστο ιστορικό παρελθόν. Σαν αποτέλεσμα ο επενδυτής δεν μπορεί να βασίζεται σε δεδομένα που έχουν σχέση με την ιστορική απόδοση, όπως γίνεται στην περίπτωση του Χρηματιστηρίου. Ακόμη, η επένδυση λαμβάνει τυπικά χώρα σε μικρές επιχειρήσεις και η φύση των σχέσεων ανάμεσα στον επενδυτή και σε αυτόν που γίνεται η επένδυση εμπεριέχει έναν μεγάλο βαθμό άμεσης ανάμειξης σε σχέση με τον σχετικά παθητικό ρόλο των επενδυτών στις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται δημόσια.

Εκεί που κάποτε η βιομηχανία του ΕΚΥΚ κυριαρχούνταν και από μεγάλους και από μικρούς «παίχτες», τώρα κατακλύζεται από μεγάλες επιχειρήσεις-τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία. Μόνο οι πολύ πετυχημένες ανεξάρτητες επιχειρήσεις κατάφεραν να συγκεντρώσουν νέα κεφάλαια μέσα στην δύσκολη περίοδο που ακολούθησε την ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Η πλειοψηφία των εταιρειών venture capital επικεντρώνονται στις λιγότερο ριψοκίνδυνες επενδύσεις : buy-outs, και κεφάλαιο για ανάπτυξη. Μόνο οι πολύ μεγάλες εταιρείες παίρνουν μέρος πλέον στη χρηματοδότηση για τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων. Είναι γεγονός ότι οι μόνες νέες επιχειρήσεις που χρηματοδοτεί το venture capital είναι απλώς οι εταιρείες holding που δημιουργήθηκαν για την εξαγορά μιας ήδη υπάρχουσας επιχείρησης με

την τυπική δομή management buy-out. Η χρηματοδότηση των νέων επιχειρήσεων έχει αφεθεί σε έναν πολύ μικρό αριθμό «παιχτών».

1.2 Ιστορική εξέλιξη του ΕΚΥΚ

Το venture capital (ΕΚΥΚ) ως νέος θεσμός χρηματοδότησης ξεκίνησε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στις αρχές της δεκαετίας του 1940, μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και έκτοτε εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο. Το 1946 ο J. H. Whitney ίδρυσε την πρώτη ιδιωτική εταιρεία καινοτομικού κεφαλαίου με αρχικό κεφάλαιο 10 εκ. δολάρια. Ο ίδιος επινόησε και τον όρο venture capital και ήταν ο πρώτος που σχεδίασε μια συμμετοχική Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ).

Μεγάλη ενίσχυση στις επιχειρήσεις έδωσε ο νόμος «περί επενδύσεων σε μικρές επιχειρήσεις» (Small Business Investment Act), που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ το 1958. Κατά τη δεκαετία του 1970 η αγορά ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ παρουσίασε τα πρώτα συμπτώματα ωριμότητας. Τότε παρουσιάστηκε μια κάμψη στους ρυθμούς αύξησης του ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ, η οποία αναστράφηκε το 1978 ενισχύοντας έτσι την σπουδαιότητα του ΕΚΥΚ ως χρηματοδοτικό μέσο αλλά και ως μέσο προώθησης της καινοτομικής δραστηριότητας. (Tyebjee T. and Bruno A., 1984).

Η Αγγλία είναι αδιαμφισβήτητα η χώρα-πρωτοπόρος στον τομέα του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη. Ο θεσμός άρχισε να αναπτύσσεται στην Αγγλία κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970. Η δημιουργία της αγοράς ΕΚΥΚ στην Αγγλία υποβοηθήθηκε από τη μεγάλη και «σε βάθος» ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, την αγγλοσαξονική παράδοση στα εγχειρήματα υψηλού κινδύνου-ιδιαίτερα στις μετοχικές επενδύσεις υψηλού κινδύνου-και στο Σχέδιο Επέκτασης των Επιχειρήσεων (Business Expansion Scheme-BES). Ήδη στις αρχές της δεκαετίας του '80 λειτουργούσε στην Αγγλία ένας υπολογίσιμος αριθμός εταιρειών, ενώ ο όγκος των επενδύσεων ΕΚΥΚ αυξάνονταν. Είναι γεγονός ότι το Ην. Βασίλειο έχει γίνει μετά τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία το

μεγαλύτερο κέντρο venture capital του κόσμου. Είναι ενεργός εξαγωγέας επενδύσεων σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες καθώς και σημαντικός εισαγωγέας και εξαγωγέας χρηματοδότησης venture από και προς τις ΗΠΑ.

Σημαντική ανάπτυξη του θεσμού στην Ευρώπη, σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ολλανδία κλπ έγινε στη δεκαετία του 1980. Οι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων ΕΚΥΚ στην Ευρώπη κατά την περίοδο αυτή χαρακτηρίζονται ως εντυπωσιακοί. Ενδεικτικά αξίζει να σημειωθεί ότι οι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων ΕΚΥΚ μεταξύ των ετών 1984-1986 ήταν στην Ιταλία 103%, στο Βέλγιο 64%, στη Γερμανία 61% και στην Ολλανδία 58%. Η Γαλλία που είχε στην αρχή της δεκαετίας του '80 μια ποσοτικά ασήμαντη αγορά ΕΚΥΚ ακολούθησε από τα μέσα της δεκαετίας μια αύξηση με ταχύτατο ρυθμό, η οποία αναμένεται να την οδηγήσει στην τρίτη θέση από πλευράς όγκου επενδύσεων ΕΚΥΚ.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ύπαρξη οργανωμένων παράλληλων αγορών κρίνεται ικανοποιητική όχι μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και στη Γαλλία, διευκολύνοντας έτσι τη λειτουργία των ΕΠΕΚ και την ανάπτυξη του θεσμού. Σημαντικός παράγοντας στην προώθηση του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη ήταν η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου Επιχειρησιακού Κεφαλαίου (European Venture Capital Association-EVCA), ο οποίος προσέφερε σημαντική υποστήριξη στις ΕΠΕΚ. (Tyebjee T & Vickery L., 1988)

Στην Ελλάδα ο θεσμός του επιχειρηματικού κεφαλαίου συναντάται για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 θεσμός αυτός δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί σε μεγάλη έκταση στη χώρα μας. Θεωρείται όμως βέβαιο ότι θα αποτελέσει προσεχώς μια σύγχρονη μέθοδο στήριξης δυναμικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην αναπτυξιακή τους προσπάθεια.

1.3 Private Equity

Με τον όρο private equity νοούνται επενδύσεις με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε

κάποια οργανωμένη αγορά, χωρίς διάκριση ως προς το στάδιο ανάπτυξης της δραστηριότητάς τους. 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 να 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. (McNally K., 1997)

Το venture capital ουσιαστικά αποτελεί υποσύνολο του private equity το οποίο απευθύνεται σε νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις (start up/ seed capital) και σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης (development/ expansion finance). Προϋπόθεση των επενδύσεων είναι η δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης μέσω πώλησης σε τρίτα πρόσωπα ή στους υφιστάμενους μετόχους (trade sale), αλλά και μέσω δημόσιας εγγραφής σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (IPO-flotation).

Πρακτικά το venture capital συνιστά τρόπο χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρείας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της ως αντάλλαγμα για την παροχή χρηματοδότησης.

Το private equity διακρίνεται σε venture capital και development capital. Οι επενδυτές στην κάθε μια 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 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. (ICAP, Δεκέμβριος 2006)

2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ VENTURE CAPITAL

Το venture capital μπορεί να παρέχεται σε κάθε στάδιο ανάπτυξης των επιχειρήσεων και ως εκ τούτου διακρίνουμε αντίστοιχες μορφές επενδύσεων - επίπεδα χρηματοδότησης venture capital.

Οι πρώτες φάσεις ανάπτυξης των επιχειρήσεων περιέχουν πάντα μεγαλύτερο κίνδυνο και οι επενδύσεις venture capital σε αυτές απαιτούν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα για ρευστοποίηση. Αντίθετα, οι μεταγενέστερες φάσεις έχουν μικρότερο κίνδυνο και οι ρευστοποιήσεις απαιτούν μικρότερο χρονικό ορίζοντα (1-3 χρόνια). Λόγω των ευνοϊκότερων συνθηκών και της μεγαλύτερης ασφάλειας που υπάρχει στις τελευταίες φάσεις, οι επενδυτές venture capital προτιμούν τις χρηματοδοτήσεις αυτών των περιπτώσεων. Σημειώνεται ότι μια επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει και περισσότερα από ένα επίπεδα χρηματοδότησης. Τα επίπεδα χρηματοδότησης είναι διαφορετικά στις αναλύσεις των ερευνητών. Ωστόσο αφορούν τυπικά και όχι ουσιαστικά ζητήματα. Παρακάτω περιγράφονται τα διάφορα επίπεδα όπως ορίζονται από τον EVCA (European Venture Capital Association).

2.1 Επίπεδα Χρηματοδότησης

2.1.1 Χρηματοδότηση Σποράς (*Seed Finance*)

Αφορά συνήθως μικρά ποσά κεφαλαίου, που παρέχονται σε έναν επιχειρηματία για να μετατρέψει μια καλή ιδέα σε ένα προϊόν ή μια υπηρεσία, και να καταστρώσει ένα επιχειρηματικό σχέδιο. Είναι το πιο επικίνδυνο επίπεδο χρηματοδότησης. Μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα χρόνο και το ποσοστό των χρηματοδοτούμενων προγραμμάτων που τελικά εγκαταλείπονται βρίσκεται πάνω από το 70%. Έχει αποδειχθεί ότι μόνο ένα 10% των επενδυτών venture capital επενδύουν σε τόσο αρχικό στάδιο ανάπτυξης, ενώ κατά κανόνα χρησιμοποιούνται κυρίως επενδυτές από το φιλικό περιβάλλον

του επιχειρηματία που βασίζουν την επιχειρηματική τους απόφαση στην προσωπική τους γνώση και εκτίμηση του κινδύνου.

2.1.2 Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-up Finance)

Σε αυτό το επίπεδο χρηματοδότησης παρέχονται κεφάλαια σε επιχειρήσεις που έχουν καταστρώσει το επιχειρηματικό τους σχέδιο και χρειάζονται υποστήριξη για να εδραιωθούν και να καθιερωθούν στο χώρο τους. Σε πολλές αναλύσεις το εν λόγω επίπεδο χωρίζεται στην καθ' αυτή χρηματοδότηση εκκίνησης και στη χρηματοδότηση του πρώτου γύρου (First Round ή Fledging Finance).

Τα κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη δημιουργία μονάδων για την παραγωγή του προϊόντος, για την τελική διαμόρφωση του προϊόντος, για το μάρκετινγκ και τη δημιουργία δικτύων διανομής κ.α. Οι επιχειρήσεις μπορεί να λειτουργούν μικρό μόνο διάστημα και να μην πραγματοποιούν ακόμα πωλήσεις.

Το επίπεδο αυτό μπορεί να διαρκέσει μέχρι τρία χρόνια και παρουσιάζει σημαντικούς κινδύνους.

2.1.3 Χρηματοδότηση Επέκτασης (Expansion Finance)

Το χρηματοδοτικό αυτό επίπεδο περιλαμβάνει τα κεφάλαια και την υποστήριξη που απαιτούνται όταν μια επιχείρηση έχει ήδη αρχίσει να λειτουργεί και πρέπει να επεκταθεί. Η χρηματοδότηση επέκτασης απορροφά ένα σημαντικό ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων venture capital (περίπου 45%).

Η χρηματοδότηση επέκτασης αφορά το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης, δηλαδή το στάδιο εκείνο στο οποίο έχουν ξεπεραστεί οι μεγάλοι κίνδυνοι και η αβεβαιότητα των προηγούμενων φάσεων και που η επιχείρηση

πλησιάζει και περνάει το νεκρό σημείο πραγματοποιώντας τα πρώτα κέρδη. Ωστόσο στη φάση αυτή απαιτούνται σημαντικά κεφάλαια, τα οποία όμως είναι πολύ δύσκολο να ανεβρεθούν.

Το χρηματοδοτικό αυτό επίπεδο παρέχει κεφάλαια για:

- Χρηματοδότηση των υπό παραγωγή αγαθών, των προμηθειών, εξόδων αποστολής κλπ.
- Επέκταση των παγίων και του εξοπλισμού, τελειοποίηση του προϊόντος, διεύρυνση του μάρκετινγκ και εν γένει για την υποβοήθηση μιας επιθετικής πολιτικής.
- Στήριξη της μελλοντικής ανάπτυξης και πλήρους αξιοποίησης του δυναμικού της.

Τα κεφάλαια αυτά παρέχονται τη στιγμή που έχει ξεπεραστεί το νεκρό σημείο και είναι ορατή πλέον η περίοδος κερδοφορίας.

2.1.4 Χρηματοδότηση Αντικατάστασης (Replacement Capital)

Η χρηματοδότηση αντικατάστασης χρησιμοποιείται για την αγορά μετοχών της εταιρείας από κάποιον άλλο επενδυτή. Ο επενδυτής αυτός μπορεί να είναι κάποιο στέλεχος της διοίκησης που πρόκειται να συνταξιοδοτηθεί ή οποιοσδήποτε άλλος ιδιώτης επενδυτής.

2.1.5 Χρηματοδότηση πώλησης στη διοίκηση της εταιρείας (Management Buy-out)

Αποσκοπεί στη χρηματοδότηση μιας ομάδας διευθυντικών στελεχών της ίδιας της επιχείρησης προκειμένου να εξαγοράσουν την επιχείρηση. Στην περίπτωση που τα στελέχη προέρχονται εκτός της επιχείρησης η χρηματοδότηση αποκαλείται Management Buy-in.

2.1.6 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (*Mezzanine Financing*)

Σε αυτό το επίπεδο χρηματοδότησης παρέχονται τα κεφάλαια και η στρατηγική υποστήριξη που απαιτούνται για να περάσει η επιχείρηση σε ένα νέο πλαίσιο λειτουργίας με μεγαλύτερο επαγγελματισμό. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να αυξηθεί η εκτίμηση της αγοράς για την επιχείρηση και να μπορέσει να μπει στο χρηματιστήριο επιτυγχάνοντας υψηλές τιμές στις εκδιδόμενες μετοχές. Τα κεφάλαια αυτού του επιπέδου χρηματοδότησης, εκτός των άλλων καλύπτουν και τα έξοδα του αναδόχου καθώς και τα λοιπά έξοδα για την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

2.1.7 Χρηματοδότηση «Στροφής» (*Turnaround Finance*)

Αφορά επιχειρήσεις που ήδη λειτουργούν αλλά αντιμετωπίζουν πρόβλημα και χρειάζονται κεφάλαια για να οργανωθούν ή και να στραφούν σε άλλες κατευθύνσεις ώστε να συνεχίσουν επιτυχώς τη λειτουργία τους. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων, εξαγοράς και ανόρθωσης ζημιογόνων επιχειρήσεων κ.α. (McNally K., 1997)

2.2 Μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων

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 καθ' όλη τη διάρκεια του επενδυτικού

ορίζοντα (ο οποίος είναι συνήθως μακροπρόθεσμου χαρακτήρα). Πρακτικά αυτό σημαίνει επενδύσεις σε κλάδους και τομείς με αξιόλογες 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 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 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»

Υπάρχουν τρεις κύριες εναλλακτικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων.

A) Άμεση επένδυση σε ιδιωτικές επιχειρήσεις

B) Επένδυση σε Private Equity Funds

Γ) Ανάθεση της επιλογής των Private Equity Funds

- Σε κεφάλαιο που επενδύει σε άλλα κεφάλαια (fund of funds)
- Σε συμβούλους (Consultants)

2.2.1 Άμεση Επένδυση

Η άμεση επένδυση σε ιδιωτικές επιχειρήσεις σε σύγκριση με την επένδυση σε PE funds απαιτεί μεγαλύτερα κεφάλαια προκειμένου να επιτευχθεί παρόμοια διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και ανάλογη έκθεση σε κίνδυνο. Επιπλέον απαιτούνται περισσότεροι πόροι και διαφορετικές τεχνικές αξιολόγησης. Η διαφοροποιήσεις αυτές μπορούν να μετριαστούν με συνεπένδυση (syndication) με ένα fund. Με αυτόν τον τρόπο υπάρχει δυνατότητα υψηλότερων αποδόσεων αλλά ταυτόχρονα και υψηλότερη έκθεση σε κίνδυνο με πιθανότητα πλήρους απώλειας του επενδυμένου κεφαλαίου. Γι' αυτό το λόγο η στρατηγική αυτή (δηλαδή η συνεπένδυση με ένα fund) συστήνεται μόνο στους έμπειρους επενδυτές PE. Για τους περισσότερους επενδυτές ενδείκνυται η επένδυση σε PE fund ή η ανάθεση επιλογής τους σε ένα fund of funds.

2.2.2 Επένδυση σε *Private Equity Funds*

Η επένδυση σε ένα fund εξασφαλίζει ικανοποιητική διαφοροποίηση μέσω της δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου. Τα στελέχη των PE funds που είναι επαγγελματίες επενδυτές εξειδικεύονται στην ανεύρεση, ανάλυση, διαχείριση και έξοδο από επενδύσεις σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, δηλαδή η τοποθέτηση κεφαλαίων σε διαφορετικές επενδύσεις διασφαλίζει ότι ο κίνδυνος πλήρους απώλειας του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στο fund είναι σχετικά μικρότερος από τον κίνδυνο στον οποίο θα εκτίθονταν ο επενδυτής στην περίπτωση που επένδυε τα κεφάλαιά του άμεσα σε μια μη εισηγμένη εταιρεία. Σε σύγκριση με τα funds που επενδύουν σε εισηγμένες επιχειρήσεις (quoted equity funds) τα private equity funds συνήθως επενδύουν σε συγκεντρωμένα χαρτοφυλάκια. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρχουν 10- 15 επιχειρήσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο buyout ή 20-40 επιχειρήσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο venture capital.

2.2.3 Ανάθεση της επιλογής των *Private Equity Funds*

2.2.3.1 Σε κεφάλαιο που επενδύει σε άλλα κεφάλαια (Fund of funds)

Ένα fund of fund είναι ένας συγκεντρωτικός φορέας κεφαλαίων (funds) του οποίου τα στελέχη αξιολογούν, επιλέγουν και τοποθετούν κεφάλαια σε διάφορα PE funds.

Επειδή η διοίκηση πολλών fund of funds έχει σχέσεις με στελέχη ηγετικών fund και επειδή οι υποχρεώσεις αναλαμβάνονται εξ ονόματος μιας ομάδας επενδυτών, η επένδυση μέσω ενός fund of funds μπορεί να είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για κάποιους επενδυτές να επιτύχουν πρόσβαση σε funds που προαπαιτούν υψηλότερες ελάχιστες υποχρεώσεις.

Πολλά fund of funds που χαρακτηρίζονται ως "blind" pools δεν διασφαλίζουν την επένδυση σε συγκεκριμένα funds. Έτσι ο επενδυτής πρέπει να στηριχθεί στο ιστορικό του διευθυντή για να προσδιορίσει και να εξασφαλίσει την πρόσβαση στα κατάλληλα funds. Αντίθετα κάποια fund of funds αποκαλύπτουν έναν προεπιλεγμένο κατάλογο επενδύσεων.

Οι επενδυτές σε fund of funds πρέπει να κατορθώνουν να ισορροπούν τις επιπλέον διοικητικές αμοιβές και τις σχετικές δαπάνες με το κόστος των επιπλέον πόρων που θα απαιτούνταν στην περίπτωση που θα επέλεγαν και θα διαχειρίζονταν από μόνοι τους το χαρτοφυλάκιό τους.

Τέλος, οι επενδυτές fund of funds κατορθώνουν να επιτυγχάνουν αποτελεσματική διαφοροποίηση με μικρότερη επέκταση κεφαλαίου υπό την καθοδήγηση managers που επιλέγονται με αυστηρά κριτήρια.

2.2.3.2 Σύμβουλοι (Consultants)

Οι σύμβουλοι προσφέρουν παρόμοια τεχνογνωσία και αριστεία με τους managers των fund of funds, αλλά μπορεί επιπλέον να προσφέρουν και συμβουλευτικές υπηρεσίες. Διευκολύνουν την διάρθρωση ενός χαρτοφυλακίου κομμένου και ραμμένου ακριβώς στα μέτρα του επενδυτή, σε αντιδιαστολή με την περίπτωση επένδυσης σε ένα fund of fund. Οι σύμβουλοι μπορούν επίσης να προσφέρουν ξεχωριστούς και όχι συγκεντρωτικούς απολογισμούς.

Συμβουλευτικές υπηρεσίες παρέχονται επίσης και από ορισμένους managers fund of funds. (Murray G., 1995)

2.3 Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο θεσμός του Venture Capital στις προ επένδυση εταιρείες

2.3.1 Χρηματοδοτικές υπηρεσίες

Η μορφή της χρηματοδότησης που προσφέρει το venture capital, παρέχει τη δυνατότητα μετοχικής ενίσχυσης της επιχείρησης και όχι απαραίτητα δανειακής, που παρέχουν κατά κύριο λόγο οι τράπεζες. Δεν απαιτεί δηλαδή εμπράγματα ασφάλειες ή άλλες εξασφαλίσεις. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης, είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε επιχειρήσεις που θέλουν κεφάλαια για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη ή κεφάλαια εκκίνησης, τα οποία δεν μπορούν να βρεθούν από συμβατικές πηγές χρηματοδότησης, οι οποίες είναι πηγές κυρίως βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Η σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια που προκύπτει από τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, δημιουργεί ενδοιασμούς στους φορείς αυτής της παραδοσιακής χρηματοδότησης που κατά κύριο λόγο είναι οι τράπεζες.

Στον πίνακα της επόμενης σελίδας παρατίθενται οι βασικές χρηματοδοτικές ανάγκες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και οι φορείς που ικανοποιούν κάθε μια από αυτές.

Διαπιστώνεται ότι το Venture Capital καλύπτει ένα μεγάλο κενό ικανοποιώντας ανάγκες των εταιρειών τις οποίες κανένας άλλος φορέας χρηματοδότησης δεν διατίθεται να ικανοποιήσει.

Η χρήση των κεφαλαίων venture capital δημιουργεί ένα υπόβαθρο στην επιχείρηση για να μπορεί να αντλήσει επιπλέον τραπεζικό δανεισμό. Αυτό μπορεί να ωφελήσει τόσο τις επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ξεκίνημά τους όσο και τις μικρές επιχειρήσεις που σε αντίθεση με τις μεγάλες και ώριμες δεν διαθέτουν υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Το venture capital είναι ένας από τους πρακτικότερους τρόπους χρηματοδότησης διότι δεν δημιουργεί την υποχρέωση της καταβολής τόκων ή μερισμάτων πριν από την πραγματοποίηση κερδών.

Πίνακας 2.3.1. Χρηματοδοτικές Επιχειρήσεις

<u>ΑΝΑΓΚΕΣ</u>	<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>			<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ LEASING</u>	<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ FACTORING</u>	<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL</u>	<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΑΕ & ΦΟΡΕΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ- ΕΓΓΥΗΣΗΣ</u>
	<u>Βραχυπρόθ. Δάνεια</u>	<u>M/M Δάνεια</u>	<u>Εγγυητικές Επιστολές</u>				
<u>Χρηματοδοτήσεις Εξαγωγών</u>	✓						
<u>Χρηματοδοτήσεις Εισαγωγών</u>	✓						
<u>Αύξηση ρευστότητας και αποθεμάτων</u>	✓				✓		
<u>Νέες Επενδύσεις</u>		✓		✓		✓	
<u>Εξαγορά Επιχειρήσεων</u>	✓					✓	
<u>Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου</u>						✓	
<u>Επενδύσεις σε άυλα αγαθά</u>						✓	
<u>Έρευνα- Ανάπτυξη (R&D)</u>						✓	
<u>Μετεγκατάσταση</u>		✓					
<u>Μείωση/ Ασφάλιση κινδύνων από συναλλαγές, πελάτες</u>					✓		✓
<u>Προσέλκυση επενδυτών</u>						✓	
<u>Συμμετοχή σε διαγωνισμούς</u>			✓				
<u>Εκτέλεση συμβάσεων</u>			✓				
<u>Εγγυήσεις δανείων</u>							✓

Πηγή: Γαλάνης Β.,2000

2.3.2 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες

Οι συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρονται στις επιχειρήσεις στις οποίες πραγματοποιούνται επενδύσεις venture capital, είναι ιδιαίτερα χρήσιμες σε μικρές επιχειρήσεις οι οποίες δεν διαθέτουν στελεχιακό δυναμικά με τις απαιτούμενες γνώσεις σε θέματα τεχνικά, οργανωτικά, εμπειρικά και χρηματοδοτικά.

Είναι χαρακτηριστικό ότι πετυχημένοι επιχειρηματίες που βοηθήθηκαν από venture capital, σημειώνουν ότι στις περισσότερες περιπτώσεις η επιχειρηματική βοήθεια και η βοήθεια στο management που έλαβαν από τους επενδυτές venture capital αποδείχθηκε περισσότερο σημαντική από την οικονομική συνεισφορά.

Η συμβουλευτική υποστήριξη λειτουργεί προς όφελος της προς επένδυση εταιρείας και με έναν άλλο τρόπο. Οι τράπεζες και οι άλλες εταιρείες venture capital αισθάνονται ασφαλέστερες να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία όταν γνωρίζουν ότι αυτή υποστηρίζεται από εταιρεία venture capital.

2.3.3 Υποβοήθηση της εταιρείας για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο

Πέρα από τη χρησιμότητα που παρέχει το venture capital στις επιχειρήσεις μέσω των χρηματοδοτικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών, αξιολογείται και η συμβολή του στη εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

Ο συνήθης τρόπος με τον οποίο απαγκιστρώνεται η εταιρεία venture capital από την επιχείρηση είναι η ρευστοποίηση της συμμετοχής που διατηρεί σε αυτή, συνήθως μετά την εισαγωγή ολόκληρου του πακέτου μετοχών της ή του μέρους που ελέγχει η εταιρεία venture capital στο χρηματιστήριο. Όπως είναι γνωστό, τα κριτήρια εισόδου επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο είναι αυστηρά και το κόστος εισαγωγής τόσο μεγάλο ώστε να μην εί-

ναι εύκολη η εισαγωγή μικρών και άγνωστων επιχειρήσεων. Η εταιρεία venture capital με τη χρηματοδότηση και τη συμβουλευτική υποστήριξη κατά κανόνα ανεβάζει τις τιμές των μετοχών, αυξάνει την αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων και δημιουργεί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Εξάλλου η εταιρεία venture capital έχει άμεσο συμφέρον επειδή αυτός είναι ο βασικός τρόπος ρευστοποίησης της επένδυσης.

Με αυτόν τον τρόπο ενισχύεται ο θεσμός του Χρηματιστηρίου και παράλληλα οι επιχειρήσεις ωφελούνται εφόσον αντλούν κεφάλαια και από αυτή την πηγή. Εκτός από όλα τα παραπάνω, η συμμετοχή και μόνο ενός σοβαρού επενδυτικού οργανισμού σε μια μικρομεσαία επιχείρηση της προσδίδει κύρος και της ανοίγει δρόμους για επωφελείς συνεργασίες και χρηματοδοτήσεις.

Τέλος, το γεγονός ότι το venture capital συνδέεται με την ταχύτατη μεγέθυνση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, εκτός του ότι εξασφαλίζει υψηλές αποδόσεις και προάγει τις πιο δυναμικές εταιρείες, αναπτύσσει καινοτομικούς μηχανισμούς και συνολικά έχει σημαντικές δευτερογενείς επιδράσεις στον χρηματοοικονομικό-τραπεζικό και εν γένει οικονομικό χώρο. (Πηγή: www.europeanvc.com)

2.4 Μέθοδοι εξόδου από την επένδυση

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί τη φυσική κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας. Σηματοδοτεί το τέλος της εμπλοκής της εταιρείας venture capital στην προς επένδυση εταιρεία και το τέλος της περιόδου ενεργής λήψης αποφάσεων και συμβουλευτικής υποστήριξης. Η έξοδος θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως η μοναδική πηγή εσόδων για την εταιρεία Venture Capital. Η επιτυχημένη έξοδος από μια επένδυση καταδεικνύει την επιτυχία των στελεχών της εταιρείας venture capital και προάγει τη φήμη της.

Οι μέθοδοι αποεπένδυσης είναι οι εξής:

- IPO, Initial Public Offering (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο)
- Trade Sale (Πώληση)
 - to a strategic investor (σε στρατηγικό επενδυτή)
 - to another financial investor (σε άλλον θεσμικό επενδυτή)
- MBO, Management Buy-Out (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας)
- Write-Off (Διαγραφή)

2.4.1 IPO, Initial Public Offering (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο)

Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο της επενδυσιοδόχου επιχείρησης είναι μια από της πιο κοινές μεθόδους εξόδου των εταιρειών venture capital από τις διάφορες επενδύσεις τους.

Συνήθως η μέθοδος προϋποθέτει την υπογραφή μιας συμφωνίας που λέγεται "lock-up agreement". Σύμφωνα με αυτήν η εταιρεία venture capital δεσμεύεται να απόσχει από την πώληση των μετοχών της για μια καθορισμένη περίοδο μετά τη δημόσια προσφορά. Ο συλλογισμός πίσω από αυτόν τον περιορισμό είναι ότι μια τέτοια πώληση θα έστελνε ανησυχητικά σήματα στην αγορά και έτσι θα οδηγούσε την τιμή των μετοχών προς τα κάτω με αποτέλεσμα την υποβάθμιση της αξίας των υπόλοιπων μετοχών.

Θεωρείται η πιο κατάλληλη μέθοδος εξόδου τόσο για τους Venture Capitalists όσο και για την διοίκηση της επενδυσιοδόχου επιχείρησης. Για τους Venture Capitalists θεωρείται ιδανική μέθοδος εξόδου γιατί επιφέρει πολύ μεγάλες αποδοχές καθώς και δυνατότητα να επωφεληθούν από την μελλοντική ανάπτυξη σε περίπτωση που κρατήσουν κάποιο μερίδιο μετοχών. Για την διοίκηση της επενδυσιοδόχου επιχείρησης θεωρείται η πιο ιδανική μέθοδος εφόσον ο έλεγχος της εταιρείας παραμένει σε αυτή.

Ωστόσο η μέθοδος έχει και κάποια μειονεκτήματα. Είναι πιο ακριβή από τις άλλες μεθόδους εξόδου και απαιτείται ιδιαίτερη προσπάθεια για την προσέλκυση και την σωστή και άμεση πληροφόρηση μεγάλου αριθμού επενδυτών. Επιπλέον για πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν υπάρχει δυνατότητα εισαγωγής τους γιατί δεν πληρούν τα κατώτερα αποδεκτά όρια. Τέλος βασικό μειονέκτημα της μεθόδου θεωρείται το γεγονός ότι η εταιρεία venture capital δεν αποδεσμεύεται πλήρως από την επένδυση εφόσον παραμένουν σε αυτή μετοχές της επενδυσιοδόχου εταιρείας.

2.4.2. Trade sale to a strategic investor (Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή)

Αφορά την πώληση του μεριδίου μετοχών των Venture Capitalists σε κάποιο βιομηχανικό επενδυτή συνήθως σε αυτήν την περίπτωση η ιδιοκτησία και ο έλεγχος της επενδυσιοδόχου επιχείρησης αλλάζουν χέρια. Όταν υπάρχει συμφωνία μιας τέτοιας εξόδου οι Venture Capitalists φροντίζουν να διασφαλίσουν δικαίωμα Drag-along ή Tang-along. Σύμφωνα με το δικαίωμα Drag-along, σε περίπτωση που ο μέτοχος των Venture Capitalist πουλήσει τις μετοχές του μπορεί να απαιτήσει από του άλλους μετόχους να πωλήσουν και εκείνοι τις μετοχές τους στον ίδιο αγοραστή. Σύμφωνα με το δικαίωμα Drag-along σε περίπτωση που κάποιος άλλος μέτοχος πουλήσει τις μετοχές του, ο Venture Capitalists μπορεί να απαιτήσει να πουληθούν και οι δικές του μετοχές με τους ίδιους όρους στον ίδιο αγοραστή.

2.4.3. Trade sale to another financial investor (Πώληση σε άλλον θεσμικό επενδυτή)

Γενικά η πώληση πραγματοποιείται σε χαμηλότερη τιμή από αυτήν που επιτυγχάνεται στην προηγούμενη περίπτωση. Μια τέτοια έξοδος συνή-

θως εκλαμβάνεται ως αποτυχία από τους venture capitalists εφόσον παραιτούνται από ένα εγχείρημα που κάποιος συνάδελφός τους θεωρεί ότι μπορεί να το καταφέρει. Στις περισσότερες περιπτώσεις δεν συντελούνται αλλαγές για τους υπόλοιπους μετόχους μετά από μια τέτοια έξοδο.

2.4.4 MBO, Management Buy-out (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας)

Η έξοδος σε αυτήν την περίπτωση πραγματοποιείται με πώληση του μεριδίου των μετοχών στη διοικητική ομάδα της επενδυσιοδόχου εταιρείας.

2.4.5 Write-Off (Διαγραφή)

Η αξία της επενδυσιοδόχου εταιρείας θεωρείται για την εταιρεία venture capital μηδενική και κατά συνέπεια η απόδοση της επένδυσης προκύπτει μηδενική ή αρνητική. (Λαζαρίδης Ι., 1998-2000)

3. ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ PRIVATE EQUITY-VENTURE CAPITAL

3.1 Ευρωπαϊκή Αγορά Private Equity-Venture Capital

Η ευρωπαϊκή αγορά private equity, σύμφωνα με την πρόσφατη μελέτη της ICAP, παρουσιάζει πολύ δυναμική ανάπτυξη τα τελευταία δέκα χρόνια, τόσο ως προς το ετήσιο μέγεθος των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων (μέσος όρος αύξησης 27,6%), όσο και ως προς το μέγεθος των τοποθετήσεων (μέσος όρος αύξησης 24%) και των ρευστοποιήσεων (μέσος όρος αύξησης 26,5%).

Το 2005 ήταν έτος ρεκόρ για την ευρωπαϊκή αγορά private equity, εφόσον τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν από τα funds ανήλθαν σε €71,8 δισ., ξεπερνώντας κατά 2,6 φορές το ποσό των €27,5 δισ. που συγκεντρώθηκε το 2004. Η συγκέντρωση κεφαλαίων το 2005 υπερέβη τις τοποθετήσεις κατά 1,5 φορές για πρώτη φορά από το 2001. Τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν το 2005 εκτιμάται ότι θα καλύψουν τις τοποθετήσεις των funds για τους επόμενους 18 μήνες.

Όσον αφορά τον επενδυτικό προσανατολισμό των funds, €57,7 δισ. των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν το 2005 προορίζονται για επενδύσεις σε buy-outs (2004: €17,8 δισ.), δηλαδή τρεις και πλέον φορές το ποσό που συγκεντρώθηκε το 2004. Επίσης, κεφάλαια ύψους €10,9 δισ. προσδιορίζονται επενδύσεις σε venture capital (2004: €8,8 δισ.) και συγκεκριμένα τοποθετήσεις σε επιχειρήσεις ευρισκόμενες στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης (early stage) ή κεφάλαια επέκτασης (expansion funding). Τα κεφάλαια που προσδιορίζονται για επενδύσεις σε τομείς υψηλής τεχνολογίας διπλασιάστηκαν σε σχέση με το 2004, ενώ οι τοποθετήσεις τύπου early stage σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας αναμένεται να απορροφήσουν €3,6 δισ. έναντι 1,3 δισ. το 2004.

Υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση του επενδυτικού προσανατολισμού των funds μεταξύ των πλέον ανεπτυγμένων χωρών μελών της Ευρώπης, όσον αφορά τους κλάδους και το σχήμα επένδυσης. Συγκεκριμένα, το

93% των κεφαλαίων στη Βρετανία και τη Σουηδία προορίζεται για buy-outs. Στη Γερμανία μόλις το 43% των κεφαλαίων προορίζεται για buy-outs ενώ 26% προορίζεται για τοποθετήσεις venture capital σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας. Στην Ισπανία και την Ιταλία το 37% προορίζεται για buy-outs, ενώ το 55% και το 50% αντίστοιχα προορίζεται για τοποθετήσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης ή που αναζητούν κεφάλαια επέκτασης (early stage, development finance) εκτός των κλάδων υψηλής τεχνολογίας. Αντίθετα, το 87% των κεφαλαίων στην Ελβετία προορίζεται για τοποθετήσεις σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας. (ICAP, Δεκέμβριος 2006)

3.1.1 Πηγές κεφαλαίων

Με βάση τα στοιχεία της Ένωσης Ευρωπαϊκών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων, οι σημαντικότεροι επενδυτές (πηγές κεφαλαίων) είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, τα οποία συνεισέφεραν το 24,8% των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων, ξεπερνώντας τις τράπεζες κατά € 5 δισ. για πρώτη φορά από το 2001. Τράπεζες και ασφαλιστικά ταμεία συνεισέφεραν μαζί το 42,4% των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων, δηλαδή τρεις φορές περισσότερα από τα αντίστοιχα ποσά το 2004.

Στον πίνακα 3.1.1 παρουσιάζονται κατά φθίνουσα σειρά μεγέθους τα συγκεντρωθέντα κεφάλαια private equity για όλη την Ευρώπη το 2005, ανά χώρα προέλευσης. Στη Βρετανία αναλογεί το 28,9% των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν από το σύνολο των private equity funds στην Ευρώπη, ενώ σχεδόν όλα τα κεφάλαια προήλθαν από ασφαλιστικά ταμεία (27,8% επί συνόλου 28,9%). Οι ΗΠΑ αποτελούν τη δεύτερη δύναμη όσον αφορά την προέλευση των κεφαλαίων στην Ευρώπη με ποσοστό 23,7% του συνόλου το 2005. Ακολουθούν η Γαλλία με 9,1%, η Γερμανία με 6,2% και οι ασιατικές χώρες με 6%. Το γεγονός ότι το 34,5% των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων προήλθε από χώρες εκτός Ευρώπης σε σύγκριση με αντίστοιχο ποσοστό

24% το 2004, καθιστά την Ευρώπη έναν από τους πλέον δημοφιλείς γεωγραφικούς στόχους επενδύσεων private equity παγκοσμίως .

Πίνακας 3.1.1 Συγκέντρωση κεφαλαίων στην Ευρώπη το 2005 (σε € εκ.)		
Χώρα	Προέλευση κεφαλαίων	Διαχείριση κεφαλαίων
Βρετανία	20.768	45.644
ΗΠΑ	17.016	Μ.Δ.
Γαλλία	6.543	11.451
Γερμανία	4.479	2.875
Ασία	4.043	Μ.Δ.
Ολλανδία	3.848	2.444
Ιταλία	1.139	1.345
Ισπανία	1.056	1.020
Δανία	997	1.002
Σουηδία	609	1.919
Φιλανδία	526	626
Ελβετία	439	1.495
Νορβηγία	424	681
Καναδάς	372	Μ.Δ.
Βέλγιο	324	353
Αυστρία	191	217
Πορτογαλία	98	294
Ιρλανδία	90	74
Ελλάδα	27	27

συνέχεια πίνακα 3.1.1		
Ουγγαρία	15	75
Ισραήλ	10	Μ.Δ.
Σλοβακία	7	8
Πολωνία	3	59
Τσεχία	-	162
Λοιπή Ευρώπη	5.467	-
Λοιπές τρίτες χώρες	3.281	Μ.Δ.
Σύνολο	71.771	71.771
Πηγή: European Venture Capital Association 2006		

3.1.2 Επενδύσεις

Στον πίνακα 3.1.2 παρουσιάζονται κατά φθίνουσα σειρά μεγέθους οι επενδύσεις (τοποθετήσεις) private equity στην Ευρώπη ανά χώρα προορισμού για το 2005. Το σύνολο των χαρτοφυλακίων των επενδύσεων στην Ευρώπη το 2005, σύμφωνα με την ένωση ευρωπαϊκών εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων, εκτιμάται σε €173 δισ. στην τιμή κτήσης, σε σύγκριση με €156,1 δισ. το 2004 και €139 δισ. το 2003. Το 2005 πραγματοποιήθηκαν τοποθετήσεις ύψους € 47 δισ. σε 7.207 επιχειρήσεις. Το 2004 πραγματοποιήθηκαν τοποθετήσεις ύψους € 36,9 δισ. σε 10.236 επιχειρήσεις.

Το 2005 οι τοποθετήσεις venture capital σε αξία ανήλθαν σε € 12,7 δισ., έχοντας σημειώσει αύξηση 23% σε σύγκριση με το 2004. Ως προς το πλήθος των τοποθετήσεων, οι επενδύσεις venture capital αναλογούν στο 74,7% του συνόλου των τοποθετήσεων private equity. Το 2004 οι τοποθετήσεις venture capital ανήλθαν σε € 10,3 δισ. Στο σύνολο των επενδύσεων venture capital το 2004, οι τοποθετήσεις σε expansion finance απορρόφη-

σαν € 7,9 δισ. (2003: € 6,2 δισ.), οι τοποθετήσεις σε start ups απορρόφησαν € 2,2 δισ. (2003: €2 δισ.) και οι τοποθετήσεις seed capital απορρόφησαν € 148 εκ. (2003: € 150 εκ.).

Ως προς το σχήμα των επενδύσεων, τα buy-outs που κατατάσσονται ως private equity, αναλογούν στο 68,2% του συνόλου των κεφαλαίων (€ 32 δισ.), αλλά μόλις στο 21,7% του αριθμού των τοποθετήσεων. Το 2004 τα buy-outs απορρόφησαν το 70% των επενδύσεων σε αξία (€ 25,7 δισ.) και το 2003 το 63% των επενδύσεων και κεφάλαια ύψους € 18,4 δισ. Ως προς το μέγεθος των τοποθετήσεων σε buy-outs: ποσοστό 43,4% ήταν μεταξύ € 15 εκ. και € 150 εκ., ποσοστό 37,4% ήταν μεταξύ € 150 και € 300 εκ. και ποσοστό 19,2% ήταν αξίας € 300 εκ. και πλέον. Οι τοποθετήσεις που αφορούν αναχρηματοδότηση (replacement capital) ανήλθαν σε €2,3 δισ. το 2005.

Τα καταναλωτικά αγαθά αποτελούν τον δημοφιλέστερο κλαδικό προσανατολισμό των τοποθετήσεων τα τελευταία δύο χρόνια, ενώ ακολουθούν οι τηλεπικοινωνίες. Η πληροφορική, ο κλάδος της υγείας και της ιατροτεχνολογίας απορρόφησαν τον μεγαλύτερο αριθμό επενδύσεων παρότι τα επενδύόμενα ποσά είναι σχετικά μικρά. Το 2004 τα καταναλωτικά αγαθά απορρόφησαν κεφάλαια ύψους € 8,5 δισ. Οι τηλεπικοινωνίες απορρόφησαν κεφάλαια ύψους € 4,9 δισ. και οι λοιπές υπηρεσίες απορρόφησαν κεφάλαια ύψους € 5,1 δισ.

Η βρετανική αγορά είναι η πλέον δυναμική, προσελκύοντας το 25,2% των επενδύσεων. Ακολουθούν η Γαλλία με ποσοστό 16,3% των επενδύσεων, η Γερμανία με ποσοστό 11,8%, η Ισπανία με ποσοστό 9,1% και η Ολλανδία με ποσοστό 6,4%. Η βρετανική αγορά που είναι και η πλέον ανεπτυγμένη στην Ευρώπη προσελκύει το 63,6% των κεφαλαίων υπό διαχείριση (στοιχεία 2005), ενώ ακολουθεί η Γαλλία με μεγάλη διαφορά (16% των κεφαλαίων υπό διαχείριση). Αξίζει να αναφερθεί ότι, η αναλογία επενδύσεων-προέλευσης κεφαλαίων για την Ελλάδα είναι 14,4÷1, ενώ το αντίστοιχο μέγεθος για ορισμένες συγκρίσιμες χώρες της ΕΕ είναι πολύ χαμηλότερο (Ιρλανδία 1,4÷1, Πορτογαλία 2,7÷1, Βέλγιο 1,5÷1).

Πίνακας 3.1.2 Οι ροές των επενδύσεων private equity στην Ευρώπη το 2005 (σε € εκ.)

Χώρα	Προορισμός επενδύσεων	Διαχείριση επενδύσεων	Ρευστοποιήσεις επενδύσεων
Βρετανία	11.860	23.832	16.737
Γαλλία	7.654	7.294	4.253
Γερμανία	5.540	2.695	1.863
Ισπανία	4.299	2.662	1.491
Ολλανδία	3.011	2.336	1.287
Ιταλία	2.882	2.186	906
Δανία	2.553	1.057	151
Σουηδία	2.434	3.001	1.373
ΗΠΑ	1.529	0	0
Ελβετία	897	362	265
Φιλανδία	732	230	245
Νορβηγία	577	427	362
Βέλγιο	475	193	357
Ελλάδα	389	8	0
Πορτογαλία	266	243	177
Αυστρία	204	143	124
Ουγγαρία	143	47	33
Ιρλανδία	127	107	23
Πολωνία	120	154	116
Τσεχία	91	21	29
Ασία	54	0	0

συνέχεια Πίνακα 3.1.2			
Ισραήλ	40	0	0
Σλοβακία	19	1	4
Καναδάς	7	0	0
Λοιπή Ευρώπη	1.021	0	0
Λοιπές τρίτες χώρες	76	0	0
Σύνολο	47.000	47.000	29.796
Πηγή: European Venture Capital Association 2006			

3.1.3 Ρευστοποιήσεις - exit routes

Με βάση τα στοιχεία της ένωσης ευρωπαϊκών εταιρειών venture capital, το μέγεθος των ρευστοποιήσεων σε τιμή κτήσης το 2005 ανήλθε σε €29,8 δισ. σε σύγκριση με € 19,6 δισ. το 2004.

Οι καταγεγραμμένες ζημιές το 2005 αναλογούν στο 4,07% των επενδύσεων, σε σύγκριση με το αντίστοιχο ποσοστό 9,7% το 2004.

Εκτιμάται δε ότι το ποσοστό των καταγεγραμμένων ζημιών το 2005 είναι το χαμηλότερο ιστορικά. Ο δημοφιλέστερος τύπος εξόδου (exit route) το 2005 ήταν η αποπληρωμή προνομιούχων μετοχών ή και δανείων (23,4% του συνόλου των ρευστοποιήσεων). Ακολουθεί το trade sale, που αποτελούσε σταθερά τη δημοφιλέστερη οδό τα τελευταία χρόνια, με ποσοστό 22,6% του συνόλου. Τρίτη κατά σειρά ήταν η μεταβίβαση των συμμετοχών σε άλλα funds (secondary buy-outs) με ποσοστό 18,4% του συνόλου των ρευστοποιήσεων. Ο αριθμός των εισαγωγών μετοχών και κινητών αξιών με δημόσια εγγραφή (IPOs) διπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 2004 (2005: 259 IPOs, 2004: IPOs), αλλά το ποσό αντληθέντων κεφαλαίων παρέμεινε στα ίδια επίπεδα με το 2004 (€ 1,3 δισ. σε τιμή κτήσης). (Πηγή: www.evca.com)

3.1.4 Απόδοση των επενδύσεων

Η απόδοση των επενδύσεων των funds μετράται με διάφορους τρόπους ανάλογα με την περίοδο αναφοράς και τα μεγέθη που αποτελούν την επενδυτική βάση. Σε κάθε περίπτωση ο βασικός αριθμοδείκτης είναι το internal rate of return (IRR ή εσωτερική αποδοτικότητα κεφαλαίων). Για την καλύτερη κατανόηση των μεγεθών που παρουσιάζονται στους πίνακες που ακολουθούν η EVCA δίδει τους παρακάτω ορισμούς:

- Internal rate of return (IRR): είναι η διάμεση καθαρή απόδοση των μεριδιούχων-επενδυτών (intrinsic net return earned by Limited Partners) από τη σύσταση του fund μέχρι μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Το IRR υπολογίζεται ως μέση ετήσια απόδοση με βάση τις μηνιαίες ταμειακές ροές του fund από και προς τους επενδυτές, καθώς και την υπολειμματική αξία (residual value) που συνιστά την τελική πληρωμή (ταμειακή ροή) προς τους επενδυτές. Για τον υπολογισμό του IRR αφαιρούνται από τις χρηματοροές (προσόδους) τυχόν αμοιβές διαχείρισης και αμοιβές υπεραπόδοσης (carried interest). Σε περίπτωση captive ή semi-captive funds γίνεται προσαρμογή του IRR με τα αναλογούντα ποσά.

- Pooled IRR: είναι η απόδοση που προκύπτει από το σύνολο των ταμειακών ροών μιας ομάδας funds από συστάσεώς τους, συνυπολογιζόμενης και της υπολειμματικής αξίας (residual value) του κάθε fund σαν να αποτελούν ένα και μοναδικό επενδυτικό όχημα. Ο δείκτης αυτός είναι ακριβέστερος από το μέσο ετήσιο (που μπορεί να επηρεασθεί από μεγάλες αποδόσεις μικρών επενδύσεων) ή ακόμη και το σταθμισμένο IRR το οποίο λαμβάνει υπόψη το IRR κάθε μιας επένδυσης. Το τελευταίο θα ήταν ακριβές αν όλες οι επενδύσεις πραγματοποιούντο την ίδια χρονική στιγμή κατά τη σύσταση του κάθε fund. Με τον όρο residual value νοείται η εκτιμώμενη καθαρή θέση του fund αφού αφαιρεθούν τυχόν αμοιβές διαχείρισης και αμοιβές υπεραπόδοσης.

- Horizon IRR: ο δείκτης αυτός επιτρέπει την εξαγωγή των τάσεων αποδοτικότητας στον κλάδο. Ως βάση υπολογισμού χρησιμοποιείται η

καθαρή θέση του fund στην αρχή της περιόδου η οποία εκλαμβάνεται ως ταμειακή εκροή, ενώ η υπολειμματική αξία του fund στο τέλος της περιόδου αντιστοιχεί στην τελευταία χρηματοροή. Το IRR υπολογίζεται χρησιμοποιώντας αυτά τα δύο μεγέθη, καθώς και τις οποιεσδήποτε άλλες ταμειακές εισροές ή εκροές από και προς τους επενδυτές-μεριδιούχους κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου (δηλ. του ορίζοντα).

- 10-year Rolling IRR: ο δείκτης αυτός μετρά την εξέλιξη της αποδοτικότητας επί δεκαετούς χρονικού ορίζοντα, λαμβάνοντας υπόψη το IRR στο τέλος κάθε έτους.

- Distribution to Paid-In (DPI): ο δείκτης αυτός μετρά το λόγο της σωρευμένης απόδοσης στους επενδυτές μεριδιούχους προς τις σωρευμένες επενδύσεις. Και στην περίπτωση αυτή αφαιρούνται τυχόν αμοιβές διαχείρισης και αμοιβές υπεραπόδοσης (carried interest). Συνεπώς ο δείκτης αντιπροσωπεύει την καθαρή ταμειακή αποδοτικότητα των χρημάτων ("cash-on-cash return") και συγκεκριμένα την πραγματοποιηθείσα αποδοτικότητα ("realized return on investment").

- Residual Value to Paid-In (RVPI): ο δείκτης αυτός μετρά την αξία της συμμετοχής των επενδυτών-μεριδιούχων σε συγκεκριμένο fund προς το σωρευμένο μετοχικό κεφάλαιο του fund, αφού αφαιρεθούν τυχόν αμοιβές διαχείρισης και αμοιβές υπεραπόδοσης. Ουσιαστικά μετρά την μη πραγματοποιηθείσα αποδοτικότητα ("unrealized return on investment") του fund.

- Total Value to Paid-In (TVPI): είναι το άθροισμα του OPI και του RVPI, γνωστό και ως πολλαπλασιαστής (multiple), όπου το TVPI δεν περιλαμβάνει αμοιβές και λελογισμένους τόκους.

- Early Stage Fund: venture capital funds που επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης.

- Development Fund: venture capital funds που επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ήδη διανύσει το αρχικό στάδιο ανάπτυξης και αναζητούν κεφάλαια για την επέκτασή τους.

- **Balanced Fund:** venture capital funds που επενδύουν και στους δύο προαναφερθέντες τύπους επιχειρήσεων χωρίς συγκεκριμένο κριτήριο βαρύτητας.

- **Buy-out Fund:** επενδυτικό όχημα με προσανατολισμό την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων και των mezzanine debt financings τα οποία περιλαμβάνουν δάνεια μειωμένων εξασφαλίσεων (subordinated debt) μαζί με το δικαίωμα συμμετοχής στα μελλοντικά κέρδη του στόχου.

- **Generalist Fund:** επενδυτικό όχημα που είτε επιδιώκει συμμετοχές σε όλους τους τύπους Private equity ή σε ευρεία γκάμα συμμετοχών.

Η καθαρή απόδοση (pooled IRR) στο σύνολο των επενδύσεων private equity από το 1980 διαμορφώθηκε σε 10,3% στα τέλη του 2005 (πίνακας 3.1.4). Η καθαρή απόδοση των buy-outs διαμορφώθηκε σε 13,7%, ενώ το αντίστοιχο μέγεθος για το venture capital διαμορφώθηκε σε 6,3%. Η απόδοση του υψηλότερου τεταρτημόριου των καλύτερων funds, διαμορφώθηκε σε 31,8% για τα buy-outs και 17,1% για το venture capital.

Ο ίδιος δείκτης το 2004 διαμορφώθηκε σε 28,7% και 18,6% για τα buy-outs και το venture capital, αντίστοιχα. Η διαφορά στο δείκτη απόδοσης για το υψηλότερο τεταρτημόριο ως προς το σύνολο των funds, καταδεικνύει τη σημασία της σωστής επιλογής εταιρειών διαχείρισης αλλά και επιτυχών επενδυτικών στόχων, που αποφέρουν υψηλές αποδόσεις τόσο στα buy-outs όσο και στο venture capital.

Πίνακας 3.1.4 Δείκτες σωρευμένης καθαρής απόδοσης από συστάσεως την 31/12/2005

Είδος Fund	Pooled IRR	Top Quarter IRR	DPI	RVPI	TVPI
Early Stage	0.1%	13.6%	0.40	0.61	1.01
Development	9.2%	18.8%	0.79	0.77	1.56
Balanced	8.3%	23.7%	0.68	0.61	1.29
Σύνολο Venture Capital	6.3%	17.1%	0.61	0.65	1.26
Buy-outs	13.7%	31.8%	0.83	0.61	1.44
Generalist	8.6%	10.3%	0.97	0.40	1.37
Σύνολο Private Equity	10.3%	22.9%	0.80	0.59	1.39
Πηγή: Euroean Venture Capital Association					

Η αποδοτικότητα σε ορίζοντα δεκαετίας (10-year IRR) για το σύνολο των επενδύσεων private equity διαμορφώθηκε σε 11,4% στα τέλη του 2005, σε σύγκριση με 10,8% στα τέλη του 2004. Τόσο τα buy-outs όσο και το venture capital είχαν θετικές αποδόσεις σε ορίζοντα δεκαετίας, οι οποίες διαμορφώθηκαν σε 14,3% και 6,4% αντίστοιχα. Σε ορίζοντα τριετίας (3-year IRR) η απόδοση για το σύνολο των επενδύσεων private equity διαμορφώθηκε σε 6,3%, γεγονός που καταδεικνύει την ανάκαμψη του κλάδου, η οποία ήταν ήδη εμφανής από το 2004 με βάση την απόδοση σε ετήσιο ορίζοντα (1-year IRR). Μάλιστα ο συγκεκριμένος δείκτης για το σύνολο των επενδύσεων του κλάδου παρουσιάζει αύξηση, από 17,3% το 2004 σε 33,8% το 2005. Εξίσου σημαντικό είναι και το γεγονός ότι η απόδοση σε ετήσιο ορίζοντα των venture capital funds (36,5%) τα οποία εμπεριέχουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα

τα και επενδυτικό ρίσκο ξεπέρασε την απόδοση των buy-outs (31,7%). Αντίθετα ο χαμηλότερος δείκτης είναι η απόδοση σε ορίζοντα πενταετίας η οποία διαμορφώθηκε σε 2% (2004: 2,8%) και τούτο διότι εμπεριέχει τις υπεραισιόδοξες αποτιμήσεις του 2000.

Όσον αφορά την πραγματοποιηθείσα (realized) και την μη πραγματοποιηθείσα (unrealized) απόδοση όπως προκύπτουν από τους δείκτες DPI και RVPI αντίστοιχα, επισημαίνεται ότι: στις 1,39 μονάδες συνολικής απόδοσης (TVPI), οι 0,80 μονάδες (ποσοστό 58%) αντιστοιχούν σε διανεμημένα κέρδη και προσόδους προς τους επενδυτές-μεριδιούχους, ενώ οι 0,59 μονάδες είναι τα κεφαλαιοποιημένα και μη διανεμημένα κέρδη ή ζημιές των funds. Το 2004 στις 1,32 μονάδες συνολικής απόδοσης (TVPI), οι 0,72 μονάδες (ποσοστό 54,5%) αντιστοιχούσαν σε διανεμημένα κέρδη και προσόδους προς τους επενδυτές-μεριδιούχους, ενώ οι 0,60 μονάδες ήταν τα κεφαλαιοποιημένα και μη διανεμημένα κέρδη ή ζημιές των funds.

Συμπερασματικά, η απόδοση για: το σύνολο του private equity το 2005 σε ορίζοντα δεκαετίας (11,4%) ξεπέρασαν ορισμένους έγκυρους χρηματιστηριακούς δείκτες (MSCI Equity Index 2,9%, HSBC Small Cap Index 11,1 %), παρόλο που υπολείπεται των αντίστοιχων δεικτών που αφορούν τα ομόλογα (JPMorgan Index 12,3 %).(ICAP, 2006)

3.1.5 Corporate Venturing (Αμοιβαία επιχειρηματική σχέση)

Σύμφωνα με το βρετανικό οργανισμό National Economic Development Office (NEDO), με τον όρο corporate venturing νοείται η δημιουργία μιας αμοιβαία επωφελοούς επιχειρηματικής σχέσης μεταξύ μιας μεγάλης επιχειρηματικής μονάδας και μιας μικρής αλλά καινοτόμου νεοσύστατης επιχείρησης. Σκοπός μιας τέτοιας επιχειρηματικής σχέσης είναι ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων μιας μεγάλης, οργανωμένης και ώριμης επιχείρησης (επάρκεια κεφαλαίων, έμπειρο management και ισχυρό marketing)

με τα πλεονεκτήματα μιας μικρής και ευέλικτης εταιρείας (καινοτομία, έμπνευση, εγρήγορση) για την επίτευξη διαρκούς ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Συνεπώς το corporate venturing για μια μεγάλη εταιρεία είναι ένα αποτελεσματικό όχημα για την πραγματοποίηση των στρατηγικών της στόχων και μπορεί να έχει τη μορφή joint venture, τη χρηματοδότηση έρευνας που ανατίθεται εξωτερικά, τη σύσταση ειδικής εσωτερικής διεύθυνσης με επίκεντρο τη δημιουργία νέων προϊόντων (spin-offs) ή ακόμη και του licensing.

Η συνηθέστερη μορφή corporate venturing στα πλαίσια του private equity είναι η εξαγορά ποσοστού μειοψηφίας σε μικρές επιχειρήσεις με τα παραπάνω χαρακτηριστικά, είτε απευθείας (direct investment) ή έμμεσα με συμμετοχή σε ένα εξειδικευμένο venture capital fund και με την προϋπόθεση ότι η τοποθέτηση γίνεται με σκοπό την απόκτηση και άλλων αγαθών πέρα από το καθαρό χρηματοοικονομικό όφελος. Τα οφέλη αυτά συνήθως είναι:

- Αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση της προϊόντικής προσφοράς (product diversification)
- Καλύτερη αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών
- Αναπόσπαστη επικέντρωση στους βασικούς και δοκιμασμένους τομείς δραστηριότητας της επιχείρησης (core business) και αποφυγή της ανάλωσης διοικητικού και οργανικού ανθρώπινου δυναμικού σε νέες δραστηριότητες με τις ανάλογες λειτουργικές επιπτώσεις.
- Αποτελεσματικότερη εκμετάλλευση καινοτομιών και τεχνολογιών
- Διατήρηση των δικτύων πελατών-προμηθευτών
- Οργανωτικοί παράγοντες που εμποδίζουν την αποτελεσματική αξιοποίηση νέων τεχνολογιών (δυσκαμψίες μιας πολύπλοκης διοικητικής οργάνωσης)

Το corporate venturing ήδη εφαρμόζεται με επιτυχία στη Βρετανία από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 από επιχειρήσεις μεγάλου βεληνεκούς όπως: British Aerospace (Europa Silicon Structures), Ferranti (Lattice Logic), Olivetti (Sphinx), Plessey (Imperial Software Technology), Air

Products (Atla-Berkeley), GEC (JMI Seed Capital), Monsanto (Advent), Johnson & Johnson (Transatlantic Capital), BP (BP Ventures), ICI (Marlborough Technical Development), κλπ.

Σύμφωνα με την τελευταία έρευνα που πραγματοποιήθηκε από την EVCA, το corporate venturing στην Ευρώπη το 2004 παρουσίασε κάμψη σε σύγκριση με το 2003. Ειδικότερα, το σύνολο των επενδύσεων αυτού του τύπου ανήλθε σε €372 εκ., έναντι €470 εκ. το 2003 (μείωση 21%) και €337 εκ. Το 2002 όμως το πλήθος των συναλλαγών (deals) παρουσίασε οριακή μείωση (3%) και συγκεκριμένα ήταν 304 από 315 το 2003, γεγονός που καταδεικνύει ότι η κάμψη αυτής της δραστηριότητας οφείλεται στο μικρότερο μέγεθος των επενδύσεων.

Οι ρευστοποιήσεις (αποεπένδυση) το 2004 ανήλθαν σε €307 εκ. σε τιμή κτήσης, δηλαδή αύξηση 133% από τα €132 εκ. που καταγράφηκαν για το 2003. Η πλέον δημοφιλής έξοδος (exit route) ήταν η πώληση σε άλλους φορείς private equity (ποσοστό 42% του συνόλου). Τούτο αποδίδεται στην απόφαση ορισμένων funds να μειώσουν τα χαρτοφυλάκιά τους ή να τα κλείσουν με σκοπό την τελική αποεπένδυση και την ανακύκλωση των κεφαλαίων. Η πώληση σε άλλες επιχειρήσεις (trade sale) εξακολουθεί να αποτελεί βασική έξοδος, με ποσοστό 30% της αξίας και 21 % του αριθμού των ρευστοποιήσεων. Το ποσοστό των ζημιών (write-offs) ανήλθε σε 7% της αξίας των ρευστοποιήσεων και σε 32% του αριθμού.

Οι σημαντικότερες εξελίξεις της περιόδου 2003-2004 ήταν:

- Πιο ενεργή διοικητική συμμετοχή των εκπροσώπων των funds στις επιχειρήσεις (hands-on approach) όσον αφορά την ανάπτυξή τους.
- Εφαρμογή της αμοιβής υπεραπόδοσης ("carried interest") από τις επιχειρήσεις-επενδυτές σε επίπεδο διευθύνσεων παρά σε επίπεδο θυγατρικών εταιρειών όπως κατά το παρελθόν.

• Μείωση του μέσου αριθμού διαχειριστών και μείωση του μέσου όρου κεφαλαίων υπό διαχείριση στις μονάδες corporate venturing.

3.1.6 Προοπτική 2006

Το 2005 αποτελεί έτος ρεκόρ, τόσο από πλευράς αντληθέντων κεφαλαίων όσο και από πλευράς τοποθετήσεων και ρευστοποιήσεων, γεγονός που καταδεικνύει τη ρευστότητα των αγορών και το βαθμό ωριμότητας του κλάδου. Ακόμη, τα διανεμηθέντα κέρδη το 2005 ξεπέρασαν ακόμη και τα επίπεδα του 2000. Οι υγιείς συνθήκες λειτουργίας του κλάδου στην Ε.Ε. αναμένεται να συνεχισθούν κατά το 2007 και εντεύθεν, παρόλο που δεν αναμένεται να επαναληφθεί το μέγεθος της συγκέντρωσης κεφαλαίων το οποίο αποτελεί ιστορικό ρεκόρ. Το σημαντικό πάντως είναι ότι οι εξελίξεις το 2005 καταδεικνύουν την υψηλή ποιότητα των τοποθετήσεων και το δυναμικό της αγοράς για επενδύσεις μεγαλύτερης κλίμακας, εστιάζοντας στη σταθερή δημιουργία προστιθέμενης αξίας παρά στην πρόσκαιρη εκμετάλλευση των ευκαιριών που απορρέουν από τις κατά καιρούς ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά χρήματος (νομισματική και επιτοκιακή διαφορά κλπ.). (ICAP, Δεκέμβριος 2006)

3.2 Private Equity και Venture Capital στις ΗΠΑ

Το 2005 ήταν έτος ρεκόρ όσον αφορά τη συγκέντρωση κεφαλαίων και στην αγορά των ΗΠΑ, σύμφωνα με τα στοιχεία της NVCA. Στις ΗΠΑ υπάρχει σαφής διάκριση στην καταγραφή και ανάλυση μεταξύ venture capital και buy-outs, γεγονός που δικαιολογείται από τη μεγαλύτερη ρευστότητα και ωριμότητα του κλάδου στη χώρα αυτή.

Για το σύνολο του 2005 συγκεντρώθηκε το ποσό των \$86.245 εκ. από 159 buy-out funds, δηλαδή αύξηση 67,2% έναντι του 2004 και σχεδόν το διπλάσιο από το 2001. Τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν από (182) venture capital funds ανήλθαν σε \$25.209,2 εκ. ή αύξηση 46% σε σχέση με το 2004. Η διαφορά στη δυναμική μεταξύ των δύο επενδυτικών κατηγοριών αποδίδεται στα εξής:

- Πιο πειθαρχημένη, ώριμη και επιλεκτική στρατηγική από πλευράς των venture capital funds, ιδιαίτερα τα μεγαλύτερα και πλέον καταξιωμένα τα οποία προσελκύουν το ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών.
- Πολλές εταιρείες διαχείρισης επέλεξαν να περιορίσουν την επέκτασή τους αφού πέτυχαν τους στόχους τους, με αποτέλεσμα την αύξηση της ρευστότητας και τη στροφή της επενδυτικής ζήτησης στα buy-out funds τα οποία με τη σειρά τους τροφοδοτούν τη ρευστοποίηση των επενδύσεων venture capital.

Σημειώνεται ότι στα μεγέθη της κατηγορίας buy-out & mezzanine περιλαμβάνονται επενδύσεις τύπου leverage buy-out, mezzanine, tumaround και re-capitalization.

Το 2005 οι επενδύσεις private equity στις ΗΠΑ ανήλθαν σε \$22,3 δισ., σημειώνοντας αύξηση 2,3% έναντι του 2004. Το μέγεθος αυτό υπολείπεται σημαντικά του αντίστοιχου για το 2001 και οφείλεται στις εξελίξεις της αγοράς μετά την υπεραισιόδοξη περίοδο 1999-2000. Σημαντικό είναι και το ότι από το 2003 παρατηρείται σταθερή αύξηση του αριθμού των επενδύσεων, αλλά και αύξηση του μέσου ύψους των επενδύσεων (deal size) το οποίο το 2005 έφθασε τα \$7,35 εκ. Η τάση αυτή συνεχίστηκε και κατά το πρώτο τρίμηνο του 2006 όπου πραγματοποιήθηκαν 761 επενδύσεις συνολικής αξίας \$5,6 δισ., σημειώνοντας αύξηση 12% έναντι του τελευταίου τριμήνου του 2005.

Έτος	Ποσά Επενδύσεων	Μέση Αξία	Σύνολο Αξίας
2001	4.451	9,11	40.537,78
2002	3.053	7,11	21.692,68
2003	2.878	6,82	19.613,81
2004	2.991	7,28	21.768,86
2005	3.027	7,35	22.261,59
Πηγή: National Venture Capital Association			

Οι επενδύσεις στα MME ανήλθαν σε \$396 εκ., σημειώνοντας αύξηση 80% έναντι του προηγούμενου τριμήνου και ρεκόρ για τα τελευταία 4 χρόνια. Οι επενδύσεις στην πληροφορική (software) προσέλκυσαν \$1,2 δισ. (197 σε αριθμό) και 22% του συνόλου. Οι επενδύσεις σε εφαρμογές internet προσέλκυσαν σύνολο επενδύσεων ύψους \$861 εκ. (145 σε αριθμό) και 15% του συνόλου. Οι τηλεπικοινωνίες προσέλκυσαν \$601 εκ. σημειώνοντας μείωση 17% έναντι του τέταρτου τριμήνου του 2005.

Όσον αφορά τον τύπο των επενδύσεων, οι τοποθετήσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε σχετικά ώριμο στάδιο ανάπτυξης προσέλκυσαν \$2,4 δισ. (253 σε αριθμό). Οι τοποθετήσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης (start up, early stage) προσέλκυσαν \$931 εκ. (219 σε αριθμό). Οι επενδύσεις πρώτου γύρου (first round financings) προσέλκυσαν \$1,3 δισ. (219 σε αριθμό) ή ποσοστό 23% του συνόλου.

Όσον αφορά την αποεπένδυση των funds στις ΗΠΑ, το 2005 κυριαρχούν τα M&As -που είναι συνώνυμα με τα trade sales- ως προς το σύνολο των ρευστοποιήσεων σε αξία αλλά και ως προς τον αριθμό των deals.

Με δεδομένη τη ρευστότητα που υπάρχει στην κεφαλαιαγορά τα τελευταία δύο χρόνια και τη σχετικά χαμηλή αποδοτικότητα των χρηματιστηριακών αγορών, το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων βρίσκουν διέξοδο στα M&As. Συγκεκριμένα, παρόλο που το 2004 παρουσιάζεται αναζωπύρωση στα IPOs (αξία δημόσιων εγγραφών τετραπλάσια από αυτή του 2003) σαν αποτέλεσμα των ευνοϊκών αποτιμήσεων, η τάση αυτή δεν συνεχίσθηκε το 2005 ενώ δεν αναμένεται να φθάσει τα επίπεδα που καταγράφηκαν το 2000 (264 IPOs αξίας \$25.499,4 εκ.) στο προβλεπόμενο μέλλον.

Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι τα M&As που παρουσιάζονται στον πίνακα 3.2.1 αναφέρονται σε εκείνα για τα οποία δηλώθηκαν και στοιχεία αξίας. Ο συνολικός αριθμός των M&As είναι κατά πολύ μεγαλύτερος (2005: 330, 2004: 339, 2003: 293).

Πίνακας 3.2.1 Ρευστοποιήσεις Private Equity στις ΗΠΑ 2001-2005 (σε \$ εκ.)

Έτος	M&As			IPOs		
	Αριθμ.	Αξία	Μέση Αξία	Αριθμ.	Αξία	Μέση Αξία
2001	165	16798,9	101,8	41	3489,9	85,1
2002	151	7874,4	52,1	24	2473,5	103,1
2003	123	7726,1	62,8	29	2022,7	69,7
2004	185	15437,9	83,4	93	11014,9	118,4
2005	157	14.364,4	91,5	56	4.461,0	79,7

Πηγή: National Venture Capital Association

Το 2005 ο κλάδος της τεχνολογίας αναλογεί στο 57% της αξίας των αποεπενδύσεων μέσω IPOs, ενώ το μεγαλύτερο ποσοστό αντιστοιχεί στις εφαρμογές Internet. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός ότι στις 30/12/2005 οι μετοχές των επιχειρήσεων στα 33 από τα 56 IPOs (δηλ. 58,9%) βρέθηκαν πάνω από την τιμή εισαγωγής τους. Το πρώτο τρίμηνο του 2006 - παραδοσιακά το χαμηλότερο για τη χρηματιστηριακή αγορά- καταγράφηκαν 10 IPOs αξίας \$540,8 εκ. Τα αντίστοιχα μεγέθη για το πρώτο τρίμηνο του 2005 ήταν 10 IPOs αξίας \$720,7 εκ., γεγονός που καταδεικνύει την περιορισμένη ζήτηση και τη χαμηλότερη μέση αξία προσφοράς ανά περίπτωση για το τρέχον έτος .

Ο κλάδος της τεχνολογίας κυριαρχεί και στα M&As το 2005, με ποσοστό 72% του αριθμού των deals και 67,5% της αξίας. Και στην περίπτωση αυτή, σημαντική θέση έχουν οι τομείς των εφαρμογών Internet (23,7% του συνόλου) και λογισμικού Η/Υ (24% του συνόλου). Σε αντίθεση με τα IPOs όμως, ο κλάδος της ιατρό-τεχνολογίας και μάλιστα οι εφαρμογές στους τομείς της υγείας και της ιατρικής αντιστοιχούν στο 27,7% της συνολικής αξίας των deals. Υπενθυμίζεται ότι τα αναφερόμενα μεγέθη αφορούν μόνο τα deals για τα οποία δηλώθηκαν αξίες.

Πίνακας 3.2.2 Ρευστοποιήσεις μέσω IPOs στις ΗΠΑ κατά κλάδο το 2005 (σε \$ εκ.)		
Κλάδοι	Αρ.IPOs	Αξία IPOs
Internet	10	1.259,3
Ημιαγωγοί	7	570,1
MME	4	315,8
Λογισμικό Η/Υ	3	356,5
Hardware Η/Υ	2	55,2
Σύνολο Τεχνολογίας	26	2.556,9
Υγεία/ Ιατρική	13	670,0
Βιοτεχνολογία	10	506,4
Σύνολο ιατρό-τεχνολογίας	23	1.176,4
Λοιποί κλάδοι	7	727,6
Γενικό Σύνολο	56	4.460,9
Πηγή: National Venture Capital Association		

Ως προς το ζήτημα των αποτιμήσεων των M&As που αντιπροσωπεύει και την απόδοση των επενδύσεων, το 2005 το 31 % των deals απέφερε αξίες χαμηλότερες από την τιμή κτήσης, 38% των deals απέφερε αξίες από 1 μέχρι 4 φορές την τιμή κτήσης, 19,5% των deals απέφερε αξίες από 4 έως 10 φορές την τιμή κτήσης και 11,7% των deals απέφερε αξίες υπερδεκαπλάσιες της τιμής κτήσης. Τα αντίστοιχα ποσοστά το 2004 ήταν 34%,33%,21%, 11,5%. Συνεπώς η δίοδος των M&As προσφέρει ικανοποιητική και σταθερά αυξανόμενη απόδοση για τους επενδυτές των funds.

Η πλεονάζουσα ρευστότητα των αγορών εξακολουθεί να κατευθύνεται προς τα M&As και κατά το πρώτο τρίμηνο του 2006, όπου καταγράφηκαν 43 deals αξίας \$4.817,4 εκ. Η μέση κατά περίπτωση αξία κατά τη συγκεκριμένη περίοδο ήταν \$112 εκ. σε σύγκριση με \$93,6 εκ. για το πρώτο τρίμηνο του 2005. Ακόμη ποσοστό 83,3% των deals απέφεραν αποδόσεις από 1 έως και 10 και πλέον φορές την τιμή κτήσης, ενώ μόλις 16,7% απέφεραν αποδόσεις κάτω από την τιμή κτήσης. Οι εξελίξεις αυτές μαρτυρούν

τις υγιείς συνθήκες λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς και τη θετική προοπτική για το σύνολο του έτους. (πηγή: www.nvca.com)

Πίνακας 3.2.3 Ρευστοποιήσεις μέσω M&As στις ΗΠΑ κατά κλάδο το 2005 (σε \$ εκ.)

Κλάδοι	Αρ. M&As	Αξία M&As
Internet	36	3.408,1
Ημιαγωγοί	6	281,2
Λογισμικό Η/Υ	15	2.316,8
Hardware Η/Υ	50	3.462,7
Σύνολο Τεχνολογίας	113	9.702,7
Υγεία/Ιατρική	25	3.277,0
Βιοτεχνολογία	4	699,5
Σύνολο ιατρό-τεχνολογίας	29	3.976,5
Λοιποί κλάδοι	15	685,2
Γενικό Σύνολο	157	14.364,4
Πηγή: National Venture Capital Association		

4. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ VENTURE CAPITAL

4.1 Εισαγωγή στην ελληνική αγορά των venture capital

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών είναι αυτό ακριβώς που υπονοεί ο αγγλικός όρος venture capital: επενδύσεις που συνοδεύονται από κινδύνους. Οι στόχοι τους καλύπτουν μεγάλη γκάμα, από επενδύσεις σε νεοσύστατες επιχειρήσεις που βρίσκονται σε υπερβολικά πρώιμο στάδιο ανάπτυξης για να είναι σε θέση να προσελκύσουν τραπεζικά χρηματοδοτικά κεφάλαια, εταιρείες που βρίσκονται στα πρόθυρα της βιωσιμότητας αλλά δεν διαθέτουν τους απαραίτητους πόρους για να κάνουν το τελικό άλμα, μέχρι εταιρείες που αναζητούν κεφάλαια για να εδραιώσουν τη θέση στον κλάδο τους ή να διευρύνουν το μερίδιο αγοράς τους.

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών επεκτείνονται όλο και περισσότερο στο χώρο των εξαγορών, καθώς κάποιοι διαχειριστές κεφαλαίων δρουν ως «χρηματοπιστωτικοί μηχανικοί» - εξαγοράζουν εταιρείες, τις αναδιοργανώνουν κι έπειτα τις πουλάνε με σημαντικό κέρδος.

Παρόλο που οι κίνδυνοι τέτοιου είδους επενδύσεων είναι υψηλοί, τα πιθανά οφέλη μπορεί να είναι ακόμα μεγαλύτερα, με αποτέλεσμα να τις κάνουν ελκυστικές σε μικρές, βέβαια δόσεις- για θεσμικούς επενδυτές όπως οι διαχειριστές συνταξιοδοτικών ασφαλιστικών ταμείων που χρειάζονται ένα «καρύκευμα» για να αβγατίζουν τα κέρδη τους σπάζοντας τη μονοτονία μιας «δίαιτας» αποτελούμενης από κρατικούς τίτλους και «βαριά χαρτιά». Ελκύουν, επίσης, άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια, τα οποία είναι διατεθειμένα να κάνουν πού και πού «παιχνίδι σε νέους επιχειρηματικούς χώρους, αναζητώντας μια εναλλακτική λύση στις παραδοσιακές τους επενδύσεις σε υλικά περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητα και τα έργα τέχνης.

Οι ελληνικές κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν τα επιχειρηματικά κεφάλαια ως μέσο προώθησης νέων τεχνολογιών. Ο νόμος που ψηφίστηκε το 1988 προέβλεπε επιδοτήσεις σε ποσοστό 30% και φορολογικές απαλλαγές για τις εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, με την προϋπόθεση ότι

θα επένδυναν σε εταιρείες με προϊόντα υψηλής τεχνολογίας ή πρωτοποριακές διαδικασίες.

Με το νόμο του 2000 δημιουργήθηκε το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (TANEO), ένα «κεφάλαιο από κεφάλαιο» ύψους 150 εκατ. ευρώ, που μαζί με ιδιωτικά συμφέροντα επενδύει στη δημιουργία σχημάτων παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων, τα οποία θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτομικές δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης.

Το 2005 το υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών εξασφάλισε την έγκριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για να συγκροτήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, ύψους 130 εκατ. ευρώ, με την επωνυμία «Ψηφιακό Άλμα», για την προώθηση επενδύσεων τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (ICT) - ιδίως ευρείας ζώνης.

Στο πλαίσιο του Γ' Κοινοτικού πλαισίου Στήριξης το υπουργείο Ανάπτυξης υλοποίησε το ΕΛΕΥΘΩ, ένα πρόγραμμα 69 εκατ. ευρώ, για την προώθηση της δημιουργίας θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων – εταιρειών που καλλιεργούν τη μεταφορά των αποτελεσμάτων της έρευνας από το εργαστήριο στην παραγωγή.

Το πρόβλημα ήταν ότι οι ελληνικές κυβερνήσεις δεν κατανόησαν την ανάγκη ευελιξίας των επιχειρηματικών κεφαλαίων και περιέβαλλαν τα προγράμματά τους με τόσους πολλούς κανόνες ώστε η υλοποίησή τους να είναι σχεδόν ανέφικτη.

Ωστόσο, η χρήση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών αποκτά νέα δύναμη. Προσωρινά στοιχεία της European Venture Capital Association (EVCA) δείχνουν ότι τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών που συγκεντρώθηκαν πανευρωπαϊκά το 2006 ήταν αυξημένα κατά 25%, φθάνοντας στο ύψος-ρεκόρ των 90 δισ. ευρώ, ενώ οι επενδύσεις ενισχύθηκαν κατά 7% φθάνοντας τα 50,3 δισ. ευρώ. Το 2005 είχε επίσης σημειωθεί ρεκόρ, καθώς τα αντληθέντα κεφάλαια είχαν υπερδιπλασιαστεί, ενώ οι επενδύσεις είχαν αυξηθεί σε ποσοστό άνω του 25%.

Το 2005 ο όγκος των κεφαλαίων που είχαν συγκεντρωθεί που είχαν συγκεντρωθεί στην Ελλάδα είχε σχεδόν πενταπλασιαστεί, ενώ ο όγκος των επενδύσεων είχε αυξηθεί κατά 60%. Τα απόλυτα μεγέθη, ωστόσο ήταν μηδαμινά σε σύγκριση με την υπόλοιπη Ευρώπη. Ο όγκος των αντληθέντων κεφαλαίων ανήλθε μόλις στα 0,03 δισ. ευρώ, με επενδύσεις μόλις 0,01 δισ. ευρώ. Έτσι η Ελλάδα καταγάγει 19^η μεταξύ των 20 χωρών παρακολουθεί η EVCA, ενώ μόνο στη Σλοβακία καταγράφηκε μικρότερη δραστηριότητα.

Σύμφωνα με τον ετήσιο απολογισμό της EVCA για το 2006, στη δεκαετία του 1990 στήριξαν 11 εταιρείες οι οποίες επέστρεψαν 250 φορές το αρχικό κεφάλαιο στους επενδυτές επιχειρηματικών συμμετοχών που τις στήριζαν. Κατά την ίδια περίοδο, οι δέκα κορυφαίες εταιρείες που λειτουργούσαν με στήριξη κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στην Ευρώπη επέστρεψαν μόλις το εικοσαπλάσιο της αρχικής επένδυσης. (Οικονομική Επιθεώρηση, 2007)

4.2 Ελληνικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών

Στα τέλη του 2005 η αξία του χαρτοφυλακίου των ευρωπαϊκών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (σε τιμές κτήσης) ανερχόταν συνολικά, (σύμφωνα με τα στοιχεία της EVCA), στα 173.4 δισ. ευρώ. Το ελληνικό χαρτοφυλάκιο ανερχόταν σε 0,4 δισ. ευρώ – μόλις το 0,24% του συνόλου.

Γενικά, κυριότερος δείκτης δραστηριότητας επιχειρηματικών συμμετοχών θεωρείται ο ετήσιος όγκος των αντληθέντων κεφαλαίων. Το Ηνωμένο Βασίλειο – με ανοικτή οικονομία της ελεύθερης αγοράς – κατέχει σαφώς τα πρωτεία στην Ευρώπη, καθώς τα νέα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2005 ανέρχονταν στα 45,6 δισ. ευρώ επί συνόλου 71,8 δισ. ευρώ – 63,5% του συνόλου – και τριπλάσια από εκείνα του αμέσως επόμενου ανταγωνιστή, της Γαλλίας.

Στον πίνακα κατάταξης του 2005 η Ελλάδα καταγάγει 19^η επί συνόλου 20 χωρών, με αντληθέντα κεφάλαια μόλις 26,7 εκατ. ευρώ, ή 0,04% του

ευρωπαϊκού συνόλου. Από πλευράς επενδύσεων, το 2005 η EVCA κατέγραψε πενιχρές επενδύσεις μόλις 8 εκατ. ευρώ από ελληνικές εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών – 0,02% του ευρωπαϊκού συνόλου των 47 δισ. ευρώ. Ως ποσοστό του εγχώριου ΑΕΠ, οι ιδιωτικές επενδύσεις στην Ελλάδα το 2005 αναλογούσαν στο ασήμαντο 0,005%.

Η ισχνή επίδοση της Ελλάδας αποδίδεται σε αρκετά αίτια, με κυριότερο το γεγονός ότι τα εγχώρια κεφάλαια είναι κατά πολύ μικρότερα από τα αντίστοιχα της Ε.Ε. Με την εξαίρεση τα ανεξάρτητα κεφάλαια που διαχειρίζεται η Global Finance και τα οιονεί εξαρτημένα που διαχειρίζεται η Εθνική Τράπεζα, η κεφαλαιοποίηση των περισσότερων ελληνικών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών κυμαίνεται μόλις στα 20-30 εκατ. ευρώ, δηλαδή περίπου στο 10%-15% του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Στην Ευρώπη τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτελούν τη μεγαλύτερη ενιαία πηγή χρηματοδότησης, καθώς το 2005 συνεισέφεραν το 25% των αντληθέντων κεφαλαίων. Το υπό διαχείριση ενεργητικό των ελληνικών δημόσιων συνταξιοδοτικών ταμείων φτάνει στα 30 δισ. ευρώ, αλλά τους απαγορεύεται να επενδύουν σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών με το αιτιολογικό ότι πρόκειται για τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου.

Η δεύτερη σε σπουδαιότητα πηγή κεφαλαίων στην Ευρώπη για το 2005 ήταν οι τράπεζες, οι οποίες συνεισέφεραν το 18% των αντληθέντων κεφαλαίων. Οι περισσότερες Ελληνικές τράπεζες προτιμούν να χρηματοδοτούν τις ιδιωτικές τους επενδύσεις μέσω εσωτερικών τους τμημάτων ή μέσω εξαρτημένων επενδυτικών σχημάτων, αντί να εμπιστεύονται τα διαθέσιμά τους σε ανεξάρτητους διαχειριστές.

Οι ασφαλιστικές εταιρείες συνεισέφεραν το 11% των επενδυτικών πόρων πανευρωπαϊκά. Η ελληνική ασφαλιστική αγορά είναι μικρή και οι συνολικές της επενδύσεις για το 2004 αντιστοιχούν μόλις στο 4,7% του ΑΕΠ έναντι μέσου όρου 53,4% για όλη την Ε.Ε. των «25». Επειδή στην πλειονότητά τους οι επενδύσεις αφορούν υποχρεωτικά αποθεματικά, ο κύριος όγκος τους είναι τοποθετημένος σε ασφαλείς κρατικούς τίτλους.

Ενώ οι ιδιώτες επενδυτές συνεισέφεραν μόλις το 5% των κεφαλαίων που αντλήθηκαν πανευρωπαϊκά το 2005, στην Ελλάδα τα άτομα με μεγαλύτερη οικονομική επιφάνεια συνεισέφεραν το 96,4% από τα 26,7 εκατ. ευρώ που συγκεντρώθηκαν. Το υπόλοιπο 3,6% προήλθε από εταιρικούς επενδυτές, έναντι 5% σε ολόκληρη την ήπειρο.

Οι ελληνικές κυβερνήσεις επιδίωξαν επανειλημμένα να προωθήσουν την ιδέα των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Ο νόμος του 1988 προέβλεπε φορολογικές απαλλαγές και επιδότηση 30%. Με το νόμο του 1995 καταργήθηκαν οι επιδοτήσεις αλλά βελτιώθηκαν οι φορολογικές απαλλαγές. Το 2000 η κυβέρνηση συνέστησε ένα «fund of funds», το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας, που είχε στόχο να στηρίξει τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών συμπληρώνοντας τις ιδιωτικές επενδύσεις σε νέες καινοτομικές εταιρείες. Το «ΑΚΕΣ – Ψηφιακό Άλμα» πρέπει να επενδύει σε νεοσύστατες εταιρείες τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών (ICT).

Το πρόβλημα είναι πως όλα τα κρατικά προγράμματα προϋποθέτουν ότι οι επιδοτούμενες επενδύσεις γίνονται αποκλειστικά σε εταιρείες προηγμένης τεχνολογίας ή καινοτομίας.

Η ελληνική βιομηχανία, ωστόσο, έχει μακρά παράδοση παραγωγής προϊόντων που βασίζονται σε ξένα σχέδια, στο πλαίσιο συμφωνιών παραχώρησης δικαιωμάτων. Το 2002 οι ελληνικές αιτήσεις που υποβλήθηκαν στο Ευρωπαϊκό γραφείο Διπλωμάτων Ευρεσιτεχνίας ανέρχονταν σε οκτώ ανά εκατομμύριο πληθυσμού, έναντι μέσου όρου 133 για την Ε.Ε. Αυτό συνεπάγεται ότι είναι εξαιρετικά περιορισμένος ο αριθμός εταιρειών που δικαιούνται να δεχθούν επενδύσεις από κεφάλαια Ε.Σ. με κρατική ενίσχυση.

Τα ελληνικά κεφάλαια Ε.Σ. υποχρεώθηκαν να επιλέξουν. Έπρεπε είτε να είναι σε θέση να αξιοποιήσουν τα πολυεθνικά χρηματοδοτικά κεφάλαια που επιτρέπουν τις διασυνοριακές επενδύσεις, είτε να λάβουν τις επιδοτήσεις του ελληνικού Δημοσίου, πράγμα που συνεπάγεται ότι έπρεπε να επικεντρωθούν στην εγχώρια αγορά. (Eurostat, 2003)

Μέχρι σήμερα, όσες ακολούθησαν το δρόμο του εξωτερικού τα πήγαν καλύτερα, ενώ ενισχύεται η τάση των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετο-

χών να γυρνούν την πλάτη στις εγχώριες κρατικές επιδοτήσεις εξαιτίας των περιορισμών τους.

Σήμερα δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα δεκατρείς εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών – δώδεκα ιδιωτικές και το ΤΑΝΕΟ – και οκτώ θερμοκοιτίδες, υποστηριζόμενες από το πρόγραμμα ΕΛΕΥΘΩ, το οποίο χρηματοδοτείται από το επιχειρησιακό πρόγραμμα ανταγωνιστικότητας του Υπουργείου Ανάπτυξης στο πλαίσιο του Γ' Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης. Ανάμεσα τους ξεχωρίζει η Global Finance, μια εταιρία του ιδιωτικού τομέα στην οποία μετέχουν η ΕΤΑΑ και ο ΔΧΟ. Οι δραστηριότητες της στα Βαλκάνια έχουν αποφέρει σημαντικές αποδόσεις.

Δεύτερο σε μέγεθος σχήμα είναι η NBGI Private Equity, το σκέλος Ε.Σ. της Εθνικής Τράπεζας με έδρα το Λονδίνο, που έχει δώσει το στίγμα του επενδύοντας σε όλη τη δυτική Ευρώπη και όχι στην Ελλάδα. (Οικονομική Επιθεώρηση, 2007)

Πίνακας 4.2 Αντληθέντα κεφάλαια και επενδύσεις που έγιναν σε 20 χώρες, 2005

Κατάταξη	Χώρα	Αντληθέντα κεφάλαια (δισ. ευρώ)	% συνόλου
1	Ηνωμένο Βασίλειο	20,77	28,93
2	Γαλλία	6,54	9,11
3	Γερμανία	4,48	6,24
4	Ολλανδία	3,85	5,36
5	Σουηδία	0,61	0,85
19	Ελλάδα	0,03 ²	0,04
Σύνολο¹		71,8³	100,00
	Ποσά επενδύσεων (δισ. ευρώ)		
1	Ηνωμένο Βασίλειο	23,83	50,70

συνέχεια πίνακα 4.2

2	Γαλλία	7,29	15,51
3	Σουηδία	3,00	6,38
4	Γερμανία	2,70	5,74
5	Ισπανία	2,66	5,66
19	Ελλάδα	0,01 ⁴	0,17
Σύνολο		47,00	100,00

¹ 27 εκατ. ευρώ

² Περιλαμβάνει 24,7 δισ. ευρώ που αντλήθηκαν σε περιοχές εκτός Ευρώπης, μεταξύ των οποίων οι ΗΠΑ (17 δισ. ευρώ), η Ασία (4 δισ. ευρώ) και ο Καναδάς (0,4 δισ. ευρώ)

³ Περιλαμβάνει 5,5 δισ. ευρώ που δεν έχουν κατανεμηθεί ανά χώρα

⁴ 8 εκατ. ευρώ

Πηγή: EVCA 2006 Year book

4.3 Η περίοδος ανάπτυξη του θεσμού

Η «άνοιξη» του ελληνικού χρηματιστηρίου έδωσε ώθηση στην ανάπτυξη του θεσμού του Venture Capital. Ο Πίνακας 4.3 παρουσιάζει συγκεντρωτικά στοιχεία για τα έτη 1998-2001 για την αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων στη χώρα μας, όπου παρατηρούνται τα ακόλουθα:

Πίνακας 4.3: Συγκεντρωτικά στοιχεία της ελληνικής αγοράς Venture Capital για τα έτη 1998-2001

(σε Κευρο)	1998	1999	Μεταβ. (%)	2000	Μεταβ. (%)	2001	Μεταβ. (%)
Διαθέσιμα Κεφάλαια vc	82.708	88.369	4,43	301.583	249,18	491.549	62,99
Επενδυόμε- να Κεφάλαια	23.127	44.289	91,50	133.013	200,33	52.996	-60,16
Ποσοστό επένδ. (%)	6,44%	1,72%		11,28%		8,12%	

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών 2002

Από το 1998 μέχρι το 2001 παρατηρείται εντυπωσιακή αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων για venture capital, σε ποσοστό 494,32%. Αντίθετα τα επενδύσιμα κεφάλαια ενώ παρουσιάζουν σημαντική αύξηση από το 1998 στο 1999 της τάξης του 91,50% και εντυπωσιακή αύξηση της τάξης του 200,33% μεταξύ των ετών 1999 και 2000, την αμέσως επόμενη περίοδο 2000-2001 παρατηρείται μεγάλη πτώση (-60,16%) που σύμφωνα με τα στελέχη των εταιρειών venture capital οφείλεται στην ανυπαρξία αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων τη χρονική αυτή περίοδο. Ουσιαστικά, η μεγάλη αυτή πτώση οφείλεται στη σταδιακή πτώση του χρηματιστηρίου. Η πτώση αυτή περιόρισε τη δυνατότητα εξόδου από την επένδυση μέσω εισαγωγής στο χρηματιστήριο και έτσι οι εταιρείες venture capital στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις (start-ups) των οποίων οι επενδύσεις εμπεριέχουν υψηλότερο κίνδυνο και γι αυτό το λόγο και τα επενδύσιμα ποσά είναι σαφώς μικρότερα.

Η ανάπτυξη του Venture Capital μετά το 1999 σχετίστηκε άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι αποδόσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ στο διάστημα αυτό ήταν εντυπωσιακές και υπήρξε έξαρση στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιριών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγράφων από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το Venture Capital εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμη και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυσαν σε ώριμες εταιρίες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής του και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο ΧΑΑ.

Η κατάσταση που επικράτησε στο συγκεκριμένο χώρο στην Ελλάδα ήταν μάλλον απογοητευτική, αφού πολλές από τις εγχώριες εταιρείες επιχειρηματικού κινδύνου ενδιαφέρονταν πρωτίστως να επενδύσουν σε εταιρείες που είχαν ήδη μια προϊστορία και όδευαν προς το Χρηματιστήριο, παρά να αναλάβουν το ρίσκο της χρηματοδότησης και καθοδήγησης νεοϊδρυόμενων εταιρειών ή άλλων που βρίσκονταν σε πρώιμο στάδιο. Δεν λειτουργούσαν υπέρ των νέων εταιριών που τις είχαν ανάγκη αλλά είχαν ως

στόχο την γρήγορη έξοδό τους με ορίζοντα την είσοδο της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο και την απολαβή των δημιουργούμενων υπεραξιών.

Επί προσθέτως τη συγκεκριμένη περίοδο του χρηματιστηριακού μπουμ του 2000 πολλές από τις εταιρείες Venture Capital έβαζαν απαράδεκτους όρους στις συμφωνίες που συνάπτανε με επιχειρήσεις που επρόκειτο να χρηματοδοτήσουν. Έτσι αύξαναν την προσωπική έκθεση των επιχειρηματιών σε κίνδυνο και έκαναν άλλες λύσεις χρηματοδότησης - ιδιωτική τοποθέτηση πλουσίων ιδιωτών, αναζήτηση στρατηγικών επενδυτών - πιο ελκυστικές.

Πέρα όμως από τη χρηματοδότηση πολλές νέες εταιρείες είχαν ανάγκη από συμβουλές σε θέματα διοίκησης, μάρκετινγκ και ανάπτυξης προϊόντων που όμως οι εταιρίες Venture Capital δεν τους παρείχαν. Φαίνεται ότι και εκεί υπήρχε πρόβλημα λόγω έλλειψης αρκετών ικανών στελεχών που θα έκαναν κάτι τέτοιο.

Το μεγαλύτερο ποσοστό, κεφαλαίων προέρχεται από ιδιωτικές πηγές ενώ σημαντικό ποσοστό (13%) προέρχεται και από τα κοινοτικά προγράμματα. Ένα επίσης μεγάλο ποσοστό της τάξης του 13% προέρχεται από θεσμικούς επενδυτές ενώ από τις υπόλοιπες πηγές τα κεφάλαια προέρχονται ισομερώς.

Τα κεφάλαια των εταιρειών Venture Capital διοχετεύθηκαν κυρίως στην βιομηχανία και ιδιαίτερα στην βιομηχανία τροφίμων που απορρόφησε το 72% των επενδύσεων. Συνολικά φαίνεται ότι μόλις το 2001 άρχισαν οι εταιρείες Venture Capital να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους πραγματοποιώντας επενδύσεις σε διαφορετικούς κλάδους.

Η γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων παρουσιάζει μεγάλη ανομοιομορφία. Η περιοχή της Αττικής απορροφά το συντριπτικό ποσοστό του 78,95% ενώ η αμέσως επόμενη περιοχή της Θεσσαλονίκης απορροφά πολύ μικρότερο 8,17%. (Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μ.,2002)

4.4 Νεότερες εξελίξεις

Η συγκέντρωση κεφαλαίων το 2005 πενταπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 2004, σύμφωνα με την EVCA, φθάνοντας το ποσό των €26,96 εκ. Το 96,4% των κεφαλαίων αντιστοιχεί σε ανεξάρτητα funds στα οποία συμμετείχαν ιδιώτες επενδυτές (επίσης κατά 96,4%). Η γεωγραφική προέλευση των κεφαλαίων ήταν κατά 100% εγχώρια το 2005 σε σύγκριση με ποσοστό 91,2% το 2004.

Το 50% των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν το 2005 προορίζονται για επενδύσεις venture capital σε τομείς εκτός τεχνολογιών αιχμής και επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο επέκτασης ή ανάπτυξης της δραστηριότητάς τους (expansion / development finance) και το υπόλοιπο για buy-outs. Το 2004 κυριαρχούσαν οι τομείς τεχνολογίας αιχμής και η κατανομή των κεφαλαίων ήταν κατά 75% για επιχειρήσεις ευρισκόμενες στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης και κατά 25% για τις επιχειρήσεις, ευρισκόμενες στο στάδιο επέκτασης ή ανάπτυξης της δραστηριότητάς τους (expansion development finance).

Το 2005 έγιναν τέσσερις επενδύσεις συνολικού ύψους € 8,08 εκ., σε επιχειρήσεις που βρίσκονται, στο στάδιο ανάπτυξης της δραστηριότητάς τους (σε ποσοστό 14,4%) . και σε buy-outs (85,6%). Σε σύγκριση με το 2004, τα κεφάλαια που επενδύθηκαν το 2005 παρουσιάζουν μεν αύξηση κατά 59%, αλλά απέχουν πολύ από τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν και βρίσκονται πολύ χαμηλότερα από τις αντίστοιχες επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2003 (€25,6 εκ.). Από τα διαθέσιμα στοιχεία διαφαίνεται ότι το μέσο ύψος των επενδύσεων το 2005 ήταν υψηλότερο σε σύγκριση με το 2004 (επτά επενδύσεις συνολικού ύψους €5,08 εκ.).

Το 2005 ποσοστό 76,2% των επενδύσεων πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα και 23,8% σε άλλες χώρες της Ευρώπης. Αντίθετα, το 2004 η Ελλάδα απορρόφησε το σύνολο των επενδύσεων. Το 2005 ήταν έτος κυρίως του τομέα των επικοινωνιών, απορροφώντας ποσοστό 61,9% των επενδύσεων. Ποσοστό 38,1 % απορροφήθηκε από τρεις επενδύσεις του τομέα των

καταναλωτικών αγαθών. Το 2004 οι επενδύσεις παρουσιάζουν ευρύτερη διασπορά, αλλά η έμφαση ήταν στους τομείς της πληροφορικής (44,1 %) και της υγείας (41,3%). Το 2005 δεν πραγματοποιήθηκαν ρευστοποιήσεις, ενώ το 2004 ρευστοποιήθηκαν δύο επενδύσεις ύψους €127.000 (τιμή κόστους).

Πίνακας 4.4.1 Συγκέντρωση κεφαλαίων στην Ελλάδα 2004-2005 (ποσά σε € εκ.)

1. Κατηγορία funds	2004	%	2005	%
Ανεξάρτητα funds	4,68	87,2%	26,00	96,4%
Captives	0	0.0%	0.96	3.6%
Λοιπά (υπεραξίες)	0,69	12,8%	0	0,0%
Σύνολο	5,37	100,0%	26,96	100,0%
2. Κατηγορία επενδυτών				
Επιχειρήσεις	0,14	3,0%	0,96	3,6%
Ιδιώτες	0,41	8,8%	26,0	96,4%
Δημόσιος τομέας	4,13	88,2%	0	0,0%
Μερικό σύνολο	4,68	100,0%	26,96	100,0%
Λοιπά (υπεραξίες)	0,69	-	0	-
Γενικό σύνολο	5,37	-	26,96	-
3.Γεωγραφική προέλευση				
Ελλάδα	4,89	91,2%	29,69	100,0%
Λοιπή Ευρώπη	0,47	8,8%	0	0,0%
Τρίτες χώρες	0	0,0%	0	0,0%
Σύνολο	5,37	100,0%	26,96	100,0%
4. Τομείς επενδύσεων				
VCΤεχνολογιών αιχμής αρχικό	4,02	75,0%	0	0,0%
VCΤεχνολογιών αιχμής επέκτασης	1,34	25,0%	0	0,0%
VC εκτός τεχνολογιών αιχμής	0	0,0%	13,48	50,0%
Buy-outs	0	0,0%	13,48	50,0%
Σύνολο	5,37	100,0%	26,96	100,0%

Πηγή: EVCA Yearbook 2006

Τα μεγέθη που παρουσιάζονται αναφέρονται σε κεφάλαια που συγκεντρώνουν τα funds που διαχειρίζονται οι εγχώριες εταιρείες-μέλη και σε επενδύσεις που πραγματοποιούνται από funds που διαχειρίζονται οι εγχώριες εταιρείες-μέλη. Επομένως δεν περιλαμβάνονται επενδύσεις που πραγματοποιούνται από funds του εξωτερικού τα οποία διαχειρίζονται εταιρείες που δεν διαθέτουν παρουσία (γραφεία κλπ.) στη χώρα μας.

Σύμφωνα με την ίδια έρευνα εκτιμάται ότι οι επενδύσεις αυτές το 2005 ανήλθαν στο ποσό των €382,35 εκ. (2004: €0). Οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν από εγχώρια funds εκτός Ελλάδος το 2005 ανήλθαν σε €1,9 εκ. Τα στοιχεία αυτά υπογραμμίζουν το μέγεθος των διεθνών κεφαλαίων που θα μπορούσε να προσελκύσει η χώρα μας στον τομέα του private equity με τις κατάλληλες προϋποθέσεις. (Παπαδημητρίου Π., 2005)

Πίνακας 4.4.2 Επενδύσεις Private Equity & Venture Capital στην Ελλάδα 2004-2005 (ποσά σε € εκ.)				
1. Σχήμα επενδύσεων	2004	%	2005	%
Seed Capital	2.99	58.7%	0	0.0%
Expansion capital	2.10	41.3%	1.16	14.4%
Buy-outs	0	0.0%	6.92	85.6%
Σύνολο	5.08	100.0%	8.08	100.0%
2. Γεωγραφικός Προορισμός				
Ελλάδα	5.08	100.0%	6.16	76.2%
Λοιπή Ευρώπη	0	0.0%	1.92	23.8%
Τρίτες Χώρες	0	0.0%	0	0.0%
Σύνολο	5.08	100.0%	8.08	100.0%

συνέχεια πίνακα 4.2.2

3. Τομείς ε-πενδύσεων				
Επικοινωνίες	0.74	14.6%	5.0	61.9%
Πληροφορική & Η/Υ	2.24	44.1%	0	0.0%
Υγεία	2.10	41.3%	0	0.0%
Καταναλωτικά αγαθά	0	0.0%	3.08	38.1%
Σύνολο	5.08	100.0%	8.08	100.0%

Πηγή: EVCA Yearbook 2006

5. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΠΕΝΤΕ ΗΓΕΤΙΚΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL

5.1 Alpha Trust Innovation A.E.K.E.Σ

Η Alpha Trust Innovation. A.E.ΚΕ.Σ. (Ανώνυμη Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2000 με €11 εκ. υπό διαχείριση.

Σκοπός της Alpha Trust Innovation είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων και η ενεργός συμμετοχή σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε καινοτομικά προϊόντα και υπηρεσίες, εμφανίζοντας υψηλές προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας.

Το επενδυτικό μοντέλο που ακολουθείται είναι αυτό του Private Equity/ Venture Capital, με κύρια χαρακτηριστικά την ανεξαρτησία αποφάσεων, τη δυναμικότητα επιλογών και τη διάθεση επενδύσεις σε επιχειρηματικές πρωτοβουλίες υψηλού κινδύνου.

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

Η στρατηγική της εταιρίας διαμορφώνεται και οι επενδυτικές προτάσεις εγκρίνονται από το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο της Alpha Trust Innovation.

5.1.1 Κριτήρια Επένδυσης

Για την Alpha Trust Innovation, στόχος είναι η επιλογή Ελληνικών εταιριών οι οποίες υπόσχονται υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και χαρακτηρίζονται από έμπνευση και καινοτομία. Οι εταιρίες στις οποίες επενδύει έχουν κάποια ή όλα τα παρακάτω γνωρίσματα:

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

Εξετάζονται εταιρίες σε ποικίλους κλάδους και σε διάφορα στάδια του κύκλου ζωής τους. Τα κεφάλαιά επενδύονται κυρίως σε εταιρίες με ανάγκη για κεφάλαια ανάπτυξης (expansion capital), αλλά και σε νέες εταιρίες (start-up funding) ή επιχειρήσεις που οδεύουν προς εισαγωγή σε χρηματιστήριο (bridge finance).

5.1.2 Δομή Επένδυσης και Υποστήριξη Εταιριών

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

Στόχος είναι η παροχή μιας "ένεσης κεφαλαίου" σε μορφή αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, η οποία να είναι επαρκής για την υλοποίηση του επενδυτικού της προγράμματος. Το ύψος της αρχικής επένδυσης εξαρτάται από το στάδιο ωρίμανσης της επιχείρησης και τις ανάγκες της. Τα κεφάλαια επενδύονται σταδιακά, παράλληλα με την εξέλιξη της εταιρίας και του επιχειρηματικού της σχεδίου.

Η Alpha Trust Innovation υποστηρίζει σε στρατηγικό επίπεδο τις εταιρίες στις οποίες επενδύει, προσθέτοντας στοιχεία που βοηθούν τους επιχειρηματίες στη βελτίωση της οργάνωσης, στην επιβολή εσωτερικής πειθαρχίας, στην αναζήτηση αποτελεσμάτων και στη σταδιακή αναγνώριση της έννοιας της "αξίας των μετόχων" (shareholders value).

Εκπρόσωπος της Alpha Trust Innovation συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιριών, παρακολουθώντας την πορεία τους και προσφέροντας τη γνώση και εμπειρία του. Επιπλέον παρέχεται βοήθεια στην ανάλυση της στρατηγικής της εταιρίας, στο σχεδιασμό της χρηματοοικονομικής της δομής, και στη στελέχωσή της, αν αυτό χρειαστεί, με νέα μέλη.

5.1.3 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης

Κατ' αρχήν, θεωρείται καλό να μελετηθεί ένα σύντομο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας. Ακολουθεί μια πρώτη συνάντηση, όπου εάν διαπιστωθεί ότι οι στόχοι της Alpha Trust Innovation και της εταιρείας που θα πραγματοποιηθεί η επένδυση είναι κοινοί τότε οι επαφές συνεχίζονται προκειμένου η Alpha Trust Innovation να καταλάβει τη δομή, τη λειτουργία και τους στόχους της επιχείρησης όσο το δυνατόν καλύτερα.

Στοιχεία που βοηθούν είναι το παρελθόν και η εμπειρία των στελεχών, τα οικονομικά της εταιρίας, η ανάλυση των πελατών, των ανταγωνιστών και γενικότερα του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρία. Επίσης είναι ζητούμενο να γίνουν αντιληπτά τα σχέδια της διοίκησης για τα επόμενα χρόνια, παράλληλα με τις κεφαλαιακές ανάγκες της επιχείρησης.

Είναι επίσης πολύ σημαντικό να γίνει αντιληπτό το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρίας όπου πρόκειται να στηριχτεί η ανάπτυξή της. Επίσης, η ανάλυση των κινδύνων που πιθανώς να αντιμετωπίσει η εταιρία κατά την ανάπτυξή της, αφενός δίνει τη δυνατότητα καλύτερης κατανόησης της πιθανής επένδυσης και αφετέρου βοηθάει στην αντιμετώπισή τους.

Έπεται η διαπραγμάτευση και η συμφωνία των βασικών όρων της συμμετοχής της Alpha Trust Innovation (αποτίμηση, ύψος κεφαλαίου κτλ.). Επιδιώκεται μια απλή συναλλαγή: περίπλοκες συμφωνίες που συμπεριλαμβάνουν πολυάριθμους κεφαλαιακούς και δανειοληπτικούς όρους, δημιουργούν περισσότερο σύγχυση παρά ασφάλεια για τους συμμετέχοντες.

Τέλος, πριν την υπογραφή των τελικών συμφωνητικών μεταξύ των μετόχων και την καταβολή των κεφαλαίων, ακολουθεί η προσήκουσα οικονομική και νομική επιμέλεια "due diligence" με την πραγματοποίηση λεπτομερούς ελέγχου από τρίτους - αφορά κυρίως ορκωτούς λογιστές και νομικούς συμβούλους.

Ας σημειωθεί ότι δίνεται ιδιαίτερη σημασία στο κλίμα εμπιστοσύνης και στην ανάπτυξη μίας εποικοδομητικής σχέσης συνεργασίας μεταξύ των επιχειρηματιών και της Alpha Trust Innovation. Άλλωστε αν όλα πάνε καλά, η συνεργασία πρόκειται να διαρκέσει για αρκετό διάστημα. Η επιτυχία της Alpha Trust Innovation θα είναι προϊόν της επιτυχίας των επενδύσεών της.

5.1.4 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών

Η Alpha Trust Innovation έχει επενδύσει στις παρακάτω εταιρίες, που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξής τους

- ***Logisys AE - Management Buy-in***

Η Logisys παρέχει υπηρεσίες αποθήκευσης και διανομής για λογαριασμό τρίτων - 3rd party logistics - έχοντας διαμορφώσει μοντέρνα κέντρα logistics στη Μαγούλα Αττικής και στη Θεσσαλονίκη. Ειδικεύεται στη διαχείριση πολύπλοκων έργων logistics και βοηθάει στη βελτίωση της εφοδιαστικής αλυσίδας των πελατών της. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 25% του μετοχικού κεφαλαίου της Logisys.

- ***Vector Informatics Systems AE - Early-Stage***

Η Vector Informatics Systems AE δραστηριοποιείται στην παραγωγή λογισμικού. Εξειδικεύεται στη δημιουργία και εγκατάσταση ολοκληρωμένων πληροφοριακών συστημάτων στο χώρο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Κύριοι πελάτες της Vector είναι διεθνούς κύρους εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην ποντοπόρο ναυτιλία, όπως η Stelmar, εισηγμένη στο New York Stock

Exchange. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της Vector.

- **Harmony Cruises A.N.E. - Early-Stage**

Η Harmony Cruises A.N.E. δραστηριοποιείται στην κατασκευή και διαχείριση μικρών υπερπολυτελών κρουαζιερόπλοιων (mega-yachts). Η Harmony Cruises στοχεύει κυρίως σε εύπορους Αμερικάνους τουρίστες προσφέροντας ευελιξία και αμεσότητα σε εκπαιδευτικά και γενικότερα πολιτισμικά ταξίδια αναψυχής. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 25% του μετοχικού κεφαλαίου της Harmony Cruises.

- **Γνώμων Πληροφορική ΑΕ - Early-Stage**

Η Γνώμων προσφέρει υπηρεσίες εγκατάστασης πληροφοριακών συστημάτων και διαχείρισης έργων με κύρια μέχρι σήμερα αγορά αυτή της Βόρειας Ελλάδας. Μεταξύ των πελατών της συμπεριλαμβάνονται η Alumil Μυλωνάς, η Kunststoff και ΜΕΛ αλλά και αρκετοί δημόσιοι οργανισμοί. Κύριος μέτοχος στη Γνώμων είναι η εισηγμένη στη NEXA εταιρία Ευρωσύμβουλοι ΑΕ. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της Γνώμων.

Πίνακας 5.1 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών Alpha Trust Innovation

Εταιρεία	Κλάδος	Τρόπος αποεπένδυσης	Ποσοστό απόκτησης του Μετοχικού Κεφαλαίου
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά		
Logisys SA	Logistics	Management Buy-In	25%
Harmony Cruises A.N.E.	Construction and management of mega-yachts		25%

	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες		
Vector Informatics Systems AE	Specialized software applications		20%
Γνώνων Πληροφορική ΑΕ	Εγκατάσταση πληροφοριακών συστημάτων		20%

Πηγή: www.alphatrust.gr/innovation

5.2. Global Finance

5.2.1. Φιλοσοφία Επενδύσεων

Η φιλοσοφία επενδύσεων της Global Finance είναι αμιγώς αναπτυξιακή και στοχευμένη σε επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοοικονομική και διοικητική υποστήριξη προκειμένου να πραγματοποιήσουν τα φιλόδοξα σχέδιά τους. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι πιθανό να κατέχουν ηγετική θέση στην αγορά ή κάποιο μοναδικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε οποιοδήποτε κλάδο της οικονομίας.

Βασικό κριτήριο επένδυσης της Global Finance είναι ο χαρακτήρας και η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της προς επένδυση εταιρείας. Η διοικητική ομάδα πρέπει να απαρτίζεται από επιτυχημένους επιχειρηματίες με ικανότητα να στηρίξουν την εταιρεία κατά την επέκτασή της και να την οδηγήσουν μεταξύ των κορυφαίων επιχειρήσεων της αγοράς.

Σε περιπτώσεις χρηματοδότησης ανάπτυξης (development financing), η Global Finance, χρηματοδοτεί επιχειρήσεις που επιζητούν να εκμοντερνίσουν και να επιταχύνουν την ανάπτυξή τους. Συνήθως αναλαμβάνει μειοψηφική συμμετοχή, αφήνοντας τον έλεγχο και την ιδιοκτησία στην υπάρχουσα διοίκηση στη οποία παρέχει πλήρη υποστήριξη. Παρά την αύξηση του μεγέθους των επενδυτικών της κεφαλαίων, η Global Finance δείχνει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μικρές και μικρομεσαίες επενδύσεις σε υποσχόμε-

νες επιχειρήσεις με εξαιρετική διοίκηση και ιδιαίτερα ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης. Η στρατηγική αυτή ισχύει ιδιαίτερα για επενδύσεις στον τομέα της τεχνολογίας (όπως στις τηλεπικοινωνίες και την πληροφοριακή τεχνολογία), όπου ο ρυθμός ανάπτυξης και ανανέωσης είναι μεγαλύτερος.

Συγχρόνως, η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιεί και πολύ μεγάλες επενδύσεις αντλώντας κεφάλαια είτε από την επενδυτική της βάση είτε από τρίτους επενδυτές.

Η Global Finance επεκτείνει το γεωγραφικό της πεδίο δείχνοντας ιδιαίτερο ενδιαφέρον για επενδύσεις σε άλλες αναπτυσσόμενες ή αναδυόμενες αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται έλληνες επιχειρηματίες: Ευρωπαϊκή Ένωση, Αναδυόμενη Κεντρική Ευρώπη, (π.χ. Πολωνία , Ουγγαρία), Ανατολική Μεσόγειος, (π.χ. Αίγυπτος), κτλ.

Πρόσφατα η εταιρεία επέκτεινε τα συμφέροντά της στην αγορά ακινήτων και το 2005 συγκρότησε κεφάλαιο 150 εκατ. ευρώ με στόχο την εξαγορά και την ανάπτυξη ακινήτων στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία και στη Σερβία.

Η Global Finance είναι αυτή που εισήγαγε για πρώτη φορά στην Ελλάδα, τα Management Buy- Outs (MBOs) και τα Management Buy- Ins (MBIs) που προσφέρουν νέες δυνατότητες στα διευθυντικά στελέχη. Παρέχει κεφαλαιακή και εμπράγματο υποστήριξη σε δυναμικές και φιλόδοξες διοικητικές ομάδες, με αποδεδειγμένη επιτυχή σταδιοδρομία, που θέλουν να συμμετέχουν στις επιχειρήσεις.

Η Global Finance συνεργάζεται επίσης με επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ζητήματα αναδιάρθρωσης της ιδιοκτησιακού τους καθεστώτος (όπως περιπτώσεις διαδοχής, διαφωνίας μεταξύ συνεργατών). Ακόμη, συνεργάζεται με μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν σχέδια εταιρικής αναδόμησης (όπως μια αποεπένδυση, ή ένα spin-off ενός επιχειρησιακού τμήματος).

Κύρια έμφαση δίνεται στη δημιουργία αξίας και την ανατίμηση του κεφαλαίου. Προτεραιότητα δίνεται συνήθως στην επανεπένδυση των αποδοχών, σε αντιδιαστολή με την εκταμίευση των μερισμάτων. Όλες οι πλευρές (διοίκηση, επενδυτές) ωφελούνται από την ανατίμηση του κεφαλαίου.

Τα κέρδη πραγματοποιούνται συνήθως μέσω εισαγωγής στο Χρηματιστήριο. Η μέθοδος αυτή αποτελεί την βασική μέθοδο εξόδου της Global Finance από την επένδυση. Ως αποδεκτές εναλλακτικές λύσεις θεωρούνται επίσης η εμπορική πώληση (trade sale) και η εξαγορά του μεριδίου της Global Finance από τη διοίκηση της εταιρείας (Buy-out).

5.2.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η Global Finance διαχειρίζεται αυτήν την περίοδο τρία Funds για επενδύσεις σε ελληνικές επιχειρήσεις. Τα συνολικά κεφάλαια, που ανέρχονται σε περισσότερα από \$320 εκατομμύρια, προέρχονται από προεξέχοντα μέλη της ελληνικής επιχειρησιακής κοινότητας καθώς επίσης και από σημαντικούς διεθνείς επενδυτές Ιδίων Κεφαλαίων (Private Equity).

Το πρώτο fund, Baring Hellenic Ventures (BHV), ιδρύθηκε τον Νοέμβριο του 1991 και επενδύθηκε μέχρι το 1996. Η επένδυση εστίασε σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με ιστορικό υψηλών επιδόσεων και με ισχυρό εμπορικό σήμα. Το BHV αποδείχθηκε ένα από τα επιτυχέστερα funds στην Ευρώπη.

Το δεύτερο fund, το Global Capital Investors (GCI), που ιδρύθηκε τον Δεκέμβριο του 1997 συνέχισε την κύρια δραστηριότητα του BHV (ιδιωτικές εδραιωμένες επιχειρήσεις, με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης), αλλά πρόσθεσε και μερικά νέα στοιχεία: εδώ ιδιαίτερη έμφαση στις επενδύσεις σε τεχνολογία, επένδυσε σε ελληνικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό, ενώ εισήγαγε επίσης τα MBO.

Μετά από την επιτυχία των δύο πρώτων fund, η Global Finance ίδρυσε το Global Capital Investors II (GCII). Το fund αυτό, με κεφάλαιο €200 εκατομμυρίων, που αντλήθηκε από την ελληνική και διεθνή επενδυτική βάση της Global Finance έκλεισε τον Απρίλιο του 2000 και επενδύεται αυτήν την περίοδο. Το GCI II συνεχίζει την επιτυχή στρατηγική επενδύσεων της Global

Finance και επωφελείται των πολλαπλών ευκαιριών που προσφέρονται από την αγορά.

Το Global South Eastern Europe, σηματοδοτεί το επίσημο πέρασμα της Global στο χώρο των ιδιωτικών επενδύσεων. Έπιασε πρώτη φορά το στόχο άντλησης κεφαλαίων το 2006 με 197 εκατ. ευρώ που τα μισά περίπου προέρχονταν από την Ελλάδα. Έχει προγραμματιστεί νέα άντληση κεφαλαίων για τον Ιούλιο του 2007, τα οποία στο σύνολό τους θα προέρχονται από ξένους θεσμικούς επενδυτές, με στόχο το fund να φτάσει τα 350 εκατ. ευρώ.

Το fund έκανε τις δύο πρώτες επενδύσεις του τον Ιανουάριο του 2007 αποκτώντας την καταστατική πλειοψηφία της εταιρείας Ιχθυοκαλλιέργειες Ανδρομέδα, με έδρα την Πάτρα, και της εταιρείας ανάλυσης δεδομένων ICAP με έδρα την Αθήνα.

5.2.3 Χαρτοφυλάκιο ελληνικών επιχειρήσεων

Πίνακας 5.2 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων της Global Finance

Εταιρεία	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Τρόπος απο-επένδυσης
	Τρόφιμα και ποτά		
Goody's	Fast-food restaurant chain	1992	ASE
Endysi	Apparell retail chain	1992	ASE
Chipita	Snack food producer	1992	ASE
Grigoris	Snack food retail outlets	1998	ASE
Dodoni	Ice cream retail chain	1999	
Sea Farm Ionial	Fish farming	1999	ASE
Boutari	Wine and beer producer	1999	ASE

συνέχεια πίνακα 5.2

	Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία		
Yioula Glassworks SA	Glass manufacturing	2001	
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά		
Mark Aalen	Retail chain	1993	
Eriphania	Corporate printing/publishing services	1993	ASE
Maxim	Textile dyeing and finishing	1994	ASE
Babyland	Toy retail chain	1995	ASE
Panagia	Health services	1996	ASE
Germanos	Energy systems, telecom/technology retailer	1996	ASE
Diakinisis	Logistics services	1998	ASE
Hadjioannou	Panty hose producer	1998	ASE
Lanitis Developmend LTD	Intergrated Leisure Resort	2002	CSE
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες		
Manos	Digital processing of image/sound	1994	
Eurodrip	Dripline irrigation	1995	ASE
DIS	Software	1995	ASE
Computer Logic	Software	1998	ASE
Profile Sys-	Specialized software appli-	1999	ASE

tems	cations		
Information Dynamics	Systems Intergration	1999	ASE
Temenos Holdings NV	Business Software	2000	SWX
Zephyr Tele/ions Inc.	IP Telecommunications	2000	
NetMed BV	Pay-TV, Interactive-TV, internet	2000	
Euridrip Inc	Dripline irrigation (US subsidiary)	1998	

ASE: Athens Stock Exchange

SWX: Swiss Stock Exchange

CSE: Cyprus Stock Exchange

5.2.4 Επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη

Η Global Finance, εκτός από την επενδυτική της δραστηριότητα στην Ελλάδα, διαχειρίζεται επίσης ειδικευμένα Funds για επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη: το Euomerchant Balkan Fund και το Black Sea Fund με συνολικό κεφάλαιο \$90 εκατομμυρίων. Και τα δύο κεφάλαια υποστηρίζονται από την (EBRD) ETAA, την IFC και σημαντικούς έλληνες και διεθνείς επενδυτές.

Επίσης, το Global Romania and Bulgaria Growth, είναι ένα μικρό fund με κεφαλαιοποίηση μόλις 20 εκατ. ευρώ, από τα οποία 13 εκατ. ευρώ προήλθαν από αναλογία 50-50 από την ETAA και την E.E., ενώ τα υπόλοιπα 7 εκατ. ευρώ προέρχονται από την Postbank (θυγατρική της EFG Eurobank στη Βουλγαρία), το Doverie Capital και μια μη κατονομαζόμενη ρουμανική τράπεζα. Το κεφάλαιο επενδύει σε ταχύτατα αναπτυσσόμενες μικρές

εταιρείες στις δύο νεοεισερχόμενες στην Ε.Ε. χώρες, με τρόπο αντίστοιχο με τις επενδύσεις που έκανε η BHV στην Ελλάδα στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Σε ότι αφορά τη διαχείριση των Fund της Ανατολικής Ευρώπης, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις επένδυση παράλληλα με στρατηγικούς συνεργάτες, επιτυχημένες ελληνικές ή ξένες επιχειρήσεις. Οι στρατηγικοί συνεργάτες, εκτός από το μερίδιό τους σε κεφάλαιο, συμβάλλουν επίσης απαραίτητους πόρους τεχνογνωσίας και διαχείρισης βιομηχανίας.

Η Global Finance διαδραματίζει έναν ενεργό ρόλο στην περιοχή εφόσον έχει τη δυνατότητα να εντοπίζει δυναμικές και υποσχόμενες τοπικές επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη από κεφάλαιο και τεχνογνωσία, καθώς επίσης και ξένους επενδυτές που ενδεχομένως θα ήθελαν να επενδύσουν σε συνεργασία με αυτήν. (Πηγή: www.globalfinance.gr)

5.3 Commercial Capital

Η Commercial Capital είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες Ιδίων Κεφαλαίων (Private Equity) που εδρεύουν στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Τα κεφάλαια που διαχειρίζεται ανέρχονται στα €200 εκατομμύρια.

Τα κεντρικά γραφεία της βρίσκονται στην Αθήνα, ενώ έχει επίσης γραφεία στο Βουκουρέστι, την Κωνσταντινούπολη, το Κίεβο, τη Μόσχα, τη Λευκωσία και τη Σόφια, απασχολώντας πάνω από τριάντα επαγγελματίες στον τομέα των επενδύσεων παγκοσμίως.

Εστιάζει στους ταχέως αναπτυσσόμενους τομείς, με δυνατότητες μεγάλης ανάπτυξης και συμμετέχει σε επενδύσεις με προοπτικές διεθνούς ανάπτυξης και σημαντικών αποδόσεων. Επικεντρώνεται στους κλάδους τροφίμων και ποτών, οικοδομικών υλικών, καταναλωτικών αγαθών, λιανικών πωλήσεων, υπηρεσιών και τεχνολογίας.

Η Commercial Capital, αντιμετωπίζει την Ανατολική Ευρώπη και της Ανατολικής Μεσογείου ως ενοποιημένη οικονομική περιοχή στην οποία

προσφέρονται μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες. Παράλληλα πραγματοποιεί επενδύσεις στην Κεντρική και Δυτική Ευρώπη και στη Βόρεια Αμερική.

Από το 1995, οπότε ξεκίνησε τη λειτουργία της, έχει αναλάβει υποχρεώσεις επενδύσεων που ανέρχονται στο ποσό των €195.05 εκατομμυρίων σε 59 επιχειρήσεις. Μέχρι σήμερα έχουν καταβληθεί €189.62 εκατομμύρια. Το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιεί κυμαίνονται από €1 εκατομμύριο μέχρι και €10 εκατομμύρια. Συνήθως αποκτά μειοψηφική συμμετοχή στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει.

Συνήθως δεν περιορίζει την επιλογή των επενδύσεων ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης της προς επένδυση εταιρίας. Παραμένει στην επένδυση για μια περίοδο δύο με επτά ετών και διακόπτει τη συμμετοχή της με μια προσυμφωνημένη μέθοδο εξόδου. Μέχρι τις 31 Μαρτίου του 2003, η εταιρεία είχε πραγματοποιήσει την έξοδό της από 19 επιχειρήσεις.

5.3.1 Κριτήρια Επένδυσης

Η Commercial Capital συμμετέχει σε επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές για γρήγορη ανάπτυξη και τις υψηλές αποδόσεις. Η συμμετοχή σε μια επιχείρηση εξετάζεται σοβαρά μόνο εάν η προτεινόμενη επιχείρηση περιλαμβάνει:

- Ισχυρή διοικητική ομάδα αποδεδειγμένη επιτυχή σταδιοδρομία στον τομέα των επιχειρήσεων
- Μεγάλη και δυναμικά αναπτυσσόμενη αγορά
- Νέο ή καινοτομικό προϊόν, τεχνολογία ή υπηρεσία που μπορούν να ικανοποιήσουν καλύτερα υπάρχουσες ή νέες ανάγκες
- Ευθυγράμμιση με τη διοικητική ομάδα της προτεινόμενης επιχείρησης στους εταιρικούς στόχους και τις προσδοκίες, καθώς επίσης και στις μεθόδους εφαρμογής και εξόδου.

Η προετοιμασία μιας λεπτομερούς επιχειρησιακής πρότασης αποτελεί προϋπόθεση για ουσιαστικές συζητήσεις με την Commercial Capital. Οι επιχειρησιακές προτάσεις αξιολογούνται λεπτομερώς από μια ομάδα ειδικευμένων ανώτερων στελεχών. Όλες οι συζητήσεις και οι διαπραγματεύσεις είναι αυστηρά εμπιστευτικές.

5.3.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η Ελλάδα θεωρείται από την Commercial Capital μια αναπτυσσόμενη οικονομία που μπορεί να γεφυρώσει την Ευρωπαϊκή Ένωση με τις Αναδυόμενες Ευρωπαϊκές Οικονομίες. Οι βασικοί παράγοντες που συντελούν στην γρήγορη ανάπτυξή της και στην εξυγίανση και σταθεροποίηση της οικονομίας της είναι:

- Η υιοθέτηση του ευρώ
- Η βαθμιαία και σταθερή διαδικασία ιδιωτικοποίησης του δημόσιου τομέα
- Η μεταμόρφωση των οικογενειακών εταιρειών σε μεγάλες επιχειρήσεις
- Η αναδόμηση της βιομηχανίας

5.3.3 Επενδύσεις στα Βαλκάνια και την Ανατολική Μεσόγειο

• **Βαλκάνια**

Η Commercial Capital επιδεικνύει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την περιοχή των Βαλκανίων. Μέχρι σήμερα έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις στη Ρουμανία και τη Βουλγαρία.

Η Ρουμανία και η Βουλγαρία έχουν ακολουθήσει μια πορεία πολιτικού εκσυγχρονισμού και οικονομικής φιλελευθεροποίησης από την αρχή της δεκαετίας του '90, παρόλο που δέχθηκαν αρκετούς σοβαρούς μακροοικονομικούς κλονισμούς.

Η αναδόμηση πραγματοποιείται με:

- Μαζική και πολύπλευρη βοήθεια για επενδύσεις σε υποδομές
- Σημαντικές διεθνής επενδύσεις σε νέες επιχειρήσεις
- Η επικείμενη εισαγωγή στην ΕΕ

- **Ανατολική Μεσόγειος**

Κύπρος

Η Κύπρος αποτελεί το μεγαλύτερο οικονομικό και επιχειρησιακό κέντρο της Ανατολικής Μεσογείου και κατατάσσεται μεταξύ των χωρών με το υψηλότερο εισόδημα στη Μεσόγειο. Η είσοδος της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση Προσανατολίζει τις τοπικές επιχειρήσεις στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους διεθνώς.

Τουρκία

Η οικονομία της Τουρκίας έχει αρχίσει να ανακάμπτει και αναμένεται υψηλή ανάπτυξη από την εισαγωγή μεγάλων επενδυτών. Η εφαρμογή προγραμμάτων ιδιωτικοποίησης και η αύξηση των επενδύσεων τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα αναμένεται να συμβάλλουν στην δυναμική ανάπτυξη της χώρας. Δεδομένου ότι η συμμετοχή της στην παγκόσμια οικονομία αυξάνεται, η Τουρκία αναμένεται να σταθεροποιήσει και να παγιώσει τον οικονομικό της ρόλο δίνοντας έτσι ευκαιρίες ανάπτυξης και αναδόμησης σε πολλές βιομηχανίες.

5.3.4 Επενδύσεις σε Ρωσία και Ουκρανία

Ρωσία

Μετά την κρίση του 1998, η Ρωσική οικονομία έχει πραγματοποιήσει μια σημαντική ανάκαμψη. Το 2000 έχει επιτευχθεί ποσοστά αύξησης 9.0% και 5.0% το 2001. Η παραγωγή έχει ωθηθεί ιδιαίτερα από την ισχυρή εγχώρια κατανάλωση ενώ οι βιομηχανίες καταναλωτικών αγαθών ευημερούν. Η παρούσα κυβέρνηση έχει εισαγάγει σημαντικές μεταρρυθμίσεις που πρόκειται να δημιουργήσουν ένα φιλελεύθερο επιχειρησιακό περιβάλλον που θα χαρακτηρίζεται από διαφάνεια. Η ιδιωτικοποίηση έχει επιτευχθεί στους περισσότερους τομείς και τα έσοδα έχουν ενσωματωθεί στο κυβερνητικό φορολογικό πρόγραμμα.

Ουκρανία

Παρά την πολιτική αστάθεια που επικρατεί, η Ουκρανία έχει επιδείξει μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης του 5.4% το 2000 και 9.1 % το 2001. Οι τομείς της βιομηχανίας και των εξαγωγών έχουν παρουσιάσει μεγάλη απόδοση, που ενισχύεται από την εξαιρετική αύξηση της ζήτησης. Η ιδιωτικοποίηση έχει προχωρήσει στους περισσότερους τομείς, ενώ η σταθερή οικονομική ανάπτυξη και οι υγιείς φορολογικές ρυθμίσεις είχαν θετική επίδραση στα χρηματιστήρια της Ουκρανίας.

5.3.5 Επενδύσεις στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη

Η μαζικές διαρθρωτικές αλλαγές, οι ιδιωτικοποιήσεις, η βελτίωση των εργασιακών συνθηκών και των υγειονομικών υπηρεσιών καθώς επίσης και πολλές άλλες αλλαγές οδήγησαν τις χώρες της Κεντρικής Ευρώπης πιο κοντά στην ιδιότητα του μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι αλλαγές αυτές δημιουργούν νέες αγορές και νέες ανάγκες ενώ σε κάθε χώρα υπάρχει μια νέα αναπτυσσόμενη κλάση μεσαίου και υψηλού εισοδήματος, με συνεχώς αυξανόμενη ζήτηση για περισσότερη τεχνολογία, μεγαλύτερη κατανάλωση και καλύτερες υπηρεσίες

5.3.6 Άλλες Διεθνής Επενδύσεις

Παρόλο που η κύρια περιοχή ενδιαφέροντος της Commercial Capital αποτελείται από την Ελλάδα και την ευρύτερη περιοχή της Νότιας, Ανατολικής και Κεντρικής Ευρώπης, η εταιρεία επενδύει σε ειδικές περιπτώσεις και στη Δυτική Ευρώπη και τη Βόρεια Αμερική. Οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιούνται προκειμένου να αξιοποιηθούν οι ευκαιρίες που προκύπτουν από τις γρήγορες εξελίξεις στις τηλεπικοινωνίες και τους τομείς υψηλής τεχνολογίας. (Πηγή: www.elyros.com)

5.3.7 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ελλάδα

Πίνακας 5.3 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Commercial Capital

Εταιρεία	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
	Τρόφιμα και Ποτά			
Adamis	Fish Roe, Cod Products, Frozen Fish Based Foods			
Cream Line	Hazelnut Praline, Wafer Biscuits, Chocolates			
Flora	Confectionery Products			
Synko	Poultry Products	1999	2002	Trade Sale
Venetis	Baked Food and Confectionery			
	Οικοδομικά Υλικά			

	και Συσκευασία			
Ecoturn	Industrial Panels Made out of Recycled Plastics			
Kyriakidis	Marble & Granite	1995	1999	Trade Sale
	Λιανικό Εμπόριο			
Babyland	Toys	1995	1997	ASE 1997
A. Michaelides Agricultural Industries	Tobacco Processing			
Panaghia	Clinic	1996	2001	ASE
Helen's Club-Raxeovsky	Women's Clothing			
Rhodes Casino	Casino Operator	1995	1998	Trade Sale
Seitanides	Electrical Appliances			
Sit-Kyros	Home Accessories	1998	2000	Trade sale
Star Cinemas	Multiplex Cinemas	1998	1999	Trade sale
Total Care Network	Health Care Services			
	Άλλες Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες			
Alphagraphics	Print Related Services/Digital Publishing			
Decon	Ship Refurbishment			
Incuriam	Construction			
Promota Helias	Promotional & Business Gifts			
Smelter	Medical Equipment	1995	2001	Write Off

Spata	Real Estate			
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες			
Comquest	Communication Services			
Helpio	Energy from Bio-mass			
Quest Wireless	Fixed Wireless Telecommunications	2001	2001	Trade Off
Theta Microelectronics	Wireless LAN Integrated Circuits			
	Άλλα Funds			
Marfin Momentum	Portfolio Management	1999	2001	Trade sale
Marfin Magnum	Portfolio Management	1999	2001	Trade sale

5.4 Vectis Capital

Η Vectis Capital είναι εταιρία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του Ομίλου Λεβέντη και το συνέταιρο και διευθύνοντα σύμβουλό της Διονύση Αλυσανδράτο. Διαχειρίζεται δύο κεφάλαια: το ALC Nouvelle, ένα κεφάλαιο 26 εκατ. ευρώ, το οποίο κάνει μικρές επενδύσεις ιδίως σε ελληνικές εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμη φάση ανάπτυξης, και το West African Fund, με κεφαλαιοποίηση – στόχο 70 εκατ. ευρώ και σκοπό την πραγματοποίηση μεγαλύτερων επενδύσεων με δανειακά κεφάλαια, ιδίως στη Νιγηρία.

Πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρίες στις οποίες συμμετέχει, τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της, όσο και τις συνέργιες των τριών ομίλων/επενδυτών των κε-

φαλαίων της. Τα παραπάνω στοιχεία συμβάλλουν ουσιαστικά στη δημιουργία επιτυχημένων και γοργά αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Η Vectis Capital επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες που διαθέτουν:

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

Ανάλογα με το στάδιο του κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται η εταιρία ή η επιχειρηματική ιδέα, η Vectis Capital μπορεί να δώσει αρχικό κεφάλαιο (Start up ή Seed Capital) ή κεφάλαιο ανάπτυξης (Development Capital).

Η Vectis Capital επενδύει στις υποψήφιες εταιρίες ποσά που κυμαίνονται από €882.400 έως €2.353.000. Το τελικό ποσό διαμορφώνεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητα της κάθε εταιρίας, τις επενδυτικές της ανάγκες και κατά περίπτωση μπορεί να υπάρξει και απόκλιση από τα παραπάνω όρια. Ο χρονικός ορίζοντας της κάθε επένδυσης κυμαίνεται από 3 έως 5 χρόνια.

Η χρηματοδότηση στηρίζεται σε μια συμφωνία μετόχων και γίνεται συνήθως μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας. Σε ειδικές περιπτώσεις, η Vectis Capital, επενδύει και με εξαγορά υφιστάμενων μετοχών σε συνδυασμό με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Για την αποπληρωμή της, η Vectis Capital, δε στηρίζεται σε εμπράγματα ασφάλειες, αλλά στα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει. Διατηρεί έναν ενεργό ρόλο, προσφέρει πέρα από τα κεφάλαια σημαντικές επιχειρηματικές συνέργιες έτσι ώστε να συμβάλλει στην ουσιαστική ανάπτυξη της επιχείρησης. (Πηγή: www.vectis.gr)

Πίνακας 5.4 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Vectis Capital

Εταιρία	Κλάδος/Δραστηριότητα	Ποσό Επένδυσης
ΚΟΥ-ΚΟΥ	ΚΟΥ-ΚΟΥ ΑΕ	€1.467.351

	Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης	
DDSYNERGY AE	DDSYNERGY AE Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAR	€440.205
INDEAL SYSTEMS	INDEAL SYSTEMS AE Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων	€2.201.027
HELLENIC GYROS	ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΓΥΡΟΣ AE Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων	€698.459
ΑΙΟΛΟΣ	ΑΙΟΛΟΣ LOGISTICS SERVICE AE Διανομή και εμπορία άυλων και τροφίμων σε εταιρείες μαζικής εστίασης	€880,411
IVEN	IVEN AE Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων και επιχειρηματικών ιδεών	€1.467.351
PIZZA FUN	PIZZA FUN AE Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού	€1.467.351
MANTIS	MANTIS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ A.E.A.E. Λύσεις warehouse management software και customer interaction	€1.467.351

Πηγή: www.vectis.gr

5.5 Attica Ventures A.E.

Η Attica Ventures A.E. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003, ανήκει στον όμιλο εταιρειών της Τράπεζας Αττικής και έχει σαν αντικείμενο την Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ). Η Τράπεζα Αττικής είναι η πρώτη τράπεζα που συμμετέχει σε ΑΚΕΣ και δημιούργησε εξειδικευμένη θυγατρική εταιρεία διαχείρισης ΑΚΕΣ.

Στόχος της είναι η ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας, η συνδρομή στην ανάπτυξη και μεγέθυνση μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε όλο το φάσμα της παραγωγικής δραστηριότητας και η μεταφορά εφαρμοσμένης έρευνας και τεχνολογίας στο επιχειρείν.

Η ανάγκη ενίσχυσης της επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα είναι κάτι παραπάνω από προφανές. Άνθρωποι και ιδέες υπάρχουν. Ειδικότερα όταν μιλάμε για μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Το πλαίσιο ευκαιριών ανάπτυξης, η μόχλευση των αγορών και κυρίως το στοίχημα του ανοίγματος περισσότερων εξ' αυτών στο πραγματικό ανταγωνισμό είναι ζητούμενα. Πρωτοβουλίες όπως αυτές των ΑΚΕΣ έχουν πολλά να δώσουν στην κατεύθυνση αυτή.

5.5.1 Στρατηγική

Επιδίωξή της είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε ικανό αριθμό εταιρειών, με κλαδική διασπορά, κύρια σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις (στο στάδιο εκκίνησης ή ανάπτυξης) που διαθέτουν διακριτό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και οι οποίες δραστηριοποιούνται κατά προτεραιότητα σε τομείς αιχμής της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά και πληροφορική) αλλά και σε εταιρείες και βιομηχανίες από το σύνολο του φάσματος της παραγωγικής δραστηριότητας που υπάρχουν ή πρόκειται να δημιουργηθούν και που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών, καινοτομίας και επιστημονικής έρευνας.

Ενδιαφέρον δείχνει επίσης για διεθνώς δοκιμασμένες επιχειρηματικές ιδέες που βρίσκονται στη διαδικασία μεταφοράς τους στην ελληνική αγορά. Στόχος του fund είναι η πλήρης επένδυση σε 5 χρόνια από την έναρξη της δραστηριότητας του.

Συμπυκνώνοντας τα κύρια σημεία της επενδυτικής στρατηγικής του ΑΚΕΣ, αναφέρουν ότι:

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

Είναι τέλος πιθανή συμμετοχή σε επενδύσεις από κοινού με άλλα funds, ανάλογα με την περίπτωση.

5.5.2 Επιχειρηματικό πλάνο

Το επιχειρηματικό πλάνο αποτελεί το πρώτο και μερικές φορές το μοναδικό έγγραφο κείμενο που παρουσιάζει ολοκληρωμένα την επενδυτική πρόταση, γι' αυτό πρέπει να είναι ρεαλιστικό και εφικτό, ολοκληρωμένο, σύγνομο, κατανοητό και να αιχμαλωτίζει το ενδιαφέρον του επενδυτή-χρηματοδότη.

Το επιχειρηματικό σχέδιο παρουσιάζεται πολύ συνοπτικά στον επενδυτή - χρηματοδότη, αλλά συνοδεύεται από αναλυτικούς πίνακες, παραρτήματα κλπ., στα οποία μπορεί αυτός να ανατρέξει για περισσότερη ενημέρωση ή επιβεβαίωση κάποιων στοιχείων.

Ένα επιχειρηματικό πρόγραμμα περιλαμβάνει απαραίτητα τις ακόλουθες ενότητες:

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, 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 κυριοτέρων 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

- 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.

- 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.

- Πληροφορίες για την αγορά των προϊόντων & το ανταγωνιστικότοπίο
- 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

3.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
- 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

4. 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.

5. 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.

6. 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, προ-λειτουργικές δαπάνες, ανάγκες σε κεφάλαια κινήσεως κλπ.

7. 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).

8. Συμπεράσματα και Στρατηγικοί στόχοι της επιχείρησης

Το επιχειρηματικό πρόγραμμα κλείνει με την εξαγωγή συμπερασμάτων και παρουσίαση των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης καθ' όλη της διάρκειας της οικονομικής ζωής της μονάδας. (www.attica-ventures.gr)

5.5.3 Ο ορίζοντας επενδύσεων της Attica Ventures

Η πρώτη επένδυση της Attica έγινε στις αρχές του 2005 στην e-Global, μια θεσσαλονικιώτικη εταιρεία που ανέπτυξε μια αλυσίδα ιδιόκτητων και εξουσιοδοτημένων καταστημάτων διαδικτύου και βιντεοπαιχνιδιών.

Ακολούθησαν δύο επενδύσεις πληροφορικής. Η Performance Technologies παρέχει υπηρεσίες πληροφορικής με ειδίκευση στην αποθήκευση δεδομένων και στην εξασφάλιση επιχειρηματικής συνέχειας. Συνεργάζεται με πλειάδα διεθνών κολοσσών της πληροφορικής μεταξύ των οποίων οι IBM, Cisco, Oracle και Synemantec. Η πελατειακή της βάση περιλαμβάνει τις περισσότερες μεγάλες εισηγμένες του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Πρόσφατα η εταιρεία ίδρυσε θυγατρικές στην Κύπρο και στη Ρουμανία.

Η Anctor, που ιδρύθηκε το 2004, έχει αναπτύξει λογισμικό για ενσωματωμένα συστήματα ασύρματης ευρυζωνικής διαδικτύωσης, τα οποία προωθεί στην αγορά με την επωνυμία IkarusOS. Με έδρα την Αθήνα και εγκαταστάσεις έρευνας και ανάπτυξης στην Πάτρα, διαθέτει ένα εκτεταμένο δίκτυο συνεργατών που απλώνεται από τον Καναδά μέχρι την Φιλανδία και τη Σιγκαπούρη. Η εταιρεία αναπτύσσει ένα προϊόν δημιουργίας δικτύων Wi-Fi για δήμους και σύμφωνα με τον ιστότοπό της έχει ήδη εγκαταστήσει δύο συστήματα στο Μαρούσι και την Αργυρούπολη.

Η Doppler δραστηριοποιείται στη βιομηχανική παραγωγή και εμπορία εξαρτημάτων ανελκυστήρων και πλήρων πακέτων ανελκυστήρων.

Η πιο πολυδιαφημισμένη επένδυση έχει γίνει στην εταιρεία Mediterra, δημιουργό της αλυσίδας Mastiha Shop. (Το Βήμα – Ανάπτυξη, Αρ. Φύλ. 13307,2001)

6.ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

6.1 Νόμος 1775/88

Η θέσπιση του νομικού πλαισίου για τη λειτουργία του θεσμού του Venture Capital πραγματοποιήθηκε με το Νόμο 1775/88 ΦΕΚ 101/24.5.88. Σύμφωνα με το νόμο αυτό, ο όρος Venture Capital αποδόθηκε στα ελληνικά ως Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ), ενώ οι εταιρίες που επενδύουν στα πλαίσια αυτού του θεσμού αναφέρονται ως Εταιρίες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ).

Ο νόμος αυτός έδινε σημαντικά κίνητρα για επενδύσεις μόνο στους τομείς υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Οι εταιρίες δηλαδή Venture Capital είχαν το δικαίωμα να επιδοτηθούν και να απολάβουν φορολογικές απαλλαγές μόνο στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις στις οποίες θα παρέιχαν τις υπηρεσίες τους ήταν τεχνολογικά προηγμένες και καινοτομικές.

Παρακάτω αναφέρονται μερικά χαρακτηριστικά σημεία του νόμου:

- Οι εταιρίες Venture Capital μπορούν: α) να ιδρύουν νέες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας ή β) να συμμετέχουν στο κεφάλαιο υφιστάμενων επιχειρήσεων, σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου τους για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας. Επιπλέον οι εταιρίες Venture Capital έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν εγγυήσεις σε χρηματοδοτικούς οργανισμούς προκειμένου αυτοί να χορηγούν δάνεια σε επιχειρήσεις (της κατηγορίας που ορίζει ο νόμος) και ακόμα να δανειοδοτούν οι ίδιες τις επιχειρήσεις εφόσον αυτές (εταιρία Venture Capital) δεν είναι μεταξύ των ιδρυτών ούτε συμμετέχουν στο κεφάλαιο των συγκεκριμένων επιχειρήσεων.

- Για την εφαρμογή του νόμου πρέπει οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται να έχουν τη νομική μορφή Ανώνυμης Εταιρίας ή Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης. Αυτό σημαίνει ότι επιχείρηση που δεν έχει κάποια από τις δύο αυτές νομικές μορφές, προκειμένου να μπορέσει να δεχθεί τη συμμετοχή της εταιρίας Venture Capital, πρέπει να μετατρέψει την υφιστάμενη νομική της μορφή.

- Οι εταιρίες Venture Capital μπορούν να προβαίνουν και μόνο στην παροχή υπηρεσιών στις επιχειρήσεις των προαναφερθέντων κλάδων, αλλά στις περιπτώσεις αυτές δεν επιδοτούνται και εν γένει δεν απολαμβάνουν τις ευνοϊκές ρυθμίσεις για τα εισοδήματά τους. (Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Βιομηχανίας, 2003)

6.2 Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών - ΕΚΕΣ

Λόγω της αναποτελεσματικότητας του προηγούμενου νόμου θεσπίστηκε νέος νόμος, ο Νόμος 2367/95 «Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 261/1995), ο οποίος αναιρούσε τον προηγούμενο μετά την πάροδο δύο ετών. Σύμφωνα με το νέο αυτό νόμο και ειδικότερα στα άρθρα 5 ως 9, οι Εταιρίες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) μετονομάστηκαν σε Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ). Ο Νόμος 2367/95 υπέστη κάποιες τροποποιήσεις σύμφωνα με το Νόμο 2789/2000.

Ειδικότερα οι ρυθμίσεις των δύο νομοθετημάτων προβλέπουν:

- Επωνυμία: Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ)
- Νομική μορφή: οι ΕΚΕΣ είναι ανώνυμες εταιρίες. Για τη σύστασή τους ο Υπουργός Εμπορίου εξετάζει αν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του ειδικής νομοθεσίας και εγκρίνει την υπαγωγή της σε αυτήν. Επίσης, ο Υπουργός Εμπορίου ασκεί εποπτεία στις ΕΚΕΣ, μπορεί να ζητεί από αυτές οποιαδήποτε σχετικά στοιχεία και να επιβάλλει τη συμμόρφωση με τις κείμενες διατάξεις.
- Σκοπός: συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, έχουν τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας ή της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης και ασκούν γεωρ-

γική, βιομηχανική, εκμεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Εξαιρούνται σε κάθε περίπτωση κτηματικές εταιρείες, επιχειρήσεις τυχερών παιγνίων, αθλητικά σωματεία και οργανισμοί κοινής ωφέλειας.

Ειδικότερα η ΕΚΕΣ μπορεί:

- Να επενδύει σε συμμετοχές (μετοχές Α.Ε. ή εταιρικά μερίδια Ε.Π.Ε.) στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.
- Να επενδύει σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές, το αργότερο εντός 3 ετών από την απόκτησή τους που εκδίδονται από μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο επιχειρήσεις.
- Να παρέχει εγγύηση για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις, στις οποίες συμμετέχει. (Πηγή : www.mnec.gr)

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

Οι βασικές διατάξεις του νόμου 2992/20.3.2002 (ΦΕΚ 54 Α) έχουν ως εξής (πλήρες κείμενο στο παράρτημα του κεφαλαίου):

Τα Α.Κ.Ε.Σ. ιδρύονται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μμεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Το ΑΚΕΣ δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και επομένως οι μμεριδιούχοι δεν ευθύνονται για υποχρεώσεις του ΑΚΕΣ πέραν της αξίας του μμεριδίου της συμμετοχής τους σε αυτό. Οι μμεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως αποκλειστικά από το διαχειριστή. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης είναι στα πρότυπα του Limited Partnership Agreement (LP) που ισχύει σε άλλες χώρες.

Η έδρα του ΑΚΕΣ βρίσκεται υποχρεωτικά στην Ελλάδα. Ως έδρα του ΑΚΕΣ θεωρείται η έδρα του διαχειριστή. Σε περίπτωση που ο διαχειριστής

είναι εταιρεία που δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ως έδρα του ΑΚΕΣ θεωρείται η έδρα του θεματοφύλακα εφόσον η καταστατική έδρα του τελευταίου βρίσκεται στην Ελλάδα, ή η έδρα του υποκαταστήματος που λειτουργεί στην Ελλάδα όταν η καταστατική του έδρα βρίσκεται σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ. Στην περίπτωση αυτή ο θεματοφύλακας θεωρείται ως εκ του νόμου αντίκλητος της διαχειρίστριας εταιρείας. Η διαχειρίστρια εταιρεία πρέπει να είναι «ΑΕ» με ελάχιστο μμετοχικό κεφάλαιο €100.000 και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ, καθώς και εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών του ν. 2396/1996. Για το θεματοφύλακα του ΑΚΕΣ εφαρμόζονται οι διατάξεις του ν. 1969/1991 (άρθρο 30 παρ. 1-3, άρθρο 30^α παρ. 5-6). Σε περίπτωση παραίτησης της διαχειρίστριας εταιρείας ή του θεματοφύλακα (ή ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους, πτώχευση ή αναγκαστική διαχείριση), πρέπει να αντικατασταθούν εντός 30 ημερών από την κοινοποίηση της καταγγελίας της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης, διαφορετικά η παραίτηση συνιστά αιτία λύσης του ΑΚΕΣ.

Η διάρκεια του ΑΚΕΣ δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από 15 χρόνια. Τα ΑΚΕΣ επενδύουν αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Επομένως, επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μμετοχές (convertible bonds) και σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα προς απόληψη πέραν του τόκου και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών του εκδότη (participating). Το ΑΚΕΣ μπορεί να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, εφόσον η συμμετοχή γίνει πριν την έγκριση της εισαγωγής των αξιών αυτών, ενώ στην περίπτωση αυτή η συμμετοχή του ΑΚΕΣ πρέπει να μεταβιβαστεί εντός μμείγιστου διαστήματος 5 ετών από την εισαγωγή των κινητών αξιών της επιχείρησης προς διαπραγμάτευση.

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. Οι τίτλοι μεριδίων ανα-

γράφουν μεταξύ άλλων το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση κατοικίας ή έδρας του μεριδιούχου. Με τον τρόπο αυτό εισάγεται διαφάνεια στο θεσμό. Τα μερίδια είναι μεταβιβάσιμα και μπορούν να ενεχυριάζοντας με την προϋπόθεση ότι αυτό γνωστοποιείται στο διαχειριστή. Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του ΑΚΕΣ κατά τη σύστασή 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 τμήματος της συμμετοχής γίνεται μόνο με μετρητά, αλλά επιτρέπεται η τμηματική καταβολή της συμμετοχής του μεριδιούχου η οποία δεν μπορεί να είναι μικρότερη από €150.000.

Όσον αφορά τις επενδύσεις των ΑΚΕΣ, απαγορεύεται η τοποθέτηση ποσού άνω του 20% του ενεργητικού τους σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη. Επίσης, απαγορεύεται η επένδυση σε κινητές αξίες:

α) εκδότη που είναι συνδεδεμένη επιχείρηση με κάποιους από τους μεριδιούχους με την έννοια του άρθρου 42^ε 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 συγγενείας μέχρι 3ου βαθμού, ή από κοινού σε συγγενικά πρόσωπα μεριδιούχου με βαθμό συγγενείας μέχρι 3ου βαθμού.

Όσον αφορά την περιουσιακή κατάσταση των ΑΚΕΣ, η διαχειρίστρια εταιρεία συντάσσει εξαμηνιαία και ετήσια έκθεση στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης (από 1.1 έως 31.12. κάθε έτους) η οποία περιλαμβάνει τουλάχιστον: α) την καταγραφή της περιουσιακής κατάστασης του ΑΚΕΣ (είδος και ποιότητα των κινητών αξιών, τιμή κτήσης τους, συνολική αξία των κινητών αξιών, το διαθέσιμο ενεργητικό σε καταθέσεις, τις απαιτήσεις, τις υποχρεώσεις και την καθαρή αξία του ενεργητικού), β) αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης (προσόδους κατά κατηγορία, κέρδη ή ζημιές από την πώληση κινητών αξιών και τις δαπάνες κατά κατηγορία), γ) τα διανεμόμενα και επανεπενδυόμενα κέρδη, δ) τις ενδεχόμενες μεταβολές στην ταυτότητα των μεριδιούχων. Η έκθεση αυτή διανέμεται στους μεριδιού-

χους από τη διαχειρίστρια εταιρεία εντός 3 μηνών από τη λήξη της διαχειριστικής περιόδου. Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του ΑΚΕΣ από τη διαχειρίστρια εταιρεία γίνεται σύμφωνα με τους εξής κανόνες: α) η αξία των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την αξία κτήσης τους, β) η αξία των κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας (εναλλακτικά λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου ή της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης ή η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησης). Οι πρόσοδοι του ΑΚΕΣ 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 τα όσα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης

Όσον αφορά τη φορολογία, τα ΑΚΕΣ δεν είναι υποκείμενα οποιουδήποτε φόρου. Η φορολόγηση των μεριδιούχων των ΑΚΕΣ για το κάθε μορφής εισόδημα που αποκτούν από την ιδιότητα αυτή γίνεται στο πρόσωπό τους ως εξ αδιαιρέτου συγκυριών, κοινωνιών και γενικά συνδικαιούχων των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το ΑΚΕΣ. Επίσης, η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης ΑΚΕΣ 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 (π.χ. φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίου).

Ακόμη, 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. Η μετατροπή αυτή δεν δημιουργεί καμιά φορολογική υποχρέωση σε βάρος των ΕΚΕΣ ή του ΑΚΕΣ ή των μεριδιούχων.

Σημαντικό είναι ότι με τον προηγούμενο νόμο (2367/1995) οι εταιρείες διαχείρισης venture capital και funds αντιμετώπιζονταν το ίδιο όσον αφορά τη φορολογία. Με το νέο νόμο οι εταιρείες διαχείρισης φορολογούνται στα κέρδη τους (αμοιβές διαχείρισης, αμοιβές βάσει της υπεραξίας κατά τη ρευστοποίηση) σαν «ΑΕ», ενώ τα ΑΚΕΣ απαλλάσσονται της φορολογίας η οποία γίνεται πλέον σε επίπεδο προσώπου-μεριδιούχου, ύστερα από τη διανομή κερδών στους μεριδιούχους μετά τη ρευστοποίησή τους με τους κατά περίπτωση ισχύοντες συντελεστές. Ειδικότερα, το άρθρο 21 του ν.2789/2000 («Προσαρμογή του ελληνικού δικαίου προς την οδηγία 98/26/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 19.5 .1998 σχετικά με το αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις») αντικαθιστά το άρθρο 8 του ν. 2367/1995 ως εξής:

Αντικείμενο του φόρου εισοδήματος στις ΕΚΕΣ είναι τα μερίσματα που διανέμονται με οποιαδήποτε μορφή μετά την αναγωγή τους σε μικτό ποσό με την προσθήκη φόρου που αναλογεί επί αυτών, με εξαίρεση τα μερίσματα που προέρχονται: α) από μερίσματα ημεδαπών εταιρειών γενικά ή από κέρδη από συμμετοχή σε ημεδαπές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, τα οποία σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.2238/1994 φορολογούνται στο όνομα αυτών των εταιρειών και β) από τα κέρδη του δεύτερου εδαφίου της περίπτωσης ζ' της παρ. 1 του άρθρου 103 του ν. 2238/1994. Για τον προσδιορισμό του εξαιρουμένου τμήματος μερισμάτων λαμβάνεται ποσό διανεμημένων μερισμάτων ίσο με τη σχέση μεταξύ του ύψους των προαναφερθέντων μερισμάτων και κερδών και του ύψους των κερδών του ισολογισμού.

Ο συντελεστής φορολογίας των ΕΚΕΣ ορίζεται σε 20% σε κάθε περίπτωση και από το ποσό του φόρου εκπίπτουν ο φόρος που παρακρατείται βάσει άρθρου 14 του ν. 2238/1994, ο φόρος που παρακρατήθηκε ή καταβλήθηκε για τα εισοδήματα που φορολογούνται με ειδικό τρόπο και δεν εμπεριέχονται στα φορολογητέα κέρδη των ΕΚΕΣ και ο φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή για εισοδήματα που προέκυ-

ψαν αντίστοιχα και ο οποίος αναλογεί στα εισοδήματα που εμπεριέχονται στα φορολογητέα κέρδη των ΕΚΕΣ.

Τα κέρδη που διανέμουν οι ΕΚΕΣ με τη μορφή αμοιβών και ποσοστών (εκτός μισθού) στα μέλη του ΔΣ, καθώς και οι αμοιβές στο προσωπικό (εκτός μισθού) φορολογούνται στο όνομα των ΕΚΕΣ με αναγωγή σε μικτό ποσό με την προσθήκη του αναλογούντος φόρου. Ο φόρος υπολογίζεται με συντελεστή 35 % ή 40% ανάλογα με το αν οι μετοχές των ΕΚΕΣ κατά τη λήξη της διαχειριστικής χρήσης είναι εισηγμένες ή μη στο ΧΑΑ.

Τα μερίσματα που διανέμουν οι ΕΚΕΣ στους μετόχους τους δεν υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος στο όνομα των τελευταίων. Το ίδιο ισχύει και όταν οι μέτοχοι των ΕΚΕΣ είναι νομικά πρόσωπα τα οποία διανέμουν περαιτέρω τα ως άνω μερίσματα στους εταίρους ή μετόχους αυτών. Μια σημαντική διαφοροποίηση των ΑΚΕΣ σε σύγκριση με τις ΕΚΕΣ είναι στον τρόπο που δεσμεύονται οι επενδυτές-μεριδιούχοι. Στις ΑΚΕΣ η συμμετοχή καταβάλλεται με την πραγματοποίηση των επενδύσεων, ενώ μέχρι τότε τα κεφάλαια παραμένουν απλώς με τη μορφή committed capital (δεσμεύσεις). Στις ΕΚΕΣ τα κεφάλαια καταβάλλονταν από την αρχή (σύσταση) του fund ανεξάρτητα από το ύψος των επενδύσεων. Το αποτέλεσμα είναι ότι οι αποδόσεις των ΑΚΕΣ είναι πιο αντιπροσωπευτικές και ανάλογες, ιδιαίτερα για τους μικρότερους επενδυτές-μεριδιούχους . (www.ypetho.gr)

6.4 Τ.Α.ΝΕ.Ο.- 2843/2000 (ΦΕΚ219Α)

Με το νόμο αυτό («περί εκσυγχρονισμού των χρηματιστηριακών συναλλαγών, εισαγωγή εταιρειών επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και άλλων») και συγκεκριμένα βάσει του άρθρου 28, συστάθηκε ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ Α.Ε.) με σκοπό τη μειοψηφική συμμετοχή σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ), εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και αντίστοιχα σχήματα παροχής επι-

χειρηματικού κεφαλαίου (εφεξής 'επενδυτικά σχήματα') που θα ιδρυθούν και θα διέπονται από τη νομοθεσία κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εταιρεία λογίζεται ως χρηματοπιστωτική επιχείρηση του δημόσιου τομέα (άρθρο 1 του ν. 2286/1995). Τα επενδυτικά σχήματα θα πρέπει να είναι ο διαχείρισης φορέων του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Οι ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις της συμμετοχής αυτής, καθώς και κάθε άλλο στοιχείο που είναι απαραίτητο για την εφαρμογή του παρόντος ορίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Το άρθρο νόμου αυτού τροποποιήθηκε από το άρθρο 8 του νόμου 2992/2000 ώστε να περιλαμβάνονται οι ΑΚΕΣ. 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.

Το ΤΑΝΕΟ ιδρύθηκε το Μάιο του 2001 και το Δημόσιο επένδυσε 1 εκατ. ευρώ σε κοινές μετοχές. Λειτουργεί σαν "fund of funds", με σκοπό τη συγχρηματοδότηση επενδύσεων venture capital σε δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης. Διαθέτει κεφάλαια €150 εκ. προς ένδυση, από τα οποία τα €105 εκ.: προέρχονται από 34 Έλληνες και ξένους θεσμικούς επενδυτές και €45 . από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων. Η δημιουργία του ΤΑΝΕΟ (Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας) έδωσε ώθηση για την ίδρυση νέων μικρότερων venture capital funds. Στόχος του ΤΑΝΕΟ είναι στήριξη της αγοράς του venture capital ώστε αυτή να καταστεί πιο αποτελεσματική, αλλά και να συμβάλει στην ανάπτυξη του θεσμού και της ανάλογης επιχειρηματικής κουλτούρας στην Ελλάδα. Το ΤΑΝΕΟ συμμετέχει σε αυτά τα funds με ποσοστό μέχρι 50%, ενώ το υπόλοιπο προέρχεται από ιδιώτες.

Σύμβουλος του ΤΑΝΕΟ 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. (www.taneo.gr)

6.5 Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (Τ.Ε.Μ.Π.Μ.Ε.)

Αξίζει να αναφερθεί ο θεσμός του ταμείου αυτού στα πλαίσια της μελλοντικής ανάπτυξης του venture capital στη χώρα μας. Το ταμείο αυτό ιδρύθηκε με το νόμο 3066/2002 (ΦΕΚ 252Α), για τη διευκόλυνση της πρόσβασης στο χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας των μικρών και πολύ μικρών "επιχειρήσεων, παρέχοντας εγγυήσεις και αντεγγυήσεις υπέρ αυτών και αναλαμβάνοντας την κάλυψη μεγάλου μέρους των οικονομικών και εμπορικών κινδύνων τους. Ο νόμος αυτός τροποποιήθηκε από τον ν. 3190/2003 (άρθρο 14), τον ν. 3297/2004 (άρθρο 9) και από τον ν. 3438/2006 (άρθρο 10). Ο Κανονισμός Παροχής Εγγυήσεων και Λειτουργίας του ΤΕΜΠΜΕ ορίσθηκε με την Κ.Υ.Α. 12882/867 της 31.7.2003 (ΦΕΚ1065 Β) η οποία τροποποιήθηκε από την Κ.Υ.Α. 9535/1072 της 25.05.2005 (ΦΕΚ 699 Β). Σύμφωνα με αυτόν απαγορεύεται να βαρύνεται με προσημείωση ή υποθήκη η μόνιμη κατοικία του επιχειρηματία, όταν ο ΤΕΜΠΜΕ παρέχει υπέρ αυτού εγγύηση. Το θεσμικό πλαίσιο του ΤΕΜΠΜΕ, ο τρόπος λειτουργίας και οργάνωσης διέπονται και από την Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος με αρ. 2540/27.02.2004 και από τους κανονισμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εφόσον το έργο αυτό έχει ενταχθεί στο Γ' ΚΠΣ.

Ειδικότερα, το έργο «ίδρυση και λειτουργία» του ΤΕΜΠΜΕ εντάχθηκε: α) στο επιχειρησιακό πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» ΕΠΑΝ τον Ιούλιο του 2003, β) στο πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων Αύγουστο του 2003 και γ) το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο του ΤΕΜΠΜΕ ύψους €100 εκ. αυξήθηκε τον Δεκέμβριο του 2004 σε €200 εκ. και τον Δεκέμβριο του 2005 σε €240 εκ.

Ακολουθούν τα σημαντικότερα στοιχεία του λειτουργικού και κανονιστικού πλαισίου του ΤΕΜΠΜΕ.

- Η ΤΕΜΠΜΕ ΑΕ είναι ανώνυμη εταιρεία με μετοχικό

κεφάλαιο €240 εκ. το οποίο έχει καλυφθεί από το Ε.Ε./ΕΤΠΑ κατά 67% και από το Ελληνικό Δημόσιο κατά 33%.

- Λειτουργεί ως χρηματοδοτικό ίδρυμα με βάση την σχετική Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

- Παρέχει εγγυήσεις και αντεγγυήσεις στο χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας μας υπέρ μικρών επιχειρήσεων που απασχολούν έως 49 άτομα, ενώ απαγορεύεται να παρέχει δάνεια.

- Η αξία του συνόλου των εγγυήσεων δεν μπορεί να υπερβαίνει το δεκαπλάσιο των ιδίων κεφαλαίων.

- Για το σκοπό του υπολογισμού του δείκτη φερεγγυότητας των εποπτευόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος πιστωτικών ιδρυμάτων και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων, τα ποσά των απαιτήσεών τους που καλύπτονται από την εγγύηση του ΤΕΜΠΜΕ σταθμίζονται με συντελεστή 20%.

- Οι παρεχόμενες από το ΤΕΜΠΜΕ εγγυήσεις καλύπτουν μεγάλο μέρος των πιστωτικών διευκολύνσεων που τα πιστωτικά και χρηματοδοτικά ιδρύματα χορηγούν στις μικρές επιχειρήσεις (ΜΕ) και η εγγύηση φθάνει έως 70% επί του ύψους της πίστωσης (εκτός από τις περιπτώσεις πυρκαγιάς, πλημμυρών, σεισμού, αναγκαστικής απαλλοτρίωσης, περιοχής Δ' ζώνης κινήτρων, όπου με Υπουργική απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης το ποσοστό της εγγύησης μπορεί να ανέλθει στο 80%) .

- Εγγυημένα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια διάρκειας τριών ετών και άνω του ΤΕΜΠΜΕ για τα Προγράμματα 1, 2, 3 και διάρκειας 1,5 έτους και άνω για το Πρόγραμμα 4, καλύπτονται από αντεγγύηση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων, στο πλαίσιο του Πολυετούς Προγράμματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την Επιχείρηση και το Επιχειρείν, ιδίως για τις Μικρές και Μεσαίες Επιχειρήσεις (2001-2006).

- Όταν ασκείται η ένσταση διζήσεως, το ΤΕΜΠΜΕ καταβάλλει προκαταβολή που αντιστοιχεί στο 20% της εγγύησής του, όπως αυτή υπολογίζεται κατά την ημέρα καταγγελίας της σύμβασης πίστωσης, με βάση την οφειλή της ΜΕ και το ποσοστό της εγγύησής του.
- Το ΤΕΜΠΜΕ καλύπτει τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα δάνεια τακτής ημερομηνίας λήξης και συγκεκριμένου ποσού (δεν καλύπτει αλληλόχρεους λογαριασμούς), με ανώτατη διάρκεια εγγύησης τα 10 έτη.

Το ΤΕΜΠΜΕ διαθέτει πέντε διαφορετικά προγράμματα που αφορούν εγγυήσεις για μεσομακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα δάνεια για νέες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις οποιασδήποτε μορφής (Ατομικές, ΕΕ, ΟΕ, ΕΠΕ, ΑΕ). Το ύψος του δανείου που μπορεί να εγγυηθεί το Ταμείο κυμαίνεται ανάλογα με το Πρόγραμμα από 10.000-400.000, το ποσοστό κάλυψης του δανείου κυμαίνεται από 45%-70% και η ετήσια προμήθεια προσεγγίζει κατά μέσο όρο το 1% επί του εκάστοτε υπολοίπου του δανείου. Τα προγράμματα είναι: 1) Εγγυοδοσία για την ίδρυση μικρών ή την ανάπτυξη νέων μικρών επιχειρήσεων, 2) Εγγυοδοσία για πολύ μικρές επιχειρήσεις, 3) Εγγυοδοσία για μικρές επιχειρήσεις, 4) Εγγυοδοσία μικροδανείων πολύ μικρών επιχειρήσεων, 5) Εγγυοδοσία για εξαγορές, συγχωνεύσεις, μεταβίβασης, μικρών επιχειρήσεων.

Το ΤΕΜΠΜΕ έχει συνάψει συμβάσεις συνεργασίας με 20 εμπορικές τράπεζες και 16 συνεταιριστικές τράπεζες. (www.ypan.gr)

6.6 Ταμείο Επιχειρηματικών Κεφαλαίων με Σκοπό το Ψηφιακό Αλμα “Digital Leap” (Κρατική Ενίσχυση Ν.568/2005-Ελλάδα)

Το ταμείο αυτό γνωστό ως “Digital Leap Venture Capital Fund” συστάθηκε με σκοπό την διευκόλυνση της πρόσβασης μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) σε επιχειρηματικά κεφάλαια και, κατ’ επέκταση, στην προώ-

θηση της περιφερειακής ανάπτυξης στην Ελλάδα. Το νομικό καθεστώς του Ταμείου είναι το άρθρο 7 του ν. 2992/2002 περί ΑΚΕΣ και συστάθηκε τον Δεκέμβριο του 2006. Δικαιούχοι του ταμείου είναι αποκλειστικά και μόνο ΜΜΕ κατά το στάδιο εκκίνησης ή άλλο αρχικό στάδιο επέκτασης στην Ελλάδα. Εκτιμάται ότι κατά τη διάρκεια της λειτουργίας του το Ταμείο θα επενδύσει σε 51 έως 100 επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Τα κεφάλαια που διατέθηκαν για τους σκοπούς του Ταμείου θα είναι ύψους 100 εκ. μέσω του προγράμματος «Κοινωνία της Πληροφορίας» κατά την εκκίνηση και είναι εφάπαξ επένδυση. Μέρος του προϋπολογισμού θα καλυφθεί με αξιοποίηση των Διαρθρωτικών Ταμείων και το Ταμείο θα λειτουργεί κατά 100% με κεφάλαια που θα επενδύσει το Δημόσιο αλλά θα πραγματοποιεί επενδύσεις από κοινού με φορείς του ιδιωτικού τομέα. (Το Βήμα – Ανάπτυξη, Αρ. Φύλ14952, 2005)

Ο κύκλος επενδύσεων του Ταμείου θα είναι πέντε χρόνια (δηλ. μέχρι το 2010) και η μέγιστη διάρκεια ισχύος θα είναι 12 έτη. Για την λειτουργία του Ταμείου και την πραγματοποίηση επενδύσεων θα επιλέγει ύστερα από δημόσια προκήρυξη φορέας διαχείρισης, ο οποίος θα διατυπώνει συστάσεις προς την επιτροπή επενδύσεων του Ταμείου. Η επιτροπή επενδύσεων θα απαρτίζεται από εμπειρογνώμονες της επιχειρηματικής και πανεπιστημιακής κοινότητας. Η επιτροπή επενδύσεις του Ταμείου θα πραγματοποιούνται σε οικονομικά βιώσιμες ΜΜΕ από κοινοί με οποιοδήποτε άλλο ΑΚΕΣ ή ιδιώτες επενδυτές, σύμφωνα με τη συνήθη πρακτική που ακολουθείται για επιχειρηματικά κεφάλαια και επί τη βάση ισότιμων κριτηρίων.

Οι επενδύσεις του Ταμείου θα πραγματοποιούνται μόνο εφόσον στη συμμετοχή του αντιστοιχεί εξ αρχής ιδιωτική επένδυση υπό τη μορφή επιχειρηματικών κεφαλαίων ίση με το 30% τουλάχιστον, δηλαδή η συμμετοχή του Ταμείου (δημόσια χρηματοδότηση) στις πραγματοποιούμενες επενδύσεις θα είναι κατ' ανώτατο όριο μέχρι το 70% του ποσού των επενδύσεων.

Η μορφή των επενδύσεων του Ταμείου είναι είτε ίδια κεφάλαια ή οιο-νεί ίδια κεφάλαια (προνομιούχες μετοχές, μετατρέψιμα ομόλογα με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη). Τα ποσά των επενδύσεων θα περιορίζονται: σε € 1

εκ. ανά εξάμηνο για τις περιοχές που είναι επιλέξιμες για ενίσχυση βάσει του άρθρου 87 παρ. 3 στοιχείο (α) της συνθήκης ΕΚ, σε €750.000 ανά εξάμηνο για τις περιοχές που είναι επιλέξιμες για ενίσχυση βάσει του άρθρου 87 παρ. 3 στοιχείο (γ) της συνθήκης ΕΚ και €500.000 ανά εξάμηνο για τις μη υποβοηθούμενες περιοχές. Υπάρχει πρόβλεψη για επόμενους κύκλους επένδυσης οι οποίοι θα αποτελούν αντικείμενο χωριστής απόφασης.

Αποκλείονται οι επενδύσεις του Ταμείου για τη διάσωση προβληματικών επιχειρήσεων, όπως άλλωστε επιτρέπεται η κρατική ενίσχυση προβληματικών επιχειρήσεων στα πλαίσια της Ε.Ε. Ο επενδυτικός προσανατολισμός του Ταμείου θα είναι στον τομέα της πληροφόρησης και της επικοινωνίας. Ειδικότερα, οι επενδύσεις θα αφορούν αποκλειστικά και μόνο υφιστάμενες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της πληροφόρησης και της επικοινωνίας ή νεοσύστατες επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται να αναπτύξουν δραστηριότητα στον τομέα αυτό, ή σχέδια που άπτονται του τομέα αυτού και αφορούν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλους τομείς. Αφενός ο τομέας αυτός κάνει χρήση καινοτόμων τεχνολογιών, ενώ η ανάπτυξή του αποφέρει δυνατότητες με εμπορικό ενδιαφέρον. Αφετέρου έχει διαπιστωθεί από την ελληνική κυβέρνηση ότι οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται στον τομέα αυτό υστερούν σε σύγκριση με την υπόλοιπη ΕΕ.

Τον Ιούνιο του 2005 προκηρύχθηκε ανοικτός διαγωνισμός για την πρόσληψη συμβούλου διαχείρισης. Το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών βρίσκεται στη φάση αξιολόγησης των προτάσεων των εταιρειών (διαχείρισης) venture capital, έργο το οποίο θα έχει διάρκεια 12 έτη από την υπογραφή της σχετικής σύμβασης, προϋπολογισμό €23,4 εκ. και θα χρηματοδοτηθεί από κατά 75% από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΕΤΠΑ) και κατά 25% από το Ελληνικό Δημόσιο. Το ποσό των €23,4 εκ. συνιστά την αμοιβή του συμβούλου διαχείρισης η οποία θα περιλαμβάνει ποσοστό 20% επί των δυνητικών υπεραξιών που θα προκύψουν από τις επενδύσεις του "Digital Leap Venture Capital Fund" (ΑΚΕΣ) και θα λογισθούν ως δικαίωμα προαίρεσης. (www.infosoc.gr)

7.ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ, ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ, ΠΡΟΟΠΤΙΚΗ

7.1 Τάσεις και εξελίξεις

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 έμπειρων 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 έμπειρων 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. (ΟΟΣΑ, 1990)

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 ΤΑΝΕΟ. 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. (ICAP, Δεκέμβριος 2006)

7.2 Προβλήματα

7.2.1 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.(Ανάπτυξη, Αρ.Φύλ 14487,2005)

7.2.2 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 τε-

λευταίο οφείλεται στην επικρατούσα οικογενειοκρατία που εμποδίζει την ανάπτυξη μιας δεξαμενής επαγγελματιών-managers εκτός των πλαισίων των μελών των οικογενειών που ασκούν την 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. (Το Βήμα – Ανάπτυξη, Αρ. Φύλ. 14950, 2006)

7.3 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 επίλυση τους θα έχει άμεση και θετική επίπτωση στις προοπτικές του κλάδου στη χώρα μας.

- Η Ένωση υπέγραψε σύμβασης συνεργασίας με το TEMΠΜΕ 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 κα-

τάλληλες προϋποθέσεις- εμπιστοσύνη στο μέλλον του θεσμού. (ICAP, Δεκέμβριος 2006)

7.4 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. (Η Ναυτεμπορική-Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις, 2006)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο θεσμός του venture capital έχει οδηγήσει σε εντυπωσιακή ανάπτυξη τις περισσότερες επιχειρήσεις που τον αξιοποίησαν. Ο θεσμός αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς παγκοσμίως ενώ παρατηρείται παράλληλα ότι οι εταιρείες που τον χρησιμοποιούν επιτυγχάνουν θεαματικότερα αποτελέσματα από τους ανταγωνιστές τους.

Στην Ελλάδα ο κλάδος των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών βρίσκεται στα σπάργανα. Ανεξάρτητα από τις όποιες ειρωνικές εκτιμήσεις, τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αρχίζουν να εδραιώνουν την θέση τους στην Ελλάδα ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων. Η διαδικασία αυτή έχει παρεμποδιστεί από τους περιορισμούς που επιβάλλει η γραφειοκρατία σε παραδοσιακούς επενδυτές, όπως οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία.

Υπάρχει όμως και το βασικό πρόβλημα ότι, ενώ οι Ελληνες είναι καλοί στην δημιουργία πρωτοποριακών ιδεών, έχουν ελάχιστη υπομονή σε ό,τι αφορά την υλοποίησή τους – ακόμη και με το σχετικά μικρό χρονικό πλαίσιο που προβλέπουν τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών.

Οι εταιρίες διαχείρισης που χρηματοδοτούνται από ιδιωτικά κονδύλια συγκεντρώνουν όλο και περισσότερα κεφάλαια, αλλά πρέπει να στραφούν εκτός χώρας για να βρουν αρκετά ελκυστικές ευκαιρίες. Η πρόσφατη ένταξη της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας στην ΕΕ βελτίωσε το επενδυτικό κλίμα στην ευρύτερη περιφέρεια της Ν.Α. Ευρώπης. Και μερικές εταιρίες, όπως η NBG Venture Capital και η Vectis, κοιτάζουν ακόμη πιο πέρα – στην άλλη άκρη της Ευρώπης ή ακόμη και στην Δυτική Αφρική. Η κυβέρνηση έχει κάνει επανειλημμένες προσπάθειες να προάγει την έννοια των επιχειρηματικών συμμετοχών αλλά ο αντίκτυπος των προσπαθειών της περιορίστηκε εξαιτίας της επικέντρωσής στην υψηλή τεχνολογία και στην εμμονή της στο να περιορίζουν τα κεφάλαια τις επενδύσεις τους στην εσωτερική αγορά.

Το TANEΟ έδωσε την υπόσχεση ότι θα αύξανε τον αριθμό των μετεχόντων, αλλά η δραστηριότητα του περιορίστηκε από τους κανόνους ανταγωνισμού της Ε.Ε, πράγμα που σήμαινε ότι οι θέσεις μπορούσαν να αναλά-

βουν τα κεφάλαια στα οποία επένδυε δεν είχαν μέγεθος που μπορούσε εύκολα να αποφέρει μεγαλύτερες συμφωνίες. Τα περιθώρια για μεγάλες συμφωνίες ιδιωτικών επενδύσεων στην Ελλάδα περιορίζονται από τον μικρό αριθμό εταιριών-στόχων με επαρκές μέγεθος. Οι κυβερνήσεις θα μπορούσαν να έχουν αξιοποιήσει πολύ περισσότερο τα κεφάλαια ιδιωτικών επενδύσεων στο πλαίσιο των προγραμμάτων ιδιωτικοποίησης τους. Η κυβέρνηση της Βουλγαρίας τα χρησιμοποίησε για τα ολοκληρώσει αρκετές πετυχημένες ιδιωτικοποιήσεις – το ίδιο και η Ρουμανική, αν και σε μικρότερο βαθμό.

Σε μελέτη του οικονομικού και κοινωνικού αντίκτυπου των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, η οποία εκπονήθηκε για λογαριασμό της European Venture Capital Association, διαπιστώθηκε ότι πάνω από το 80% των εταιριών που έχουν αποτελέσει αντικείμενο εξαγωγών από κεφάλαια ιδιωτικών επενδύσεων θα είχαν παύσει να λειτουργούν θα είχαν αναπτυχθεί με χαμηλότερους ρυθμούς χωρίς την εξαγορά, ενώ, ταυτόχρονα, πάνω από το 70% των εταιριών που στηρίχθηκαν σε πρώιμο στάδιο από κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών θα είχαν πάψει να υπάρχουν χωρίς «ένεση» κεφαλαίου ιδιωτικών επενδύσεων.

Η μελέτη διαπίστωσε ότι κατά την διάρκεια της πενταετίας 2000-2004 τα κεφάλαια ιδιωτικών επενδύσεων δημιούργησαν ένα εκατομμύριο νέες θέσεις απασχόλησης. Η απασχόληση στις χρηματοδοτούμενες από κεφάλαια ιδιωτικών επενδύσεων εταιρείες αυξήθηκε οκτώ φορές γρηγορότερα απ'ότι στις εταιρείες που χρηματοδοτούνται με συμβατικά μέσα, με ετήσιο ρυθμό αύξησης απασχόλησης 5,4%.

Το μεγαλύτερο ίσως πρόβλημα στην Ελλάδα έχει να κάνει με την νοοτροπία της επιχειρηματικής κοινότητας η νοοτροπία κλίνει υπέρ της ύπαρξης μικρών καταστημάτων παρά προς τη προσπάθεια να στηθούν εταιρείες με αντίκτυπο, αν όχι στην παγκόσμια αγορά τουλάχιστον στην ευρωπαϊκή. Ένα άλλο πρόβλημα για τα ελληνικά κεφάλαια είναι περιορισμένες ευκαιρίες εξόδου αφού οι μεγάλες εταιρείες στη Ελλάδα που μπορούν να πραγματοποιη-

ούν συμπληρωματικές εξαγορές είναι ελάχιστες, ενώ το χρηματιστήριο δεν έχει ακόμη αναπτυχθεί.

Σε γενικές γραμμές η πορεία ανάπτυξης του θεσμού του VC στην Ελλάδα τα τελευταία δύο χρόνια είναι θεαματική, καθώς έχουν επιτευχθεί σημαντικές εξελίξεις από την πλευρά του θεσμικού πλαισίου με α) την ίδρυση του ΤΑΝΕΟ, ενός ταμείου που επενδύει VC αποκλειστικά σε νέες καινοτόμες επιχειρήσεις β) την ψήφιση του νομοσχεδίου για τη σύσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ), για τις οποίες ισχύει η αρχή της φορολογικής ουδετερότητας και γ) τη δημιουργία του ΤΕΜΠΜΕ.

Όμως, ενώ τώρα υπάρχει πληθώρα προσφοράς κεφαλαίων τόσο από τις ΕΚΕΣ όσο και από το ΤΑΝΕΟ, δεν υπάρχει όπως επισημαίνεται από τα διευθυντικά στελέχη των ΕΚΕΣ επαρκής προσφορά αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων. Εν τούτοις οι Έλληνες διαπρέπουν στο εξωτερικό και είναι γνωστοί για το επιχειρηματικό τους δαιμόνιο. Ουσιαστικά όμως λόγω της συνεχούς πτώσης του χρηματιστηρίου δεν υπήρχε η δυνατότητα εξόδου των μέχρι πρότινος αξιόλογων υποψήφιων επιχειρηματικών σχεδίων στο ΧΑΑ και αναγκαστικά οι ΕΚΕΣ στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις (start-ups), των οποίων οι επενδύσεις εμπεριέχουν υψηλότερο ρίσκο και είναι λιγότερο δελεαστικές. Θα πρέπει όμως παράλληλα να καλλιεργείται στην ανώτερη και ανώτατη παιδεία η επιχειρηματικότητα των φοιτητών και ίσως δεν θα έπρεπε να δίνεται έμφαση μόνο στη δημιουργία στελεχών επιχειρήσεων .

Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ είναι περισσότερο ριψοκίνδυνες από τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές και επενδύουν σε αρκετά υψηλά ποσοστά (42%) από τα συνολικά κεφάλαια στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης (για seed-capital, start-up και earlystage finance). Η τάση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι ουσιαστικά οι ΕΚΕΣ αναγκάστηκαν να στραφούν σε νεοϊδρυόμενες καινοτόμες επιχειρήσεις, των οποίων οι επενδύσεις μακροπρόθεσμα δημιουργούν μεγαλύτερες υπεραξίες και όχι στις ώριμες επιχειρήσεις, των οποίων η έξοδος στο χρηματιστήριο είναι πλέον

δύσκολη έως ακατόρθωτη λόγω της συνεχούς καθόδου του χρηματιστηρίου τα τελευταία τρία χρόνια.

Το VC μπορεί να αποτελέσει σημαντικό μοχλό για την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας στην Ελλάδα, καθώς σε συνδυασμό με το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο, είναι ιδανικό για την υποστήριξη των κατ' εξοχήν ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων, που θα επιθυμούσαν να είναι καινοτόμες και να συμβαδίζουν με τις επιταγές της σύγχρονης τεχνολογίας, καθιστώντας τις έτσι ανταγωνιστικές απέναντι στην απαιτητική ευρωπαϊκή αγορά. Οι προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου στην Ελλάδα εμφανίζονται ιδιαίτερα θετικές, εάν ληφθούν υπόψη οι παρακάτω παράγοντες:

- Ο βαθμός διείσδυσης μέχρι σήμερα είναι ιδιαίτερα χαμηλός και αναμένεται να προσεγγίσει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο τα επόμενα χρόνια.
- Η μεγάλη πτώση των επιτοκίων θα οδηγήσει αναπόφευκτα στην αναζήτηση εναλλακτικών προτάσεων υψηλού κινδύνου
- Το Venture Capital ως εναλλακτική επενδυτική πρόταση, δίνει την ευκαιρία υψηλών αποδόσεων, όπως τουλάχιστον δείχνουν οι διεθνείς στατιστικές
- Η ανάπτυξη και η θεσμική ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς συμβάλλουν θετικά στην ανάπτυξη του κλάδου με τη δημιουργία κατάλληλων προϋποθέσεων για τη ρευστοποίηση των επενδύσεων.
- Ο κλάδος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που αποτελεί την αγορά-στόχο (target group) αναμένεται να αποκτήσει μεγαλύτερη εξοικείωση με το θεσμό του venture capital, ο οποίος πέρα από της χρηματοδοτικής φύσεώς του αποσκοπεί και στην παροχή τεχνολογικής σε θέματα οργάνωσης, διοίκησης και στρατηγικής ανάπτυξης των εταιριών.
- Όπως συνέβη και στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1970, στην Ευρώπη το 1980, έτσι και στην Ελλάδα παρατηρείται σταδιακή μετάβαση από την παραδοσιακή - οικογενειακού τύπου εταιρική

διακυβέρνηση, σε σχήματα διοίκησης πιο ανοιχτά, τα οποία προϋποθέτουν αναδιοργάνωση και αλλαγή ιδιοκτησιακού καθεστώτος

- Επιπλέον, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις που επιθυμούν να ανταγωνιστούν με διεθνείς όρους, διέρχονται φάση αναδιοργάνωσης, η οποία πολλές φορές έχει ως συνέπεια την πώληση θυγατρικών εταιριών, ή την απόσχιση κλάδων. Η χρηματοδότηση των ανωτέρω διαρθρωτικών μεταβολών παρέχει σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στις εταιρίες venture capital.

- Η δημιουργία του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας το οποίο σκοπεύει στην συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιριών παροχής venture capital και στην προσέλκυση κεφαλαίων προς την κατεύθυνση της χρηματοδότησης επενδύσεων Νέας Οικονομίας, αποτελεί ενθαρρυντικό παράγοντα στην ανάπτυξη του κλάδου. Το ΤΑ.ΝΕ.Ο προωθεί τη δημιουργία μιας νέας μορφής επιχειρηματικότητας η οποία δίνει ώθηση και στην περαιτέρω εξέλιξη της οικονομίας στηρίζοντας την αγορά κεφαλαίου και εδραιώνοντας μία επιχειρηματική κουλτούρα.

Τα οφέλη για την ελληνική οικονομία από την δραστηριοποίηση των παραπάνω Εταιριών Παροχής Επιχειρηματικών Κεφαλαίων αναμένονται να είναι πολλά. Κυρίως θα ενισχυθεί η επενδυτική προσπάθεια της χώρας με την εισαγωγή κεφαλαίων και τεχνογνωσίας (know-how) από το εξωτερικό, αλλά και με τις δυνατότητες που θα δοθούν σε άτομα και ομάδες με νέες επιχειρηματικές ιδέες να υλοποιήσουν τα σχέδιά τους προς όφελος και των ιδίων αλλά και της εθνικής οικονομίας γενικότερα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Γαλάνης Β.,2000, *Leasing, factoring, forfeiting, venture capital: Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας*, Αθήνα, Σταμούλης
- Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη-Μανουδάκη Μ.,2002, *To Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
- Λαζαρίδης Ι.,1998-2000, *Σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης*, Θεσσαλονίκη
- Ξανθάκης Μ, Τσιπούρης Λ. , 2001, *Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital – Η περίπτωση της Ελλάδας*, Εκδόσεις Παπαζήση
- Παπαδημητρίου Π., 2005, *Εγχειρίδιο σύγχρονης μορφής χρηματοδότησης*, Αθήνα, Σταμούλης
- Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Βιομηχανίας,2003, *Ευρωπαϊκός Χάρτης για τις Μικρές Επιχειρήσεις Ελλάδα*, Έκθεση προόδου

ΔΙΕΘΝΗΣ

- Bygrave W. D., Jeffrey A. Timmons, 1992, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press
- McNally K., 1997, *Corporate Venture Capital, Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector*, London New York, Routledge
- Murray, G., 1995, *Evolution and Change: An analysis of the first Decade of the UK Venture Capital Industry*, Journal of Finance and Accounting
- Tyebjee T. and Bruno A., 1984, *A model of Venture Capitalist Investment Activity*, Management Science, Vol 30, No 9
- Tyebjee T & Vickery L., 1988, *Venture capital in Western Europe*, Journal of Venturing
- Writth M., Sapienza H., Busenitz L., 2003, *Venture Capital*, UK, Elgar

Από Μελέτες

- Eurostat, 2003, *Venture Capital investments-early stage-relative GDP, breakdown by invested stages.*
- EVCA, 2002, *Corporate Venture Capital Activity in Europe*, Corporate Venturing European Activity Report
- EVCA, 2006, *Corporate Venture Capital Activity in Europe*, Corporate Venturing European Activity Report
- ICAP, Δεκέμβριος 2006, Χρηματοπιστωτικά εργαλεία
- ΟΟΣΑ, 1990, Καινοτομικό Κεφάλαιο – Πλαίσιο εξέλιξη και στόχοι, Αθήνα, ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ.

Από Άρθρα

- Ανώνυμο, 12 Ιουνίου 2005, Venture Capital με κρατική αρωγή, *Το Βήμα – Ανάπτυξη*, Αρ. Φύλ 14487
- Ανώνυμο, 16 Οκτωβρίου 2005, Δημιουργία Venture Capital Fund το οποίο εστιάζει σε επενδύσεις στον κλάδο των νέων τεχνολογιών, *Το Βήμα – Ανάπτυξη*, Αρ. Φύλ 14952
- Ανώνυμο, 2 Ιουνίου 2006, Νέα σύγχρονα χρηματοδοτικά εργαλεία για μικρομεσαίες επιχειρήσεις, *Η Ναυτεμπορική -Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις*
- Ανώνυμο, 15 Δεκεμβρίου 2006, Με έμφαση στις μικρομεσαίες ο νέος αναπτυξιακός νόμος, *Η Ναυτεμπορική -Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις*
- Ανώνυμο, 30 Μαρτίου 2007, Νέα «εργαλεία» χρηματοδότησης, *Η Ναυτεμπορική-Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις*
- Ανώνυμο, Νοέμβριος 2002, Αμοιβαία Κεφάλαια, *Χρήμα*, τεύχος 282
- Αρχοντάκης Δ., 24 Δεκεμβρίου 2006, Μέτρα για να διατηρηθεί η επιτυχία, *Το Βήμα – Ανάπτυξη*, Αρ. Φύλ. 14950
- Κτένας Σπ., 08 Ιουλίου 2001, Ιδιωτικά κεφάλαια 150 δισ. δρχ. Πάνω από 35 αιτήσεις υποβλήθηκαν στο ΥΠΕΘΟ για δημιουργία εταιρειών Venture Capital, *Το Βήμα – Ανάπτυξη*, Αρ. Φύλ. 13307
- Mc Donald R., Ιούλιος 2007, Η παιδική ηλικία των venture capital στην Ελλάδα, *Οικονομική Επιθεώρηση*, τόμος 74, τεύχος 840

Διευθύνσεις στο Διαδίκτιο

- Alpha Trust Innovation - www.alphatrust.gr/innovation
- Attica Ventures - www.attica-ventures.gr
- Dowjans Ventureone - www.ventureone.com
- European Venture Capital Association (Ένωση Ευρωπαϊκών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων) - www.evca.com
- Global Finance - www.globalfinance.gr
- Hellenic Venture Capital Association (Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών κεφαλαίων) - www.hvca.gr
- Information Society (Κοινωνία της Πληροφορίας) - www.infosoc.gr
- Vectis Capital - www.vectis.gr
- Venture Capital Opportunities in Europe (Ευκαιρίες Επιχειρηματικών Κεφαλαίων στην Ευρώπη) - www.europeanvc.com
- Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου - www.esee.gr
- Ένωση Ελληνικών Τραπεζών - www.hba.gr
- Η Δικτυακή Πύλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης - www.europa.eu.int
- Σύμβουλοι Επιχειρήσεων και οργανισμών σε Ευρωπαϊκά Προγράμματα - www.elyros.com
- Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας - www.taneo.gr
- Υπουργείο Ανάπτυξης - www.ypan.gr
- Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας - www.gsrt.gr
- Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών - www.mnec.gr