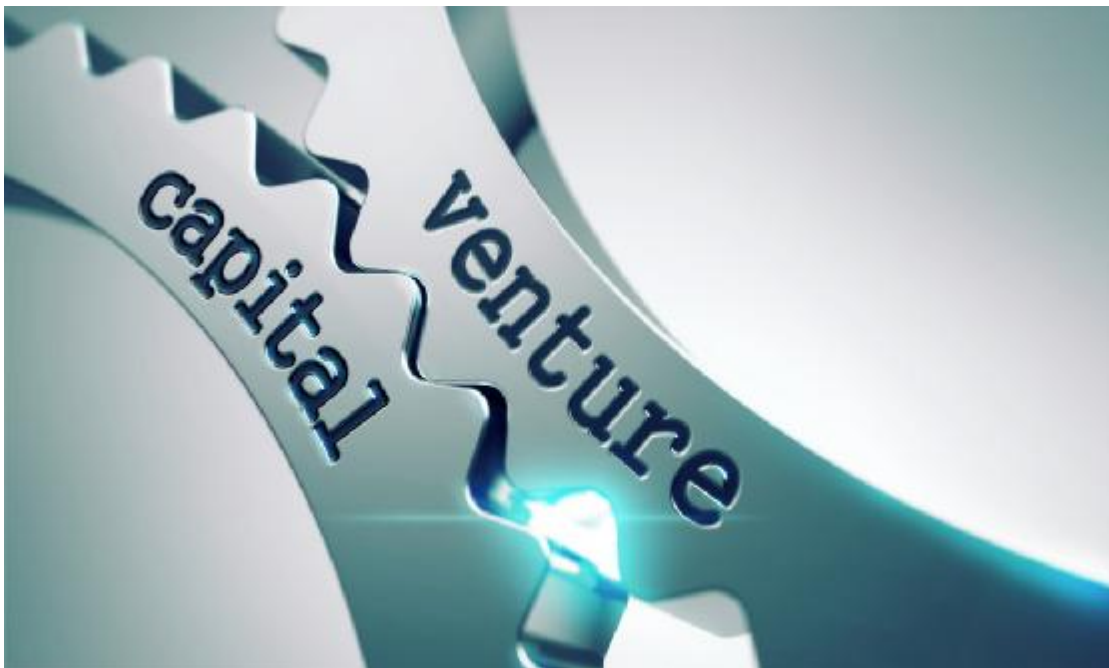


ΤΕΙ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
«VENTURE CAPITAL ΩΣ ΜΕΣΩ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ»



ΣΤΥΛΙΑΝΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Α.Μ. 10179
ΚΩΣΤΟΓΛΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Α.Μ. 10048
ΒΑΣΙΛΟΓΙΑΝΝΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑ-ΙΩΑΝΝΑ Α.Μ. 10078

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΠΑΤΡΑ, 2015

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ VENTURE CAPITAL (vc).....	6
1.1 Ο ΟΡΟΣ VENTURE CAPITAL.....	6
1.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL	6
1.3 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΜΕ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	8
1.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ.....	12
ΠΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ.....	13
1.6 Η ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	15
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (vc)....	15
2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	15
2.2 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VC.....	19
2.3 ΣΤΟΧΟΙ VC	20
2.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	23
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	23
3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	23

3.2 ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΕΝΟΣ VENTURE CAPITAL	26
3.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	30
3.4 ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	40
Η ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	40
4.1 Η ΠΡΟΕΡΓΑΣΙΑ	40
4.2 Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ.....	41
4.3 Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ.....	41
4.4 ΟΙ ΜΕΤΑΕΠΕΝΔΥΣΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	43
ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (ΠΑΝΕΛΛΑΔΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ).....	43
5.1. ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΑΡΟΧΗΣ VC.....	43
5.2 ΕΠΕΝΔΥΣΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	46
5.3 ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΕ VENTURE CAPITAL..	50
5.4ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	54
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	56
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	57

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) ή καινοτόμα κεφάλαια ή κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου είναι ένας τρόπος επένδυσης σε μικρές επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν σχετικά πρόσφατα (start-up companies) ή, μεγαλύτερες, που είναι σε ένα ώριμο στάδιο. Venture capitalist(VC) είναι το νομικό ή φυσικό πρόσωπο, που κάνει τέτοιες επενδύσεις. Venture capital fund είναι το συνολικό επενδυτικό κεφάλαιο, συνήθως από μία ομάδα επενδυτών (partnership), των οποίων, οι αποφάσεις, ενέχουν μεγάλο κίνδυνο. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι(limited partners) είναι τα άτομα ή οι οργανισμοί που χρηματοδοτούν VC funds. Οι ομόρρυθμοι εταίροι(general partners) είναι οι venture capitalists που διαχειρίζονται αυτά τα funds και κάνουν τις επενδύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ VENTURE CAPITAL (vc)

1.1 Ο ΟΡΟΣ VENTURE CAPITAL

Τα επιχειρηματικά Κεφάλαια (Venture Capital) είναι μία νέα μορφή χρηματοδότησης ιδιαίτερα αναπτυσσόμενη, που υπερπηδά τις ισχύουσες πρακτικές του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα και τις γειτονικές χώρες. Με τον όρο Venture Capital, σε ελληνική απόδοση «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» ή ακόμα καλύτερα «Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ)», χαρακτηρίζονται διεθνώς τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε υφιστάμενες ή υπό ίδρυση επιχειρήσεις που δεν έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, από επενδυτικές εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, αλλά και από ιδιώτες, και τα οποία περιέχουν το στοιχείο του κινδύνου.

1.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Το venture capital (VC) ως νέος θεσμός χρηματοδότησης ξεκίνησε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στις αρχές της δεκαετίας του 1940 και έκτοτε εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο. Το VC χρηματοδοτεί νέες επιχειρήσεις και ειδικά αυτές που αναπτύσσουν νέες τεχνολογίες και κατακτούν νέες αγορές. Παράλληλα όμως συμβάλλει στην ανάπτυξη του επιχειρηματικού πνεύματος.

Τα οφέλη από τη χρησιμοποίηση του VC ως μέσο χρηματοδότησης είναι πολλαπλά και όπως αναφέρουν οι συγγραφείς Γκανέτσου και Φρονίστα («Venture capital – Μια ανασκόπηση», *Δελτίον της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Σεπτέμβριος 1995, σελ. 78-84), μπορούν να

ταξινομηθούν σε δύο επίπεδα: (1) στην οικονομία μιας χώρας, (2) στην αναπτυσσόμενη επιχείρηση. Σε επίπεδο οικονομίας, οι δύο συγγραφείς αναφέρουν ότι το VC διευκολύνει την ίδρυση νέων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα υποκινεί την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό υπαρχουσών επιχειρήσεων, βοηθώντας με τον τρόπο αυτό στην οικονομική ανάπτυξη και καταπολέμηση της ανεργίας. Ως παραδείγματα αναφέρουν δύο χώρες τις Η.Π.Α. και τη Γαλλία. Στις Η.Π.Α., το 4% από τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν από VC δημιούργησαν το 70% των νέων θέσεων εργασίας. Στη Γαλλία, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν με VC επέτυχαν αύξηση 34% στις θέσεις εργασίας, 42% στις πωλήσεις, 80% στις εξαγωγές καθώς και διπλασιασμό των επενδύσεων στη χρονική περίοδο 1987-1991. Σε επίπεδο αναπτυσσόμενης επιχείρησης, το VC επιτρέπει στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμό χωρίς την επαύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου λόγω δανεισμού. Παράλληλα, το VC με τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων, προσθέτει αξία η οποία εκφράζεται με την υποστήριξή τους σε θέματα στρατηγικού προγραμματισμού (strategic planning), μάρκετινγκ και πωλήσεων, οικονομικού προγραμματισμού (financial planning) και ελέγχου, μεταφοράς τεχνογνωσίας και εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων διοίκησης.

Το VC επεμβαίνει και χρηματοδοτεί όλα τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης: ίδρυση, εκκίνηση, ανάπτυξη και εισαγωγή στην κεφαλαιαγορά. Σε κάθε στάδιο ανάπτυξης αντιστοιχούν ειδικές χρηματοδοτήσεις. Ακόμη, οι ανάγκες χρηματοδότησης και διοικητικής υποστήριξης των επιχειρήσεων και ο κίνδυνος που παρουσιάζουν για τους επενδυτές σε VC διαφέρουν αρκετά ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης.

Συγκρίνοντας το VC με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης (π.χ. δάνειο), είναι δυνατό να επισημανθούν οι παρακάτω τρεις διαφορές:

(1) το VC επενδύεται σε σχετικά νέες επιχειρήσεις για τις οποίες δεν διατίθενται επαρκή ιστορικά δεδομένα, (2) η επένδυση πραγματοποιείται μέσα σε μικρές επιχειρήσεις και με άμεση συμμετοχή στο κεφάλαιο, ώστε ο επενδυτής να συμμετέχει ενεργητικά στη ζωή της επιχείρησης, πράγμα που δεν συμβαίνει με τους επενδυτές μεγάλων επιχειρήσεων εισαγμένων στο χρηματιστήριο (inactive role), (3) οι επενδύσεις σε VC δεν εξασφαλίζουν βραχυπρόθεσμα ρευστότητα στον επενδυτή γιατί το κεφάλαιο βρίσκεται «παγιδευμένο» μέσα στην επιχείρηση για μια περίοδο 5 έως 10 ετών.

Η χρηματοδότηση με VC σχετίζεται άμεσα με τη διαδικασία επιλογής επιχειρήσεων ή σχεδίων επιχειρήσεων που τις αναπτύσσουν (για παράδειγμα, η ανακάλυψη μιας νέας τεχνολογικά προηγμένης μεθόδου παραγωγής επιφέρει μείωση στο κόστος παραγωγής του προϊόντος). Τα τελευταία έτη αναπτύχθηκαν μεθοδολογίες για την ορθολογική διαδικασία επιλογής των επιχειρήσεων.

1.3 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΜΕ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών χρηματοδοτούν μια επιχείρηση ανεξάρτητα σε ποιο στάδιο ανάπτυξης βρίσκεται από την οποία όμως αναμένουν ικανοποιητική απόδοση. Η μόνη διαφορά είναι ότι οι ΕΚΕΣ που επενδύουν σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αρχικά στάδια αναμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που βρίσκονται σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης. Αυτό είναι και το γεγονός που χαρακτηρίζει τις επενδύσεις τύπου Venture Capital υψηλού βαθμού κινδύνου. Με άλλα λόγια οι Επιχειρηματικοί Κεφαλαιούχοι είναι αποδέκτες κινδύνου. Αν και αρκετές φορές δεν

υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ διαδοχικών μορφών επενδύσεων, αυτές μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

Αρχικό στάδιο χρηματοδότησης (Early-stage financing):

1. Χρηματοδότηση Σποράς (Seed Finance)

Η δοκιμή μιας αρχικής ιδέας μετατρέποντας τη σε προϊόν ή υπηρεσία. Προϋπόθεση σε αυτή τη κατηγορία είναι η μοναδικότητα της ιδέας, να μην υπάρχει δηλαδή το προϊόν ή η υπηρεσία ήδη στην αγορά καθώς και να βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της έρευνας. Ο αναμενόμενος χρόνος ρευστοποίησης κυμαίνεται από 7 έως 10 χρόνια.

2. Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-up Finance) Η μορφή αυτή αφορά επιχειρήσεις που είτε βρίσκονται πλησιέστερα στη συγκρότηση και ίσως στην υλοποίηση ενός σχεδίου με πληρότητα και προοπτικές, βρίσκονται δηλαδή στη διαδικασία της οργάνωσης, είτε έχουν δημιουργηθεί μέσα στον τελευταίο χρόνο αλλά ακόμα δεν έχουν πουλήσει προϊόντα στην αγορά. Χαρακτηριστικά της μορφής αυτής αποτελούν η ίδρυση μιας εταιρείας (ΑΕ ή ΕΠΕ), η συγκρότηση ενός μέρους της ομάδας διοίκησης της εταιρείας, η ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου καθώς και η απουσία εμπορικής συναλλαγής στο στάδιο αυτό. Η περίοδος ρευστοποίησης κυμαίνεται από 6 έως 8 χρόνια.

3. Χρηματοδότηση Αρχικού Σταδίου Ανάπτυξης (Early-Stage Finance) Η χρηματοδότηση αυτού του τύπου παρέχεται σε επιχειρήσεις που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο ανάπτυξης του προϊόντος και χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια προκειμένου να ξεκινήσουν τη βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Η ομάδα διοίκησης θα πρέπει να είναι ενθουσιώδης αλλά ολιγάριθμη αποτελούμενη από επιχειρηματίες τεχνικό υπόβαθρο, εξειδικευμένες γνώσεις και με μικρή εμπειρία στη διοίκηση. Θα πρέπει επίσης να διαφαίνονται σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και κερδών.

Σε αυτό το στάδιο η περίοδος ως τη ρευστοποίηση είναι από 4 έως 6 χρόνια.

Μετέπειτα στάδιο χρηματοδότησης (Later-stage financing):

4.Χρηματοδότηση Ανάπτυξης ή Επέκτασης (Development or Expansion Finance) Επιχειρήσεις που λειτουργούν ήδη και χρειάζονται κεφάλαια για να επεκταθούν και να εδραιωθούν είναι αυτές που χρηματοδοτούνται από τη Χρηματοδότηση Επέκτασης. Στο σημείο αυτό παρατηρούμε δύο κατηγορίες expansion capital. Η πρώτη αφορά επένδυση σε επιχειρήσεις που αποζητούν για πρώτη φορά εξωτερική χρηματοδότηση και η δεύτερη αφορά χορήγηση κεφαλαίου σε επιχειρήσεις που έχουν χρηματοδοτηθεί ήδη με κεφάλαιο πρώιμου σταδίου. Τα προϊόντα της επιχείρησης σε αυτή τη φάση θα πρέπει να είναι δοκιμασμένα στην αγορά διαθέτοντας συγκριτικό πλεονέκτημα και ο ρυθμός παραγωγής να είναι αυξανόμενος. Βασικό χαρακτηριστικό του σταδίου αυτού αποτελεί το γεγονός ότι το κόστος του δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλο λόγω του μικρού σχετικά κινδύνου , ενώ μπορεί τελικά να διαρκέσει περισσότερο ή να απαιτήσει μεγαλύτερη ενίσχυση απ' ό τι είχε προγραμματιστεί. Η περίοδος ως τη ρευστοποίηση στη χρηματοδότηση επέκτασης κυμαίνεται από 2 έως 5 χρόνια.

5. Ενδιάμεση Χρηματοδότηση ή Χρηματοδότηση Γέφυρας (Mezzanine (Bridge) Finance) Σε αυτό το επίπεδο χρηματοδότησης παρέχονται τα κεφάλαια και η καθοδήγηση προκειμένου η εταιρεία να λειτουργεί με μεγαλύτερο επαγγελματισμό και να αυξηθεί η εκτίμηση της αγοράς καθώς σχεδιάζει κάποια επέκταση των δραστηριοτήτων της, προετοιμάζοντάς έτσι την επιχείρηση εισαχθεί στο χρηματιστήριο από 6 μήνες έως 1 χρόνο. Στόχος της είναι τόσο η δημιουργία μιας αποτελεσματικότερης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, όσο και η κάλυψη των δαπανών διάθεσης των μετοχών της. Αποτελεί την πιο ασφαλή μορφή ΕΚΥΚ. Αυτή η μορφή επένδυση είναι μια «γέφυρα»

ανάμεσα στη μετοχική και τη δανειακή χρηματοδότηση και μπορεί να προσφερθεί είτε δάνειο με ομολογίες υψηλού τοκομεριδίου είτε ως μετοχικό κεφάλαιο μειωμένου κινδύνου με τη διάθεση στην ΕΚΕΣ προνομιούχων μετοχών της επιχείρησης. Προκειμένου να αποζημιώσουν τις ΕΚΕΣ για τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνουν από μη εξασφαλισμένη δανειοδότηση ή την έλλειψη ψήφου στις προνομιούχες μετοχές, οι αποδέκτες της χρηματοδότησης γέφυρας πρέπει να προσφέρουν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης σε σχέση με τα επιτόκια των δανειακών κεφαλαίων.

6. Χρηματοδότηση της διοίκησης ή Κεφάλαιο εξαγοράς Management (MBO (Management Buy-Out) / MBI (Management Buy-in) Πρόκειται για εξαγορά της επιχείρησης από το υπάρχον management. Κατά τον EVCA τα MBOs είναι τα κεφάλαια που χορηγούνται στη διοίκηση μιας εταιρείας προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή μέρος ή όλη την επιχείρηση. Σε αντίθεση με τα MBOs, το Management Buy-in αφορά την εξαγορά της επιχείρησης από νέα ομάδα management, εξωτερικής από την επιχείρηση (π.χ. το μάνατζμεντ μιας ανταγωνίστριας εταιρείας), η οποία δεν σχετίζεται με την συγκεκριμένη, υπό εξαγορά εταιρεία. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες – διευθυντές. Κατά τον EVCA τα MBIs είναι τα κεφάλαια τα οποία δίδονται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός επιχείρησης, για να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και την κάλυψη των Venture Capitalists(των χορηγών με ΕΚΥΚ). Μπορούμε να αναφέρουμε ότι και τα δύο είδη ΕΚΥΚ απαιτούν μεγάλα ποσά χρηματοδότησης καθώς και για τα δύο είδη απαιτούνται από 2 έως 3 χρόνια μέχρι τη ρευστοποίηση.

7. Χρηματοδότηση Ανόρθωσης ή Στροφής (Turn Around or Rescue Finance) Πρόκειται για εξαγορά και ανόρθωση ζημιογόνου επιχείρησης.

Είναι μια σπάνια μορφή των μεταγενέστερων σταδίων χρηματοδότησης. Μια τέτοια μορφή επένδυσης σε μια μη εισηγμένη εταιρεία μπορεί να λάβει χώρα στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξης εάν ο επιχειρηματίας απέτυχε να ελέγχει τις ταμειακές ροές του ή έχει μεγαλύτερο χρέος από τα ίδια κεφάλαια. Συνήθως η τελική έκβαση μιας χρηματοδότησης στροφής για ένα επιχειρηματικό κεφαλαιούχο, είναι η πώληση της σε μία μεγαλύτερη εταιρεία του ίδιου κλάδου. Επιτυγχάνεται ένα μέτριο κεφαλαιακό κέρδος, συνήθως όχι μεγαλύτερο από 2-3 φορές την αρχική επένδυση.

1.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΡΡΟΗΣ

Το Venture Capital απευθύνεται κυρίως σε επιχειρήσεις που είναι καινοτόμες, δυναμικές, οργανωμένες με σύγχρονες λογικές management και τα επιχειρηματικά τους σχέδια υπόσχονται υψηλές αποδόσεις, οι οποίες είναι ικανές να ανταμείψουν τους επενδυτές για το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Τα Venture Capital παράλληλα παρέχουν στις επιχειρήσεις knowhow σε ό,τι αφορά το management, το marketing, την μηχανογράφηση, την στελέχωση και το σχεδιασμό της επιχείρησης. Φέρνει σε επαφή την εταιρεία με άλλες επιχειρήσεις της Ελληνικής ή διεθνούς αγοράς κι έτσι δίδεται η δυνατότητα συνεργασιών και συμπράξεων. Τέλος, επισημαίνουμε πάλι ότι η συμμετοχή των Venture Capital στην εταιρεία προσδίδει μεγαλύτερο κύρος και γίνεται ευκολότερη η αναζήτηση επιχειρηματικών συνεργασιών αλλά και η άντληση τραπεζικών δανείων.

Τα Venture Capital “χρηματοδοτούν” τις επιχειρήσεις, με αντάλλαγμα την απόκτηση ενός ποσοστού των μετοχών τους. Το ποσοστό αυτό ποικίλει ανάλογα με το μέγεθος της χρηματοδοτούμενης

επιχείρησης, τη δραστηριότητα και τον εξαγωγικό προσανατολισμό. Το ποσοστό κατά κανόνα κυμαίνεται στα επίπεδα 30 με 40% και χρονική διάρκεια συνήθως μεταξύ τριών με πέντε ετών. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των Venture Capital που αξίζει να αναφερθεί είναι ότι δεν επιζητά προσωπικές εμπράγματα εξασφαλίσεις. Μόνη υποχρέωση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης είναι η πιστή εφαρμογή του επιχειρηματικού προγράμματος.

Οι Ελληνικές επιχειρήσεις οφείλουν να ξεπεράσουν τους όποιους ιδιοκτησιακούς ενδοιασμούς, και να αναζητήσουν στην ελληνική και τη διεθνή αγορά σύγχρονες πηγές άντλησης κεφαλαίων και ρευστότητας. Πολλά Venture Capital αναζητούν επιχειρήσεις με καινοτόμες ιδέες για να επενδύσουν και να βοηθήσουν στην ανάπτυξή τους.

1.5 ΠΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ

Τα Venture Capital είναι εταιρείες που αναζητούν υγιείς επιχειρήσεις με προοπτικές στον κλάδο τους, οι οποίες έχουν προοπτική ανάπτυξης και κερδοφορία. Έτσι, συμμετέχουν στο κεφάλαιο και στη διοίκησή τους με σκοπό, μεταξύ άλλων, να κερδίσουν από τις υπεραξίες που θα προκύψουν είτε από την εισαγωγή των τελευταίων στο χρηματιστήριο, είτε μέσω πώλησης της χρηματοδοτούμενης εταιρείας σε στρατηγικό επενδυτή. Η χρηματοδότηση μέσω venture capital επιτυγχάνεται είτε μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών με αύξηση ή σπανιότερα με εξαγορά τμήματος αυτού, είτε με διάφορα άλλα ευέλικτα σχήματα, όπως η έκδοση νέας σειράς προνομιούχων μετοχών ή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, επιτρέπει δε σχεδόν πάντοτε στον κύριο μέτοχο να διατηρήσει τον έλεγχο της εταιρίας του.

Η εταιρεία Venture Capital συνήθως έχει μειοψηφικό πακέτο μετοχών στην εταιρεία που συμμετέχει. Η πρώτη συχνά λαμβάνει θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο της δεύτερης έτσι ώστε να συμμετάσχει στη λήψη αποφάσεων όσον αφορά τη στρατηγική.

Η σχέση αυτή σε μεγάλο βαθμό καθορίζεται και από τη δυνατότητα του επιχειρηματία να ασκήσει αποτελεσματικό management.

Το κέρδος για τον επενδυτή, παρά την απώλεια πολλές φορές του πλειοψηφικού πακέτου και του ελέγχου, είναι η δυναμική, γρήγορη ανάπτυξη της επιχείρησης ώστε να «κεφαλαιοποιήσει» την καινοτομία της, είτε πρόκειται για προϊόντα είτε για οργανωτικές και παραγωγικές διαδικασίες.

1.6 Η ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (vc)

2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Η επιλογή χρηματοδότησης από εταιρία venture capital ή κάποια άλλη πηγή κεφαλαίων είναι η σημαντικότερη διαδικασία που πρέπει να κάνουν οι υπεύθυνοι, ώστε να πάρουν την πιο σωστή απόφαση. Γι' αυτό, πρέπει να συγκρίνουν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μορφής χρηματοδότησης και να επανεξετάσουν τις εναλλακτικές λύσεις, ώστε η τελική τους απόφαση να είναι η πιο κερδοφόρα. Έτσι, τα πλεονεκτήματα μίας επένδυσης venture capital είναι τα παρακάτω:

Αξιόλογο επιχειρηματικό σχέδιο και αξιόλογη ομάδα διοίκησης. Από την στιγμή που το επιχειρηματικό σχέδιο γίνεται αποδεκτό από την εταιρία venture capital, αυτό σημαίνει ότι έχει προταθεί ένα αξιόλογο επιχειρηματικό σχέδιο, το οποίο αξίζει την ανάληψη κινδύνου, προκειμένου να υλοποιηθεί. Ακόμη, είναι πολύ δύσκολο η εταιρία venture capital να προχωρήσει στη χρηματοδότηση αν πρώτα δεν βεβαιωθεί ότι η επιχείρηση διοικείται από μια αξιόλογη ομάδα.

Υποστήριξη επιχείρησης. Οι εταιρίες venture capital παίζουν σημαντικό ρόλο στην πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, καθοδηγώντας το management της, υποστηρίζοντάς της τεχνικά και συμβάλλοντας στη χάραξη της στρατηγικής της, έχοντας αποκτήσει την απαιτούμενη εμπειρία από προηγούμενες περιπτώσεις.

Ύψος χρηματοδότησης. Οι εταιρίες venture capital παρέχουν μακροχρόνιο κεφάλαιο, το οποίο αποτελεί τη βάση για μελλοντική

ανάπτυξη. Επιπλέον, η εταιρία venture capital είναι σε θέση να παρέχει μεγάλα ποσά κεφαλαίου στην αρχή, αλλά και περαιτέρω κεφάλαια εάν αυτά χρειαστούν.

Συνέταιρος. Η εταιρία venture capital είναι πλέον συνέταιρος της επιχείρησης τόσο στη ζημία όσο και στο κέρδος, από το οποίο περιμένει να αποζημιωθεί. Έτσι, ενδιαφέρονται για την αύξηση της κερδοφορίας και την αξία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, χωρίς όμως ο έλεγχος των μετοχών ή η κατοχή της πλειοψηφίας αυτών να αποτελεί τον κύριο στόχο τους.

Συμμαχίες. Η εταιρία venture capital συνεργάζεται συνήθως με ένα δίκτυο εταιριών, οι οποίες ειδικεύονται σε διαφορετικούς τομείς η καθεμία, όπως αξιολόγηση και επιλογή προσωπικού, πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, παροχή επαφών με στρατηγικούς συνέταιρους, ενώ έχει ακόμα επαφές με άλλες εταιρίες venture capital οι οποίες θα βοηθήσουν στην περίπτωση που χρειαστούν περαιτέρω κεφάλαια χρηματοδότησης.

Γνώση της αγοράς και παροχή πληροφοριών. Πολλές εταιρίες venture capital ειδικεύονται σε συγκεκριμένες αγορές, με αποτέλεσμα να έχουν σε βάθος πληροφορίες σχετικά με τις τάσεις της αγοράς, το κλίμα που επικρατεί και τον ανταγωνισμό. Ακόμα, η εταιρία venture capital έχει τη δυνατότητα συλλογής πληροφοριών σε κόστος μικρότερο από αυτό της επιχείρησης. Συλλέγοντας πληροφορίες που θα φανούν χρήσιμες σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις, επιτυγχάνει σημαντικές οικονομίες κλίμακας.

Γρήγορη ανάπτυξη. Σύμφωνα με έρευνα που έχει διεξάγει το Βρετανικό Venture Capital Association, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται από εταιρίες venture capital, αναπτύσσονται ταχύτερα από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Εν μέρει, αυτό οφείλεται στη φιλοσοφία των εταιριών venture capital να επιτύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση από την επένδυσή τους. ο Καλύτερη χρηματοοικονομική

κατάσταση. Οι επιχειρήσεις εμφανίζουν καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση, αφού η χρηματοδότησή τους προέρχεται από κεφάλαια και όχι δανεισμό, παρουσιάζοντας έτσι αισθητά καλύτερο δείκτη Υποχρεώσεων προς Κεφάλαια, από μία αντίστοιχη εταιρία η οποία χρησιμοποιεί δάνεια για τη χρηματοδότησή της.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Σχετικά με τα μειονεκτήματα που απορρέουν από τις εταιρίες venture capital και αφορούν τις χρηματοδοτούμενες εταιρίες, αυτά παρουσιάζονται ως ακολούθως:

Παροχή πληροφοριών. Όπως είναι φυσικό, προκειμένου να γίνει η αξιολόγηση του σχεδίου από την εταιρία venture capital, απαιτείται ένας σημαντικός όγκος πληροφοριών, οι οποίες θα αποκαλύπτουν τα μυστικά και τις στρατηγικές της επιχείρησης.

Απαιτούμενος χρόνος. Η διαδικασία για την επίτευξη μιας συνεργασίας για τη χρηματοδότηση από μια εταιρία venture capital απαιτεί χρόνο τόσο για την προετοιμασία του επιχειρηματικού σχεδίου, όσο και για την αξιολόγησή του. Αυτό για μια επιχείρηση η οποία λειτουργεί ήδη, έχει ως αποτέλεσμα να αποσπάται η προσοχή των μάνατζερ πέρα των συμβατικών εργασιών.

Συνεχής πίεση. Η εταιρία venture capital, στην προσπάθειά της να επιτύχει την επιθυμητή ανάπτυξη και απόδοση που είναι ο σκοπός της, θα ασκήσει ιδιαίτερη πίεση για γρήγορα αποτελέσματα στην ομάδα του management. Ενώ, λοιπόν, κάποιος θα περίμενε αυτό να αυξήσει την προσοχή των μάνατζερ και την αποδοτικότητά τους, πολλές φορές παρατηρείται μια προσπάθεια για βελτίωση της εικόνας της επιχείρησης

βραχυπρόθεσμα, χωρίς τον απαραίτητο σχεδιασμό για μακροχρόνια αποτελέσματα.

Γρήγορη ανάπτυξη. Η γρήγορη ανάπτυξη μπορεί να θεωρείται πλεονέκτημα, αλλά στην πραγματικότητα πολλές φορές χαρακτηρίζεται ως "δίκοπο μαχαίρι". Εδικά όταν πρόκειται για νέες επιχειρήσεις που έχουν μόλις ιδρυθεί ή βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ζωής τους, το management μπορεί να μην έχει την δυνατότητα να ανταπεξέλθει στους μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης, γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά την επιχείρηση.

Μείωση διοικητικού ελέγχου επιχείρησης. Με την παραχώρηση ποσοστού ιδιοκτησίας της επιχείρησης επέρχεται και η παραχώρηση ποσοστού ελέγχου στην εταιρία venture capital. Ανάλογα λοιπόν με το ύψος του ποσοστού, η εταιρία venture capital θα μπορεί να επηρεάζει από τα καίρια θέματα για τη λειτουργία της επιχείρησης έως τα μικρότερα καθημερινά ζητήματα.

Κόστος. Παρότι για τη χρηματοδότηση μέσω venture capital μπορεί να μην απαιτούνται μηνιαίες δόσεις αποπληρωμής του δανείου, όπως θα συνέβαινε στην περίπτωση του τραπεζικού ή κάποιας άλλης μορφής δανεισμού, αυτό δεν σημαίνει ότι το κόστος είναι μικρότερο. Η χρηματοδότηση μέσω venture capital μπορεί να αποδειχθεί πιο ακριβή από το δανεισμό, αφού η εταιρία venture capital θα πάρει ένα υψηλό ποσοστό απόδοσης ως αμοιβή για την επένδυσή της.

Παραμέληση. Οι περισσότερες εταιρίες venture capital επενδύουν σε πολλές επιχειρήσεις δημιουργώντας έτσι ένα είδος χαρτοφυλακίου επιχειρήσεων, στην προσπάθειά τους να μειώσουν τον κίνδυνο από τις επιχειρήσεις εκείνες που δείχνουν να μην είναι βιώσιμες. Εάν λοιπόν, η εν λόγω επιχείρηση δεν αποδίδει τόσο καλά όσο κάποιες άλλες επιχειρήσεις οι οποίες θα χρηματοδοτούνται από την εταιρία venture

capital, μπορεί να μην έχει την προσοχή και βοήθεια που αρχικά αναμενόταν.

2.2 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ VC

Το venture capital απευθύνεται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), χωρίς όμως να αποκλείονται και μεγάλες επιχειρήσεις που προβαίνουν σε διαδικασίες αναζήτησης κεφαλαίων, ώστε να αναπτύξουν νέα καινοτόμα προϊόντα ή υπηρεσίες και να εισαχθούν σε νέες αγορές, ιδίως σε περίπτωση αναδιάρθρωσής τους. Οι μορφές επενδύσεων venture capital είναι οι ακόλουθες:

- Speed Capital (κεφάλαιο σποράς). Είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται στην φάση της δοκιμής και ανάπτυξης μίας ιδέας (προϊόν, υπηρεσία) για την κατάστρωση ενός επιχειρηματικού σχεδίου και για την αρχική φάση εσωτερικής οργάνωσης μιας επιχείρησης.

- Start up Capital (κεφάλαια εκκίνησης). Είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για την εδραίωση και την καθιέρωση ενός προϊόντος και μιας επιχείρησης, για την τελική διαμόρφωση ενός προϊόντος και του σχετικού marketing, για την υποστήριξη δικτύου διανομής, για την καθιέρωση εμπορικού τίτλου, κ.λπ. Τα κεφάλαια εκκίνησης απευθύνονται σε επιχειρήσεις που, ίσως, δεν έχουν πραγματοποιήσει ακόμη πωλήσεις ή λειτουργούν μερικούς μήνες.

- Early Stage Financing (κεφάλαια αρχικού σταδίου παραγωγής). Είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται στα πρώτα στάδια παραγωγής και πωλήσεων και, ίσως, πριν η επιχείρηση γίνει κερδοφόρα.

- Development/Expansion New Ventures (κεφάλαια ανάπτυξης/επέκτασης). Είναι τα κεφάλαια που κατευθύνονται σε επιχειρήσεις εν λειτουργία και χρησιμεύουν στην αύξηση της

παραγωγής/πωλήσεων, με σκοπό την επέκταση στην αγορά ή και τη ριζική αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Αυτού του είδους οι επενδύσεις χαρακτηρίζονται από μεσαίο βαθμό κινδύνου.

- Mezzanine/Bridge Financing (κεφάλαια ενδιάμεσης χρηματοδότησης). Είναι τα κεφάλαια που χρηματοδοτούν μια επιχείρηση, η οποία βρίσκεται στο στάδιο προετοιμασίας για την είσοδό της στο χρηματιστήριο, ενώ φέρουν σχετικά χαμηλό κίνδυνο.

- MBO's/MBI's/Replacement Ventures (κεφάλαια αντικατάστασης). Είναι τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για εξαγορά επιχειρήσεων από διευθυντικά της στελέχη, από στελέχη εκτός επιχείρησης για μεριδίου απερχόμενου εταίρου. Οι μορφές αυτές παρουσιάζουν άνθηση στη διεθνή αγορά την τελευταία δεκαετία.

Οι επιχειρήσεις-στόχος του venture capital διακρίνονται για το ικανό και πολλά υποσχόμενο management (διαθέτουν ικανά στελέχη με τις απαραίτητες τεχνικές γνώσεις) και έχουν την ανάγκη κεφαλαιοδότησης, είτε στο ξεκίνημα της δραστηριότητάς τους και της προσπάθειας προώθησης των προϊόντων τους. είτε κατά την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους.

2.3 ΣΤΟΧΟΙ VC

Το Venture Capital στοχεύει σε ρευστοποίηση των συμμετοχών του σε προκαθορισμένο χρόνο και με προσυμφωνημένο τρόπο, πραγματοποιώντας κέρδη από την υπεραξία των μετοχών που δημιουργήθηκε κατά την παραμονή του στην εταιρία. Για αυτό το λόγο συνεισφέρει ως στρατηγικός εταίρος στη γρήγορη ανάπτυξη των εταιριών που συμμετέχει, στη βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους δομής και στην ανάπτυξη της κερδοφορίας τους.

Οι υπηρεσίες Venture Capital απευθύνονται σε κάθε επιχείρηση που παρουσιάζει πλεονεκτήματα τεχνολογικής, εμπορικής ή διαχειριστικής φύσεως. Οποιοδήποτε σχέδιο μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο επένδυσης από τις εταιρίες Επιχειρηματικών Κεφαλαίων με την προϋπόθεση να εμπεριέχει το στοιχείο της αυθεντικότητας και της καινοτομίας και να είναι πραγματοποιήσιμο και βιώσιμο.

2.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Το Venture Capital διαφέρει σημαντικά από την δανειακή χρηματοδότηση. Στη δανειακή χρηματοδότηση η τράπεζα ζητά σημαντικές εξασφαλίσεις προκειμένου να προβεί στη χρηματοδότηση. Αντίθετα, στο Venture Capital, ο επενδυτής όχι μόνο δεν έχει εξασφαλίσεις, αλλά συμμετέχει και στον κίνδυνο. Επιπρόσθετα, η χρηματοδότηση Venture Capital γίνεται με τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο και συνεπώς η εταιρία αποβλέπει στην πραγματοποίηση κερδών είτε σε μορφή μερισμάτων, είτε σε μακροχρόνιες αποδόσεις επί του κεφαλαίου σε μορφή κερδών από την ανατίμηση των μετοχών. Μία άλλη σημαντική διαφορά είναι η ενεργή ανάμειξη της εταιρίας Venture Capital στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση.

Επομένως, τα επιχειρηματικά κεφάλαια έχουν συγκεκριμένες διαφορές έναντι των άλλων πηγών χρηματοδότησης:

- Παρέχουν μέσο - μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δημιουργώντας μία ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Παράλληλα, έχουν τη δυνατότητα να καλύψουν τις μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και σε συνεργασία και με άλλους επενδυτές, εφόσον αυτό απαιτείται για περαιτέρω ανάπτυξη.

- έχουν εκτεταμένα δίκτυα επαφών σε διάφορους κλάδους, γεγονός ιδιαίτερα χρήσιμο για μια επιχείρηση σε θέματα προσέλκυσης πελατών, πρόσληψης στελεχών, καθώς και αναζήτησης στρατηγικών συμμάχων και επενδυτών.

- διαθέτουν εμπειρία στην προετοιμασία μιας επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο, καθώς και σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

- γίνονται συνέταιροι στην επιχείρηση, αφού μοιράζονται τόσο τους κινδύνους όσο και τις επιτυχίες.

- Παρέχουν συμβουλές σε θέματα στρατηγικής, οργάνωση και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων, με βάση την εμπειρία που διαθέτουν από ομοειδείς επιχειρήσεις.

Η συμμετοχή μιας εταιρίας επιχειρηματικών κεφαλαίων προσδίδει κύρος σε μία επιχείρηση και διευκολύνει την πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως στον τραπεζικό δανεισμό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις από το αρχικό στάδιο δημιουργίας (seed capital), μέχρι την πλήρη ανάπτυξη των επιχειρήσεων (growth stage). Λειτουργούσες επιχειρήσεις, οι οποίες πραγματοποιούν σε μεταγενέστερο στάδιο επέκταση ή εκσυγχρονισμό, μπορούν να ζητήσουν επιχειρηματικό κεφάλαιο το οποίο ονομάζεται αναπτυξιακό κεφάλαιο (development capital), και το οποίο είναι μια μερικότερη μορφή καινοτομικού κεφαλαίου. Το κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου επενδύεται πρώτιστα σε νέες επιχειρήσεις με σημαντικό αναπτυξιακό δυναμικό. Η εστίαση της βιομηχανίας γίνεται συνήθως στην τεχνολογία ή τις βιολογικές επιστήμες, αν και μεγάλες επενδύσεις έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια στο ηλεκτρονικό εμπόριο και σε ορισμένους τύπους επιχειρήσεων υπηρεσιών όπως οι μεταφορές. Τέτοιες επενδύσεις γίνονται κυρίως στους παρακάτω τομείς:

- Λογισμικό.
- Βιοτεχνολογία.
- Τηλεπικοινωνίες.
- Δικτύωση και εξοπλισμός.
- Ιατρικές συσκευές και εξοπλισμός.
- Ημιαγωγοί.
- Υπολογιστές και περιφερειακές μονάδες.
- Υπηρεσίες τεχνολογίας πληροφοριών.

- Οικονομικές υπηρεσίες.
- Βιομηχανία/ ενέργεια.
- Επιχειρησιακές προϊόντα και υπηρεσίες.
- Καταναλωτικά προϊόντα και υπηρεσίες.
- ΜΜΕ και ψυχαγωγία.
- Ηλεκτρονικά/ ενοργάνωση.
- Λιανική πώληση/ διανομή.
- Υπηρεσίες υγειονομικής περίθαλψης.

Μπορούμε δηλαδή να καταλάβουμε ότι οι εταιρίες venture capital επιλέγουν να επενδύσουν σε αναπτυσσόμενους και δυναμικούς κλάδους. Δεν γίνεται δηλαδή απλά η επιλογή μιας καλής επιχειρηματικής ιδέας αλλά η επιλογή ενός δυναμικού κλάδου που είναι ανταγωνιστικός στο σύνολο της αγοράς) με μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης. Για αυτόν τον λόγο και η συμβολή του venture capital είναι σημαντική στην ανάπτυξη της τεχνολογίας και καινοτομικών ιδεών, αφού τέτοιου είδους αντικείμενα έχουν συνήθως μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης και επιλέγονται να χρηματοδοτηθούν από τις εταιρίες venture capital. 45

Έπειτα από ερευνητική μελέτη του Jay B. Barney αποδείχθηκε ότι αυτό που ισχύει γενικά είναι ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος, τόσο πιο πιθανό είναι οι venture capitalists να επιδιώξουν να συνάψουν μια συμφωνία, έτσι ώστε να μπορούν να ασκούν καλύτερο και πιο στενό έλεγχο και να έχουν το πάνω χέρι στα θέματα που αφορούν τα νέα επιχειρηματικά κεφάλαια. Είναι γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις αναζητούν νέες ευκαιρίες επένδυσης σε χώρους έξω από τις παραδοσιακές δραστηριότητές τους, λόγω των μειωμένων ρυθμών ανάπτυξης αυτών. Έτσι έχουν δημιουργήσει πολλά venture groups με απώτερο σκοπό την απόκτηση μιας νέας επιτυχούς και καινοτόμου επιχείρησης, όπως η Polaroid στο παρελθόν. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν τρεις κυρίως στόχους, όταν συμμετέχουν σε ένα venture capital:

1) Απόκτηση νέων εταιριών

Είναι ο πιο κοινός στόχος για τις εταιρίες που επενδύουν σε venture capitals. Ένα παράδειγμα ήταν η Exxon, η οποία έχοντας δημιουργήσει την 'Exxon Enterprises' είχε εδραιώσει σημαντική θέση στον κλάδο εξοπλισμού γραφείων έχοντας αποκτήσει τις γραφομηχανές Qyx. Παρόλα αυτά και σύμφωνα με τους Greental και Larson (1982) οι επιτυχημένες αυτές περιπτώσεις είναι λίγες. Η έρευνα που διεξήγαγαν, μέσω συνεντεύξεων, που έγιναν σε 18 αμερικανικά VC groups έδειξε ότι 30% των επιχειρήσεων θα αποτύχουν τα πρώτα δύο χρόνια της επένδυσης, 30% θα αποτύχει μετά τα δύο πρώτα χρόνια της επένδυσης, 30% των επιχειρήσεων απλά θα επιβιώσει, ενώ μόνο 10% θα τα πάει καλά.

2) Απόκτηση πρόσβασης σε νέες τεχνολογίες

Η μεταφορά τεχνολογίας είναι ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα συμμετοχής εταιριών σε VC groups. Για παράδειγμα στο παρελθόν οι Xerox, General Electric και άλλες εταιρίες είχαν δημιουργήσει VC groups για αυτόν τον λόγο. Στην ουσία, οι εταιρίες που επιλέγουν να επενδύσουν με αυτόν τον τρόπο, επιδιώκουν να βοηθήσουν το τμήμα έρευνας και ανάπτυξης που διαθέτουν με τον εμπλουτισμό τους από νέες ιδέες προερχόμενες από καινοτόμες εταιρίες μικρότερου μεγέθους. Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους μια εταιρία μπορεί να κερδίσει τέτοιου είδους πρόσβαση:

Σύναψη συμβολαίου εκμετάλλευσης της τεχνολογίας, ως αντάλλαγμα της συμμετοχής της εταιρίας venture capital στην υπό χρηματοδότηση εταιρία.

Δημιουργία κοινής προσπάθειας R&D για την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, που θα έχει θετικές συνέπειες και στις δύο εταιρίες.

Έμμεση μεταφορά τεχνολογίας με τη συμμετοχή της εταιρίας venture capital στο management της υπό χρηματοδότηση εταιρίας και την

παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της. Βεβαίως οι καινοτόμες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν με καχυποψία τα VC groups, γιατί φοβούνται ότι ο σκοπός της ανάμιξης τους σε αυτές είναι η οικειοποίηση της τεχνογνωσίας τους και των πατέντων τους.

3) Ελκυστική επιστροφή επενδύμενου κεφαλαίου (ROI) Σύμφωνα με στελέχη εταιριών VC οι αποδόσεις που τους προσφέρουν οι επενδύσεις venture capital υπερκαλύπτουν τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών ή ομολογιακών αγορών. Θεωρείται ότι ένα καλά διαχειριζόμενο venture capital μπορεί να αποφέρει αποδόσεις προ φόρων 30-40%. Έτσι πολλές εταιρίες συνεχίζουν να επενδύουν σε venture capital, ασχέτως αν αποτυγχάνουν να υλοποιήσουν τους δύο προηγούμενους στόχους.

Παρά τις υψηλές αποδόσεις των venture capital υπάρχει τα μειονέκτημα του χρονικού διαστήματος που αυτές απαιτούν για να πραγματοποιηθούν. Συνήθως οι χρηματοδοτούμενες από venture capital εταιρίες απαιτούν μεγάλες επενδύσεις χρημάτων στα πρώτα χρόνια τους και οι εταιρίες venture capital αποκομίζουν θετικές εισροές μετρητών μετά από πέντε ή έξι χρόνια.

3.2 ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΕΝΟΣ VENTURE CAPITAL

Αντικειμενικός σκοπός μιας εταιρίας venture capital είναι η μακροπρόθεσμη συμμετοχή της σε μία επιχείρηση. Ένα VC παραμένει σε μία επιχείρηση για χρονικό διάστημα από 3 έως 5 χρόνια (ίσως κάποιες φορές να φτάσει τα 10 χρόνια) και πάντα σε συνάρτηση με την αξία της επιχείρησης και τις συνθήκες των αγορών την δεδομένη χρονική στιγμή. Το venture capital γενικά στοχεύει σε ρευστοποίηση των συμμετοχών του και επανεπένδυση των κεφαλαίων του. Επενδύει με μακροπρόθεσμη

προοπτική αλλά παράλληλα με ορατό χρονικό ορίζοντα εξόδου. Τρόποι Επένδυσης Venture Capitals Μια εταιρία venture capital δεν αγοράζει μετοχές από τους υφιστάμενους μετόχους. Συμμετέχει στις επιχειρήσεις μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου τους. Η συμμετοχή μιας εταιρίας venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους. Τα κυριότερα μέσα που μπορεί να χρησιμοποιήσει μια εταιρία venture capital είναι οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες Αμετοχές μετά ψήφου ή συνήθως χωρίς ψήφο, οι προνομιούχες μετατρέψιμες σε κοινές με διαφορετικές αξίες υπολογισμένες πάνω στις επιδόσεις της επιχείρησης σε συγκεκριμένους προκαθορισμένους επιχειρηματικούς στόχους, οι προνομιούχες ή μη μετοχές υποχρεωτικά εξαγοραζόμενες μέσα σε ορισμένη χρονική περίοδο, σε προκαθορισμένη αξία, από τους άλλους μετόχους, οι προνομιούχες με σταθερό μέρος με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και σωρευτικά, οι προνομιούχες με σταθερό μέρος (τόκο) ακόμα και σε περίπτωση ανυπαρξίας κερδών, ή τέλος δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές ή ακόμα και κοινό δάνειο σε συνδυασμό πάντοτε με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο.

Σύμφωνα με τον Plummer, υπάρχουν οχτώ στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων με venture capital :

1. Επένδυση Σποράς Αν και ο συγκεκριμένος όρος κάποιες φορές χρησιμοποιείται με πιο γενικό τρόπο, η αυστηρή σημασία του όρου αναφέρεται σε ένα μικρό ποσό το οποίο δίνεται σε κάποιον ερευνητή προκειμένου να διευκρινιστεί αν η επένδυση αξίζει περαιτέρω χρηματοδότηση. Η ιδέα μπορεί να είναι κάποια νέα τεχνολογία (δημιουργία πρωτοτύπου) ή μπορεί να είναι ένας νέος τρόπος λανσαρίσματος ενός προϊόντος στην αγορά. Σε κάθε περίπτωση πάντως σε αυτό το στάδιο δεν γίνεται παραγωγή για πώληση του προϊόντος.

2. Κεφάλαιο Εκκίνησης Σε αυτό το στάδιο, η επένδυση απευθύνεται συνήθως σε επιχειρήσεις που λειτουργούν για λιγότερο από ένα χρόνο. Η εταιρία χρησιμοποιεί τα χρήματα για την ανάπτυξη του προϊόντος, τον έλεγχο του και την έρευνα της αγοράς. Αυτό το στάδιο περιλαμβάνει περαιτέρω μελέτη της δυνατότητας διείσδυσης του προϊόντος στην αγορά συγκροτώντας το διοικητικό συμβούλιο και συγκροτώντας το business plan της επιχείρησης.

3. Πρώτο στάδιο – πρόωρη ανάπτυξη Σε αυτό το στάδιο, η επένδυση λαμβάνει χώρα μόνο αν τα πρωτότυπα και οι έρευνες αγοράς είναι αρκετά καλές ώστε να δείχνουν ότι ο κίνδυνος αξίζει να αναληφθεί. Οι εταιρίες αυτές που βρίσκονται σε αυτό το πρώτο στάδιο της ανάπτυξης τους δεν είναι πολύ πιθανό να είναι κερδοφόρες.

4. Δεύτερο στάδιο- ανάπτυξη Μία επιχείρηση σε αυτό το στάδιο έχει προωθήσει αρκετά προϊόντα ώστε να έχει δεδομένα της αγοράς για την προώθηση των προϊόντων της σε αυτήν. Μπορεί να μη γνωρίζει ακριβώς τα ποσοτικά χαρακτηριστικά, αλλά είναι σε θέση να εκτιμήσει τους ποιοτικούς παράγοντες που θα καθορίσουν την ταχύτητα και το πλαίσιο της διείσδυσης των προϊόντων της στην αγορά. Σε αυτό το στάδιο η επιχείρηση και πάλι δεν έχει καθόλου ή θα έχει οριακά κέρδη.

5. Τρίτο στάδιο Οι επιχειρήσεις σε αυτό το στάδιο χαρακτηρίζονται από γρήγορη, συνήθως, αύξηση των πωλήσεων και θετικά περιθώρια κέρδους. Η γρήγορη όμως αυτή ανάπτυξη απαιτεί υψηλότερο κεφάλαιο κινήσεως από αυτό που μπορεί να παραχθεί από την εσωτερική ροή χρημάτων (cash flow). Σε αυτό το στάδιο, ακόμα και οι τράπεζες μπορεί να είναι πρόθυμες να δώσουν κάποια πίστωση εάν εξασφαλίζονται από το πάγιο ενεργητικό της επιχείρησης ή από τις πιστώσεις της.

6. Τέταρτο στάδιο Οι εταιρίες σε αυτό το στάδιο χαρακτηρίζονται από την γρήγορη ανάπτυξη τους. Και πάλι όμως μπορεί να χρειαστούν εξωτερική χρηματοδότηση για να διατηρήσουν αυτήν την ανάπτυξη. Ο

κίνδυνος όμως για τους επενδυτές είναι πλέον μειωμένος αφού είναι ήδη αρκετά σταθερές και επιτυχημένες. Σε αυτήν την περίπτωση βέβαια, η επιχείρηση μπορεί να λάβει και τραπεζική χρηματοδότηση πολύ εύκολα.

7. Μεταβατικό στάδιο Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση γνωρίζει πιθανότατα τον τρόπο της εξόδου της και την κατάλληλη χρονική στιγμή, αλλά εν τω μεταξύ χρειάζεται κεφάλαια για να διατηρήσει τον ρυθμό ανάπτυξής της.

8. Το στάδιο της ρευστότητας Στο στάδιο αυτό, οι επενδυτές θα μπορούσαν να ανταλλάξουν το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο με ρευστότητα. Αυτό που συμβαίνει συνήθως όμως είναι ότι ανταλλάσσουν ένα ποσοστό του μεριδίου τους.

Όπως φαίνεται και από τα παραπάνω, οι εταιρίες VC χρησιμεύουν ως οικονομικοί διαμεσολαβητές σε μια αγορά όπου οι δανειστές και οι δανειζόμενοι δυσκολεύονται να συγκεντρωθούν διότι βρίσκουν την διαδικασία αυτή δαπανηρή. Οι δαπάνες οφείλονται στους κινδύνους δυσμενούς επιλογής, στις πιθανές οικονομικές απώλειες καθώς επίσης και από το κόστος συλλογής πληροφοριών και προσπαθειών αναζήτησης. Για τις νέες επιχειρήσεις, η χρηματοδότηση από τραπεζικά ιδρύματα δεν αποτελεί βέλτιστη λύση. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα, οι τράπεζες απαγορεύονται να δεσμεύουν μετοχικό κεφάλαιο εταιριών. Από την άλλη, οι νέες εταιρίες έχουν μικρή υλική περιουσία. Το γεγονός αυτό καθιστά τις τράπεζες σχετικά απρόθυμες στο να ρισκάρουν δανειοδοτώντας νέες επιχειρήσεις, αφού είναι αδύνατο να λάβουν τις εγγυήσεις που επιθυμούν από τους δανειζόμενους. Επιπρόσθετα, όπως είναι γνωστό, οι νέες επιχειρήσεις κατά το ξεκίνημα τους έχουν ανάγκη από μεγάλα χρηματικά ποσά, κάτι που σημαίνει πως ο τραπεζικός δανεισμός δημιουργεί σημαντικά χρέη. Η χρηματοδότηση μέσω της δημιουργίας χρεών περιορίζει την χρηματική ροή σε μια νέα εταιρία, αφού το χρήμα είναι ιδιαίτερα 'ακριβό' για αυτήν. Έτσι λοιπόν ακόμη

και σε χώρες όπου επιτρέπεται στα τραπεζικά ιδρύματα να έχουν μετοχικό κεφάλαιο εταιριών (π.χ. Γερμανία, Ιαπωνία), δεν συνηθίζεται οι νέες επιχειρήσεις να χρηματοδοτούνται μέσω δανείων, αλλά μέσω vc, αφού αυτή η μορφή χρηματοδότησης τις επιτρέπει να κινούνται με μεγαλύτερη ευελιξία στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης τους. Έχοντας ως δεδομένα την ανάγκη των νέων εταιριών για χρηματοδότηση, αλλά και την δυσκινησία που προκαλεί ο τραπεζικός δανεισμός, οι εταιρίες vc δημιουργήθηκαν με σκοπό να γεφυρώσουν το χάσμα μεταξύ δανειστών και δανειζομένων, στα πρώτα και επικίνδυνα επιχειρηματικά στάδια της ζωής των επιχειρήσεων. Η πρώτη εταιρία VC ιδρύθηκε το 1946 στη Μασαχουσέτη και ήταν η 'American Research & Development'.

3.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Η διαδικασία επένδυσης του Venture Capital περιλαμβάνει πέντε διαδοχικά βήματα. Το πρώτο αποτελεί την αρχική σύνταξη διαπραγμάτευσης (επενδυτική πρόταση) η οποία περιγράφει πώς η εταιρία Venture Capital γίνεται γνώστης των πιθανών δραστηριοτήτων της επένδυσης. Το δεύτερο βήμα είναι μια διαδικασία διαλογής από την οποία η εταιρία Venture Capital επιδιώκει να επικεντρωθεί μόνο σε ένα εύχρηστο σύνολο πιθανών διαπραγματεύσεων.

Το βήμα αξιολόγησης περιλαμβάνει μια αξιολόγηση της προσδοκώμενης απόδοσης και του κινδύνου της συγκεκριμένης διαπραγμάτευσης. Εάν η έκβαση της διαδικασίας αξιολόγησης είναι ευνοϊκή, η εταιρία Venture Capital μπαίνει σε μια διαδικασία διαπραγματεύσεων με τον πιθανό χρηματοδοτούμενο ώστε να κτιστεί η διαπραγμάτευση από την άποψη του ποσού, της μορφής και της τιμής της

επένδυσης. Μόλις μια διαπραγμάτευση ολοκληρωθεί με επιτυχία, η εταιρία Venture Capital έχει χαρακτηριστικά στενή επαφή με την επιχείρηση. Αυτές οι δραστηριότητες μετα-επένδυσης περιλαμβάνουν ελέγχους καθιέρωσης για να προστατεύσουν την επένδυση, παρέχοντας συμβουλές στην αρχαία διοίκηση της επιχείρησης, και, τελικά, βοηθώντας να ενορχηστρώσουν τη συγχώνευση, την απόκτηση, ή τη δημόσια προσφορά που θα δημιουργούσαν μια δημόσια αγορά για την επένδυση. Μία τυπική διαδικασία επένδυσης ενός VC σε μία εταιρεία θα μπορούσε να περιέχει τα ακόλουθα στάδια:

Πρώτη επαφή και υποβολή επιχειρηματικής ιδέας (business idea) και της σύνοψης του επιχειρηματικού σχεδίου (business plan outline) από τον ενδιαφερόμενο για συνεργασία επιχειρηματία.

Καταρχήν απόφαση του VC για ενδιαφέρον περαιτέρω εξέτασης της ιδέας.

Υποβολή ολοκληρωμένου επιχειρηματικού σχεδίου (business plan) από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία.

Καταρχήν απόφαση του VC για χρηματοδότηση του σχεδίου.

Πρώτες συζητήσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία. Εκδήλωση καταρχήν πρόθεσης χρηματοδότησης από το VC (Letter of Intent).

Συζητήσεις - αναλύσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία.

Ενδελεχής έλεγχος (Due Diligence) από τα στελέχη του VC τόσο στα περιουσιακά στοιχεία της υποψήφιας επιχείρησης (αν πρόκειται για ήδη υφιστάμενη επιχείρηση) όσο και στα μεγέθη και τις προβλέψεις του επιχειρηματικού σχεδίου.

Διαπραγματεύσεις μεταξύ στελεχών VC και υποψήφιου επιχειρηματία για την κατάρτιση του συμβολαίου συνεργασίας.

Υπογραφή συμβολαίου μεταξύ εταιρείας VC και χρηματοδοτούμενης εταιρείας (οι εταιρείες VC χρηματοδοτούν πάντα ανώνυμες εταιρείες και οι συναλλαγές - και ιδιαίτερα οι οικονομικές συναλλαγές - γίνονται πάντα με την χρηματοδοτούμενη εταιρεία ως νομικό πρόσωπο).

Παροχή κεφαλαίου όπως προβλέπεται στο παραπάνω συμβόλαιο. Υποστήριξη και έλεγχος από τα στελέχη του VC.

Έξοδος του VC από την επιχείρηση με πώληση του ποσοστού ιδιοκτησίας του σε αυτήν (συνήθως σε τρίτο θεσμικό επενδυτή ή στο χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή της υπό χρηματοδότηση εταιρείας σε αυτό)

Παρακάτω παρουσιάζονται τα εμφανή χαρακτηριστικά γνωρίσματα σε κάθε ένα από αυτά τα βήματα:

Αρχική σύνταξη διαπραγμάτευσης (Deal Origination). Η εταιρία Venture Capital αντιμετωπίζει ένα πολύ κακώς καθορισμένο περιβάλλον μέσα στο οποίο θα πρέπει να βρει τις ενδεχόμενες προτάσεις προς διαπραγμάτευση. Η χαρακτηριστική προοπτική επένδυσης είναι πάρα πολύ μικρή ώστε μια επιχείρηση να είναι εύκολα ευπροσδιόριστη ως πιθανή υποψήφια. Για αυτόν τον λόγο, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι διάφοροι μεσάζοντες διαδραματίζουν έναν σημαντικό ρόλο στο να ταιριάζουν τις εταιρίες Venture Capital με επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη μετρητών.

Διαδικασία διαλογής (Screening). Οι εταιρίες Venture Capital έχουν χαρακτηριστικά μικρό αριθμό προσωπικού. Κατά συνέπεια, αυτές οι εταιρίες πρέπει να καλύψουν ένα σχετικά μεγάλο αριθμό πιθανών επενδύσεων διαθέσιμων και να επενδύσουν συνεπώς μόνο σε ένα μέρος των διαπραγματεύσεων που κερδίζουν την προσοχή τους. Τα κριτήρια διαλογής τους απεικονίζουν μια τάση να περιοριστούν οι επενδύσεις στους τομείς με τους οποίους η εταιρία Venture Capital εξοικειώνεται,

ιδιαίτερα από την άποψη της τεχνολογίας, του προϊόντος και του πεδίου αγοράς της επιχείρησης.

Αξιολόγηση (Evaluation). Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις σε αναζήτηση κεφαλαίου έχουν ελάχιστη, ή ενδεχομένως και καμία, λειτουργούσα ιστορία. Επομένως, η εταιρία Venture Capital θα πρέπει να στηριχθεί σε μια υποκειμενική διαδικασία αξιολόγησης που βασίζεται στο επιχειρηματικό σχέδιο που παρουσιάζεται από τη διοίκηση της επιχείρησης. Οι εταιρίες Venture Capital ζυγίζουν τον κίνδυνο και την απόδοση στην απόφασή τους εάν θα πρέπει να επενδύσουν σε μια συγκεκριμένη επενδυτική πρόταση, αλλά λίγοι τυποποιούν αυτήν την αξιολόγηση σε έναν υπολογισμό του αναμενόμενου ποσοστού απόδοσης ή καθορίζουν την ευαισθησία της στη μελλοντική αβεβαιότητα. Αντίθετα, η διαδικασία αξιολόγησης επιδιώκει να αξιολογήσει υποκειμενικά την επιχείρηση σε ένα πολυδιάστατο σύνολο χαρακτηριστικών. Είναι ενδιαφέρον να σημειώσουμε στο σημείο αυτό, εντούτοις, ότι κανένα από τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται δεν απεικονίζει πώς μια ενδεχόμενη διαπραγμάτευση μπορεί να συσχετιστεί με μια ήδη στο χαρτοφυλάκιο επένδυσης της εταιρίας Venture Capital.

Κτίσιμο διαπραγμάτευσης (Deal Structuring). Μόλις αποφασίσει η εταιρία Venture Capital ότι μια διαπραγμάτευση είναι αποδεκτή, η διαπραγμάτευση θα ολοκληρωθεί μόνο εάν η εταιρία και ο επιχειρηματίας κτίσουν μια αμοιβαία αποδεκτή συμφωνία για το επενδύόμενο κεφάλαιο. Από την προοπτική της εταιρίας Venture Capital, η συμφωνία εξυπηρετεί διάφορους σκοπούς. Κατ' αρχάς, προσδιορίζει την τιμή της διαπραγμάτευσης, αυτό είναι το μερίδιο των ιδίων κεφαλαίων από το ποίο ο επιχειρηματίας θα παραιτηθεί σε αντάλλαγμα του κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου. Δεύτερον, καθιερώνει συμβόλαια προστασίας που περιορίζουν τις κύριες δαπάνες και τους μισθούς της διοίκησης. Τα συμβόλαια καθιερώνουν επίσης τη βάση κάτω

από την οποία η εταιρία Venture Capital μπορεί να πάρει τον έλεγχο του συμβουλίου, να αναγκάσει σε αλλαγή της διοίκησης ή να εκκαθαρίσει (ρευστοποίηση) την επένδυση με καταναγκαστικό buyback, με συγχώνευση, με απόκτηση ή με δημόσια προσφορά ακόμα κι αν η εταιρία Venture Capital κατέχει μια θέση μειοψηφίας. Τα συμβόλαια μπορούν επίσης να περιορίσουν τη δύναμη της διοίκησης της επιχείρησης να μειωθεί η συμμετοχή των αρχικών επενδυτών με την αύξηση του κεφαλαίου. Τρίτον, μέσω ενός μηχανισμού γνωστού ως ρύθμιση earn-out, όπου το μερίδιο συμμετοχής του επιχειρηματία καθορίζεται από τη συνεδρίαση που συμφωνείται σχετικά με τους στόχους απόδοσης, η εταιρία Venture Capital είναι σε θέση να αξιολογήσει τις προσδοκίες του επιχειρηματία για την επιχείρηση.

Μετα-επενδυτικές δραστηριότητες (Post-Investment Activities). Μόλις ολοκληρωθεί η διαπραγμάτευση, ο ρόλος της εταιρίας Venture Capital επεκτείνεται από τον επενδυτή στο συνεργάτη. Αυτός ο νέος ρόλος μπορεί να είναι μέσω μιας επίσημης αντιπροσώπευσης στο διοικητικό συμβούλιο ή μέσω της άτυπης επιρροής στα δίκτυα αγοράς, προμηθευτών και πιστωτών. Η ένταση της συμμετοχής στις διαδικασίες της επιχείρησης διαφέρει από μια εταιρία Venture Capital σε άλλη. Εντούτοις, οι περισσότερες εταιρίες συμφωνούν ότι είναι ανεπιθύμητο για μια επιχείρηση Venture Capital να ασκήσει τον έλεγχο των καθημερινών διαδικασιών της επιχείρησης. Εάν όμως μια οικονομική ή διευθυντική κρίση εμφανιστεί, η εταιρία Venture Capital μπορεί να επέμβει και να εγκαταστήσει ακόμη και μια νέα ομάδα διοίκησης. Τέλος, οι venture capitalists θέλουν χαρακτηριστικά να εξαργυρώσουν τα κέρδη τους πέντε έως δέκα έτη μετά από τις αρχικές επενδύσεις. Για αυτόν τον λόγο, διαδραματίζουν έναν ενεργό ρόλο στην κατεύθυνση της επιχείρησης προς τη συγχώνευση, την απόκτηση ή και τη δημόσια προσφορά.

Από την παραπάνω ανάλυση, γίνεται αντιληπτό ότι το venture capital είναι μια πολύ σημαντική πηγή χρηματοδότησης για την οικονομία μιας χώρας. Μακροχρόνια το venture capital συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας με το να προωθεί την επιχειρηματικότητά της, αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων και επεκτείνοντας την ακτίνα δράσης του συστήματός της χρηματοδοτώντας τις καινοτόμες ιδέες.

Οι σπουδαιότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση ενός VC να επενδύσει σε μία εταιρεία φαίνεται να είναι:

-Η επιχειρηματική ιδέα ως τέτοια και κατά πόσο αυτή υποστηρίζεται από ένα λεπτομερές και χωρίς υπερβολές επιχειρηματικό πλάνο.

Η αγορά στην οποία η εταιρεία απευθύνεται. Συνήθως, κάθε VC διαθέτει λεπτομερείς αναλύσεις διαφορετικών κλάδων της οικονομίας αλλά και εσωτερική πληροφόρηση και εμπειρία σε αρκετούς από αυτούς. Η εκτίμηση για το αν και κατά πόσο η εταιρεία μπορεί ή όχι να κυριαρχήσει στην αγορά στην οποία απευθύνεται. Συνήθως τα VC ενδιαφέρονται να επενδύσουν μόνο σε νέες εταιρείες για τις οποίες υπάρχει η εκτίμηση ότι μπορούν να μπουν μέσα στις δύο με τα μεγαλύτερα μερίδια της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται.

Οι ίδιοι οι επιχειρηματίες και η ομάδα διοίκησης. Ο/ Η επιχειρηματίας θα πρέπει να «αποδείξει» την επιθυμία του να δημιουργήσει/ αναπτύξει την επιχείρηση (όπως αποδεικνύεται λ.χ με το ποσοστό της προσωπικής του περιουσίας που έχει ή σκοπεύει να επενδύσει στην εταιρεία του). Για την ομάδα διοίκησης πολύ σημαντική είναι η προηγούμενη εμπειρία τους στο χώρο και η αποδεδειγμένη ικανότητά τους να διοικούν. Κατά πόσο υπάρχει ξεκάθαρη και εύκολη διαδικασία εξόδου από την επένδυση. Ο επιχειρηματίας, και ιδιαίτερα ο νέος επιχειρηματίας, δεν θα πρέπει κατά την επιλογή του Venture

Capitalist με τον οποίο θα συνεργαστεί να δίνει σημασία μόνο στους οικονομικούς όρους της συνεργασίας τους αλλά και στην γενικότερη βοήθεια (γνωριμίες, εμπειρία) που μπορεί αυτός να του προσφέρει για την ανάπτυξη της εταιρείας του.

Οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την επένδυση σε venture capitals σύμφωνα με μία έρευνα των Jeng και Wells (2000) είναι οι δημόσιες εγγραφές (IPOs), το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) και η αύξηση κεφαλαιοποίησης της αγοράς, η σταθερότητα της αγοράς εργασίας, τα λογιστικά πρότυπα, τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια και τα κυβερνητικά προγράμματα. Μελετώντας τους παράγοντες αυτούς σε ένα δείγμα 21 χωρών, οι Jeng και Wells διαπίστωσαν ότι οι IPOs είναι ο ισχυρότερος οδηγός της επένδυσης venture capital.

Τα επίπεδα των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ένας σημαντικός παράγοντας στο χρόνο αλλά όχι σε όλες τις χώρες. Με έκπληξη παρατηρούμε ότι, η αύξηση του ΑΕΠ και της κεφαλαιοποίησης της αγοράς δε θεωρούνται το ίδιο σημαντικά. Από την άλλη, όπως είναι φυσικό, οι κυβερνητικές πολιτικές μπορούν να ασκήσουν ισχυρή επίδραση, τόσο με τον καθορισμό του ρυθμιστικού σταδίου ανάπτυξης όσο και με το γαλβανισμό της επένδυσης κατά την περίοδο μειώσεων. Τέλος οι Jeng και Wells (2000) δείχνουν επίσης ότι οι διαφορετικοί τύποι χρηματοδοτήσεων venture capital επηρεάζονται διαφορετικά από αυτούς τους παράγοντες. Ειδικότερα, η venture capital επένδυση στο πρώτο στάδιο επηρεάζεται αρνητικά από τη σταθερότητα της αγοράς εργασίας, ενώ σε μεταγενέστερο στάδιο η επίδραση δεν είναι σημαντική. Οι IPOs δεν έχουν καμία επίδραση στην venture capital επένδυση στο πρώτο στάδιο, αλλά είναι ένας σημαντικός παράγοντας για επενδύσεις σε μεταγενέστερα στάδια. Τέλος, το venture capital που χρηματοδοτείται από την κυβέρνηση εμφανίζει διαφορετική ευαισθησία στους παραπάνω παράγοντες. Η σταδιακή χρηματοδότηση έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως

στο κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου, κυρίως στις ΗΠΑ. Βασικό χαρακτηριστικό των εταιριών που δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας είναι το πολύ υψηλό ρίσκο λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας για απόδοση και της έλλειψης απτών και ουσιαστικών κεφαλαίων. Πολλές από αυτές τις εταιρίες περνούν αρκετά χρόνια με ζημία προτού αρχίσουν να έχουν κέρδη. Σύμφωνα με τους Bergemann και Hege (1998), το ποσοστό των εγχειρημάτων στα οποία οι επενδυτές μπορούν να εισπράξουν επιτυχώς είναι μόλις 20%. Με αυτό το δεδομένο, οι τράπεζες και άλλοι ενδιάμεσοι είναι διστακτικοί να επενδύσουν σε τέτοιες επιχειρήσεις. Επιπλέον, οι τράπεζες και τα λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα δεν έχουν εμπειρία στον δανεισμό χρημάτων σε τέτοιες επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα είναι οι εταιρίες να απευθύνονται σε επενδυτές επιχειρηματικού κινδύνου προσφέροντάς τους ακόμα και μεγάλο μερίδιο στην απόδοση του εγχειρήματος προκειμένου να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση αλλά και να εκμεταλλευτούν τις γνώσεις και τις εμπειρίες αυτών των επενδυτών.

3.4 ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η επένδυση σε νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι μια διαδικασία η οποία σίγουρα περιέχει κίνδυνο για τον επενδυτή. Εάν στην αγορά γενικά δεν υπάρχει σωστή πληροφόρηση για την πρόοδο των νέων εταιριών κι αν δεν υπάρχει ένας ενιαίος και αποδεκτός τρόπος σύγκρισης και ερμηνείας των οικονομικών δεδομένων της κάθε επιχείρησης, τότε οι επενδυτές απαιτούν μεγάλες αποδόσεις από τις επενδύσεις τους, θεωρώντας ότι το εγχείρημά τους περιέχει μεγάλο επιχειρηματικό κίνδυνο. Από τη διαδικασία αυτή ζημιωμένες τελικά είναι οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται, γιατί η χρηματοδότησή τους είναι ακριβή.

Υπάρχει λοιπόν μία σημαντική παράμετρος στην χρηματοδότηση με vc, το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης. όταν όμως υπάρχει ένα ενιαίο λογιστικό πρότυπο και μοντέλα αξιολόγησης της επένδυσης, τότε οι επενδυτές VC χρειάζονται λιγότερο χρόνο για να αξιολογήσουν μια επιχείρηση που έχει ανάγκη από εξωτερική χρηματοδότηση, κάτι που φυσικά μειώνει τα πιθανά έξοδα του επενδυτή, και φυσικά δεν έχουν παράλογες απαιτήσεις όσον αφορά την μελλοντική τους απόδοση. Ακόμα και αν ο επενδυτής είναι πεπεισμένος ότι πρέπει να μεγιστοποιήσει την αξία των μετόχων, οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μπορεί να κάνουν το εξωτερικό κεφάλαιο πιο ακριβό ή ακόμα και να το αποκλείσουν από την επένδυση τελείως. Πιο γενικά, η ανικανότητα του να επιβεβαιώσουν το αποτέλεσμα κάνει δύσκολο τη σύναψη συμβολαίων που βασίζονται σε συγκεκριμένα γεγονότα. Η χρηματοδότηση όμως μέσω venture capital μπορεί να περιορίσει αυτά τα προβλήματα και να μειώσει το κενό στην πληροφόρηση, με το να εξετάζει εξονυχιστικά της επιχειρήσεις πριν της χρηματοδοτήσει και στη συνέχεια με το να τις επιβλέπει. Παρακάτω ακολουθεί η παρουσίαση κάποιων μοντέλων αξιολόγησης των επιχειρήσεων.

Τα venture capitals είναι μια σημαντική οικονομική καινοτομία στη χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων υψηλού κινδύνου ή/ και υψηλής τεχνολογίας στις αναπτυσσόμενες χώρες όπως οι ΗΠΑ, αλλά και σε αναπτυσσόμενες. Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι κίνδυνοι, εντούτοις. Οι εταιρίες venture capital μετατοπίζουν την εστίασή τους προς τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Στη διαδικασία λήψης απόφασης οι εταιρίες αυτές δίνουν έμφαση στην αξιολόγηση του κινδύνου της επιχείρησης προκειμένου να επενδύσουν στα πιο πιθανά επιτυχημένα εγχειρήματα. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι εταιρίες venture capital επενδύουν σε μη καταχωρημένες επιχειρήσεις χωρίς πιστοποιημένα αρχεία. Ως εκ τούτου, δεδομένου της φύσης της δραστηριότητας του

venture capital, θα πρέπει να εξεταστούν οι έμφυτοι κίνδυνοι που συνδέονται με την επένδυση. Οι κίνδυνοι που συνδέονται με μία επένδυση ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες. Προκειμένου να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ των παραγόντων κινδύνου, θα πρέπει να ταυτοποιηθούν τα διαφορετικά στάδια και οι πηγές πληροφοριών στη διαδικασία αξιολόγησης του κινδύνου. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Gupta, Chevalier και Dutta, ανέπτυξαν ένα ολοκληρωμένο μοντέλο βασισμένοι σε εμπειρίες μελών της διοίκησης εταιριών venture capital.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Επειδή οι εταιρείες παροχής VC δρουν σε ένα περιβάλλον όπου οι καλές περιπτώσεις επιχειρήσεων σπανίζουν, η ενδεχόμενη συνεργασία τους με μάνατζερ των υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεων πραγματοποιείται είτε με δική τους πρωτοβουλία είτε με μεσολάβηση άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών, όπως εμπορικές τράπεζες, πιστωτικά ιδρύματα, σύμβουλοι επιχειρήσεων, επιχειρηματίες που έχουν ήδη συνεργαστεί με εταιρείες παροχής VC.

4.1 Η ΠΡΟΕΡΓΑΣΙΑ

Οι εταιρείες παροχής VC έχουν συνήθως να μελετήσουν ένα μεγάλο αριθμό προτάσεων για χρηματοδότηση και μάλιστα με μικρό αριθμό προσωπικού. Ο Wells (Venture Capital Decision Making, Διδακτορική Διατριβή, Carnegie Mellon University, 1974) αναφέρει ότι οι εταιρείες παροχής VC δέχονται 120 με 1.000 προτάσεις για χρηματοδότηση με ετήσιο μέσο όρο περίπου 450. Ο βασικός στόχος των εταιρειών αυτών είναι να χρηματοδοτήσουν τελικά ένα μικρό αριθμό επιχειρήσεων, τις πιο αποδοτικές. Τα κυριότερα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη φάση αυτή είναι τα ακόλουθα: ο τομέας δραστηριότητας της επιχείρησης, το προϊόν της, το μέγεθος της, η γεωγραφική τοποθεσία της, η πολιτική επενδύσεών της και η ανταγωνιστική θέση της στην αγορά.

4.2 Η ΕΚΤΙΜΗΣΗ

Οι εταιρείες παροχής VC αξιολογούν τις επιχειρήσεις με βάση τις ποιοτικές και ποσοτικές πληροφορίες, οι οποίες βρίσκονται μέσα στο σχέδιο ανάπτυξης (business plan). Αυτή η αξιολόγηση στηρίζεται επίσης στην υποκειμενική κρίση που διαθέτουν τα στελέχη των εταιρειών παροχής VC.

Στο τέλος της φάσης της εκτίμησης πρέπει να κατασκευαστεί ένα επιχειρησιακό μοντέλο, το οποίο θα επιτρέπει την αυτόματη αξιολόγηση κάθε επιχείρησης που ζητά τη χρηματοδότηση της εταιρείας παροχής VC. Από μελέτες που έχουν παρουσιαστεί μέχρι σήμερα τα βασικά κριτήρια απόφασης είναι τα ακόλουθα: η ομάδα των μάνατζερ της επιχείρησης (επαγγελματική εμπειρία, διοικητική μόρφωση, ποιότητα διοίκησης, ενδιαφέρον των μάνατζερ για την ανάπτυξη της επιχείρησης, κ.τ.ο.), η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση (εξέλιξη της αγοράς, ανταγωνιστική θέση πάνω στην αγορά, ανάγκες της αγοράς, κ.ο.κ.), το προϊόν της επιχείρησης, η στρατηγική μάρκετινγκ που ακολουθεί, οι χρηματοοικονομικές της επιδόσεις και το μέγεθος της επένδυσης .

4.3 Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ

Κατά τη διάρκεια της φάσης αυτής γίνονται οι διαπραγματεύσεις ανάμεσα στην εταιρεία παροχής VC και των μάνατζερ της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης. Οι διαπραγματεύσεις αναφέρονται στο ποσό που θα επενδυθεί, τη μέθοδο χρηματοδότησης, τις ρήτρες ασφαλείας κ.ά.

4.4 ΟΙ ΜΕΤΑΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Από τη στιγμή που θα υπογραφεί το συμβόλαιο συνεργασίας μεταξύ των δύο εταίρων, οι εταιρείες παροχής VC αλλάζουν καταστατικό και από απλοί επενδυτές γίνονται ενεργοί συνεργάτες των επιχειρήσεων. Εχοντας αυτό το ρόλο, παρέχουν συμβουλές στους μάνατζερ των επιχειρήσεων σε ο,τι αφορά την εξέλιξη των αγορών, τις στρατηγικές που πρέπει να εφαρμοστούν ώστε να αποκτηθούν νέα μερίδια αγορών κ.τ.ο. Η μεγάλη ανησυχία τους είναι να προστατεύσουν την επένδυση που πραγματοποίησαν και να ετοιμάσουν με ήσυχο τρόπο την έξοδο τους από την επιχείρηση (ρευστοποίηση της συμμετοχής τους). Για το λόγο αυτό, μερικές φορές οι εταιρείες παροχής VC επεμβαίνουν στη διοίκηση της επιχείρησης και μπορούν ακόμη και να προτείνουν ένα νέο διοικητικό συμβούλιο όταν το προηγούμενο διοικητικό συμβούλιο θεωρηθεί αναξιόπιστο και ανεύθυνο.

Η διάρκεια της διαδικασίας αξιολόγησης των επιχειρήσεων μπορεί να είναι από 1 έως 6 μήνες ανάλογα με το προσωπικό που διαθέτουν οι εταιρείες παροχής VC (βλ. Zorounidis, 1990).

Ως συμπέρασμα, είναι ενδιαφέρον να αναφερθούν οι επενδυτικές πολιτικές των εταιρειών παροχής VC σε ο,τι αφορά τις τελικές επιλογές τους. Ο Silver (*Venture Capital: The Complete Guide for Investors*, John Wiley and Sons, New York, 1985) αναφέρει ότι η επενδυτική πολιτική των εταιρειών αυτών μοιάζει με πυραμίδα, δηλαδή η ιδέα είναι να συγκεντρώσουν ένα αρκετά μεγάλο αριθμό προτάσεων (για παράδειγμα, 1000 προτάσεις), ώστε στο τέλος να παραμείνουν για χρηματοδότηση 10 εξαιρετικές προτάσεις. Ο Copin (*Le capital-Risque en France*, Precepta, Paris, 1987) αναφέρει για τη Γαλλία ότι σε σύνολο 100 προτάσεων τελικά μόνο 8 θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο μιας χρηματοδοτικής απόφασης.

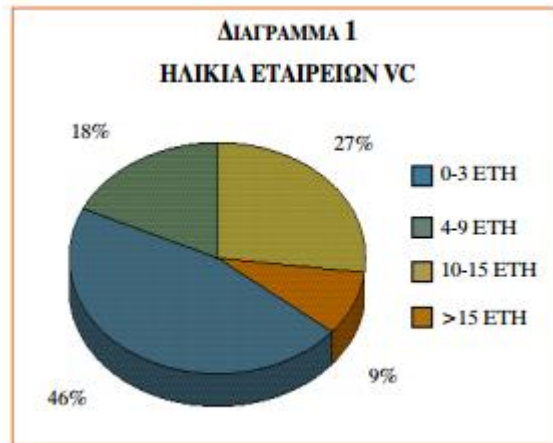
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (ΠΑΝΕΛΛΑΔΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ)

5.1. ΠΡΟΦΙΛ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΑΡΟΧΗΣ VC

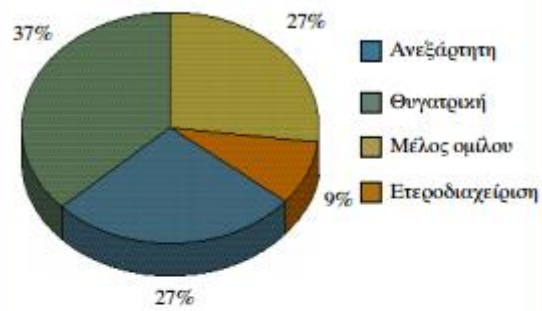
Η ανάπτυξη του VC μετά το 1999 σχετίστηκε άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι αποδόσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ στο διάστημα αυτό ήταν εντυπωσιακές και υπήρχε οργασμός στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιρειών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγραφών από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το VC εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμη και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυναν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξης τους και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδο τους στο ΧΑΑ. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από την παρούσα έρευνα, όπου η πλειοψηφία των ΕΚΕΣ είναι νέες εταιρείες με ηλικία μέχρι 3 έτη (46%).

Σε ποσοστό 27% η ηλικία τους κυμαίνεται μεταξύ των 10 και 15 ετών ενώ αντίστοιχα σε ποσοστό 18% και 9% βρίσκονται ΕΚΕΣ με ηλικία μεταξύ 4 και 9 ετών και μεγαλύτερη από 15 έτη αντίστοιχα.

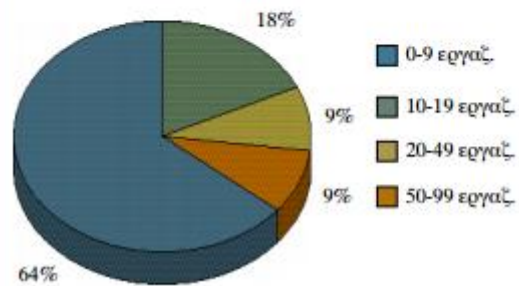


Μια μόνο ΕΚΕΣ υπόκειται σε διαχείριση από άλλη εταιρεία και χρησιμοποιεί ακόμη και το προσωπικό της χρηματιστηριακής εταιρείας (στο διάγραμμα αναφέρεται ως ετεροδιαχείριση). Οι άλλες αποτελούν μέλη ομίλων (27%) < είναι θυγατρικές άλλων εταιρειών (κυρίως τραπεζών) σε ποσοστό 37%, ενώ το υπόλοιπο 27% είναι ανεξάρτητες (Διάγραμμα 2).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2
ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΣΧΕΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3
ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC/ΠΛΗΘΟΣ ΣΤΕΛΕΧΩΝ



5.2 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η επενδυτική πολιτική των ΕΚΕΣ διέπεται από το Νόμο 2367/95, καθώς καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο μια ΕΚΕΣ συμμετέχει στην επιχείρηση, τις υπηρεσίες που θα παρέχει στην ομάδα των μάνατζερ και την έξοδο της από την επένδυση, η οποία πρέπει να γίνει μέσα σε 3 έτη.

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του venture capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του Ταμείου Νέας Οικονομίας ΑΕ (TANEO) με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Γενικότερα στόχος της εταιρείας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς επίσης και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας.

Είναι η πρώτη φορά, όπως επισημαίνεται και στο European Venture Capital Journal (10.8.2001), που μια εταιρεία fund of funds (δηλαδή ένα κεφάλαιο που επενδύει σε άλλα κεφάλαια) επενδύει ειδικά σε υψηλής τεχνολογίας start-ups επιχειρήσεις κεφάλαια ύψους 150 εκατ. ευρώ. Πρότυπα για τη δημιουργία του αποτέλεσαν τα μοντέλα των Βρετανικών κεφαλαίων υψηλής τεχνολογίας (UK's hightech funds), τα Ευρωπαϊκά Κεφάλαια Επενδύσεων (European Investment Fund-EIF) και ο όμιλος venture capital του Ισραήλ, Yozma.

Μετά από πιέσεις του ΟΟΣΑ και του European Association of Venture Capital (EVCA) για την αρχή της φορολογικής ουδετερότητας η κυβέρνηση προχώρησε τον Απρίλιο του 2002: α) στην ψήφιση του υπ' αριθμ. 2992/20.3.2002 νομοσχεδίου για την επιχειρηματικότητα, το οποίο

τροποποιεί τον προηγούμενο νόμο 2843/2000 θέτοντας ένα πιο ευέλικτο θεσμικό πλαίσιο, καθώς i) συγχρηματοδοτεί τη σύσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ), τα οποία δεν θα φορολογούνται ως οργανισμός αλλά μόνο οι μέτοχοι τους, όπως συμβαίνει σε όλη την Ευρώπη, ii) τροποποιεί τις ιδρυτικές διατάξεις του ΤΑΝΕΟ (Άρθρο 8) και iii) μεταχειρίζεται ευνοϊκά τις δαπάνες επιστημονικής και τεχνολογικής έρευνας των επιχειρήσεων, το ήμισυ του κόστους (50%) των οποίων θα αφαιρείται από το καθαρό εισοδημά τους κατά τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών τους και β) στην έκδοση της υπ' αριθμ. 160979/Β.811/12.4.2002 Υπουργικής Απόφασης, με την οποία καθορίζονται οι όροι και οι προϋποθέσεις για τη συμμετοχή της ανώνυμης εταιρείας ΤΑΝΕΟ σε ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και άλλα αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου. Επιτυχία αποτελεί για την ελληνική πραγματικότητα η αναγνώριση του ΤΑΝΕΟ από την Ευρωπαϊκή Ένο^α, γεγονός που συνέβη μόλις το Σεπτέμβριο του 2002 και σηματοδοτεί την έναρξη λειτουργίας του ΤΑΝΕΟ. Ο αρμόδιος επίτροπος για τα θέματα ανταγωνισμού Μάριο Μόντι αναγνωρίζει τη συμβατότητα του καθεστώτος της λειτουργίας του ΤΑΝΕΟ με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ενωμένη Ευρώπη, οπότε ενεργοποιείται άμεσα το πρώτο ελληνικό fund of funds.

Από το ΤΑΝΕΟ προσλήφθηκαν 3 εταιρείες χρηματοοικονομικών συμβούλων η Deutsche Bank, η NBGI, και η EFG Telesis Finance, οι οποίες θα αναλάβουν την προσέλκυση θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του ΤΑΝΕΟ. Ήδη έχει προκηρυχθεί η πρώτη πρόσκληση για την υποβολή προτάσεων από τους ενδιαφερομένους να προβούν σε σύσταση οχημάτων παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, όπου το ΤΑΝΕΟ θα αναλαμβάνει ποσοστό μικρότερο του 50% του κεφαλαίου των επενδυτικών σχημάτων που θα επενδύουν σε ελληνικές καινοτόμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Παράλληλα το ΤΑΝΕΟ, σε συνεργασία με το Ελληνικό Κέντρο Επενδύσεων, έχει διοργανώσει τρία Venture Capital Forum μέχρι σήμερα (2000, 2001, 2002) στα οποία δίνεται η ευκαιρία να συναντηθούν με ραντεβού οι νέοι επιχειρηματίες με φορείς παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων, να παρακολουθήσουν παρουσιάσεις σχετικές με την ανάπτυξη νέων επιχειρηματικών πρωτοβουλιών, τις τεχνολογικές εξελίξεις σε συναφή με το VC θέματα και τη διεθνή εμπειρία σε θέματα κρατικής στήριξης του VC. Επιπλέον το πρόγραμμα περιελάμβανε φέτος και εκπαιδευτικά προγράμματα που απευθύνονταν τόσο σε επιχειρηματίες όσο και σε στελέχη εταιρειών VC. Τα

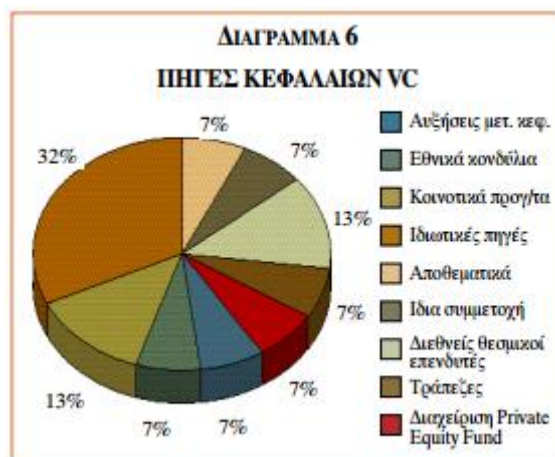
ΠΙΝΑΚΑΣ 1							
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΓΙΑ ΤΟ 1998-2001							
ΠΛΗΘΟΣ ΥΠΟΨΗΦΙΩΝ ΚΑΙ ΕΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΔΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ							
(σε Κευρο)	1998	1999	Μεταβ.(%)	2000	Μεταβ.(%)	2001	Μεταβ.(%)
Διαθέσιμα κεφάλαια VC	82.708	86.369	4,43	301.583	249,18	491.549	62,99
Επενδυόμενα κεφάλαια	23.127	44.289	91,50	133.013	200,33	52.996	-60,16
Ποσοστό επενδ. (%)	6,44%	1,72%		11,28%		8,12%	
Πλήθος υποψήφιων σχεδίων των επιχειρήσεων	167	238	42,51	907	281,09	905	-0,22
Πλήθος εγκεκριμένων σχεδίων	18	14	-22,22	47	235,71	37	-21,28
Ποσοστό εγκεκρ. (%)	10,77%	5,88%		5,18%		4,08%	

αποτελέσματα του 2ου Venture Capital Forum ήταν αρκετά ενθαρρυντικά, καθώς προέκυψαν δυο ελπιδοφόρες επενδύσεις σε venture capital: α) η εταιρεία υψηλής τεχνολογίας Theta Microelectronics με επενδυτή την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και β) η "ΩΝΙΑ NET" με επενδυτή τον Ομιλο Πουλιάδη (ο οποίος δεν είναι ΕΚΕΣ αλλά ένας μη θεσμικός "business angel").

Με βάση τα δεδομένα του Πίνακα 1, τα διαθέσιμα και τα επενδύσιμα κεφάλαια για VC βρίσκονται σε εντυπωσιακή άνοδο την περίοδο 1998-2001 (494,32% για τα διαθέσιμα και 129,15% για τα επενδύσιμα κεφάλαια αντίστοιχα). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μετά το 1999 ιδρύθηκαν και ουσιαστικά άρχισαν να λειτουργούν από το έτος 2000 άλλες 5 νέες ΕΚΕΣ. Το 2001 όμως παρουσιάστηκε σημαντική μείωση στα επενδύσιμα κεφάλαια (-60%) παρ' όλο που το διαθέσιμο κεφάλαιο προς επενδύσεις είχε αυξηθεί σημαντικά (63%), εξαιτίας της ανυπαρξίας αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων όπως είχε επισημανθεί και από τα στελέχη των ΕΚΕΣ. 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.

Το πλήθος των εγκεκριμένων σχεδίων επιχειρήσεων διπλασιάζεται την περίοδο 1998-2001, αλλά το ποσοστό των εγκεκριμένων σχεδίων μειώνεται παρά την αύξηση του πλήθους των υποψήφιων σχεδίων επιχειρήσεων (από 10,77% το 1998 πέφτει στο 4,08% το 2001). Αυτό δείχνει ότι οι ΕΚΕΣ εφαρμόζουν μια άκρως λιτή και επιλεκτική πολιτική σε ό,τι αφορά την αξιολόγηση σχεδίων επιχειρήσεων.

Οι ΕΚΕΣ αντλούν τα επενδυτικά τους κεφάλαια κυρίως από ιδιωτικές συμμετοχές σε ποσοστό 32%, από θεσμικούς επενδυτές σε ποσοστό 13% και από κοινοτικά προγράμματα σε ποσοστό 13%, ενώ άλλη πηγή αποτελούν η αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου (7%), τα αποθεματικά τους (7%), τα ίδια κεφάλαια (7%), τα εθνικά κονδύλια (7%), η διαχείριση Private Equity Fund (7%) και οι τράπεζες (7%) (αφορά κυρίως τις εταιρείες που είναι θυγατρικές ή μέλη ομίλων τραπεζών) (Διάγραμμα 3).



5.3 ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΣΕ VENTURE CAPITAL

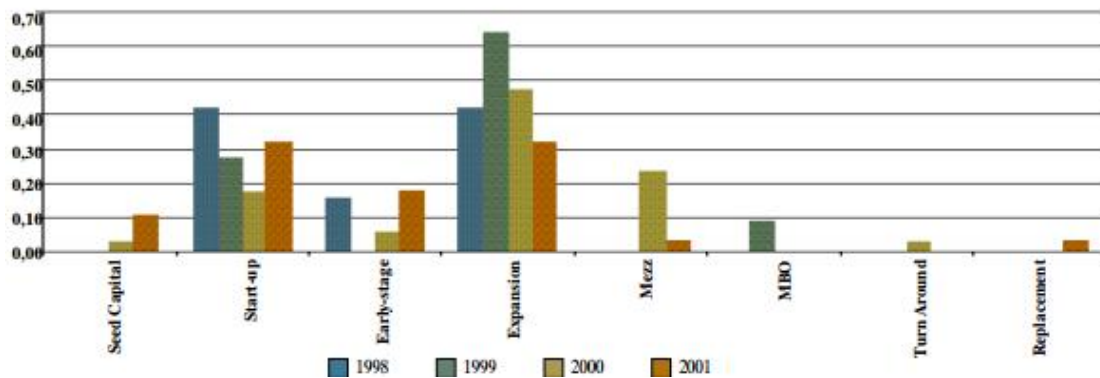
Το VC χρηματοδοτεί μια επιχείρηση στα διάφορα στάδια ανάπτυξης της. Αν και αρκετές φορές δεν υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ διαδοχικών μορφών επενδύσεων, αυτές μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω κατηγορίες :

1. Πρωταρχικό κεφάλαιο η χρηματοδότηση σποράς (*seed capital*).
2. Αρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση εκκίνησης (*start-up finance*).
3. Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου ανάπτυξης (*early-stage finance*).
4. Χρηματοδότηση ανάπτυξης η επέκτασης (*development or expansion finance*).
5. Ενδιάμεση χρηματοδότηση (*mezzanine (bridge) finance*).
6. Κεφάλαιο εξαγοράς *management (management buy-out/buy-in finance)*.
7. Χρηματοδότηση ανόρθωσης η στροφής (*turn around or rescue finance*).
8. Χρηματοδότηση αντικατάστασης (*replacement finance*).

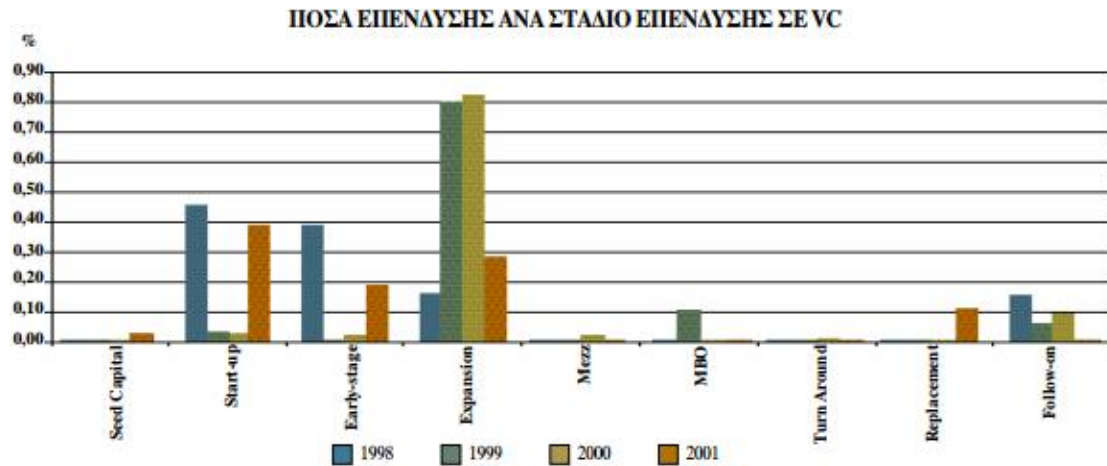
Στην Ελλάδα οι ΕΚΕΣ επενδύουν κυρίως στις ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη και την επέκτασή τους (σε ποσοστό 16% για το 1998, 80% για το 1999, 82% για το 2000 και 28% για το 2001), οι οποίες παρουσιάζουν

περιορισμένο βαθμό κινδύνου. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, λόγω της συνεχούς πτώσης του χρηματιστηρίου τα τρία τελευταία χρόνια, οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ άρχισαν να στρέφονται στις νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις, οι οποίες μακροπρόθεσμα δημιουργούν τις μεγαλύτερες υπεραξίες. Έτσι, ενώ το 2000 τα ποσά που διέθεταν οι ΕΚΕΣ για seed-capital, start-up finance και early-stage καταλάμβαναν σε ποσοστά το 0,5%, 3% και 2% αντίστοιχα των συνολικών επενδύσεων, το 2001 τα ποσοστά των επενδύμενων ποσών εκτοξεύθηκαν αντίστοιχα στο 3%, 39% και 19%. Για την αύξηση του ενδιαφέροντος των ΕΚΕΣ για τις νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις πρέπει να συνεκτιμηθεί και η συμβολή του ΤΑΝΕΟ, το οποίο χρηματοδοτεί μόνο τα υποψήφια επιχειρηματικά σχέδια νέων επιχειρήσεων .

ΠΛΗΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡ. ΣΧΕΔΙΩΝ ΑΝΑ ΣΤΑΔΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ VC

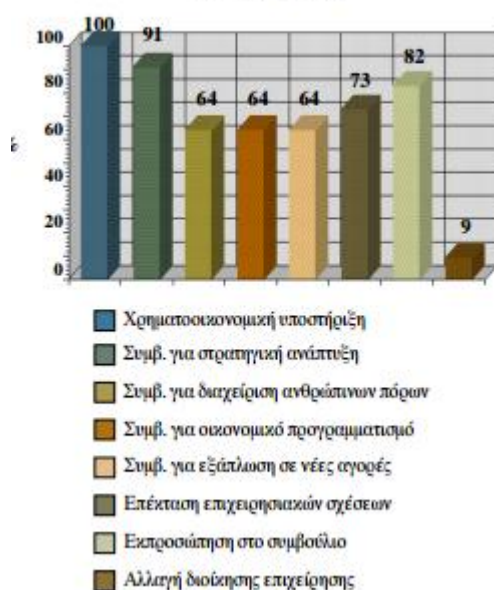


Αντίστοιχη συμπεριφορά είχε παρατηρηθεί και πριν την άνοδο του ΧΑΑ, για το 1998 οπότε διέθεταν για τις start up-finance και early-stage finance επιχειρήσεις το 45% και 38% των συνολικών επενδύμενων κεφαλαίων.



Οι ΕΚΕΣ παρέχουν στις επιχειρήσεις, εκτός από χρηματοοικονομική υποστήριξη σε ποσοστό 100%, και άλλες υπηρεσίες όπως συμβουλευτικές για τη στρατηγική και επιχειρηματική τους ανάπτυξη (91%), και επειδή η συμμετοχή τους σε αυτές συνεπάγεται υψηλό ρίσκο επιδιώκουν να εκπροσωπούνται στο συμβούλιο των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων (82%) ανάλογα με το ποσοστό μετοχών που κατέχουν. Έτσι κύριο μέλημα μιας ΕΚΕΣ είναι να βοηθήσει την επιχείρηση να έχει μια επιτυχημένη επιχειρηματική πορεία, συμβάλλοντας στην επέκταση του δικτύου επιχειρηματικών σχέσεων (73%) και παρέχοντας συμβουλές για τη διαχείριση ανθρώπινων πόρων (64%), τον οικονομικό της προγραμματισμό (64%) και την εξάπλωσή της σε νέες αγορές (64%). Ελάχιστες ΕΚΕΣ είναι που επιδιώκουν αλλαγή στη διοίκηση της υποστηριζόμενης επιχείρησης (9%).

ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΕΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ



5.4ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο θεσμός του επιχειρηματικού κεφαλαίου εισήχθη στην Ελλάδα με τους νόμους 1775/88 και 2166/93 που όμως εξαιτίας του πλαισίου που είχαν δημιουργήσει περιορίζαν τις δραστηριότητες των εταιρειών στους τομείς της τεχνολογίας. Ο λόγος αυτός οδήγησε στην τροποποίηση του νομοθετικού πλαισίου με την ψήφιση του νόμου 2367/95 που μετονόμασε τις Εταιρείες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ). Με τον νόμο 2992/2002 εισάγεται στην Ελλάδα ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ) τα οποία τα διαχειρίζονται Ανώνυμες Εταιρείες (ΑΕ) ή Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ). Βασικός σκοπός όλων αυτών των εταιρειών είναι η χρηματοδότηση νέο-ιδρυόμενων ή μικρομεσαίων μη εισηγμένων σε χρηματιστηριακή αγορά επιχειρήσεων με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Ο αναπτυξιακός νόμος 3299/2004 δίνει τη δυνατότητα χρήσης, για την κάλυψη της Ίδιας Συμμετοχής, κεφαλαίων από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών. Σήμερα, στο χώρο του Ελληνικού Venture Capital δραστηριοποιούνται περίπου 20 εταιρίες. (πάνω από 15 από τις οποίες άρχισαν να λειτουργούν τα τελευταία δύο χρόνια) οι οποίες υπολογίζεται ότι διαχειρίζονται συνολικά πάνω από 300 εκ. ευρώ. Σημαντικές πρωτοβουλίες έχουν αναλάβει οι όμιλοι των τραπεζών Εθνική, Alpha, EFG Eurobank και Εμπορικής μέσω των θυγατρικών / συνδεδεμένων εταιρειών Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, Alpha Ventures, Global Finance και Εμπορική Κεφαλαίου αντίστοιχα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι εταιρίες που επιζητούν venture capitals ενέχουν μεγάλο κίνδυνο και τα κεφάλαια αυτά είναι η μόνη τους δυνατότητα για χρηματοδότηση, αφού, λόγω του κινδύνου αυτού δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν από «παραδοσιακές» πηγές, όπως τα δάνεια από τράπεζες. Οι εταιρίες που επιλέγονται, συνήθως ασχολούνται με υπο-κλάδους της τεχνολογίας, αν και αυτό δεν είναι κανόνας όπως πολλοί πιστεύουν.

Ο κανόνας είναι ότι επιλέγονται οι επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές ανάπτυξης μεγαλύτερες από τα κανονικά επίπεδα και επειδή η τεχνολογία είναι, αναμφισβήτητα, ο κλάδος με την γρηγορότερη άθηση, τις τελευταίες δεκαετίες, τα περισσότερα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών κατευθύνονται σε εκείνο το κλάδο.

Κατά μέσο όρο 1 στις 200 προτάσεις γίνεται αποδεκτή από τους venture capitalists, οι οποίοι αναμένουν ότι μόνο 1-2 στις 10 επενδύσεις του χαρτοφυλακίου τους θα έχουν την επιθυμητή απόδοση και θα αναπληρώσουν τις ζημιές από τις υπόλοιπες «λανθασμένες» επενδύσεις. Επίσης, οι venture capitalists ίσως να έχουν διαφορετικές εντυπώσεις για μία εταιρία που τους παρουσιάζεται.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Απέργης Νικόλαος. «Σύγχρονη Μακροοικονομική». Εκδόσεις: Rosili, Αθήνα 2005

Γεωργακόπουλος Θ., Λοϊζίδης Ι. «Δημοσιονομική Θεωρία». Εκδόσεις Ιανός, Αθήνα 1994

Γεωργάτος Γεώργιος, Οι νέες μορφές συμβάσεων στις σύγχρονες οικονομικές συναλλαγές, Σταμούλης, Αθήνα : 1995

Δαλαμάγκας Βασίλειος. «Εισαγωγή στην Δημοσιονομική Πολιτική». Εκδόσεις: Κριτική, Αθήνα 2003

Προδρομίδης Κυπριανός. «Αρχές Οικονομικής Πολιτικής». Εκδόσεις: Μπένου, Αθήνα 2003

Τάτσος Νίκος. «Θεωρία των φόρων και φορολογική πολιτική». Εκδόσεις: Κριτική, Αθήνα 2012

Τομάρας Π., (2009), Εισαγωγή στο Μαρκετίνγκ και την Έρευνα Αγοράς 4η Έκδοση, Εκδόσεις: Τομαρά Πέτρου, Αθήνα

Τσάκωνας Αθανάσιος. «Η Οικονομική Πολιτική». Εκδόσεις: Ιβίσκος, Αθήνα 2012

Bikker, J. A. and K. Haaf (2002), Competition, "Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry", Journal of Banking and Finance

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.hvca.gr/venture-capital.html>

https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital

<http://www.attica-ventures.gr/vc-overview.php>

http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=107

<http://www.investopedia.com/terms/v/venturecapital.asp>

<http://www.startupgreece.gov.gr/el/content/%CF%84%CE%B9-%CE%B5%CE%AF%CE%BD%CE%B1%CE%B9-%CF%84%CE%B1-%CE%BA%CE%B5%CF%86%CE%AC%CE%BB%CE%B1%CE%B9%CE%B1-%CE%B5%CF%80%CE%B9%CF%87%CE%B5%CE%B9%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD-%CF%83%CF%85%CE%BC%CE%BC%CE%B5%CF%84%CE%BF%CF%87%CF%8E%CE%BD-venture-capital>

<http://www.capital.gr/story/1976361>

<http://www.investingreece.gov.gr/default.asp?pid=57&la=2>

<http://62.1.43.74/5Ekdosis/UplPDFs//sylogikostomos/11c%20TSIRITA%20KHS%20207-228.pdf>

http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%BF%CE%BD%CF%84%CE%AD%CE%BB%CE%BF_%CE%B1%CE%BD%CF%84%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%BD%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_%CE%B4%CF%85%CE%BD%CE%AC%CE%BC%CE%B5%CF%89%CE%BD

http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%BF%CE%BD%CF%84%CE%AD%CE%BB%CE%BF_%CE%B1%CE%BD%CF%84%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%BD%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD_%CE%B4%CF%85%CE%BD%CE%AC%CE%BC%CE%B5%CF%89%CE%BD

http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/Greek_EconBulletin_Dec11____.pdf

http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/Greek_EconBulletin_Dec11____.pdf

http://www.icbs.gr/innet/UsersFiles/students/tutor_notes/postgraduate/Stage_1/Xig/Makro%20kai%20Oikonomiki%20Politiki.pdf

http://www.icbs.gr/innet/UsersFiles/students/tutor_notes/postgraduate/Stage_1/Xig/Makro%20kai%20Oikonomiki%20Politiki.pdf

www.epistimonikomarketing.gr/antistrofi-metrisi-gia-ti-sugxoneusi

www.euro2day.gr/news/enterprises/122/articles/716469/Article.aspx

www.hardouvelis.gr/FILES/.../GR/HardouvelisOikonomikosBanks.pdf

www.hba.gr/main/Ereunes-meletes/EllinikoTrapezikoSistima2008s.pdf

www.nooz.gr/economy/sugxoneiontai-alpha-bank---eurobank

www.tovima.gr/finance/article/?aid=478207

www.uom.gr/media/docs/lxr/forologiki_logistiki.pdf