

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ: ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (VENTURE CAPITAL) ΣΤΗΝ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΩΘΗΣΗ
ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΩΝ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:
Αρτίν Δανελιάν

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ:
Μακρή Λαμπρινή
Τσουπάκη Ευτέρπη

ΠΑΤΡΑ 2007

ПАТРА 2007

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

***Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (VENTURE CAPITAL) ΣΤΗΝ
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΩΘΗΣΗ
ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΩΝ***

ΠΑΤΡΑ 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος	1
Εισαγωγή	2
Συντομογραφίες	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

	Σελ.
1.1 Ο όρος Venture Capital	6
1.2 Εξέλιξη των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου	7
1.3 Στόχοι των επενδυτών των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου.....	13
1.4 Μορφές επενδύσεων με Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου	15
1.5 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου	21
1.6 Επιπτώσεις στην οικονομία από την λειτουργία των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

2.1 Αξιολόγηση των προτάσεων για χρηματοδότηση με Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου	36
--	----

2.2 Κριτήρια αξιολόγησης των προτάσεων για χρηματοδότηση.....	39
2.3 Στάδια χρηματοδότησης με Venture Capital	46
2.4 Κατανομή των ΕΚΥΚ μεταξύ των διαφόρων σταδίων του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.....	79
2.5 Ρευστοποίηση χρηματοδότησης με Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου.....	80
2.6 Η μυωπία της κεφαλαιαγοράς.....	88
2.7 Διαφοροποίηση τραπεζικής χρηματοδότησης και χρηματοδότησης με Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου.....	93
2.8 Δείκτες τάσεως για καινοτομία σε γενικό επίπεδο	100
2.9 Η εισφορά κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις –σύγκριση μεταξύ Ευρωπαϊκής Ένωσης και ΗΠΑ.....	105

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΣΤΗΝ Ε.Ε

3.1 Κοινοτικές πρωτοβουλίες για την ανάπτυξη των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου	108
3.2 Εργασία και καινοτόμες επιχειρήσεις	112
3.3 Φορολογική αντιμετώπιση.....	113
3.4 Δυνατά και αδύνατα σημεία μεταξύ των κρατών- μελών της Ε.Ε.....	114
3.5 Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.....	119
3.6 Ο ευρωπαϊκός κλάδος εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις (private equity) το 2002	123
3.7 Ευρωπαϊκός χώρος έρευνας και καινοτομίας	127

3.8 Ωφέλειες από την χρήση των Venture Capital.....	128
3.9 Κρατικές ενισχύσεις και επιχειρηματικά κεφάλαια.....	129
3.10 Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων	130
3.11 Περιφερειακά Ταμεία Επενδύσεων.....	132

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 Εισαγωγή	134
4.2 Βασικά χαρακτηριστικά της πολιτικής των V.C. εταιριών στη χώρα μας	135
4.3 Διαδικασία επένδυσης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου σε μια εταιρία	138
4.4 Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας	140
Συμπεράσματα	145
Βιβλιογραφία	149

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα πλαίσια της ολοκλήρωσης των σπουδών μας στο τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του Α.Τ.Ε.Ι. Πάτρας αναλάβαμε ως θέμα της πτυχιακής μας εργασίας τη «Συμβολή των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου (Venture Capital) στην Βιομηχανική Δραστηριότητα και στην Προώθηση Καινοτομιών», διότι πιστεύουμε ότι τα επιχειρηματικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου συμβάλλουν σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας, αφού αποτελούν μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης. Στην πορεία εκπόνησης της παρούσας εργασίας προσπαθήσαμε να ερευνήσουμε και να αναλύσουμε κάθε πτυχή του θέματός μας. Πιστεύουμε ότι κάναμε ότι ήταν δυνατόν καλύτερο έτσι ώστε να πλησιάσουμε το στόχο μας αλλά σίγουρα το αποτέλεσμα θα ήταν ακόμα καλύτερο αν δεν συναντούσαμε αρκετές δυσκολίες στη συγκέντρωση των απαραίτητων στοιχείων και χρήσιμων πληροφοριών.

Εντούτοις θέλουμε να πιστεύουμε ότι η εικόνα που "αναδύεται" από το συσχετισμό των δεδομένων που παραθέτουμε και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε, ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα χρήσιμο εγχειρίδιο για την άντληση ουσιωδών πληροφοριών σχετικά με το θέμα.

Κλείνοντας τον πρόλογό μας θα θέλαμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας στον καθηγητή μας κ. Α. Δανελιάν για την πολύτιμη βοήθειά του και την καθοδήγησή του στην ολοκλήρωση της εργασίας μας. Επίσης ευχαριστούμε όλους τους καθηγητές του Τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων του Α.Τ.Ε.Ι. Πάτρας για τις γνώσεις που μας μετέδωσαν.

Οι σπουδάστριες:

Μακρή Λαμπρινή

Τσουπάκη Ευτέρπη

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στα σημερινά οικονομικά δεδομένα που οι αγορές έχουν σχεδόν όλες παγκοσμιοποιηθεί, η Συμβολή των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων στη βιομηχανική Δραστηριότητα και την προώθηση Καινοτομιών είναι σημαντική. Έτσι για το λόγο αυτό προσπαθούμε μέσα από την εργασία μας να αναλύσουμε στοιχεία τα οποία μας βοηθούν να κατανοήσουμε την σημαντική συμβολή των κεφαλαίων αυτών στις σύγχρονες οικονομίες. Για την εκπόνηση της εργασίας αντλήσαμε πληροφορίες από ελληνική και ξένη βιβλιογραφία καθώς, από διάφορες επί του θέματος ιστοσελίδες καθώς επίσης και από τους αρμόδιους φορείς.

Στην προσπάθειά μας για την όσο το δυνατόν πληρέστερη παρουσίαση του θέματος χωρίσαμε την εργασία μας σε τέσσερα κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα: Στο πρώτο κεφάλαιο προσπαθούμε να ορίσουμε τι είναι τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού κινδύνου και ποιος ο ρόλος τους στις σύγχρονες οικονομίες. Κάνουμε ιστορική αναδρομή για να δούμε την εξέλιξή τους από την εμφάνιση τους μέχρι και σήμερα, τους στόχους τους και τις μορφές που αυτά επενδύονται. Ακόμα αναλύουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη τους και τις επιπτώσεις στην οικονομία από την λειτουργία τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρουμε τα κριτήρια με τα οποία γίνεται η αξιολόγηση των προτάσεων για χρηματοδότηση με "ΕΚΥΚ" και τα στάδια χρηματοδότησης. Αναλύουμε την κατανομή των "ΕΚΥΚ" μεταξύ των διαφόρων σταδίων του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ καθώς και τους τρόπους ρευστοποίησης μιας χρηματοδότησης. Επίσης καταγράφουμε τους δείκτες τάσεως για καινοτομία έτσι ώστε να μπορέσουμε να δούμε σε

τι επίπεδο καινοτομίας βρίσκονται οι μεγαλύτεροι ανταγωνιστές της Ευρώπης (Ιαπωνία, ΗΠΑ).

Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρουμε τις κοινοτικές πρωτοβουλίες για την ανάπτυξη του τρόπου χρηματοδότησης με "ΕΚΥΚ", πως επηρεάζει ο παραγωγικός συντελεστής εργασία την δράση των καινοτόμων επιχειρήσεων καθώς και πως βοηθάει στην ανάπτυξη των "ΕΚΥΚ" η ειδική φορολογική αντιμετώπιση. Επίσης έχουμε συμπεριλάβει κάποιους πίνακες που μας δείχνουν τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία μεταξύ των Κρατών –Μελών της Ε.Ε σε εκπαίδευση, R & D ή διπλώματα ευρεσιτεχνίας. Θα αναφερθούμε στον ρόλο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Στη συνέχεια αναφέρουμε τις ωφέλειες που έχουν οι επιχειρήσεις από τη χρήση των "V.C". Ολοκληρώνοντας την ενότητα αυτή κάνουμε μια αναφορά στις παρεμβάσεις των κρατικών φορέων, καθώς και στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων και τα Περιφερειακά Ταμεία.

Στη συνέχεια στο τέταρτο κεφάλαιο καταγράφουμε τη συμμετοχή των "ΕΚΥΚ" στη βιομηχανική δραστηριότητα και την δημιουργία καινοτομιών στην χώρα μας. Κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή για να δούμε πότε εμφανίζονται για πρώτη φορά στη χώρα μας καθώς και τη εξέλιξή τους .Ακολουθεί μια αναφορά στα χαρακτηριστικά της πολιτικής που ακολουθούν οι Venture Capital (V.C) εταιρίες και την διαδικασία μίας επένδυσης. Ακόμη κάνουμε αναφορά στη λειτουργία ενός οργανισμού του Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας ο οποίος δίνει ώθηση στις επενδύσεις των V.C. σε νέες επιχειρήσεις. Στη συνέχεια παραθέτουμε διαγράμματα τα οποία δείχνουν την θέση της χώρας μας μεταξύ των Χωρών της Ε.Ε. σε

επενδύσεις επιχειρήσεων, σε έρευνα και ανάπτυξη και σε καινοτομία, καθώς επίσης και ένα πίνακα που περιέχει την κατανομή των επενδύσεων Venture Capital στα στάδια του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

Ολοκληρώνοντας την εργασία μας διατυπώνουμε κάποια συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε μετά την ανάλυση των στοιχείων και πληροφοριών που καταγράψαμε κατά τη συγγραφή όλων των ενοτήτων.

Σημείωση: Λόγο του ότι στην εργασία μας παρουσιάζονται πολλές φορές συγκεκριμένες λέξεις και εκφράσεις κρίναμε σκόπιμο να τις παρουσιάσουμε με συντομογραφίες έτσι ώστε η ανάγνωση να μην γίνεται κουραστική. Για το λόγο αυτό παραθέτουμε πίνακα συντομογραφιών στην επόμενη σελίδα.

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

- ΕΠΕΚ = Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου
ΕΚΥΚ = Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου
ΥΕΚ = Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου
ΒΕΣ = Σχήμα Επέκτασης Επιχειρήσεων
R & D = Έρευνας και Ανάπτυξης
ΕΕ = Ευρωπαϊκή Ένωση
ΑΕΠ = Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
ΑΕγχΠ = Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
Τ.Α.Ν.Ε.Ο = Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας
Ι.Ρ.Ρ = Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης
V.C. = Venture Capital
Η.Χ.Α = Ημιεπίσημη Χρηματιστηριακή Αγορά
NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automated Quotation
EVCA = European Venture Capital Association
BTG = British Technologies Group
ΜΜΕ = Μικρομεσαίες επιχειρήσεις
ΜΒΟ / ΕΑΔ = Management by objectives (εξαγορά από τη Διοίκηση)
ΜΒΙ / ΕΔ = Εξαγορά της Διοίκησης
ΕΚΕΣ = Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών
ΕΤΕπ = Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων
ΕΣΕΚ = Ευρωπαϊκός Σύνδεσμος Επιχειρηματικών Κεφαλαίων
ΑΚΕΣ = Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

1.1 Ο όρος VENTURE CAPITAL

Ο όρος "VENTURE CAPITAL" ή "RISK CAPITAL" είναι αγγλοσαξονικός. Στα ελληνικά έχει αποδοθεί ως «Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ)» και οι εταιρείες που επενδύουν στο θεσμό αυτό αναφέρονται ως «Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (ΕΠΕΚ)». Τα "ΕΚΥΚ" είναι μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική μεγέθυνσης και συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών, που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, με πρώτιστο στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών.

Με άλλα λόγια ο επενδυτής (άτομο ή επιχείρηση) αναλαμβάνει ένα υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο, συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα να της δώσει τεχνική βοήθεια, να την υποστηρίξει οργανωτικά και διοικητικά με την ελπίδα να επιτύχει σε ένα χρονικό διάστημα 3 μέχρι 10 χρόνων αύξηση της αξίας της, πράγμα που θα αποτελέσει και την απόδοση της επένδυσής του. Δεν αποβλέπει δηλαδή σε έσοδα από μερίσματα αλλά σε κεφαλαιακά κέρδη.

Τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ) απευθύνονται κυρίως προς τις ΜικροΜεσαίες Επιχειρήσεις (ΜΜΕ) παρά το ότι από τον ορισμό που δόθηκε δεν προκύπτει ένας τέτοιος περιορισμός. Ο λόγος είναι ότι οι επιχειρήσεις που απαιτούν κεφάλαια για κάποιο νέο εγχείρημα είναι συνήθως από πολύ μικρές και μικρές έως και μεσαίες που αδυνατούν να βρουν τα κεφάλαια αυτά με

συμβατικούς τρόπους, ενώ παράλληλα διαθέτουν ιδέες και προτάσεις για εντυπωσιακές επιχειρηματικές επιτυχίες.

Τα "EKYK" δεν περιορίζονται συνήθως μόνο στη χρηματοδότηση της ΜΜΕ, χρηματοδοτούν και μεγάλες εταιρείες φτάνει να υπάρχει κεφαλαιακή συμμετοχή, να αναμένονται θεαματικές εξελίξεις και να ενυπάρχει το στοιχείο του υψηλού κινδύνου. Της παρέχουν επίσης συμβουλές σε ζητήματα χρηματοοικονομικά, προσλήψεων, μάρκετινγκ, προώθησης προϊόντος, επέκτασης σε διεθνή κλίμακα, οργάνωσης κτλ. Σκοπός των "EKYK" είναι η χρηματοδότηση των εταιρειών που πρόκειται να αναδειχτούν μεταξύ των πρώτων στον κλάδο τους.

1.2 Ιστορικά στοιχεία που αφορούν την εξέλιξη των κεφαλαίων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου

Στα 'Πολιτικά' ο Αριστοτέλης αναφέρει ότι ο Θαλής ο Μιλήσιος χρησιμοποιώντας τις επιστημονικές γνώσεις του προέβλεψε για ένα συγκεκριμένο έτος ότι η σοδειά της ελιάς θα ήταν πλούσια. Έτσι, βρήκε κάποιους χρηματοδότες και, αφού τους έπεισε, μίσθωσε, με τα 'δανειακά' χρήματα που έδωσαν, όλα τα ελαιοτριβεία της Μιλήτου και της Χίου, με μάλλον χαμηλό ενοίκιο, για ένα χρόνο. Το φθινόπωρο, όταν οι προβλέψεις επιβεβαιώθηκαν, η πλούσια σοδειά της ελιάς οδήγησε σε αυξημένη ζήτηση για ελαιοτριβεία. Εκμεταλλευόμενος τη μονοπωλιακή του θέση, ο Θαλής έλαβε πολύ μεγάλες αμοιβές για την παραχώρηση και επενοικίαση των ελαιοτριβείων. Έτσι, πλούτισε ο ίδιος αλλά και οι χρηματοδότες του.

Το σκεπτικό των πλουσίων ιδιωτών, που επενδύουν τα πλεονάζοντα διαθέσιμά τους σε δραστηριότητες με δυνητικά υψηλές αποδόσεις, μετεξελίχθηκε με τα χρόνια, περνώντας από αρκετά μεταβατικά στάδια, σε αυτό που σήμερα ονομάζουμε "ΕΚΥΚ". Χαρακτηριστικό στάδιο εξέλιξης του θεσμού είναι αυτό κατά το οποίο επαγγελματίες σύμβουλοι, λογιστές, δικηγόροι και ασφαλιστές μεσολαβούν και καταφέρνουν να διοχετεύσουν κεφάλαια από ευκατάστατους ιδιώτες σε μελλοντικούς επίδοξους επιχειρηματίες.

Ο θεσμός με τη σημερινή του μορφή εμφανίζεται μετά τον Β΄ παγκόσμιο πόλεμο στις ΗΠΑ, το 1946, όταν ο J.H. Whithey ίδρυσε την πρώτη ιδιωτική εταιρεία καινοτομικού κεφαλαίου με αρχικό κεφάλαιο 10 εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Ο ίδιος επινόησε τον όρο "Venture Capital" και ήταν ο πρώτος που σχεδίασε μια συμμετοχική "ΕΠΕΚ". Οι δραστηριότητες των θεμελιωτών του νέου θεσμού δεν αφορούσαν μόνο τη δημιουργία κερδών, αλλά και τη δημιουργία μακροπρόθεσμα επιτυχημένων επιχειρήσεων.

Μεγάλη ενίσχυση στις επιχειρήσεις έδωσε ο νόμος 'περί επενδύσεων σε μικρές επιχειρήσεις', που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ το 1958. Στο πλαίσιο των ρυθμίσεων του αναπτύχθηκαν ιδιωτικές εταιρείες επενδύσεων, που συγκέντρωναν ιδιωτικά και κυβερνητικά κεφάλαια σε αναλογία 1 προς 4 και ήταν σε θέση να προσφέρουν τα κεφάλαια αυτά σε μικρές ανεξάρτητες δυναμικές επιχειρήσεις. Το πρόγραμμα αυτό επεκτάθηκε γρήγορα, και το 1964 υπήρχαν 649 εταιρείες αυτής της μορφής. Η κακή χρήση των κεφαλαίων σε ορισμένες περιπτώσεις, η οποία ήταν άλλωστε αναμενόμενη λόγω της "μικρής ηλικίας" του θεσμού, οδήγησε σε απώλειες και ανασχηματισμούς, όμως η υποδομή είχε ήδη δημιουργηθεί και τα θεμέλια είχαν τεθεί για την ανάπτυξη και τη μετεξέλιξη των "ΕΚΥΚ".

Μεγάλη ώθηση έδωσαν κατά τη δεκαετία του 1960 στις ΗΠΑ οι υψηλότερες έως θεαματικές αποδόσεις των επενδύσεων με υψηλό κίνδυνο στη μικροηλεκτρονική και γενικά στους κλάδους υψηλής τεχνολογίας. Έτσι, άρχισε πλέον η συστηματική χρησιμοποίηση και διάδοση των "ΕΚΥΚ".

Κατά τη δεκαετία του 1970 η αγορά των "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ παρουσίασε τα πρώτα συμπτώματα ωριμότητας, ενώ έγινε αισθητή η επίδραση της κυκλικότητας που χαρακτηρίζει το "εργαλείο" αυτό. Παρουσιάστηκε μια κάμψη στους ρυθμούς αύξησης των "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ, η οποία αναστράφηκε το 1978. Αιτία της κάμψης ήταν η "φυσική διάλυση" μιας σειράς κεφαλαίων, που είχαν σχηματιστεί κατά την προηγούμενη δεκαετία, η οποία συνέπεσε με τις δυσμενείς φάσεις των κυκλικών διακυμάνσεων, της χρηματοδότησης της τεχνολογίας και της καινοτομίας, της εν γένει οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και με αποφάσεις θεσμικού φορολογικού χαρακτήρα της κυβέρνησης των ΗΠΑ, όπως η διπλή φορολογία των κεφαλαιακών κερδών και οι περιορισμοί σε 'επισφαλείς' τοποθετήσεις από τα αμερικάνικα Ταμεία Συντάξεων. Η ευελιξία όμως και η προσαρμοστικότητα των "ΕΚΥΚ", καθώς και η αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που αφορούσε τη φορολόγηση των κερδών κεφαλαίου μετά το 1978, συνέβαλαν στη δραστική ανάκαμψη των "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ και την ενίσχυση της σπουδαιότητάς τους ως χρηματοδοτικού μέσου αλλά και ως μέσου προώθησης της καινοτομικής δραστηριότητας.

Η απαρχή για τη διεθνοποίηση τους και την ανάπτυξή τους σε άλλες χώρες εκτός των ΗΠΑ έγινε περίπου στα τέλη της δεκαετίας 1970, οπότε εξαπλώθηκαν και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες είτε με τη μορφή επενδύσεων αμερικανικών εταιρειών "ΕΚΥΚ", είτε με τη δημιουργία εγχώριων εταιρειών.

Επειδή η αγορά των "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ παρουσιάζει κατά τη δεκαετία του 1980 εικόνα ωριμότητας, το ενδιαφέρον κατά την περίοδο αυτή επικεντρώνεται στις χώρες του υπόλοιπου κόσμου και κυρίως στην Ευρώπη, όπου οι εξελίξεις είναι σημαντικές και οι ρυθμοί επέκτασης του θεσμού σηματοδοτούν την εποχή της διεθνοποίησης των "ΕΚΥΚ".

Πιο συγκεκριμένα λοιπόν όσον αφορά την ανάπτυξη και εξέλιξη των "ΕΚΥΚ" στην Ευρώπη θα μπορούσαμε να πούμε τα εξής:

Η Αγγλία είναι αδιαμφισβήτητα η χώρα-πρωτοπόρος στον τομέα των "ΕΚΥΚ" στην Ευρώπη. Ο θεσμός άρχισε να αναπτύσσεται στην Αγγλία κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970, σηματοδοτώντας την εισαγωγή του καινοτομικού αυτού εργαλείου από τις ΗΠΑ στον ευρωπαϊκό χώρο. 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).

Το "BES", που είχε ως στόχο την τόνωση της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων, μέσω της δημιουργίας εταιρειών χρηματοδότησης και υποστήριξης μικρομεσαίων επιχειρήσεων, προέβλεπε φορολογικές ελαφρύνσεις στην προσωπική φορολογία των επενδυτών-χορηγών κεφαλαίου.

Ήδη στις αρχές της δεκαετίας του 1980 λειτουργούσε στην Αγγλία ένας υπολογίσιμος αριθμός εταιρειών χρηματοδότησης, ενώ ο όγκος των επενδύσεων "ΕΚΥΚ" αυξανόταν.

Σημαντική επίσης ανάπτυξη του θεσμού στην Ευρώπη, σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ολλανδία, η Ιταλία 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 1984-86 ήταν στην Ιταλία 103%, στο Βέλγιο 64%, στη Γερμανία 61% και την Ολλανδία 58%. Η Γαλλία, που είχε στην αρχή της δεκαετίας του 1980 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 μεταξύ των χωρών της Ευρώπης από πλευράς όγκου επενδύσεων "ΕΚΥΚ". Τα συνολικά διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις "ΕΚΥΚ" ανέρχονται σε 5,4 δις δολάρια το 1984 στις δέκα χώρες της ΕΟΚ, ενώ στις ΗΠΑ το συνολικό μέγεθος ήταν 16 δις δολάρια. Το 1986 τα κεφάλαια "ΕΚΥΚ" στην Ευρώπη έφτασαν τα 7,3 δις ECUs, από τα οποία το 11% δόθηκε από κοινοπραξίες "ΕΠΕΚ".

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 των "ΕΚΥΚ" στην Ευρώπη ήταν η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (European Venture Capital Association – EVCA), ο οποίος προσέφερε σημαντική υποστήριξη στις "ΕΠΕΚ".

Τα ευρωπαϊκά όμως "ΕΚΥΚ" παρουσιάζουν αρκετές διαφορές σε σύγκριση με τα αμερικάνικα, όσον αφορά τα στάδια και μέσα χρηματοδότησης, τις πηγές πορισμού των κεφαλαίων, τους κλάδους χρηματοδότησης, τη μορφή της αγοράς κλπ. Η αμερικάνικη προσέγγιση στα "ΕΚΥΚ" είναι πολύ περισσότερο 'ενεργού συμμετοχής' σε σχέση με την ευρωπαϊκή.

Πηγή: Venture Capital, Ανασκόπηση, Εμπορική Κεφαλαίου Εταιρία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου

Επίσης, στην ευρωπαϊκή αγορά "ΕΚΥΚ", σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, σημαντικό μέρος των κεφαλαίων έχει διοχετευθεί σε επιχειρήσεις ώριμες για ανάπτυξη και επέκταση, παρά σε νέες ή για πρώτη φορά λειτουργούσες εταιρείες – γεγονός που υποδηλώνει την έλλειψη επενδυτικών ευκαιριών, αλλά και μια περισσότερο επιφυλακτική προσέγγιση στην ανάληψη κινδύνων από επενδυτές στην Ευρώπη. Το μέσο μέγεθος επένδυσης είναι μικρό στην Ευρώπη, συγκριτικά με τις ΗΠΑ (μικρότερο από 50%).

Παρ' όλα αυτά τα τελευταία χρόνια έχει γίνει στην Ευρώπη συντονισμένη προσπάθεια για την ανάπτυξη του θεσμού των "ΕΚΥΚ", δεδομένου ότι η ευρωπαϊκή ενοποίηση υποδεικνύει την ανάγκη ενίσχυσης της τεχνολογικής υποδομής, αλλά και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η αμερικανική και ιαπωνική πρόκληση σε ενδοκοινοτικό και σε διεθνές επίπεδο. Πολλές μεγάλες εταιρείες "ΕΚΥΚ" προχώρησαν σε δικτυοποίηση των εργασιών τους, δημιουργώντας θυγατρικές "ΕΠΕΚ" σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, για να εκμεταλλευτούν την τεχνογνωσία τους και να αξιοποιήσουν νέες αγορές. Πολλές φορές εγχώριες "ΕΠΕΚ" ενός κράτους-μέλους συνεργάζονται με αλλοδαπές "ΕΠΕΚ" που προέρχονται από άλλο κράτος-μέλος, προκειμένου να προωθήσουν επενδυτικά σχέδια αμοιβαίου ενδιαφέροντος σε κάποια ευρωπαϊκή χώρα.

Μια παράλληλη εξέλιξη της συνεργασίας των εταιρειών "ΕΠΕΚ" στην Ευρώπη αποτελούν οι κοινοπραξίες. Πολλές φορές, όταν υπάρχει ανάγκη χρηματοδότησης σημαντικού ύψους, ένας αριθμός "ΕΠΕΚ" από την ίδια ή από διαφορετικές χώρες σχηματίζουν κοινοπραξία και προβαίνουν σε χρηματοδότηση η οποία, αν γινόταν από μια μόνο "ΕΠΕΚ", θα δέσμευε μεγάλο μέρος των κεφαλαίων της.

Θα πρέπει, πάντως, να αναφερθεί ότι στις ΗΠΑ παρατηρείται στη δεκαετία του 1990 μεγάλη υποχώρηση των "ΕΚΥΚ". Πριν το 1980 περίπου \$460 εκ. είχαν επενδυθεί σε 375 εταιρείες. Το 1987 είχαν επενδυθεί περίπου \$4 δις σε 1730 εταιρείες. Έκτοτε, άρχισε η υποχώρηση και στα μέσα του 1990 το ένα τρίτο των επενδύσεων που είχαν πραγματοποιήσει οι "ΕΠΕΚ" είχε ρευστοποιηθεί με μεγάλες ζημιές. Ο κλάδος βρίσκεται ακόμα σε φάση αναδόμησης των προσεγγίσεων και της στρατηγικής του, αν και τα τελευταία χρόνια σημείωσε σημαντική ανάκαμψη. Κατά το 1999 οι επενδύσεις σε "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ ανήλθαν σε 43,7 δις Ευρώ, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση σε 11,5 δις Ευρώ.

1.3 Στόχοι των επενδυτών Επιχειρηματικού κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ)

Στόχος των επενδυτών "ΕΚΥΚ" (με τη συμμετοχή τους στο κεφαλαίο της επιχείρησης στην οποία γίνεται η επένδυση) είναι να επενδύσουν σε επιχειρήσεις που έχουν σημαντικότερες προοπτικές μεγέθυνσης, πολύ μεγαλύτερες από τις μεσαίες και αρκετά μεγάλες, ώστε να δικαιολογείται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Ο ρυθμός μεγέθυνσης που αναμένεται είναι συνήθως άνω του 45%, ενώ στις μικρές τεχνολογικές επιχειρήσεις είναι της τάξης του 60-80%.

Η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσεως είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από αυτή που προσφέρει η αγορά χρήματος. Στόχος επίσης των επενδυτών των "ΕΚΥΚ" είναι η έξοδος από την επένδυση την κατάλληλη στιγμή με πώληση των μετοχών της εταιρείας στην οποία συμμετείχαν. Τα έσοδα που προσδοκούνται από μερίσματα δε θεωρούνται στρατηγικής σημασίας.

Η έξοδος από την επένδυση γίνεται είτε με πώληση σε κάποια μεγάλη επιχείρηση είτε, πιο συχνά, με τη δημόσια προσφορά, και σε λίγες μόνο περιπτώσεις η επιχείρηση εξαγοράζεται εξ ολοκλήρου από τον επιχειρηματία που τη δημιούργησε.

Τα "EKYK" στοχεύουν στο να καλύψουν κυρίως τις δύσκολες μεταβατικές αλλά αναπτυξιακές φάσεις μιας επιχείρησης, όπου η υψηλή απόδοση συνδυάζεται με σοβαρούς κινδύνους. Μόλις η μεταβατική αυτή περίοδος πλησιάζει προς το τέλος της και ο υψηλός ρυθμός απόδοσης αρχίζει να υποχωρεί (χωρίς να παύει να είναι σημαντικά θετικός), η επένδυση ρευστοποιείται. Η ρευστοποίηση γίνεται π.χ. πολύ πριν από την ωρίμανση του παραγόμενου προϊόντος και ενώ ο ρυθμός κερδοφορίας δεν έχει καν φτάσει στο μέγιστο σημείο του. Οι επενδυτές "EKYK" στοχεύουν ακόμα στην ανάπτυξη νέων τεχνικών, τη δημιουργία νέων προϊόντων, τη ριζική αναδιάρθρωση της λειτουργίας μονάδων που ήδη υπάρχουν ή την εκμετάλλευση δυνητικά δυναμικών αγορών. Στόχος τους είναι τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που θα

υποστηρίξουν, να έχουν για κάποιο χρονικό διάστημα μονοπωλιακή παρουσία στην αγορά, μιας και συνήθως συνδέονται με κάποιου είδους καινοτομία, ώστε να εκμεταλλευτούν τη ζήτηση που θα δημιουργηθεί κατά τον καλύτερο τρόπο.

Στοχεύουν επίσης σε ένα διεθνοποιημένο χαρτοφυλάκιο με σκοπό όχι μόνο να μειώσουν τον κίνδυνο μέσω της διασποράς του, αλλά και να αποκτήσουν τη δυνατότητα να εκτιμήσουν την καινοτομία, ακόμα και για την εγχώρια αγορά, αφού θα λάβουν σοβαρά υπόψη τους τα στοιχεία του παγκόσμιου ανταγωνισμού και της διεθνούς ζήτησης.

1.4 Μορφές Επενδύσεων "ΕΚΥΚ"

Μια Εταιρία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) ενδιαφέρεται – ως επενδυτής – για την απόδοση του συνόλου των επενδυμένων κεφαλαίων της. Συνεπώς, η πολιτική της θα διαμορφωθεί με βάση την προσπάθεια ελαχιστοποίησης του κινδύνου μη είσπραξης των επιθυμητών απολαβών.

Συνήθως μια "ΕΠΕΚ" επενδύει σε μια εταιρία Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου (ΥΕΚ) με τους εξής τρόπους:

1. Συμμετογή στο μετοχικό κεφάλαιο

Πρόκειται για τον πιο συνηθισμένο τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων μιας "ΕΠΕΚ" σε μια εταιρία "ΥΕΚ" με την οποία συνεργάζεται. Με την επένδυση που πραγματοποιεί η εταιρία "ΕΠΕΚ" αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο) της εταιρίας "ΥΕΚ" και συνεπώς αυξάνεται η δανειοληπτική της ικανότητα και η αξιοπιστία της. Ταυτόχρονα, με αυτού του είδους την χρηματοδότηση δεν δημιουργείται υποχρέωση τακτικών και προκαθορισμένων με βεβαιότητα εκταμιεύσεων, όπως θα γινόταν σε περίπτωση της σύναψης δανείου. Έτσι, διευκολύνεται η ταμιακή διαχείριση της εταιρίας "ΥΕΚ", ενώ η συμμετοχή της εταιρίας "ΕΠΕΚ" αφορά και το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, εκτός από τον μη συστηματικό κίνδυνο ο οποίος συνδέεται με την δραστηριότητα και την κερδοφορία της εταιρίας "ΥΕΚ". Όταν η εταιρία "ΥΕΚ" εισαχθεί στην κύρια ή την παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου, τότε η "ΕΠΕΚ" ενδέχεται να πουλήσει μέρος ή το σύνολο της ιδιοκτησίας της στους επενδυτές, πραγματοποιώντας κεφαλαιακά κέρδη.

Πολλές φορές είναι πιθανό μια συνεργασία τέτοιας μορφής να θέτει περιορισμούς στην εταιρία "ΥΕΚ" αναφορικά με τις αυξήσεις που μπορεί να κάνει στο μετοχικό της κεφάλαιο, έτσι ώστε η "ΕΠΕΚ" να διατηρεί πάντα το ποσοστό συμμετοχής που είχε αρχικά συμφωνηθεί. Επίσης, είναι δυνατό, σε περίπτωση που ένας μέτοχος επιθυμεί να ρευστοποιήσει την επένδυσή του, να υπαγορεύεται η αναζήτηση αγοραστών, σε πρώτο στάδιο, μεταξύ των ήδη υπαρχόντων μετόχων της εταιρίας "ΥΕΚ". Σε γενικές γραμμές είναι δυνατό να υπάρχουν πολλά είδη συμφωνιών ή /και περιορισμών για την εταιρία "ΥΕΚ".

Στις περισσότερες περιπτώσεις χρηματοδότησης με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο ακολουθείται από τις εταιρίες "ΕΠΕΚ" η τακτική της ενεργού υποστήριξης, 'hands on' στην εταιρία "ΥΕΚ", στην οποία γίνεται η επένδυση. Η ενεργός υποστήριξη υλοποιείται από την "ΕΠΕΚ", μέσω της συμμετοχής της στην δραστηριότητα της εταιρίας "ΥΕΚ", με την παροχή υπηρεσιών συμβούλου σε θέματα οργάνωσης, διοίκησης, μάρκετινγκ και γενικότερης στρατηγικής, με σκοπό την στήριξη και προαγωγή κοινών συμφερόντων.

Συνήθως οι επενδυτές (εταιρίες Venture Capital), που έχουν συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρίας με την τακτική της ενεργού υποστήριξης, έχουν απαιτήσεις αναφορικά με τις αποδόσεις που εκτιμάται ότι θα προκύψουν από την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων. Στην Αγγλία τα τέλη της δεκαετίας του '80 οι "ΕΠΕΚ" προσδοκούσαν κατά μέσο όρο από τις επενδύσεις στις οποίες συμμετείχαν τις εξής αποδόσεις :

- 40% εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (IRR) σε ετήσια βάση.
- 30% αποδοτικότητα απασχολουμένων κεφαλαίων σε ετήσια βάση.

Η υλοποίηση της συμμετοχικής επένδυσης διευκολύνεται για τις "ΕΠΕΚ", όταν λειτουργεί ημιεπίσημο δευτερεύον χρηματιστήριο (ή – παράλληλη αγορά κύριου χρηματιστηρίου), με χαλαρότερους όρους εισαγωγής των μετοχών για διαπραγμάτευση, και όταν υπάρχει το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς που αναγνωρίζει τις ιδιαιτερότητες των επενδύσεων αυτής της μορφής. Ο επενδυτής πρέπει να έχει κάθε στιγμή την δυνατότητα ρευστοποίησης μέρους ή όλης της επένδυσής του, ιδιαίτερα όταν οι διακυμάνσεις απόδοσης και κινδύνου είναι μεγάλες. Αυτό το κενό καλύπτουν τα χρηματιστήρια "Over the Counter" στις ΗΠΑ ή των "Unlisted Securities" στο Λονδίνο.

Ένα μέτρο στην Ελλάδα που στόχευε στην ίδια κατεύθυνση προβλεπόταν από το Ν. 1775/88 και αφορούσε την επιχορήγηση ύψους 30% στην "ΕΠΕΚ" πάνω στο ποσό της συμμετοχής της σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας. Επίσης, για τη συμμετοχή τους ή τις χορηγούμενες εγγυήσεις σε εταιρείες "ΥΕΚ", οι "ΕΠΕΚ" είχαν το δικαίωμα να εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημά τους το 3% του υπολοίπου των παραπάνω συμμετοχών και εγγυήσεων. Τα κέρδη υπεραξίας από τη ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου τους απαλλάσσονταν από φόρο εισοδήματος.

Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η μορφή συμμετοχικής επένδυσης αποτελεί ειδοποιό διαφορά του επιχειρηματικού κεφαλαίου υψηλού κινδύνου από τις κλασσικές μορφές χρηματοδοτήσεων, όπως η προσφυγή στη χρηματαγορά, οι ενισχύσεις, οι επιδοτήσεις του δημοσίου κλπ.

2. Χορήγηση δανείων

Η χορήγηση δανείου από την "ΕΠΕΚ" στην επιχείρηση "ΥΕΚ" αποτελεί το δεύτερο τρόπο χρηματοδότησης. Εφαρμόζεται σε

περιπτώσεις, όπου κύριο μέλημα των "ΕΠΕΚ" είναι να υπάρξει κάποιας μορφής εξασφάλιση ορισμένης απόδοσης από την επένδυση που κάνουν. Το δάνειο χορηγείται με αυξημένο επιτόκιο, ώστε να ανταμείβει τον επενδυτή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Παράλληλα, ο επενδυτής αποκτά προνομιακή θέση από πλευράς εξασφάλισης (σε σχέση με το μέτοχο), αφού σε περίπτωση ρευστοποίησης ή χρεοκοπίας της εταιρείας έχει περισσότερες πιθανότητες να λάβει έστω και μέρος των κεφαλαίων που έχει επενδύσει. Τέλος, ο επενδυτής εξασφαλίζει κάποιες άμεσες ταμιακές ροές στο μέλλον, αντί να περιμένει τη ρευστοποίηση της επένδυσής του σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Βέβαια, η χορήγηση δανείων ως τρόπου στήριξης μιας καινοτομικής επιχείρησης ή ιδέας από μια "ΕΠΕΚ" αναιρεί πολλά από τα στοιχεία που συνθέτουν το δυναμικό χαρακτήρα των "ΕΠΕΚ" ως μέσου χρηματοδότησης αλλά και ως θεσμού γενικότερα.

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

Υψηλότερες αποδόσεις από παρόμοια επιχειρηματικά σχέδια μπορεί να παρατηρήσει κανείς όχι μόνο σε πολύ επιτυχείς τοποθετήσεις, αλλά και στους μέσους όρους των δεικτών που παρουσιάζουν οι δραστηριότητες των "ΕΠΕΚ", όπως αναφέρθηκε για την πρακτική στην Αγγλία.

Βέβαια, για τον Έλληνα επενδυτή, χρηματοδότηση σε σχήματα "ΕΚΥΚ", ένας εσωτερικός συντελεστής απόδοσης (IRR) ίσος με 30% δεν αποτελούσε για μεγάλο χρονικό διάστημα ελκυστική λύση. Στο βαθμό που το επιτόκιο χορηγήσεων, εάν πρόκειται για τράπεζα,

κυμαίνεται σε ανάλογα επίπεδα, ενώ το επιτόκιο των τίτλων του δημοσίου (επιτόκιο βεβαιότητας), εάν πρόκειται για απλό επενδυτή, βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, ένας ορθολογικός επενδυτής δε θα ακολουθήσει τη λύση της συμμετοχής σε σχήματα "ΕΚΥΚ", γιατί δεν του παρέχουν το βέλτιστο συνδυασμό κέρδους – απόδοσης. Αντίθετα, στην Αγγλία τα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών ήταν για μία περίοδο υποπολλαπλάσια των αντίστοιχων ελληνικών και παρείχαν στους επενδυτές "ΕΚΥΚ" πολύ μεγαλύτερες πραγματικές αποδόσεις και αρκετά καλή ανταμοιβή του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Γι' αυτούς τους βασικούς λόγους η μορφή επένδυσης "ΕΚΥΚ" με δανειακά κεφάλαια σπάνια εφαρμόζεται αμιγώς.

3. Συνδυασμός των δύο προηγούμενων τρόπων χρηματοδότησης

- Έκδοση από την εταιρεία "ΥΕΚ" μετατρέψιμων ομολογιών που αγοράζει εξ ολοκλήρου η "ΕΠΕΚ".

Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται για την "ΕΠΕΚ" ένα ελάχιστο αποδεκτό ύψος βέβαιης απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα, εάν η εταιρεία στη οποία επενδύονται τα κεφάλαια αποδειχθεί πράγματι δυναμική, δίδεται η δυνατότητα μετατροπής των απαιτήσεων σε μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να υπάρξει συμμετοχή της "ΕΠΕΚ" στα κέρδη της "ΥΕΚ".

- Χορήγηση δανείου, που συνοδεύεται από δικαιώματα μελλοντικής αγοράς μετοχών της επιχείρησης σε χαμηλές προκαθορισμένες τιμές.
- Έκδοση μετατρέψιμων – προνομιούχων μετοχών.

Και στις τρεις περιπτώσεις η "ΕΠΕΚ" απολαμβάνει μια σταθερή ταμειακή εισροή και παράλληλα έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει την υποχρέωση της επιχείρησης "ΥΕΚ" σε μετοχές, αποκομίζοντας

κεφαλαιακά κέρδη, εάν η εταιρεία "ΥΕΚ" επιδείξει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας.

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

Στην τρίτη μορφή, δηλαδή τη χρηματοδότηση με έκδοση μετοχών, το πλεονέκτημα για την εταιρεία "ΥΕΚ" είναι ότι εντάσσει τις προνομιούχες μετοχές στα ίδια κεφάλαιά της, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευρωστία και ικανότητα δανειοληψίας. Υπάρχει όμως και το μειονέκτημα ότι δεν έχει τη δυνατότητα έκπτωσης από τη φορολογία των υποχρεώσεών της προς την "ΕΠΕΚ". Η "ΕΠΕΚ" με τη σειρά της απολαμβάνει ταμειακές εισροές, ενώ διατηρεί τη δυνατότητα μετατροπής σε κοινές μετοχές, ώστε να εκμεταλλευτεί τις δυναμικά αυξανόμενες αποδόσεις που προκύπτουν από μια επιτυχημένη επένδυση.

Θα πρέπει να σημειωθεί ακόμη ότι πολύ συχνά τα δύο συμβαλλόμενα μέρη (ΥΕΚ και ΕΠΕΚ) συμφωνούν ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα η "ΕΠΕΚ" θα έχει το δικαίωμα να πουλήσει στον επιχειρηματία ή στους μετόχους της εταιρείας την κυριότητα των μετοχών που έχει στο χαρτοφυλάκιό της (put option) σε τιμή μετοχής, που θα υπολογίζεται με δοσμένο τρόπο (π.χ. κέρδη προ φόρων της τελευταίας χρήσης πολλαπλασιάζοντας επί 8 κλπ.). Με μια τέτοια συμφωνία η "ΕΠΕΚ" διασφαλίζει ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα θα έχει την επιλογή να ρευστοποιήσει την επένδυσή της, εάν θελήσει να αποχωρήσει.

Εκτός από τους παραπάνω τρόπους χρηματοδότησης, η "ΕΠΕΚ" μπορεί να έχει τα εξής οφέλη από τη συνεργασία της με την εταιρεία

"ΥΕΚ". Κατ' αρχήν, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας συνεργασίας και τον καθορισμό της χρηματοδότησης, η "ΕΠΕΚ" λαμβάνει προμήθεια για την όλη διαδικασία, που συνήθως υπολογίζεται σε ποσοστό 2-5% επί του συνόλου των παρασχεθέντων κεφαλαίων. Επίσης, μπορεί να συμφωνηθεί η παροχή συμβουλών προς τη διοίκηση σε θέματα διαχείρισης της εταιρείας "ΥΕΚ" (όταν η "ΕΠΕΚ" ακολουθεί τη 'hands-on' προσέγγιση), με αντάλλαγμα ανάλογη αμοιβή. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι "ΕΠΕΚ" αξιολογούν θετικά μια εταιρεία "ΥΕΚ" που δίνει έμφαση στο προσωπικό της και σε θέματα προώθησης των προϊόντων της στην αγορά, εφόσον πάνω απ' όλα οι "ΕΠΕΚ" επενδύουν στο ανθρώπινο δυναμικό, στη διοίκηση δηλαδή εταιρείας "ΥΕΚ".

1.5 Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη των "ΕΚΥΚ"

Η ουσία της λειτουργίας του θεσμού των "ΕΚΥΚ" έγκειται στην ανεύρεση επιχειρηματικών σχεδίων ιδιαίτερου επενδυτικού ενδιαφέροντος, καθώς και στην ανεύρεση των κεφαλαίων που είναι απαραίτητα, προκειμένου να τεθούν σε εφαρμογή τέτοιου είδους προτάσεις.

Ωστόσο, η ανάπτυξη του θεσμού τόσο σε ποσοτικό όσο και σε ποιοτικό επίπεδο προϋποθέτει την ύπαρξη και ομαλή λειτουργία μιας σειράς παραγόντων που σχετίζονται με το περιβάλλον δραστηριοποίησης των "ΕΠΕΚ", καθώς και των εταιρειών "ΥΕΚ" και του χαρτοφυλακίου τους. Θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ 'μακροπεριβάλλοντος' και 'mikροπεριβάλλοντος', προκειμένου να

διαχωριστούν οι παράγοντες τους οποίους μπορεί να επηρεάσει μια εταιρεία, από εκείνους που αφορούν στο γενικό πλαίσιο λειτουργίας της και θεωρούνται δοσμένοι.

Σύμφωνα με την παραπάνω διάκριση, θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ‘μακροπεριβάλλον’ το σύνολο των παραγόντων που προσδιορίζουν την ανάπτυξη και τη λειτουργία των "ΕΚΥΚ και συνθέτουν το θεσμικό και νομικό κυρίως πλαίσιο δραστηριοποίησής του. Τέτοιοι παράγοντες είναι το φορολογικό καθεστώς, η ύπαρξη οργανωμένων δευτερευουσών χρηματιστηρίων κλπ. Αντίθετα, ‘μικροπεριβάλλον’ είναι το σύμπλεγμα των παραγόντων τους οποίους μπορεί η κάθε "ΕΠΕΚ" να επηρεάσει, προκειμένου να αναπτύξει τη δραστηριότητά της. Η σωστή γνώση και προσέγγιση του ‘μικροπεριβάλλοντος’ οδηγεί στη δημιουργία προστιθέμενης αξίας και σε συναθροιστικό επίπεδο, στην ποσοτική και ποιοτική ανάπτυξη του κλάδου των "ΕΚΥΚ". Παράγοντες που θα μπορούσαν να ενταχθούν στο μικροπεριβάλλον είναι η ‘ενεργός συμμετοχή’ των "ΕΠΕΚ" στις εταιρείες "ΥΕΚ" τις οποίες χρηματοδοτούν, η εμπειρία κλπ.

Παρακάτω αναλύονται οι βασικοί παράγοντες που συνθέτουν το μακροπεριβάλλον και το μικροπεριβάλλον των "ΕΚΥΚ".

Μακροπεριβάλλον

A. Το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς: Η φορολογική μεταχείριση των επενδύσεων "ΕΚΥΚ" πρέπει να διαφοροποιείται σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων σε καθιερωμένους τίτλους μικρού κινδύνου. Έτσι, με τη θέσπιση κατάλληλων φορολογικών κινήτρων ενθαρρύνονται οι επενδυτές να αναλάβουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου, οι οποίες συνήθως χαρακτηρίζονται και από υψηλές

αναπτυξιακές διαχύσεις. Συνηθισμένες μορφές φορολογικών κινήτρων αυτού του είδους είναι οι εξής:

- Ø ελάχιστη ή καθόλου φορολόγηση της υπεραξίας των τίτλων των "ΕΠΕΚ"
- Ø φορολογική έκπτωση των ζημιών κεφαλαίου των επενδυτών από ανεπιτυχείς τοποθετήσεις. Πολλές φορές οι κεντρικές τράπεζες καλύπτουν μέρος της ζημίας.

Αρκετά σημαντικός παράγοντας μπορεί να είναι ο συνδυασμός ρυθμίσεων για τις επενδύσεις "ΕΚΥΚ" και ειδικών αναπτυξιακών νόμων, ώστε η επίδραση των φορολογικών κινήτρων να είναι μεγαλύτερη.

Β. Ύπαρξη και εύρυθμη λειτουργία ημιεπίσημων κεφαλαιαγορών: Πρόκειται για σημαντικότατο παράγοντα στήριξης των "ΕΚΥΚ", στο βαθμό που η ύπαρξή τους ως διόδων αποεπενδύσεων και ως πεδίων δημιουργίας προστιθέμενης αξίας συμβάλλει στη μείωση της αβεβαιότητας, που σχετίζεται με τη ρευστοποίηση της επένδυσης, καθώς και στην αύξηση των κεφαλαίων που προορίζονται για επενδύσεις "ΕΚΥΚ".

Γ. Το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο: Σε αρκετές χώρες του ΟΟΣΑ υπάρχει ειδική νομοθεσία για τις "ΕΠΕΚ", η οποία αποσκοπεί στην κατοχύρωση της λειτουργίας τους, καθώς και στην προώθηση των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων μέσω της θέσπισης κινήτρων που δεν θα μπορούσαν να ενταχθούν στο φορολογικό πλαίσιο, στο οποίο έγινε αναφορά προηγουμένως. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες υπάρχει υψηλό ποσοστό επιχορήγησης (επιδότησης) επί του ποσού

που κάθε φορά επενδύεται από τις "ΕΠΕΚ" σε επιχείρηση ΥΕΚ του ειδικού νόμου-πλαισίου. Στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό είναι 20%.

Δ. Το επιχειρηματικό κλίμα: Χωρίς να παραβλέπει κανείς τη σπουδαιότητα των ειδικών ρυθμίσεων κινήτρων και των αγορών κεφαλαίου, είναι φανερό ότι τα "ΕΚΥΚ" υπάρχει και αναπτύσσεται εκεί όπου υπάρχουν επιχειρηματικές ιδέες, επιχειρηματικότητα, καθώς και επενδυτές διατεθειμένοι να αναλάβουν κινδύνους.

Ε. Το κόστος ευκαιρίας των επενδύσεων "ΕΚΥΚ": Ο παράγοντας αυτός δεν αποτελεί στοιχείο επιρροής των επενδύσεων που γίνονται από τις "ΕΠΕΚ", αλλά προς τις "ΕΠΕΚ". Με άλλα λόγια, η συγκέντρωση κεφαλαίων για επένδυση στις "ΥΕΚ" είναι αποτέλεσμα του ενδιαφέροντος των χρηματοδοτικών πηγών – θεσμικών επενδυτών, πλούσιων ιδιωτών κλπ. – οι οποίες διοχετεύουν κεφάλαια στις "ΕΠΕΚ", όταν ο αναμενόμενος μέσος συντελεστής απόδοσης του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των "ΕΠΕΚ" είναι αρκετά μεγαλύτερος από τα επιτόκια, των τίτλων του δημοσίου για παράδειγμα, ή γενικά των υποκατάστατων ελεύθερων κινδύνου τίτλων. Έτσι, προσφέρεται ικανοποιητική αμοιβή για τον κίνδυνο που οι επενδυτές αυτοί αναλαμβάνουν. Ως εκ τούτου, μια δραστική μείωση των επιτοκίων των τίτλων του δημοσίου θα ενίσχυε τη συγκέντρωση κεφαλαίων στο χώρο των "ΕΚΥΚ".

Στ. Το επίπεδο της τεχνολογίας και το ρεύμα καινοτομιών: Η υψηλή συσχέτιση των "ΕΚΥΚ" με επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας εξηγεί και τη σύνδεση που ενυπάρχει μεταξύ τεχνολογικής προόδου και ανάπτυξης του θεσμού του "ΕΚΥΚ". Κλασσικό παράδειγμα αποτελεί η θεαματική άνοδος των "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ ταυτόχρονα με την εξίσου θεαματική ανάπτυξη της πληροφορικής.

Ζ.Η πολιτική και οικονομική σταθερότητα: Ευνοεί τον προγραμματισμό και τη μείωση της αβεβαιότητας που σχετίζεται με επενδύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Κάνει τη συμπεριφορά της αγοράς ευκολότερα προβλέψιμη και είναι ιδιαίτερα απαραίτητη, όταν πρόκειται για σχεδιασμό επενδύσεων "ΕΚΥΚ" πρώιμων σταδίων.

Μικροπεριβάλλον

A. Προσέγγιση ενεργού συμμετοχής: Έχει παρατηρηθεί, από τη μακρόχρονη πλέον διεθνή εμπειρία, ότι το κλειδί της επιτυχίας και της δημιουργίας αξίας βρίσκεται στην ενεργό υποστήριξη και συμμετοχή του επενδυτή "ΕΚΥΚ" στη διοίκηση της εταιρείας "ΥΕΚ" την οποία χρηματοδοτεί. Οι συμβουλές σε θέματα χρηματοδότησης, προσωπικού, ανάπτυξης και προώθησης προϊόντων, διανομής κλπ., καθώς και τα δίκτυα πληροφοριών και διασυνδέσεων των "ΕΚΥΚ", μπορεί να είναι καθοριστικά για την προοπτική ανάπτυξης μιας επενδυτικής ιδέας.

B. Επιλογή των καλύτερων προτάσεων μέσα από ένα ευρύ φάσμα ιδεών: Η επιτυχία των "ΕΠΕΚ" αποτελεί συνάρτηση της ανεύρεσης αξιοπρόσεκτων επενδυτικών σχεδίων που απαιτούν μικρή αρχική συμμετοχή και υπόσχονται δυναμική εξέλιξη, μεγέθυνση και αποδόσεις στο μέλλον.

Γ. Εμπειρία: Οι διευθυντές των "ΕΠΕΚ" θα πρέπει να έχουν την ικανότητα να αξιολογούν τις νέες ιδέες και να συμβάλλουν στην ανάπτυξη και τη μετατροπή τους σε επιτυχημένες επιχειρήσεις. Για να

το πετύχουν αυτό θα πρέπει, εκτός από οικονομικές γνώσεις σε θέματα χρηματοδότησης, προϋπολογισμού κεφαλαίων κλπ., να διαθέτουν εμπειρία σε θέματα βιομηχανικής διοίκησης, έρευνα αγοράς και ανάπτυξης πωλήσεων και να έχουν, ως ένα βαθμό, εξοικειωθεί με τις ιδιαιτερότητες και τα προβλήματα των συγκεκριμένων κλάδων στους οποίους επενδύουν.

Δ. Μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας: Οι επενδυτές σε σχήματα "ΕΚΥΚ" θα πρέπει να αντιμετωπίζουν την προοπτική ρευστοποίησης της επένδυσής τους σε μακροπρόθεσμη βάση – 8 έως 10 χρόνια -, ώστε να είναι σε θέση, ξεκινώντας από πρωιμότερα στάδια, να επιτύχουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση από την επένδυσή τους, όταν η εταιρεία την οποία χρηματοδοτούν φτάσει σε στάδιο ωριμότητας.

Ε. Δίκτυα "ΕΚΥΚ" και κοινοπρακτικές επενδύσεις: Πολύτιμες πληροφορίες και υπηρεσίες συμβούλου παρέχονται με ιδιαίτερα αποδοτικό τρόπο, αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα των χρηματοδοτούμενων εταιρειών, όταν υπάρχουν οργανωμένα δίκτυα "ΕΚΥΚ". Επιπρόσθετα, η θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων για τις κοινοπρακτικές επενδύσεις αυξάνει το επενδυτικό ενδιαφέρον των "ΕΠΕΚ" και συμβάλλει στη μεγέθυνση του κλάδου των "ΕΚΥΚ".

Στη συνέχεια κρίναμε σκόπιμο να κάνουμε μια σύντομη αναφορά στις σημαντικότερες επιπτώσεις των "ΕΚΥΚ" στη λειτουργία και την εξέλιξη των επιχειρήσεων καθώς και της οικονομίας γενικότερα.

1.6 Επιπτώσεις από τα "ΕΚΥΚ"

Η λειτουργία και ανάπτυξη του θεσμού των "ΕΚΥΚ" έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη μιας οικονομίας. Κατ' αρχάς μπορεί να γίνει διάκριση σε άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις. Οι άμεσες επιπτώσεις συνίστανται στη στήριξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας των χρηματοδοτούμενων εταιρειών "ΥΕΚ", ενώ οι έμμεσες αφορούν τις επιδράσεις της δραστηριότητας των εταιρειών "ΥΕΚ" στο οικονομικό περιβάλλον.

Μια άλλη διάκριση αφορά τις επιπτώσεις σε μικροοικονομικό έναντι των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο. Στην πρώτη περίπτωση γίνεται λόγος για τις επιδράσεις που έχει η χρηματοδότηση "ΕΚΥΚ" στην οργάνωση, λειτουργία και προώθηση των επιχειρήσεων, ενώ στη δεύτερη γίνεται λόγος για τις επιδράσεις του θεσμού των "ΕΚΥΚ" στο σύνολο της οικονομίας και ιδιαίτερα στις επιπτώσεις σε βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η απασχόληση και το επίπεδο του εισοδήματος. Κρίναμε σκόπιμο στη συνέχεια να αναφερθούμε εν συντομία στις επιπτώσεις του κάθε επιπέδου.

Μικροοικονομικές επιπτώσεις

A. Πρόσθεση αξίας: Με την ενεργό συμμετοχή και υποστήριξη προς τις χρηματοδοτικές εταιρείες, οι "ΕΠΕΚ" διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόοδο των εργασιών και στην αύξηση της αξίας των χρηματοδοτούμενων εταιρειών.

B. Βελτίωση οργάνωσης και διοίκησης: Στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που συνήθως χρηματοδοτούν τα "ΕΚΥΚ", δεν υπάρχουν κατά κανόνα στελέχη με υψηλή εξειδίκευση σε όλους τους

τομείς, αλλά μόνο στο κύριο αντικείμενο, όπως σε θέματα τεχνολογίας ή παραγωγής κ.ο.κ. Το κενό αυτό καλύπτουν ειδικοί από τις "ΕΠΕΚ", οι οποίοι με τη συμμετοχή τους στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών "ΥΕΚ" συμβάλλουν στη βελτίωση της λειτουργίας της οργάνωσης και διοίκησης των εταιρειών αυτών.

Γ. Βελτιστοποίηση αποφάσεων: Για να πάρει κανείς μια σωστή απόφαση θα πρέπει σε πρωτογενές στάδιο να διαθέτει όσο το δυνατόν περισσότερες και πιο αξιόπιστες πληροφορίες για ένα συγκεκριμένο ζήτημα. Οι "ΕΠΕΚ" μέσα από οργανωμένα δίκτυα πληροφοριών και συμβούλων συμβάλλουν στην καλύτερη πληροφόρηση των στελεχών των εταιρειών "ΥΕΚ", αυξάνοντας τις δυνατότητές τους για τη λήψη ορθών επενδυτικών, χρηματοδοτικών ή άλλων αποφάσεων.

Δ. Βελτίωση δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια: Η χρηματοδότηση με "ΕΚΥΚ" στη συνήθη της μορφή, δηλαδή στη μορφή της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο, αυξάνει τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών "ΥΕΚ" και συνεπώς το δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια, εάν βέβαια το ύψος των υποχρεώσεων δεν αυξηθεί σημαντικά. Αυτό σημαίνει υψηλότερο βαθμό αυτοχρηματοδότησης και υγιέστερη διάρθρωση των απασχολούμενων κεφαλαίων των εταιρειών "ΥΕΚ".

Ε. Αύξηση της φερεγγυότητας: Λόγω της βελτίωσης του δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια, αλλά και λόγω του ότι η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα εκδήλωσης ενδιαφέροντος μιας "ΕΠΕΚ" για τις δραστηριότητες της εταιρείας "ΥΕΚ", η φερεγγυότητα της τελευταίας αυξάνεται στην αντίληψη όσων συνεργάζονται με αυτήν. Η

διάθεση μιας τράπεζας να χρηματοδοτήσει μια εταιρεία "ΥΕΚ" πιθανότατα θα αυξηθεί κατακόρυφα μετά από τη συμμετοχή και υποστήριξη μιας "ΕΠΕΚ" στις δραστηριότητες της εταιρείας "ΥΕΚ". Οι προμηθευτές ενδέχεται να χαλαρώσουν την εισπρακτική τους πολιτική, πιστεύοντας στη δυναμική άνοδο των εργασιών της εταιρείας "ΥΕΚ", με την προσδοκία μιας ευρύτερης, ποσοτικά, συνεργασίας στο μέλλον. Ανάλογη στάση, που θα συνδέεται με αύξηση της εμπιστοσύνης για το προϊόν, μπορεί να ακολουθήσουν και οι πελάτες της εταιρείας "ΥΕΚ".

Στ. Μείωση κόστους ανά μονάδα (εταιρείας "ΥΕΚ"): Εάν τα χρήματα που άντλησε μια εταιρεία "ΥΕΚ" για τη μεγέθυνση των δραστηριοτήτων της τα αντλούσε με τραπεζικό δανεισμό, θα πλήρωνε τόκους, οι οποίοι με τη μορφή χρηματοοικονομικών εξόδων θα βάρυναν τα αποτελέσματα χρήσης της, και επομένως θα παρουσίαζε υψηλότερο συνολικό κόστος. Αντίθετα, τα μερίσματα προς τους μετόχους – "ΕΠΕΚ" δε θεωρούνται κόστος αλλά διανεμόμενο κέρδος. Το ίδιο ακριβώς ζήτημα θα μπορούσε να ιδωθεί από την άλλη του πλευρά που είναι η αύξηση των κερδών (έναντι της μείωσης του κόστους). Συνακόλουθη συνέπεια θα είναι η βελτίωση του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, η βελτίωση της εικόνας της εταιρείας "ΥΕΚ", όπως προκύπτει από τον ισολογισμό της, η ευκολότερη ικανοποίηση των προϋποθέσεων για την εισαγωγή των τίτλων των μετοχών της εταιρείας "ΥΕΚ" σε κάποια δευτερεύουσα αγορά κ.ο.κ.

Ζ. Αύξηση ανταγωνιστικότητας: Η ανταγωνιστικότητα του παραγόμενου προϊόντος (ή προϊόντων) μιας εταιρείας είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, μεταξύ των οποίων η τιμή, η ποιότητα του προϊόντος, η διαθεσιμότητα, η συσκευασία κλπ. Η χρηματοδότηση με

"ΕΚΥΚ" δημιουργεί προϋποθέσεις για ανταγωνιστικούς χειρισμούς σε θέματα τιμολόγησης και ταυτόχρονα, μέσω της ενεργού συμμετοχής, συμβάλλει στο στρατηγικό σχεδιασμό πρακτικών για θέματα που αφορούν την παραγωγή, την προώθηση κ.ά., βελτιώνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα του προϊόντος της εταιρείας "ΥΕΚ".

Η. Ευκολότερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά: Η χρηματοδότηση με "ΕΚΥΚ", εκτός της επίπτωσης που έχει στην αύξηση της αξίας της εταιρείας ΥΕΚ, διευκολύνει επίσης το βασικό στόχο της εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας "ΥΕΚ" σε κάποια χρηματιστηριακά αγορά. Οι "ΕΠΕΚ" με τη συμβουλευτική και υποστηρικτική τους λειτουργία διευκολύνουν την ένταξη των μετοχών στην κεφαλαιαγορά, εξασφαλίζοντας έτσι και για τις ίδιες ομαλή διέξοδο αποεπενδύσεων.

Θ. Ενθάρρυνση επιχειρηματικής ή κατευθυνόμενης καινοτομίας: Όσες τεχνολογικές επενδύσεις ή άλλες καινοτομικές μορφές επενδύσεων, που εμπεριέχουν εφευρετική δραστηριότητα, έχουν χρηματοδοτηθεί με "ΕΚΥΚ" και έχουν στεφθεί με επιτυχία, αποτελούν παράδειγμα προς μίμηση και μοχλό ανάπτυξης τμημάτων μέσα σε μεγάλους οργανισμούς, με αποκλειστικό σκοπό την έρευνα και ανάπτυξη υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Τα αποτελέσματα είναι πολλές φορές αξιόλογα και τροφοδοτούν μια διαδικασία ανατροφοδότησης τεχνολογικών καινοτομιών και επενδύσεων.

Ι. Αλλαγή επιχειρηματικής νοοτροπίας: Με τη χρηματοδότηση "ΕΚΥΚ" παρατηρείται συχνά αλλαγή της επιχειρηματικής νοοτροπίας και στροφή προς εντονότερη ανάληψη κινδύνων, λόγω των ιδιαίτερα υψηλών αναμενόμενων αποδόσεων και της στήριξης που παρέχουν οι

"ΕΠΕΚ" στους επίδοξους επιχειρηματίες που διαθέτουν ενδιαφέρουσες προτάσεις.

Κ. Μεγέθυνση: Ίσως είναι η πιο αυτονόητη μορφή επίδρασης σε μικροοικονομικό επίπεδο. Υπονοεί τη μεγέθυνση της παραγωγής, των απασχολούμενων κεφαλαίων και δυνητικά των πωλήσεων και του μεριδίου αγοράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας στον κλάδο της. Εκτός από την επενδυτική δραστηριότητα που αναλαμβάνουν οι "ΕΠΕΚ", είναι δυνατόν να συμβάλλουν, στο πλαίσιο της συμβουλευτικής τους δράσης, στην αύξηση της παραγωγικότητας των εταιρειών "ΥΕΚ", με την ορθολογικότερη χρήση και αξιοποίηση των πόρων στην παραγωγική διαδικασία.

Μακροοικονομικές επιπτώσεις

Α. Πηγή διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας: Σύμφωνα με τον J. A. Schumpeter και την θεωρία των καινοτομιών που διατύπωσε, οι διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας προέρχονται από τις καινοτομίες που εισάγουν οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν τα κέρδη τους. Ο Schumpeter παρατηρεί ότι, ενώ οι εφευρέσεις γίνονται με ομαλό ρυθμό στη διάρκεια ενός χρονικού διαστήματος, η εμπορική εφαρμογή τους συγκεντρώνεται χρονικά και αυτό αποτελεί την αιτία των οικονομικών διακυμάνσεων.

Ο Schumpeter προσθέτει ότι η ανάκαμψη στην οικονομία αρχίζει από τότε που η μεγάλη μάζα των επιχειρηματιών, τους οποίους ονομάζει 'μιμητές', θα ακολουθήσει το παράδειγμα κάποιων ριψοκίνδυνων επιχειρηματιών, οι οποίοι εφάρμοσαν πρώτοι τις νέες εφευρέσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα με επιτυχία. Στο

Πηγή: «The theory of Economic Growth», J. A. Schumpeter

σημείο αυτό ο ρόλος των "EKYK" στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής εφαρμογής των νέων εφευρέσεων είναι καθοριστικός.

B. Αύξησης τεχνολογικών επενδύσεων: Η ένταση που παρουσιάζουν τα "EKYK" σε τομείς υψηλής τεχνολογίας έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδυτικών πρωτοβουλιών στους τομείς αυτούς. Άλλωστε, πολλές φορές τα "EKYK" αποτελούν ίσως τη μόνη δυνατή πηγή άντλησης κεφαλαίων, ώστε να πραγματοποιηθούν κάποιες επενδύσεις υψηλού κινδύνου, όταν οι τράπεζες ή οι άλλοι φορείς δεν είναι πρόθυμοι να προσφέρουν χρηματοδότηση. Με την αύξηση των τεχνολογικών επενδύσεων παρατηρείται στροφή ή μετάβαση από τα απλά βιομηχανικά προϊόντα – every man's goods – στα τεχνολογικά σύνθετα προϊόντα – rich man's goods – τα οποία προσδιορίζουν ως ένα μεγάλο βαθμό την εμπορική δύναμη μιας οικονομίας και οριοθετούν τα περιθώρια ανάπτυξής της.

Γ. Αύξηση συνόλου επενδύσεων: Η ανεύρεση και επιχειρηματική αξιοποίηση νέων ιδεών και εφευρέσεων λειτουργεί ως μοχλός για την επέκταση των επενδύσεων μιας οικονομίας.

Ο παράγοντας αυτός έρχεται να προστεθεί στην ομάδα των προσδιοριστικών παραγόντων που καθορίζουν το ύψος των πραγματοποιούμενων επενδύσεων σε μια οικονομία.

Οι επενδύσεις εμφανίζονται ως μονομεταβλητή συνάρτηση του κόστους χρήματος r (ή του επιτοκίου) ενδογενώς. Ωστόσο υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, όπως οι κρατικές δαπάνες (G), που προσδιορίζουν εξωγενώς τις επενδύσεις, μετατοπίζοντας αντίστοιχα την καμπύλη των επενδύσεων αριστερά σε περίπτωση θετικής επιρροής ή δεξιά σε περίπτωση αρνητικής επιρροής.

Ως εκ τούτου, η επιχειρηματική εφαρμογή στηριζόμενων από τα "ΕΚΥΚ" ιδεών θα μετατόπιζε αριστερά την καμπύλη επενδύσεων, επειδή η αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας θα συνέβαινε με δοσμένο το ύψος του επιτοκίου, και (τουλάχιστον άμεσα) ανεξάρτητα από αυτό. Αυτό σημαίνει με άλλα λόγια ότι, με την ύπαρξη του θεσμού των "ΕΚΥΚ", πραγματοποιείται δυνητικά μεγαλύτερο ύψος επενδύσεων για κάθε δοσμένο επίπεδο επιτοκίου.

Δ. Αλλαγή διάρθρωσης επενδύσεων: Η ενθάρρυνση των επενδυτικών τολμημάτων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας από τα "ΕΚΥΚ" έχει ως αποτέλεσμα μια διαρθρωτική αλλαγή όχι μόνο στη σφαίρα της κυκλοφορίας των αγαθών, αλλά και σε αυτή των επενδύσεων για την παραγωγή τους, υπέρ των κλάδων υψηλής τεχνολογίας και συγκέντρωσης κεφαλαίου. Τα ποσοστά συμμετοχής των επιμέρους κλάδων στην επενδυτική δραστηριότητα μεταβάλλονται και οι τομείς υψηλής τεχνολογίας, που στηρίζονται από τα "ΕΚΥΚ", εντάσσονται με το δυναμισμό τους στην πρώτη γραμμή των εξελίξεων και της μεγέθυνσης.

Ε. Αύξηση της απασχόλησης – μείωση ανεργίας: Οι επενδύσεις σε νέα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας έχουν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεγάλων βιομηχανιών ή ακόμα και βιομηχανικών κλάδων. Συνεπώς, είναι αυτονόητο ότι η αύξηση των θέσεων εργασίας θα ενισχύσει τη ζήτηση εργαζομένων και θα μειώσει την ανεργία, ιδιαίτερα στα εξειδικευμένα επαγγέλματα που έχουν σχέση με την τεχνολογία, τη χρηματοδότηση κλπ. Επίσης, με την αλλαγή της σύνθεσης του εργατικού δυναμικού υπέρ των επαγγελμάτων που απαιτούν υψηλή εξειδίκευση, μακροχρόνιες σπουδές και συνήθως αμείβονται καλύτερα, ενδέχεται να ασκηθούν

αυξητικές πιέσεις στο μέσο ύψος των ονομαστικών μισθών όλων των εργαζομένων μιας οικονομίας.

Στ. Έρευνα – ανάπτυξη και τεχνολογική πρόοδος : Εκτός από τις επιπτώσεις που έχει η οργάνωση και χρηματοδότηση της έρευνας και της ανάπτυξης στο πλαίσιο μιας επιχείρησης, σε συναθροιστικό επίπεδο η έρευνα για τεχνολογικές καινοτομίες και αποδοτικές εφευρέσεις αποτελεί μοχλό ανάπτυξης της τεχνολογίας και του επιπέδου υποδομής μιας οικονομίας. Άλλη μια έμμεση επίπτωση, που αφορά στο συγκεκριμένο θέμα, ενδέχεται να είναι η εντονότερη σύνδεση των πανεπιστημίων, ερευνητικών κέντρων, ινστιτούτων κλπ., με την παραγωγική διαδικασία και την επενδυτική δραστηριότητα.

Ζ. Εξωτερικές οικονομίες: Η ύπαρξη και λειτουργία του θεσμού των "ΕΚΥΚ", μέσα από τις τεχνολογικές επενδύσεις που υποστηρίζει, δημιουργεί εξωτερικές οικονομίες σε ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις οι οποίες ενσωματώνουν σημαντική τεχνολογία. Τα προϊόντα των εταιρειών "ΥΕΚ" συχνά διευκολύνουν το παραγωγικό έργο άλλων εταιρειών – όπως μια καινοτομική μέθοδος παραγωγής με θετικά αποτελέσματα στην παραγωγικότητα, το κόστος παραγωγής κλπ.

Η. Ανακατανομή παραγωγικών πόρων: Με τη λειτουργία των "ΕΚΥΚ" αρκετοί πόροι, οι οποίοι αλλιώς θα χρησιμοποιούνταν για κάλυψη οφειλών του δημοσίου (έντοκα γραμμάτια), αποθεματικών τραπεζών κλπ., κατευθύνονται σε παραγωγικές χρήσεις, λόγω της δυνητικά υψηλής αμοιβής του κινδύνου που συνδέεται με τις επενδύσεις αυτές.

Θ. Μοχλός οικονομικής ανάπτυξης: Μελέτες που αναφέρονται στις διασυνδέσεις μεταξύ της καινοτομίας, της μεταφοράς τεχνολογίας και της επιχειρηματικότητας κατέληξαν στο κοινό συμπέρασμα ότι η καινοτομία από μόνη της δεν είναι σε θέση να τροφοδοτήσει τη διαδικασία οικονομικής μεγέθυνσης. Θα πρέπει απαραίτητα να επιτευχθεί ένας επαρκής συνδυασμός καινοτομίας, μεταφοράς κεφαλαίου και επιχειρηματικότητας, ώστε να ικανοποιηθεί ο παραπάνω στόχος. Σημαντικό ρόλο σε αυτή τη διαδικασία διαδραματίζει η επενδυτική πρακτική των "ΕΚΥΚ".

Με την αύξηση των επενδύσεων, της απασχόλησης και του παραγόμενου προϊόντος μιας οικονομίας τα "ΕΚΥΚ" συμβάλλουν ποσοτικά και ποιοτικά στην αναπτυξιακή διαδικασία.

Εκτός από τις επιπτώσεις σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο, υπάρχουν και άλλοι τομείς επιδράσεων των "ΕΚΥΚ", όπως η εξασφάλιση της οικονομικής ελευθερίας και ιδιαίτερα της ελευθερίας 'του επιχειρείν' για όλους τους πιθανούς επενδυτές που έχουν παραγωγικές ιδέες, άσχετα με την περιουσιακή τους κατάσταση. Επίσης, οι επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας κάνουν προσιτά στο καταναλωτικό κοινό νέα προϊόντα, ικανοποιώντας, έτσι, ορισμένες μορφές λανθάνουσας ζήτησης (ή κρυφής ζήτησης), με αποτέλεσμα την αύξηση της ευημερίας του κοινού, όπως τσιγάρο χωρίς πίσσα και νικοτίνη κλπ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ "ΕΚΥΚ"

2.1 Αξιολόγηση προτάσεων για χρηματοδότηση με "ΕΚΥΚ".

Κάθε μήνα υποβάλλονται σε μια τυπική "ΕΠΕΚ" δεκάδες ή ακόμα και εκατοντάδες προτάσεις με τη μορφή επιχειρηματικών σχεδίων για αξιολόγησή τους και ενδεχόμενη συνεργασία. Η ζήτηση για χρηματοδότηση "ΕΚΥΚ" είναι υψηλή, ιδιαίτερα από νέες επιχειρήσεις τεχνολογικής κατεύθυνσης, οι οποίες δεν έχουν καθόλου ή διατηρούν χαλαρές σχέσεις με τις παραδοσιακές μορφές τραπεζικού δανεισμού.

Ωστόσο, από το σύνολο των προτάσεων που υποβάλλονται, επιλέγεται τελικά ένας πολύ μικρός αριθμός σχεδίων και προωθείται για συνεργασία. Συνήθως το ποσοστό έγκρισης κυμαίνεται στο 5-10% των προτάσεων που υποβάλλονται. Οι "ΕΠΕΚ" είναι γενικά πολύ προσεκτικές στον τρόπο που επιλέγουν τα προς χρηματοδότηση σχέδια και τους φορείς τους. Η απόφαση και οι όροι ενδεχόμενης συνεργασίας μεταξύ μιας "ΕΠΕΚ" και μιας εταιρείας "ΥΕΚ" εξαρτώνται από αρκετούς παράγοντες που σχετίζονται με τις εμπορικές προοπτικές των προϊόντων (ή υπηρεσιών) και τη φυσιογνωμία των φορέων (μετόχων) της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Έχει σημασία, για παράδειγμα, η εμπειρία τους και ο βαθμός αφοσίωσης και εξάρτησής τους από την εταιρεία. Προτού αναφερθούν αναλυτικά τα κριτήρια αξιολόγησης, θα πρέπει να σχολιαστεί η διαδικασία με την οποία υποβάλλονται και αξιολογούνται προτάσεις πιθανής συνεργασίας των δύο πλευρών.

Μετά τη σύλληψη της ιδέας από τον επιχειρηματία, εκτιμάται η καταλληλότητα των "ΕΚΥΚ" ως πηγή χρηματοδότησης για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Εάν η απόφαση είναι θετική, ο επιχειρηματίας πρέπει να συλλέξει στοιχεία για τις υπάρχουσες "ΕΠΕΚ" και κατόπιν να επιλέξει εκείνη στην οποία θα απευθυνθεί. Ως γνωστόν, οι "ΕΠΕΚ" συνήθως εξειδικεύονται σε έναν ή περισσότερους τομείς, λόγω της προηγούμενης επιτυχημένης πορείας τους στους τομείς αυτούς ή λόγω της ύπαρξης δικτύων και προσβάσεων από τις οποίες θα μπορούσαν να αντλήσουν εξειδικευμένες γνώσεις-πληροφορίες. Έτσι, όσο περισσότερο εξειδικευμένη είναι μια "ΕΠΕΚ" στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας, τόσο περισσότερες θα είναι οι πιθανότητες να επιλεγεί και να χρηματοδοτηθεί μια αποδοτική ιδέα της μορφής αυτής.

Στις πρώτες συναντήσεις μεταξύ των δύο πλευρών οι "ΕΠΕΚ" υποβάλλουν μια σειρά από ερωτήματα στις υποψήφιες εταιρείες "ΥΕΚ" σχετικά με την παραγωγή, την προώθηση των προϊόντων, τη χρηματοοικονομική διοίκηση, τα θέματα προσωπικού κλπ. Η γραπτή παράθεση και ανάπτυξη των απαντήσεων συνιστά το επιχειρηματικό σχέδιο στο οποίο δίνονται πληροφορίες για την εκτιμώμενη αποδοτικότητα, το ύψος επένδυσης, την προσδοκώμενη δραστηριότητα (πωλήσεις, μερίδιο αγοράς κλπ.), τις ροές κεφαλαίων (cash flows) κλπ. οι απαντήσεις θα πρέπει να βασίζονται σε ορθολογικές παραδοχές και να αναλύονται με λεπτομέρεια, ώστε η "ΕΠΕΚ" που αξιολογεί να διαμορφώσει μια σαφή εικόνα των προοπτικών της συγκεκριμένης επένδυσης.

Τα ερωτήματα στα οποία θα πρέπει να δίνει απάντηση τα επιχειρηματικό σχέδιο, εκτός από τις αναγκαίες προβλέψεις αποτελεσμάτων, είναι σε γενικές γραμμές τα ακόλουθα:

1. Πως ξεκίνησε η επιχείρηση ;
2. Πως δημιουργήθηκε το προϊόν ή η υπηρεσία ;
3. Από πού πήρε την ιδέα ο επιχειρηματίας ;
4. Τι είναι μοναδικό στο προϊόν ή την υπηρεσία ;
5. Ποια είναι τα εμπόδια εισόδου στην αγορά ;
6. Ο επιχειρηματίας διαθέτει κατοχυρωμένη ευρεσιτεχνία, σήμα του προϊόντος ;
7. Ποιο είναι το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρείας "ΥΕΚ" ;
8. Ποιος κατέχει το προϊόν ή την υπηρεσία και σε ποιο ποσοστό ;
9. Έχει πάρει ήδη χρηματοδότηση ο επιχειρηματίας και αν ναι, από ποιόν ;
10. Τι ποσοστό της εταιρείας ανήκει σε άλλους ιδιοκτήτες ;
11. Μπορεί να δανειστεί ο επιχειρηματίας τραπεζικό κεφάλαιο και πόσο ;
12. Πόσο εκτενής είναι η αγορά ;
13. Πόσο θα είναι το μερίδιο αγοράς της εταιρείας "ΥΕΚ" σε πέντε χρόνια ;
14. Σε ποιους απευθύνετε το προϊόν ;
15. Τι πιστεύουν οι καταναλωτές για το προϊόν ;
16. Ποιος είναι ο ανταγωνισμός ;
17. Έχουν οι πωλητές του επιχειρηματία συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας ;
18. Εάν ο επιχειρηματίας παρέχει υπηρεσίες, ποια η γνώμη των καταναλωτών γι' αυτές ;
19. Ποια είναι η γνώμη του επιχειρηματία για τους εργαζομένους του ;
20. Ποια η γνώμη των εργαζομένων για τον επιχειρηματία ;

- 21.Οι εργαζόμενοι ανήκουν σε κάποιο συνδικάτο ;
- 22.Αν ναι, ποιες οι σχέσεις του επιχειρηματία με αυτό ;
- 23.Τι πιστεύει ο επιχειρηματίας για την ομάδα διοίκησης ;
- 24.Τι πιστεύει η ομάδα διοίκησης για τον επιχειρηματία ;
- 25.Θα χρειαστούν επιπρόσθετοι σύμβουλοι ;
- 26.Αν ναι, από πού θα προέρχονται ;
- 27.Ποια θα είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων ;
- 28.Πόσες παραγγελίες έχει η εταιρεία ; Έχει καθυστερήσεις ;

Επίσης αναφορικά με τη προσωπικότητα του επιχειρηματία γίνονται ερωτήσεις που αφορούν την ιδιωτική του ζωή, τους στόχους του, το μορφωτικό και επαγγελματικό του υπόβαθρο, τις ανησυχίες του κλπ.

Μετά τις συναντήσεις και τη συλλογή των απαραίτητων στοιχείων, η "ΕΠΕΚ" εκτιμά τις παραδοχές και τα στοιχεία που της υποβάλλονται αναφορικά με τη συγκεκριμένη πρόταση, ώστε να προβεί στην αξιολόγηση του επενδυτικού σχεδίου χρησιμοποιώντας ορισμένα κριτήρια.

2.2 Κριτήρια αξιολόγησης των προτάσεων για χρηματοδότηση

1. Συντελεστές απόδοσης της επένδυσης (ROI και IRR).

Ο ROI (απόδοση της επένδυσης), που απαιτείται να έχει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο, εξαρτάται από το στάδιο χρηματοδότησης, το χρονικό ορίζοντα μέχρι τη ρευστοποίηση, το είδος της επένδυσης, τη μορφή της συμμετοχής και ως εκ τούτου διαφέρει ανάλογα με τον εμπλεκόμενο κίνδυνο. Η γενική αρχή υπαγορεύει ότι ο ROI θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος από

εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο, ενώ η αμοιβή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η "ΕΠΕΚ" θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλη, ώστε να αντισταθμίζεται (να αμείβεται) ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος. Ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης διαφέρει μεταξύ ευρωπαϊκών και αμερικάνικων "ΕΠΕΚ".

Ο "ROI" επηρεάζεται από τις πληθωριστικές συνθήκες που επικρατούν στη συγκεκριμένη περιοχή, το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, τους προσωπικούς φορολογικούς συντελεστές (και τους εταιρικούς), καθώς και από τα διάφορα κρατικά προγράμματα υποστήριξης. Στην Αγγλία οι συντελεστές απόδοσης που απαιτούνται κυμαίνονται από 20% (για χρηματοδοτήσεις ώριμων εταιρειών) έως πάνω από 50% για χρηματοδότηση σποράς ή εκκίνησης.

Το 1984 στις ΗΠΑ ένας μέσος απαιτούμενος "ROI" ήταν σίγουρα πάνω από 40%, με διάστημα τιμών από 35% έως άνω του 70% (για τις αντίστοιχες κατηγορίες). Εταιρείες με σημαντικές επιδόσεις στα πρώτα έτη της δεκαετίας του 1980 έφτασαν σε συντελεστές απόδοσης έως και 130% ετησίως ανατοκιζόμενους, ενώ άλλες, που σημείωσαν ζημιές, έδειξαν "ROI" μέχρι και 40%. Οι εξαιρετικές αυτές περιπτώσεις δεν χαρακτηρίζουν όμως το διάστημα τιμών, εντός του οποίου κυμάνθηκε το μεγαλύτερο μέρος των δεικτών απόδοσης των χρηματοδοτούμενων σχεδίων κατά την ίδια περίοδο.

2. Η ποιότητα της διοίκησης.

Πολλοί αναλυτές κατατάσσουν τον παράγοντα αυτόν ως πρώτο κριτήριο αξιολόγησης και επιλογής σχεδίων, δίνοντάς του μεγαλύτερη

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη , Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση , Αθήνα 2001

βαρύτητα από τον προσδοκώμενο συντελεστή απόδοσης. Αυτό έχει λογική βάση, αν αναλογιστεί κανείς ότι η ικανότητα της διοίκησης θα οδηγήσει στην επίτευξη του αναμενόμενου ROI (σε συνδυασμό με το περιβάλλον).

Έτσι, εάν μια αμφισβητούμενης ικανότητας ομάδα διοίκησης υπόσχεται ένα ROI ελαφρώς μεγαλύτερο απ' ό,τι υπόσχεται μια αξιόπιστη ομάδα, είναι μάλλον σίγουρο ότι θα εγκριθεί η δεύτερη περίπτωση. Αυτό που έχει σημασία και μεγάλη βαρύτητα στην απόφαση της "ΕΠΕΚ" είναι η προσωπικότητα της διοίκησης της εταιρείας "ΥΕΚ", η προϋπηρεσία της στο χώρο που αναλαμβάνει το τόλμημα, η σχετικά μικρή της ηλικία (γύρω στα 30), που εγγυάται κίνητρα και δυναμισμό, κι ακόμη οι ικανοποιητικές σπουδές, διαίσθηση, υψηλή ενεργητικότητα, εμπειρίες, ηγετικές ικανότητες, διάθεση ανάληψης κινδύνων, ρεαλισμός, ικανότητα επίλυσης προβλημάτων, σαφείς στόχοι, επιμονή για την επίτευξή τους, καθώς και ορθολογική σκέψη στη λήψη αποφάσεων.

3. Αναμενόμενος κίνδυνος.

Μετρίεται με βάση την εκτιμώμενη αβεβαιότητα της επένδυσης και τη διακύμανση των αποδόσεών της, ανάλογα με τα εναλλακτικά σενάρια προσδοκώμενης δραστηριότητας. Σχετίζεται με πολλούς παράγοντες, όπως οι ικανότητες της διοίκησης να οδηγήσει την εταιρεία στην επιτυχία, η πιθανότητα εμφάνισης ενός στενού υποκατάστατου του προϊόντος κατά την περίοδο λειτουργίας της εταιρείας, η πιθανότητα αποτυχίας του προϊόντος να ικανοποιήσει τις ανάγκες των χρηστών, η μη επίτευξη των στόχων πωλήσεων, η πιθανότητα επιβολής κρατικών περιορισμών ή γενικότερα το

ενδεχόμενο εμφάνισης οικονομικής ύφεσης με όλες τις αρνητικές συνέπειες.

Οι παράγοντες αυτοί θα πρέπει να συνεκτιμηθούν από την "ΕΠΕΚ" κατά την αξιολόγηση ενός σχεδίου και να συνυπολογιστούν με την προσδοκώμενη απόδοση, ώστε να επιλεγεί τελικά το σχέδιο με τον άριστο συνδυασμό κινδύνου-απόδοσης, ανάλογα με το ύψος του κινδύνου που είναι διατεθειμένη η "ΕΠΕΚ" να αποδεχτεί. Πολλές φορές οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα υψηλότερο επίπεδο κινδύνου, εάν τους δοθεί μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας "ΥΕΚ" στην ίδια τιμή.

4. Ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της "ΥΕΚ", που δίνεται στην "ΕΠΕΚ".

Το ποσοστό των μετοχών, που δίνεται από την εταιρεία "ΥΕΚ" στην "ΕΠΕΚ" για την επένδυσή της, επηρεάζει θετικά την απόφασή της να επενδύσει ορισμένο ύψος κεφαλαίων στη συγκεκριμένη εταιρεία. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας "ΥΕΚ" αγοράζει ένα ποσό χρημάτων που θα διατεθεί από μια "ΕΠΕΚ", τόσο περισσότερο διατεθειμένη είναι η "ΕΠΕΚ" να επενδύσει στη συγκεκριμένη εταιρεία "ΥΕΚ". Αν και οι "ΕΠΕΚ" συνήθως αφήνουν τη διαχείριση των εταιρειών του χαρτοφυλακίου τους στους επιχειρηματίες, επιθυμούν να ασκούν ισχυρή επιρροή στη διοίκησή τους, που εξασφαλίζεται σε μεγάλο βαθμό με τη διακράτηση υψηλού ποσοστού των μετοχών των εταιρειών αυτών. Έτσι, επιτυγχάνεται η προσέγγιση ενεργού συμμετοχής και αυξάνονται οι πιθανότητες επίτευξης υψηλών κεφαλαιακών κερδών από τις "ΕΠΕΚ".

5. Η συμμετοχή της διοίκησης στο κεφάλαιο της "ΥΕΚ".

Άλλο ένα ενθαρρυντικό σημείο αποτελεί η συμμετοχή της διοίκησης μιας εταιρείας "ΥΕΚ" με ένα μερίδιο ιδιοκτησίας στην εταιρεία, έστω και μικρό. Το γεγονός αυτό δημιουργεί κίνητρα για αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των στελεχών και ταύτιση των προοπτικών τους με εκείνες της εταιρείας, προς όφελος και των δύο πλευρών ("ΕΠΕΚ" και εταιρείας "ΥΕΚ").

6. Ο έλεγχος του επενδυτή στην εταιρεία "ΥΕΚ".

Όσο μεγαλύτερη ευχέρεια ελέγχου και συμμετοχής στις αποφάσεις μιας εταιρείας "ΥΕΚ" έχει μια "ΕΠΕΚ", τόσο περισσότερο διατεθειμένη είναι η "ΕΠΕΚ" να τη χρηματοδοτήσει. Η δυνατότητα αυτή δεν εξαρτάται μόνο από το ύψος της συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο αλλά και από τους όρους της συνεργασίας.

Σύμφωνα με τους Gorman και Sahlman (1989) οι εκπρόσωποι των "ΕΠΕΚ", παρόλο που δεν συμμετέχουν στην καθημερινή διοίκηση των εταιρειών "ΥΕΚ", εμφανίζονται συχνά (1,5 φορά το μήνα κατά μέσο όρο) και αναλώνουν ένα μέσο όρο 80 ωρών το χρόνο σε άμεση επαφή με τις επενδύσεις τους. Αυτή η διαδικασία ελέγχου, δεν είναι χωρίς κόστος. Έτσι αυτός ο παράγοντας κόστους, σε συνδυασμό με τον κίνδυνο που φέρουν οι εταιρείες "ΥΕΚ" εξηγεί γιατί οι "ΕΠΕΚ" χρησιμοποιούν επιτόκια της τάξης 40%-60% για τη μέτρηση της παρούσας αξίας των επενδύσεών τους.

7. Η διάρθρωση και το περιεχόμενο της συμφωνίας χρηματοδότησης "ΕΚΥΚ".

Στη συμφωνία χρηματοδότησης ρυθμίζονται μια σειρά από θέματα που αποτελούν τους όρους της συνεργασίας. Οι "ΕΠΕΚ" δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στα ακόλουθα:

- Ø Παροχή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου
- Ø Χάραξη μερισματικής πολιτικής
- Ø Δικαίωμα ψήφου των μετόχων
- Ø Μετατρεψιμότητα άλλων τίτλων σε κοινές μετοχές
- Ø Προστασία όρων μετατρεψιμότητας τίτλων
- Ø Δικαίωμα ρευστοποίησης
- Ø Δικαίωμα επαναγοράς μετοχών από τις εταιρείες "ΥΕΚ"
- Ø Όροι άσκησης δικαιωμάτων αγοράς μετοχών κλπ.

8. Χρηματοοικονομικές προβλέψεις για τα δικαιώματα των "ΕΠΕΚ".

Οι αποφάσεις των "ΕΠΕΚ" επηρεάζονται θετικά από την αξιοπιστία και την αισιοδοξία των προβλέψεων για την αποδοτικότητα των εργασιών των εταιρειών "ΥΕΚ" και συνεπώς την αποδοτικότητα της συμμετοχής τους σε αυτές.

9. Το στάδιο ανάπτυξης της εταιρείας "ΥΕΚ".

Είναι σημαντικός παράγοντας για αρκετές "ΕΠΕΚ". Πολλές φορές είναι καθοριστικός, ιδιαίτερα σε κράτη όπου ο θεσμός δεν έχει αναπτυχθεί σημαντικά. Για παράδειγμα, στη χώρα μας η προθυμία των

"ΕΠΕΚ" να επενδύσουν σε επιχειρήσεις πρώιμων σταδίων, οδηγεί σχεδόν πάντοτε στην έγκριση προτάσεων μόνο ωρίμων εταιρειών.

10. Βαθμός καινοτομίας και επιχειρηματικότητα.

Οι "ΕΠΕΚ" ενδιαφέρονται για επενδυτικά σχέδια τα οποία μετασχηματίζουν μια ιδέα υψηλού βαθμού καινοτομίας σε μια επένδυση υψηλού ή και υπερβολικού βαθμού αποδοτικότητας. Ανάλογα με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένη να αναλάβει μια "ΕΠΕΚ", αξιολογεί και επενδύει.

11. Το οικονομικό 'γίγνεσθαι'.

Εκτός από τους παράγοντες που αναφέρθηκαν, σημαντικό κριτήριο για την αξιολόγηση μιας επένδυσης μακροπρόθεσμου χαρακτήρα είναι η εκτίμηση της πορείας της οικονομίας στο μέλλον, καθώς και των επιπτώσεων που θα έχουν οι οικονομικές εξελίξεις στον κλάδο που πρόκειται να επενδυθούν τα κεφάλαια. Συνεκτιμούνται όλες οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές μεταβλητές οι οποίες ενδέχεται να επηρεάσουν την πορεία του επιχειρηματικού σχεδίου κατά την περίοδο εφαρμογής του.

2.3 Στάδια Χρηματοδότησης του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης με "Venture Capital"

Τα "ΕΚΥΚ" παρέχονται στις επιχειρήσεις, όταν φυσικά υπάρχουν οι κατάλληλες προϋποθέσεις, σε κάθε στάδιο που αφορά την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Με τον καθορισμό των διαφορετικών σταδίων του κύκλου ζωής μιας τυπικής επιχείρησης μπορούν να προσδιοριστούν τα διαφορετικά είδη επένδυσης "ΕΚΥΚ", τα οποία κρίνονται κατάλληλα για κάθε στάδιο.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα "ΕΚΥΚ" ως μορφή επένδυσης δεν περιορίζεται μόνο σε μικρές ή καινούριες εταιρείες. Τα ευρωπαϊκά "ΕΚΥΚ", που αναπτύχθηκε στην Αγγλία, χρηματοδοτεί επιχειρήσεις σε όλα τα στάδια της ανάπτυξής τους.

Συνήθως διακρίνονται επτά διαφορετικά στάδια επένδυσης "ΕΚΥΚ". Είναι πολύ πιθανό κάποιες εταιρείες να χρειαστούν εξωτερική χρηματοδότηση σε κάθε ένα από τα επτά στάδια που περιγράφονται. Ωστόσο, λίγοι επενδυτές είναι πρόθυμοι να υποστηρίξουν χρηματοδοτικά όλα τα στάδια ανάπτυξης. Σε ορισμένες επενδύσεις μάλιστα είναι δύσκολος ακόμη και ο διαχωρισμός μεταξύ των διαφορετικών σταδίων.

Τα στάδια διακρίνονται ως εξής:

Κεφάλαιο 'σποράς'	Speed Capital
Κεφάλαιο εκκίνησης	Start-up Capital
Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου	Early Stage Finance
Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου	Second Round Finance
Χρηματοδότηση επέκτασης	Expansion Capital
Εξαγορές management 'από τη διοίκηση', 'της διοίκησης'	MBOs, MBIs
Χρηματοδότηση γέφυρας	Mezzanine Finance

Ως τελευταίο στάδιο ωρίμανσης μιας εταιρείας θα πρέπει να θεωρηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε κάποια κεφαλαιαγορά.

Τα στάδια εξετάζονται κατά προσέγγιση με τη σειρά που μια εταιρεία χρειάζεται την κάθε μορφή χρηματοδότησης. Το διάστημα που μεσολαβεί μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης μπορεί να εκτείνεται σε οκτώ χρόνια, εάν πρόκειται για αρχικό στάδιο, ή μπορεί να είναι πολύ μικρό, εάν πρόκειται, για παράδειγμα, για το τελικό στάδιο του κύκλου ζωής. Τα παραπάνω στάδια αποτελούν, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν, τον κύκλο ζωής των "EKYK". Στη συνέχεια ακολουθεί μια πιο αναλυτική παράθεση των διαφορετικών χρηματοδοτικών σταδίων:

1. Κεφάλαιο σποράς

Ο λόγος για τον οποίο προτείνεται και προωθείται η ιδέα του κεφαλαίου σποράς είναι το γεγονός ότι 'από ένα μικροσκοπικό σπόρο θα μπορούσε να αναπτυχθεί ολόκληρη βελανιδιά'. Το κεφάλαιο σποράς αποτελεί επένδυση στην αξία μιας ιδέας ή ενός σχεδίου που αφορά μια επιχειρηματική δραστηριότητα.

Περιγραφή:

Ο "ΕΣΕΚ" (Ευρωπαϊκός Σύνδεσμος Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) περιγράφει το κεφάλαιο σποράς ως 'χρηματοδότηση της αρχικής δημιουργίας ενός προϊόντος ή αλλιώς το κεφάλαιο που χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία, προκειμένου να αποδείξει τη σκοπιμότητα ενός επιχειρηματικού σχεδίου, ώστε να δικαιούται κατόπιν χρηματοδότηση εκκίνησης'.

Χαρακτηριστικά:

- Ø Η απουσία ενός προϊόντος από την αγορά,
- Ø Η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης,
- Ø Ένα προϊόν ή μια διαδικασία (μέθοδος) που βρίσκεται ακόμη στο στάδιο της έρευνας ή της ανάπτυξης.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Συνήθως κυμαίνεται από 7 έως 10 χρόνια.

Γενικά στοιχεία:

Τα ποσά που επενδύονται σε κεφάλαιο σποράς είναι συνήθως πολύ μικρότερα από αυτά που επενδύονται στις άλλες μορφές καινοτομικής χρηματοδότησης. Στην Αγγλία κατά το 1997 τα κεφάλαια εκκίνησης και σποράς αντιπροσώπευαν μόλις το 2,2% των συνολικά επενδυμένων "ΕΚΥΚ". Για το σύνολο της Ευρώπης, το αντίστοιχο ποσοστό είναι 7,4% ενώ στην Ολλανδία παρατηρείται το μέγιστο ποσοστό μεταξύ των Ευρωπαϊκών χωρών (20%). Η απροθυμία για επένδυση μεγαλύτερου μεγέθους σε κεφάλαιο σποράς οφείλεται κυρίως σε τέσσερις λόγους:

- I. Τα σχέδια που υποστηρίζει το κεφάλαιο σποράς απαιτούν από τη φύση τους συγκριτικά χαμηλότερο ύψος χρηματοδότησης.
- II. Οι μικρές επενδύσεις είναι λιγότερο οικονομικές, σε σχέση με τις επενδύσεις μεγαλύτερου μεγέθους, από την άποψη των ανθρωποωρών που απαιτούνται, προκειμένου να γίνει η ανάλυση, ο σχεδιασμός και η διοίκησή τους.
- III. Θεωρείται σχετικά μεγάλο το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή έναρξης της επένδυσης αυτής έως τη ρευστοποίησή της.
- IV. Ο κίνδυνος απαξίωσης του προϊόντος ή της τεχνολογίας αυξάνεται, καθώς εκτείνεται η περίοδος ρευστοποίησης της επένδυσης.

Λόγω του υψηλού βαθμού κινδύνου που χαρακτηρίζει το κεφάλαιο σποράς, οι επενδυτές εφαρμόζουν συνήθως υψηλότερα προεξοφλητικά επιτόκια που φτάνουν σε απαιτούμενη απόδοση ακόμη και 50%.

Στο στάδιο του κεφαλαίου σποράς ένας δραστήριος επενδυτής θα μπορούσε ίσως να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή προστιθέμενη αξία στην επένδυσή του. Για να το επιτύχει αυτό, θα έπρεπε να χρησιμοποιήσει την εμπειρία του σε χρηματοοικονομικά θέματα ή τις διασυνδέσεις και τις ικανότητές του σε θέματα παραγωγής και προώθησης, επιχειρησιακής στρατηγικής, διοίκησης προσωπικού κλπ.

Το ποσοστό των χρηματοδοτούμενων με το κεφάλαιο σποράς προγραμμάτων τα οποία εγκαταλείπονται είναι σημαντικό, συνήθως μεγαλύτερο του 70%. Στην Αγγλία,

ο πιο αξιοσημείωτος επενδυτής στον τομέα του κεφαλαίου σποράς είναι η "British Technologies Group" (BTG). Με £ 62 εκατ. διαχειριζόμενα κεφάλαια, η "BTG" είναι ο σπουδαιότερος χορηγός (τεχνολογικού προσανατολισμού) κεφαλαίου σποράς και εκκίνησης. Η "BTG" χορηγεί κεφάλαια με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, οι αποδόσεις της συνδέονται με τα εισοδήματα των εταιρειών στις οποίες επενδύει και δεν αποζητά κάποια σταθερή απόδοση από τις χρηματοδοτήσεις που κάνει.

2. Κεφάλαιο εκκίνησης

Το κεφάλαιο εκκίνησης είναι το δεύτερο στάδιο στον κύκλο του "ΕΚΥΚ" και διαφέρει από το κεφάλαιο σποράς στο ότι η επιχείρηση στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια βρίσκεται πλησιέστερα στη συγκρότηση και ίσως στην υλοποίηση ενός σχεδίου με πληρότητα και προοπτικές. Η επιχειρηματική μέθοδος έχει ήδη διερευνηθεί πλήρως

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη, Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση, Αθήνα 2001.

και ο επιχειρηματικός κίνδυνος στο εξής συνδέεται μόνο με τη μετατροπή της πρότασης σε εμπορεύσιμο προϊόν.

Περιγραφή:

Ο "ΕΣΕΚ" περιγράφει το κεφάλαιο εκκίνησης ως εξής: 'Κεφάλαιο εκκίνησης είναι το κεφάλαιο που χρειάζεται για να χρηματοδοτηθεί η ανάπτυξη του προϊόντος, το πρωταρχικό marketing (γνωστοποίηση προϊόντος, τιμή πώλησης, αρχικά σημεία πώλησης κλπ.) και η αποδοχή των ιδιοτήτων του'.

Χαρακτηριστικά:

- Ίδρυση μιας εταιρείας (ανώνυμης ή περιορισμένης ευθύνης),
- Συγκρότηση ενός μέρους, ίσως όχι ακόμη του συνόλου, της ομάδας διοίκησης της εταιρείας,
- Ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου με ένα πρωτότυπο προϊόν ή μια πλήρως αναπτυγμένη ιδέα,
- Απουσία εμπορικής συναλλαγής (πώλησης) στο στάδιο αυτό.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Κυμαίνεται συνήθως μεταξύ έξι και οκτώ ετών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα μελέτης, από 92 εταιρείες στις ΗΠΑ οι 9 είχαν λάβει κεφάλαιο εκκίνησης (ποσοστό 10% περίπου) και χρειάστηκαν κατά μέσο όρο 8,25 χρόνια για να προβούν σε πώληση μετοχών προς το κοινό.

Γενικά στοιχεία:

Οι περισσότερες "ΕΠΕΚ" αποφεύγουν σε γενικές γραμμές αυτό το είδος επένδυσης, σε μικρότερο βαθμό όμως από το προηγούμενο. Στην Αγγλία το 1988 τοποθετήθηκε σε κεφάλια εκκίνησης ποσοστό μικρότερο του 15% του αριθμού επενδύσεων "ΕΚΥΚ", αντιπροσωπεύοντας σε αξία ποσοστό 5,3% του συνόλου. Η υπολειτουργία αυτής της μορφής "ΕΚΥΚ" οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα υψηλά επιτόκια τα οποία απαιτούν οι χορηγοί κεφαλαίου εκκίνησης από τους επιχειρηματίες αυτού του επιπέδου κινδύνου και περιόδου ρευστοποίησης. Συνήθως μια καθιερωμένη "ΕΠΕΚ" στο στάδιο του κεφαλαίου εκκίνησης απαιτεί απόδοση 50-100% κατά την αξιολόγηση τέτοιων προτάσεων, σύμφωνα με την κατάσταση που επικρατεί στην Αγγλία. Μελέτη του 1987 δείχνει ότι το 62% ενός δείγματος "ΕΠΕΚ" πρόβαλαν ιδιαίτερες απαιτήσεις για να χορηγήσουν κεφάλαια εκκίνησης. Αυτό σημαίνει ότι, ενώ ορισμένες εταιρείες θεωρητικά παρέχουν κεφάλαιο εκκίνησης, στην πράξη το αποφεύγουν. Το γεγονός αυτό οφείλεται πιθανότατα στο μεγάλο μέγεθος ορισμένων "ΕΠΕΚ" και στις αρνητικές οικονομίες που προκύπτουν από τη χρηματοδότηση μικρότερων προτάσεων.

Στην περίπτωση του κεφαλαίου εκκίνησης το ενδιαφέρον του επενδυτή μετατοπίζεται από την ιδέα που βρίσκεται πίσω από την επιχείρηση – και ενδιέφερε στο προηγούμενο στάδιο – στο ανθρώπινο δυναμικό που βρίσκεται μέσα στην επιχείρηση, καθώς και στις ευκαιρίες που εμφανίζονται στην αγορά ως επακόλουθο της πραγματοποίησης της ιδέας από τη διοίκηση της εταιρείας. Η φάση αυτή φαίνεται να προσομοιάζει περισσότερο στην παράδοση των αμερικανικών "ΕΚΥΚ" που δίνει έμφαση στην υποστήριξη και ενίσχυση του επιχειρηματία, προκειμένου να αρχίσει την υλοποίηση

των φιλόδοξων σχεδίων του. Επίσης, στην Αγγλία η 3i είναι επενδυτική τράπεζα και μπορεί να επενδύει σε κεφάλαιο εκκίνησης, λόγω των μεγάλων αρχείων πληροφοριών που διαθέτει, της δυνατότητάς της να επενδύει μακροπρόθεσμα, και της συγκριτικά μεγάλης εμπειρίας της σε παρόμοιες καταστάσεις.

Συμπερασματικά, το κεφάλαιο εκκίνησης χαρακτηρίζεται από μικρότερο κίνδυνο και μικρότερη περίοδο ρευστοποίησης σε σύγκριση με το κεφάλαιο σποράς. Παρ' όλα αυτά, η περίοδος ρευστοποίησης εξακολουθεί να είναι αρκετά μεγάλη σε σχέση με τη μέση περίοδο αποπληρωμής χρηματοδότησης, η οποία εφαρμόζεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην πλειοψηφία τους.

3. Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου

Καθώς μια εταιρεία ωριμάζει, μετατρέπεται σε μια λιγότερο επικίνδυνη επένδυση για έναν πιθανό χορηγό μετοχικής χρηματοδότησης. Περνώντας από το στάδιο εκκίνησης στην πρώτη επιτυχή περίοδο του κύκλου ζωής της, έχει ήδη αποδειχθεί η ικανότητα της διοίκησης, έχουν τοποθετηθεί αρκετά από τα στελέχη, παράγεται πλέον μια ποικιλία προϊόντων και έχει γίνει η εστίαση σε μια συγκεκριμένη αγορά.

Περιγραφή:

Ο "ΕΣΕΚ" περιγράφει τη χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου ως χρηματοδότηση η οποία παρέχεται σε εταιρείες που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο της ανάπτυξης του προϊόντος τους και

χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να ξεκινήσουν τη βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Η δημιουργία κέρδους, από τη διαδικασία παραγωγής και διάθεσης, δεν ανήκει – σύμφωνα πάντα με τον "ΕΣΕΚ" – στα επιτεύγματα αυτού του σταδίου.

Χαρακτηριστικά:

- Μικρά προς το παρόν ή ανύπαρκτα έσοδα πωλήσεων,
- Ροή κεφαλαίων (cash flow) και κέρδη ακόμη αρνητικά,
- Την εταιρεία διοικεί μια ενθουσιώδης αλλά και ολιγάριθμη ομάδα, η οποία συνήθως αποτελείται από επιχειρηματίες σε τεχνικό υπόβαθρο και εξειδικευμένες γνώσεις αλλά με μικρή εμπειρία στη διοίκηση αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων,
- Βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα προσδοκίες για δραματική αύξηση των εσόδων και των κερδών.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Επενδύσεις αυτής της μορφής έχουν συνήθως ορίζοντα τεσσάρων έως έξι ετών μέχρι τη ρευστοποίησή τους.

Γενικά στοιχεία:

Στατιστικά στοιχεία του "ΕΣΕΚ", που αναφέρονται στα τελευταία χρόνια της δεκαετίας του 1980, δείχνουν ότι οι χρηματοδοτήσεις πρώιμου σταδίου εκφράζουν μικρότερο ποσοστό του συνόλου των

επενδύσεων "ΕΚΥΚ" σε σύγκριση με το κεφάλαιο εκκίνησης, χωρίς όμως να υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των μεγεθών. Το γεγονός αυτό αντανακλά ίσως την αυξανόμενη δυνατότητα που αποκτούν οι επιχειρήσεις από στάδιο σε στάδιο να προσελκύουν δανειακά κεφάλαια από την αγορά, παρά δανειακή χρηματοδότηση από τις "ΕΠΕΚ". Εναλλακτικά, θα μπορούσε να αντανακλά την αυξανόμενη δυνατότητα των εταιρειών, που βρίσκονται στο πρώιμο στάδιο, να δημιουργούν κεφάλαια από τις δραστηριότητές τους, ώστε να καλύπτουν τις ανάγκες τους χωρίς να χρειάζονται πλέον, στον ίδιο βαθμό όπως πριν, εξωτερική χρηματοδότηση και στήριξη.

Υπάρχει ακόμη σημαντικός κίνδυνος για τα κεφάλαια που θα χορηγηθούν στην εταιρεία, και αυτό προκύπτει από τις υψηλές αποδόσεις, της τάξης του 50%, που απαιτούν οι "ΕΠΕΚ" για να εμπλακούν.

Σύμφωνα με στοιχεία του "ΕΣΕΚ", οι χρηματοδοτήσεις πρώιμου σταδίου αποτέλεσαν το 13,4% των επενδυτικών συμβολαίων των "ΕΠΕΚ", αντιπροσωπεύοντας σε αξία ποσοστό 4,6% του συνόλου των κεφαλαίων που επενδύθηκαν στην Αγγλία σε "ΕΚΥΚ" κατά το 1988.

Το πρώιμο στάδιο είναι εκείνο στο οποίο ενυπάρχουν ήδη δύο βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη κάθε επενδυτικής δραστηριότητας: μια πλήρως στελεχωμένη ομάδα διοίκησης και ένα εμπορεύσιμο προϊόν. ο κίνδυνος αρχίζει πλέον και μετατοπίζεται από το εσωτερικό της εταιρείας σε θέματα που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός, η πιστωτική πολιτική των τραπεζών, η γρήγορη απαξίωση της παρούσας τεχνολογίας κλπ.

Η μετοχική χρηματοδότηση στο πρώιμο στάδιο ανάπτυξης μιας εταιρείας είναι κρίσιμη για τη βιωσιμότητά της. Η δανειακή χρηματοδότηση για κεφάλαιο κίνησης δύσκολα παρέχεται σε αυτή τη φάση, και οι κεφαλαιακές ανάγκες είναι αυξημένες. Πάντως, έχει

διαπιστωθεί ότι εταιρείες του πρώιμου σταδίου εξαρτώνται περισσότερο από τις "ΕΠΕΚ".

Η επιχείρηση που βρίσκεται στο κρίσιμο αυτό στάδιο οφείλει να προσέξει, ώστε:

- I. Να δίδεται η ανάλογη βαρύτητα στα στελέχη, ώστε να μην αναζητήσουν κάπου αλλού θέσεις με μεγαλύτερη (επαγγελματική) ασφάλεια,
- II. Να υπάρχει ετοιμότητα, ώστε να αντιμετωπιστούν ενδεχόμενες προκλήσεις κάποιου μεγάλου ανταγωνιστή, ο οποίος έχει ενοχληθεί από την παρουσία και ταχύτατη ανάπτυξη της εταιρείας, και
- III. Να δίδεται προσοχή στη συνέχιση των λειτουργιών έρευνας και ανάπτυξης, ιδιαίτερα σε κλάδους τεχνολογικής αιχμής, ώστε να αντιμετωπίζεται η απειλή της τεχνολογικής απαξίωσης του προϊόντος, η οποία είναι λίγο έως πολύ αισθητή σε κάθε στάδιο ανάπτυξης μιας ιδέας, ακόμη και όταν κατοχυρώνεται ως ευρεσιτεχνία ή καινοτομική μέθοδος.

4. Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου

Ένας πιθανός επενδυτής γνωρίζει ότι ο ιδιοκτήτης και διαχειριστής μιας εταιρείας ψάχνει για συνέταιρο με υψηλό κεφαλαιακό υπόβαθρο, αρκετή υπομονή και διάθεση για υπερπήδηση των εμποδίων που θα προκύψουν. Έχει διαπιστωθεί ότι πολύ συχνά η επένδυση "ΕΚΥΚ" χρειάζεται δεύτερη ή ακόμη και τρίτη κεφαλαιακή ενίσχυση, προκειμένου να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Στο παρόν στάδιο προκύπτει η ανάγκη μεγάλων επενδύσεων, και οι

επιχειρηματίες αναζητούν επενδυτές "ΕΚΥΚ" μεγαλύτερου μεγέθους και κεφαλοποίησης απ' όσο προηγουμένως.

Περιγραφή:

Ως χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου ορίζεται η παροχή κεφαλαίων σε μια εταιρεία, η οποία έχει ήδη δεχθεί στο παρελθόν εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες έχουν αυξηθεί.

Χαρακτηριστικά:

Τυπικά η εταιρεία που απαιτεί χρηματοδότηση έχει:

- Ένα προϊόν που έχει ήδη αναπτυχθεί στην αγορά,
- Μια πλήρη ομάδα διοίκησης,
- Έσοδα πωλήσεων από ένα ή περισσότερα προϊόντα, ζημία χρήσης ή δουλεύει στο νεκρό σημείο και παρουσιάζει καθαρή εκροή κεφαλαίων, ώστε να δημιουργείται η ανάγκη κάλυψης του ελλείμματος με εξωτερική χρηματοδότηση.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Κατά τον κύκλο ζωής των "ΕΚΥΚ" η χρηματοδότηση του δεύτερου σταδίου τυπικά θα έρθει μετά τη χρηματοδότηση εκκίνησης του πρώιμου σταδίου και αναμένεται να έχει μικρότερη περίοδο αναμονής μέχρι τη ρευστοποίηση.

Γενικά στοιχεία:

Πολλοί λόγοι υπάρχουν, οι οποίοι υπαγορεύουν την αναγκαιότητα χρηματοδότησης δεύτερου σταδίου. Οι λόγοι αυτοί μπορεί να είναι θετικοί ή αρνητικοί. Μερικοί αρνητικοί λόγοι ενδέχεται να είναι οι εξής:

- I. Υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος.
- II. Αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων.
- III. Ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων μέσα από καινούρια εκστρατεία προώθησης.
- IV. Ανάγκη για απόσυρση – και πιθανώς αντικατάσταση – κάποιου προϊόντος του οποίου τα ελαττώματα έγιναν εμφανή στην αγορά.

Από πλευράς θετικών λόγων επισημαίνονται τα εξής: Θα χρειαστεί χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου, όταν τα αποτελέσματα των προκαταρκτικών πωλήσεων εμφανίζονται να υπερβαίνουν αρκετά τις προβλέψεις, οπότε η εταιρεία θα πρέπει να αποκτήσει καινούρια μηχανήματα, εξοπλισμό, κτήρια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού ή να προσλάβει προσωπικό, ώστε να μεταβεί σε επίπεδα παραγωγής υψηλότερα από τα προβλεπόμενα. Πολλές φορές εταιρείες που έχουν εφαρμόσει σωστή τιμολογιακή και εισπρακτική πολιτική μεγεθύνουν τον κύκλο εργασιών τους ταχύτερα, σε σχέση με τη δυνατότητά τους να χρηματοδοτούν τις ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, χωρίς να αποζητούν πρόσθετη χρηματοδότηση εξωτερικού χαρακτήρα.

Στην περίπτωση των κοινοπρακτικών επενδύσεων, ο επικεφαλής επενδυτής της κοινοπραξίας θα πρέπει να συζητήσει με τους συνεπενδυτές, ώστε να καθοριστεί με σαφήνεια το ανώτατο ύψος της επένδυσής τους. Από τη μια πλευρά είναι σωστό να διασφαλίζεται

επαρκής διασπορά στο χαρτοφυλάκιο συμμετοχών των συνεπενδυτών, ώστε να μη γίνει η συγκεκριμένη επένδυση πολύ μεγάλη για τα δεδομένα του χαρτοφυλακίου κάποιου επενδυτή. Από την άλλη, όμως, τα μέλη της κοινοπραξίας θα πρέπει να επιλέγονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να θεωρείται βέβαιη η επιθυμία και η δυνατότητά τους να παρέχουν επιπρόσθετη χρηματοδότηση, όταν το απαιτούν οι περιστάσεις.

5. Κεφάλαιο επέκτασης

Πολλές "ΕΠΕΚ", που εδρεύουν στην Αγγλία, αυτοχαρακτηρίζονται ως εταιρείες παροχής 'αναπτυξιακού' και όχι 'καινοτομικού' κεφαλαίου. Με αυτόν τον τρόπο δηλώνουν ότι οι δραστηριότητές τους εμπίπτουν στον κύκλο ζωής των "ΕΚΥΚ". Οι όροι 'επέκταση' και 'ανάπτυξη' χρησιμοποιούνται εναλλακτικά.

Περιγραφή:

Κεφάλαιο επέκτασης είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση ή η μεγέθυνση μιας εταιρείας, η οποία λειτουργεί περίπου στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή εμπορεύεται με χαμηλό κέρδος. Το κεφάλαιο επέκτασης θα χρησιμοποιηθεί για να χρηματοδοτηθεί η αυξανόμενη παραγωγική δυναμικότητα, η ανάπτυξη του προϊόντος ή της αγοράς και /ή για να παρασχεθεί επιπλέον κεφάλαιο κίνησης.

Χαρακτηριστικά:

Υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες κεφαλαίου επέκτασης:

1. Επένδυση σε επιχειρήσεις οι οποίες από την ίδρυσή τους μέχρι τη στιγμή της επένδυσης κάλυπταν ουσιαστικά τις ανάγκες τους με αυτοχρηματοδότηση και αποζητούν εξωτερική μετοχική χρηματοδότηση για πρώτη φορά.

2. Χορήγηση κεφαλαίου δεύτερου σταδίου σε επιχείρηση η οποία έχει ήδη χρηματοδοτηθεί μια φορά με κεφάλαιο πρώιμου σταδίου από άλλες πηγές.

Οι επιχειρήσεις που ζητούν αναπτυξιακή χρηματοδότηση για πρώτη φορά είναι συνήθως περισσότερο ώριμες από εκείνες που ζητούν χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου, και οι πωλήσεις ενός δοκιμασμένου προϊόντος είναι κατά κανόνα υψηλότερες.

Σε αυτές τις περιπτώσεις ο επιχειρηματίας θα μπορούσε ίσως να αποφεύγει την εξωτερική χρηματοδότηση. Ένας πιθανός λόγος που τον οδηγεί στην απόφαση αυτή είναι η διάθεσή του να ρευστοποιήσει μέρος του μετοχικού του κεφαλαίου.

Τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων αυτής της κατηγορίας συνήθως είναι:

- § Ποικιλία αναπτυγμένων και δοκιμασμένων προϊόντων με ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε κάποια συγκεκριμένη αγορά.
- § Αυξανόμενος ρυθμός παραγωγής.
- § Κάποιες ενδείξεις ότι το προϊόν θα καθιερωθεί και θα επιτευχθούν εύλογα κέρδη.

Τα χαρακτηριστικά της επένδυσης "EKYK" στο στάδιο αυτό της ανάπτυξης είναι τα ακόλουθα:

- § Αποδόσεις οι οποίες τείνουν να είναι χαμηλότερες σε σχέση με προηγούμενα στάδια επένδυσης "EKYK".
- § Τυπικά οι χρηματοδοτικές ανάγκες αυτού του σταδίου είναι μεγαλύτερες από εκείνες στα προηγούμενα στάδια.
- § Οι αποδόσεις από την επένδυση θα εμφανισθούν συνήθως γρηγορότερα.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Οι επενδυτές – χορηγοί του κεφαλαίου επέκτασης συνήθως ενδιαφέρονται για ρευστοποίηση της επένδυσής τους μέσα σε μια περίοδο 2 έως 5 ετών.

Γενικά στοιχεία:

Η αγορά κεφαλαίου επέκτασης έχει αρκετούς συμμετέχοντες (συμπεριλαμβανομένων των "ΕΠΕΚ" που είναι θυγατρικές τραπεζών), επειδή είναι ελκυστική από πλευράς συνδυασμού κινδύνου – απόδοσης. Από ένα δείγμα 147 "ΕΠΕΚ" στις ΗΠΑ, οι 140 δήλωσαν ότι έχουν αναμιχθεί σε χορήγηση κεφαλαίου επέκτασης, ενώ στην Αγγλία, το 1997, ποσοστό ίσο με το 24,3% της αξίας των συνολικών επενδύσεων "EKYK" αντιπροσώπευε επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης. Τα αντίστοιχο ποσοστό για την Ευρώπη ήταν 35%. Συνήθως οι επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης έχουν αναμενόμενο δείκτη απόδοσης επένδυσης (ROI) το λιγότερο 40%.

Οι περισσότεροι χορηγοί κεφαλαίου επέκτασης λειτουργούν στη βάση της μη ενεργού συμμετοχής, σε αντίθεση με άλλες μορφές επένδυσης, στις οποίες οι "ΕΠΕΚ" εμπλέκονται καθημερινά στο έργο της διοίκησης της εταιρείας του χρηματοδοτείται.

Ο επενδυτής του αναπτυξιακού κεφαλαίου χρειάζεται να έχει εμπειρία σε χρηματοδοτικά θέματα, ενώ άλλα στάδια απαιτούν κυρίως γνώσεις οργάνωσης, ιεράρχησης προτεραιοτήτων και λειτουργίας των επιχειρήσεων.

Αρκετοί επενδυτές αυτού του σταδίου προτιμούν τις τοποθετήσεις σε προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο ή μετατρέψιμα χρεόγραφα.

Ένα χαρτοφυλάκιο συμμετοχών αυτού του είδους ενδέχεται να είναι αρκετά ελκυστικό για επενδυτές που ενδιαφέρονται να συνδυάσουν τα τρέχοντα εισοδήματα με τα κέρδη κεφαλαίου. Οι επενδύσεις επέκτασης λόγω του μεγέθους τους προσφέρονται για κοινοπρακτικά σχήματα, ενώ λόγω της σχετικά σύντομης ρευστοποίησής τους θεωρούνται από πολλούς ως πλεονεκτικότερη μορφή επένδυσης.

6. Εξαγορές εταιρειών

A) Εξαγορά από την Διοίκηση (ΕΑΔ ή ΜΒΟ)

Είναι πολυσυζητημένη και ταχύτατα αναπτυσσόμενη μορφή "ΕΚΥΚ" και προτιμάται από πολλές μεγάλες "ΕΠΕΚ" στις ΗΠΑ και στην Αγγλία.

Περιγραφή:

Πρόκειται για εξαγορά κάποιας επιχείρησης από μια ομάδα στελεχών της. Ο κυρίως μέτοχος πριν την εξαγορά συνήθως δεν εμπλέκεται δραστικά στην καθημερινή διοίκηση της εταιρείας, σε αντίθεση με την ομάδα που την εξαγοράζει.

Ο "ΕΣΕΚ" περιγράφει τα MBOs ως κεφάλαια τα οποία χορηγούνται στη διοίκηση μιας εταιρείας, προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση.

Χαρακτηριστικά:

Τα MBOs έχουν αρκετές ομοιότητες και διαφορές με άλλα στάδια επένδυσης, όπως το κεφάλαιο εκκίνησης ή ανάπτυξης.

Οι ομοιότητες είναι οι εξής:

- § Πρόκειται για εταιρική χρηματοδότηση, μετοχικού τύπου, σε περιπτώσεις όπου υπάρχει περιορισμένη δυνατότητα απόκτησης δανειακών κεφαλαίων, λόγω των δυσκολιών που θα προέκυπταν στη διαχείριση των χρεών αυτών.
- § Η χρηματοδότηση MBO είναι, πάνω απ' όλα, μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την εταιρεία.
- § Συνήθως απαιτείται η παράδοση μέρους των μετοχών που κατέχει η διοίκηση στην "ΕΠΕΚ" σε ανταπόδοση της χρηματοδότησης. Η "ΕΠΕΚ" παρέχει δανειακά κεφάλαια που θα αποτελέσουν τμήμα της εξαγοράς και λαμβάνει μετοχές, από τις οποίες προσδοκά να έχει υψηλές αποδόσεις (κέρδη κεφαλαίου κλπ.). συνήθως οι

αναλογίες δανείου και συμμετοχής κυμαίνονται σε μια σχέση 4 προς 1.

Οι διαφορές εμπίπτουν κυρίως στον τομέα των κινδύνων που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης και αναλύονται παρακάτω.

Οι επενδυτές των MBOs αναζητούν τρία χαρακτηριστικά στις υποψήφιες επιχειρήσεις:

- § Αποδειγμένη διοικητική ικανότητα.
- § Κερδοφόρα παράδοση.
- § Υψηλό μερίδιο αγοράς.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Συνήθως κυμαίνεται μεταξύ δύο ή τριών ετών.

Γενικά στοιχεία:

Οι επενδύσεις MBOs είναι πολύ μεγαλύτερες σε αξία συγκριτικά με όλα τα άλλα στάδια επενδύσεων "ΕΚΥΚ", με δεύτερη κατηγορία τις επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης. Τα MBOs κατά το 1997 στην Αγγλία αντιπροσώπευαν ποσοστό 64,7% της αξίας των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε "ΕΚΥΚ" από τα μέλη του "ΕΣΕΚ", ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για την Ευρώπη ήταν 50,1%. Αυτό οφείλεται στο υψηλό επίπεδο μέσης επένδυσης που απαιτείται, για να χρηματοδοτηθεί ένα MBO.

Τα MBOs παρουσίασαν εντυπωσιακή ανάπτυξη κατά τη δεκαετία του 1980. Από το 1980 μέχρι το 1989-90 ο αριθμός των MBOs αυξήθηκε στην Αγγλία με ετήσιο ρυθμό 40%.

Όσον αφορά τους κινδύνους που σχετίζονται με τα MBOs, υπάρχουν σημαντικές διαφορές από τα άλλα στάδια "ΕΚΥΚ". Λόγω

της τεράστιας επέκτασης του θεσμού και της ακόλουθης μεγάλης προσφοράς κεφαλαίων για MBOs, υπάρχει ο κίνδυνος χρηματοδότησης ανεπαρκών και ακατάλληλων, για το σκοπό αυτό, ομάδων στελεχών διοίκησης.

Οι μεγάλες αλλαγές κλίμακας εργασιών και προσβάσεων χρειάζονται μεγάλη προσαρμοστικότητα και ευλυγισία για να αντιμετωπιστούν. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό, ακόμη και από έμπειρα στελέχη μεγάλων επιχειρήσεων. Ένας άλλος κίνδυνος για τη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης, στην οποία εφαρμόζεται επένδυση MBO, αφορά την περίπτωση που η πράξη αυτή είναι περισσότερο απόρροια των επιδιώξεων κάποιων τραπεζών ή χρηματοδοτικών οργανισμών παρά των ίδιων των στελεχών της εταιρείας.

Η αγορά των MBOs χαρακτηρίζεται γενικά από μειωμένους κινδύνους, αλλά και μειωμένες αποδόσεις για χορηγούς, σε σχέση με άλλες μορφές "EKYK".

Κατά τα τελευταία χρόνια αρκετές "ΕΠΕΚ" άρχισαν να αποφεύγουν σταδιακά τα MBOs, ενώ οι επίδοξοι επιχειρηματίες (στελέχη) θεωρούν την εναλλακτική αυτή μορφή χρηματοδότησης ακριβή.

B) Εξαγορά της διοίκησης (ΕΔ ή MBI)

Σε αντίθεση με τα MBOs, η περίπτωση των MBIs αναφέρεται στην εξαγορά μιας επιχείρησης και στην ανάληψη της διοίκησής της από μια ομάδα διοίκησης, η οποία δεν είχε καμία σχέση με τη συγκεκριμένη εταιρεία στο παρελθόν. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες – διευθυντές.

Περιγραφή:

Ο "ΕΣΕΚ" περιγράφει τα MBIs ως κεφάλαια τα οποία δίδονται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης, για να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και την κάλυψη των επενδυτών "ΕΚΥΚ".

Χαρακτηριστικά:

Τόσο τα MBOs όσο και τα MBIs κληροδοτούν ένα υψηλό χρέος το οποίο θα πρέπει να αποπληρωθεί στον επενδυτή κατά το δυνατόν ταχύτερα με κεφάλαια προερχόμενα από τη λειτουργία της εταιρείας ή από τη διάθεση (πώληση) κάποιων περιουσιακών στοιχείων.

Τέσσερα στοιχεία θεωρούνται απαραίτητα για ένα πετυχημένο MBI:

- § Μια ομάδα διοίκησης με αρκετές επιτυχίες στο ενεργητικό της, κατά προτίμηση στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο. Πλεονέκτημα θεωρείται, επίσης, τυχόν εμπειρία σε διοίκηση ανεξάρτητης επιχείρησης, παρά απλή εμπειρία διοίκησης μιας θυγατρικής εταιρείας ενός ομίλου επιχειρήσεων. Ίδανική περίπτωση θεωρείται να έχει η συγκεκριμένη ομάδα προβεί στο παρελθόν σε επένδυση MBO στην εταιρεία που εργαζόταν.
- § Μια υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην εταιρεία και να συνεργαστεί ως ομάδα με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα – δύο χρόνια.
- § Ένας επενδυτής ο οποίος είναι σε θέση να διακρίνει μια καλή ομάδα διοίκησης και είναι πρόθυμος να αναλάβει τον υψηλότερο κίνδυνο που εμπεριέχεται στα MBIs, σε σχέση με

τα MBOs. Ο επενδυτής θα πρέπει συνέχεια να είναι έτοιμος να εμπλακεί σε σημαντικό βαθμό στο έργο της διοίκησης της εταιρείας που εξαγοράζεται.

§ Μια εταιρεία – στόχος, η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης. Θα μπορούσε να είναι θυγατρική μιας ανεξάρτητης εταιρείας, δημόσιας ή ιδιωτικής, της οποίας η διοίκηση ή οι μέτοχοι θέλουν να την πουλήσουν.

Γενικά στοιχεία:

Αν και τα MBIs γνωρίζουν ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, βρίσκονται ακόμη πίσω σε σχέση με τα MBOs. Το 1987, οπότε τηρήθηκαν για πρώτη φορά ξεχωριστά στοιχεία για τα MBIs από τον "ΕΣΕΚ", οι χρηματοδοτήσεις για MBIs αντιπροσώπευαν ποσοστό μόλις 1,5% του συνόλου των χρηματοδοτήσεων των "ΕΚΥΚ". Το 1997 το ποσοστό αυτό για την Ευρώπη ήταν 7,6%.

Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης συνήθως αναφέρονται στην προσαρμοστική ικανότητα της νέας διοίκησης, καθώς και στις σχέσεις της με το υφιστάμενο ήδη προσωπικό. Πολλές φορές οι πιο δραστικές μέθοδοι από ειδικούς στην αλλαγή πορείας μιας εταιρείας δεν βρίσκουν εύκολη εφαρμογή από το υπάρχον δυναμικό της εταιρείας. Τέλος, οι καινούριοι διαχειριστές θα αντιμετωπίσουν για επίλυση πολλά προβλήματα, που αφορούν την εξαγοραζόμενη εταιρεία, τα οποία δεν ήταν δυνατό να φανούν στις αναλύσεις πριν την εξαγορά.

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη, Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση, Αθήνα 2001.

7. Χρηματοδότηση γέφυρας

Είναι το τελευταίο στάδιο της καινοτομικής χρηματοδότησης μετοχικού τύπου.

Περιγραφή:

Ο όρος ‘γέφυρα’ έχει υιοθετηθεί για δύο λόγους:

- § Αυτή η μορφή επένδυσης αποτελεί ενδιάμεσο στάδιο, δηλαδή είναι ‘γέφυρα’ μεταξύ της μετοχικής και της δανειακής χρηματοδότησης σε όρους κινδύνου – απόδοσης.
- § Συχνά είναι η τελευταία χρηματοδότηση που προσφέρεται σε μια ιδιωτική εταιρεία κατά το χρονικό διάστημα που προηγείται της πώλησής της ή της πώλησης των μετοχών της στο κοινό.

Η χρηματοδότηση γέφυρας θα μπορούσε να προσφερθεί και ως δάνειο (ομολογίες υψηλού τοκομεριδίου) ή ως μετοχικό κεφάλαιο μειωμένου κινδύνου (προνομιούχες μετοχές).

Προκειμένου να ανταμειφθεί ο υψηλότερος κίνδυνος που υπάρχει στις προνομιούχες μετοχές σε σχέση με τα δανειακά κεφάλαια, αλλά και να εξισορροπηθεί η έλλειψη ψήφου που τις διαφοροποιεί από τις κοινές μετοχές, οι χορηγοί αυτής της μορφής κεφαλαίου ζητούν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης σε σχέση με τα επιτόκια των δανειακών κεφαλαίων.

Χαρακτηριστικά:

Οι χορηγοί του κεφαλαίου γέφυρας χαρακτηρίζονται συνήθως από τα εξής στοιχεία, τα οποία το διαφοροποιούν από τις επενδύσεις σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο και κάνουν αυτό το στάδιο "ΕΚΥΚ" πιο ελκυστικό:

- § Όταν κάποιος χορηγός κεφαλαίου αναλαμβάνει χαμηλότερο κίνδυνο, απ' όσο εάν επένδυε σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο, είναι φυσικό να απαιτεί αντίστοιχα και χαμηλότερο συντελεστή απόδοσης.
- § Εάν το κεφάλαιο χορηγείται όπως τα δάνεια, έχει συνήθως φορολογικά πλεονεκτήματα.
- § Το κεφάλαιο μπορεί να εξασφαλιστεί.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Τυπικά διαρκεί λιγότερο από δύο χρόνια.

Γενικά στοιχεία:

Το κεφάλαιο γέφυρας δεν υπονοεί απλά τη ύπαρξη επένδυσης σε προνομιούχες μετοχές, αλλά μπορεί να περιλαμβάνει και ένα δώρο σε μετοχές, με τη μορφή δικαιωμάτων (προαιρετικών – options) ή warrants.

Ο συνδυασμός υψηλής απόδοσης και πακέτου δικαιωμάτων και warrants οδηγεί σε προσδοκίες για συνολική απόδοση από την επένδυση αυτής της μορφής, η οποία κυμαίνεται μεταξύ 20% και 26% το χρόνο. Η ύπαρξη σταθερών εισροών με τη μορφή μερισμάτων στο τέλος της χρήσης εφησυχάζει τους μετόχους, ενώ τα πραγματικά

υψηλά οφέλη θα προκύψουν από τη σωστή διαχείριση των δικαιωμάτων και των warrants, όταν το επιτρέψουν οι περιστάσεις.

Το γεγονός ότι η χρηματοδότηση γέφυρας περιλαμβάνει δάνειο και μετοχική συμμετοχή, κάνει τη μορφή αυτής της επένδυσης αρκετά ενδιαφέρουσα για εταιρείες "ΕΚΥΚ" που είναι θυγατρικές τραπεζών. Τα υψηλά περιθώρια κέρδους κάνουν το κεφάλαιο αυτής της μορφής ιδιαίτερα ελκυστικό για το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που επιδιώκει να διατηρήσει ή ακόμη και να αυξήσει τα καθαρά κέρδη του από δραστηριότητες δανειοδότησης. Σε περίπτωση που οι όροι του δανείου είναι αντίθετοι με τη συνήθη πολιτική δανειοδότησης μιας τράπεζας, τότε η μετοχική συμμετοχή παρέχει σημαντικά κέρδη τα οποία αντισταθμίζουν τον κίνδυνο.

8. Χρηματοδότηση από την κεφαλαιαγορά

Οι επενδύσεις "ΕΚΥΚ" έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές τοποθετούν σε σχήματα "ΕΚΥΚ" το μέρος εκείνο του χαρτοφυλακίου τους από το οποίο προσδοκούν μακροπρόθεσμες αποδόσεις, και το οποίο συνδέεται με υψηλό κίνδυνο. Οι επενδύσεις "ΕΚΥΚ" είναι επίσης μετοχικές στο μεγαλύτερο ποσοστό τους. Στο βαθμό που οι αποδόσεις των επενδυτών σχετίζονται με τη μελλοντική ρευστοποίηση των συμμετοχών τους σε καινοτομικές εταιρείες, είναι προφανής ο σημαντικότερος ρόλος μιας αναπτυγμένης κεφαλαιαγοράς στην επέκταση του θεσμού των "ΕΚΥΚ".

Οι "ΕΠΕΚ" στοχεύουν στην πραγματοποίηση εισροών είτε με τη μορφή μερισμάτων είτε με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών. Οι

ορίζοντες της επένδυσης είναι συνήθως 5-8 χρόνια. Για την ανάπτυξη των "ΕΠΕΚ" απαιτείται η ύπαρξη μιας ήδη λειτουργούσας δευτερογενούς ή/και τριτογενούς αγοράς, η οποία επιτρέπει στις εταιρείες αυτές να ρευστοποιούν και να ανακυκλώνουν το χαρτοφυλάκιό τους, αλλά και να συγκεντρώνουν τα απαιτούμενα κεφάλαια για την περαιτέρω ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους.

Οι κυριότεροι παράγοντες που υπαγορεύουν την ανάγκη ύπαρξης οργανωμένων ημιεπίσημων, παράλληλων αγορών (over the counter markets, Unlisted Securities), στις οποίες υπάρχει η δυνατότητα εισαγωγής και διαπραγμάτευσης μετοχών καινοτομικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται με "ΕΚΥΚ", είναι οι εξής:

Οι όροι εισαγωγής των μετοχών των εταιρειών στις κύριες αγορές είναι ιδιαίτερα αυστηροί και, στις περισσότερες περιπτώσεις, απαγορευτικοί για μικρές, άγνωστες και νέες σχετικά επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν την άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς. Μεταξύ των όρων αυτών αναφέρεται ενδεικτικά η δημοσίευση λογιστικών καταστάσεων επί σειρά ετών (διάρκεια μεγαλύτερη της τριετίας), ευνοϊκά αποτελέσματα στο παρελθόν, καθώς και ορισμένα κατώτατα όρια ιδίων ή συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων, τα οποία συνήθως είναι αρκετά υψηλά για τα δεδομένα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Επίσης το κόστος ένταξης στην κύρια αγορά είναι υψηλό.

Η "ΕΠΕΚ" που επενδύει στην καινοτομική επιχείρηση, αγοράζοντας μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου, θα πρέπει να έχει την ευχέρεια στο μέλλον να ρευστοποιήσει μέρος ή το σύνολο της επένδυσής της, ώστε να είναι δυνατή η πραγματοποίηση κερδών κεφαλαίου από την πώληση μετοχών την κατάλληλη στιγμή. Αποτελεί βασικό ψυχολογικό παράγοντα για κάποιον που επενδύει σε μετοχές,

όσο βέβαιος κι αν είναι για τη μελλοντική τους πορεία, το να γνωρίζει ότι μπορεί να ρευστοποιήσει την επένδυσή του στο μέλλον, όταν εκείνος το θελήσει.

Οι τοποθετήσεις σε τίτλους αυτού του είδους, δηλαδή σε χρεόγραφα υψηλού κινδύνου και πιθανότατα υψηλών αποδόσεων, συνδέονται συνήθως με διακυμάνσεις τιμών αρκετά μεγαλύτερες από εκείνες που επικρατούν στις κύριες αγορές. Ως εκ τούτου, η ύπαρξη ημιεπίσημων αγορών γι' αυτούς τους τίτλους δεν επηρεάζει τις τιμές που διαμορφώνονται στις κύριες αγορές.

Συνεπώς, κρίσιμος παράγοντας δεν είναι η κατάσταση της κύριας, αλλά της δευτερεύουσας – παράλληλης κεφαλαιαγοράς. Η δημιουργία και ανάπτυξη ειδικών χρηματιστηριακών αγορών για ΜΜΕ (μικρομεσαίες επιχειρήσεις) οφείλεται στη ραγδαία εξέλιξη, κατά τα τελευταία χρόνια, των καινοτομικών ΜΜΕ και γενικότερα του θεσμού των "ΕΚΥΚ", καθώς και στη δυσμενή εξέλιξη του δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια στον ιδιωτικό τομέα, σε συνδυασμό με τη διεθνή συρρίκνωση του μεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών (disintermediation) και την αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για τις χρηματιστηριακές αγορές και τις κινητές αξίες γενικότερα.

Στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης έχει επεκταθεί ο θεσμός των ειδικών χρηματιστηρίων για ΜΜΕ, δηλαδή των ημιεπίσημων αγορών. Οι χώρες με τις πλέον οργανωμένες δευτερεύουσες αγορές είναι οι ΗΠΑ, η Αγγλία, η Γαλλία, η Ολλανδία, η Ιαπωνία και σε μικρότερο βαθμό η Σουηδία. Εδώ και αρκετά χρόνια λειτουργεί στις ΗΠΑ η "Over the Counter Market" (O. T. C) που διαχειρίζεται η "NASDAQ" (National Association of Securities Dealers Automated Quotation). Στην Αγγλία λειτουργεί η "Unlisted Securities Market" (U. S. M.), η οποία ιδρύθηκε το 1980, στη Γαλλία η

"Second Marche", που ιδρύθηκε το 1983, και στο Βέλγιο η "Tweede Market" από το 1984. Επίσης λειτουργούν ο Δεύτερος Τομέας του χρηματιστηρίου του Τόκιο, το "Computer Assisted Trading System" – CATS – του Τορόντο, η "Parallel Market" του Άμστερνταμ, η Δεύτερη Αγορά της Στοκχόλμης και το "Secundo Mercado" της Μαδρίτης.

Η ανάπτυξη των Ημιεπίσημων Χρηματιστηριακών Αγορών (Η.Χ.Α.) ακολούθησε διαφορετική κατεύθυνση σε κάθε χώρα, αντανακλώντας τις ανάγκες και τις ιδιαιτερότητες του κάθε συστήματος. Σε γενικές γραμμές δύο κατευθύνσεις φάνηκε να κυριαρχούν:

- § Η ρύθμιση μιας αγοράς τελείως ελεύθερης, μέσω μιας αγοράς που εκφράζει τις ανάγκες της. Το πρότυπο αυτό προσομοιάζει περισσότερο στο αμερικανικό "OTC", και
- § Η υιοθέτηση των κανόνων του επίσημου συστήματος σε απλοποιημένη μορφή, σε μια σαφώς εκφρασμένη βούληση των αρχών, σχετικά με το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας (βρετανικό "USM", καθώς και κάποιες αγορές στην ηπειρωτική Ευρώπη).

Το Νοέμβριο 1980 δημιουργήθηκε η "USM" στο Λονδίνο, διαφοροποιημένη από την κυρίως αγορά του Λονδίνου σε τρία βασικά σημεία:

1. Μείωση του ελάχιστου ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της υπό ένταξη εταιρείας, το οποίο θα πρέπει να εισαχθεί για διαπραγμάτευση, από 35% σε 10%.
2. Απλοποίηση των διαδικασιών και των διατυπώσεων, καθώς και αισθητή μείωση των εξόδων εισαγωγής.
3. Ανάληψη της εξασφάλισης της ρευστότητας των τίτλων από τους επαγγελματίες (market makers).

Στο "USM" εντάχθηκαν διαδοχικά τρία είδη επιχειρήσεων:

- I. Αρχικά οι εταιρείες που ήταν, με διάφορους τρόπους, συνδεδεμένες με την παραγωγή πετρελαίου.
- II. Κατόπιν οι εταιρείες που σχετίζονταν με την πληροφορική, και τέλος
- III. Εμπορικές επιχειρήσεις, καθώς και εταιρείες διανομής καταναλωτικών αγαθών.

Στις ΗΠΑ η αγορά διαμορφώθηκε με τελείως διαφορετικό τρόπο. Αρχικά οι χρηματιστές οργάνωσαν την αγορά "OCM", ώστε να γίνεται διαπραγμάτευση των μετοχών ανώνυμων εταιρειών που δεν πληρούσαν τις προδιαγραφές εγγραφής τους στις κύριες αγορές. Κατόπιν φάνηκαν οι ατέλειες της αγοράς, με βασικότερη την αδυναμία συγκέντρωσης αξιόπιστων πληροφοριών για τη διαμόρφωση της πραγματικής τιμής μιας μετοχής, με αποτέλεσμα να υπάρχουν ταυτόχρονα πολλές τιμές.

Έτσι, δημιουργήθηκε η ανάγκη οργάνωσης των συναλλαγών μέσω ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η μηχανοργάνωση των συναλλαγών επιτρέπει τη διαπραγμάτευση τίτλων σε ολόκληρη την επικράτεια των ΗΠΑ. Το εμπόριο αυτών των τίτλων δεν ταυτίζεται πλέον με ένα συγκεκριμένο χώρο, όπως η αίθουσα συναλλαγών ενός παραδοσιακού χρηματιστηρίου αξιών. Η αγορά αυτή ονομάζεται "NASDAQ" και αποτελεί υποσύνολο της ευρύτερης "OTC".

Με πρωτοβουλία της "NASDAQ" λειτουργεί από το 1982 στις ΗΠΑ το εθνικό Σύστημα Αγοράς (NMS) για τη διαπραγμάτευση μεγάλων πακέτων μετοχών, με το οποίο οι επενδυτές μπορούν να μάθουν όχι μόνο τις στιγμιαίες τιμές αγοράς και πώλησης των

χρεογράφων, αλλά και τις τελευταίες τιμές, την υψηλότερη και χαμηλότερη τιμή της ημέρας, καθώς και το συνολικό επίπεδο διαπραγματεύσεων τη στιγμή που ζητείται η πληροφορία.

Οι εταιρείες που θέλουν να εισαχθούν σε αγορές, όπως η "USM" ή η "Second Marche", πρέπει να πληρούν κάποιους όρους οι οποίοι βέβαια είναι πολύ πιο ελαστικοί απ' όσο για την εισαγωγή στην κύρια αγορά. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθοι:

- § Το 10% του μετοχικού τους κεφαλαίου πρέπει να είναι διανεμημένο στο κοινό ή να διανεμηθεί με συγκεκριμένη πράξη την ημέρα εισαγωγής των τίτλων, ή ένας ή περισσότεροι μέτοχοι να έχουν αναθέσει σε ένα ειδικευμένο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα τη φροντίδα να εξασφαλίσει τη διανομή των τίτλων που αντιπροσωπεύουν το ελάχιστο αυτό κεφάλαιο.
- § Να έχουν τη νομική μορφή της Ανώνυμης Εταιρείας.
- § Να έχουν καταρτίσει δύο ετήσιους ισολογισμούς.
- § Η χρηματιστηριακή τους κεφαλαιοποίηση να ξεπερνά ένα ελάχιστο όριο, το οποίο ορίζεται κατά περίπτωση σε κάθε χώρα, ανάλογα με τις συγκεκριμένες οικονομικές συνθήκες.
- § Προκειμένου να εξασφαλιστεί η διαφάνεια της επιχειρηματικής δραστηριότητας, οι εταιρείες είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύσουν όλους εκείνους τους λογαριασμούς και τα στοιχεία που ορίζονται από το θεσμικό πλαίσιο το οποίο ισχύει για τη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών στις οποίες εισάγονται και πρέπει να εξασφαλίσουν τη ρευστότητα της χρηματιστηριακής αγοράς των τίτλων τους.

Η προετοιμασία μιας εταιρείας για την εισαγωγή της σε κάποια Ημιεπίσημη Χρηματιστηριακή Αγορά (Η.Χ.Α.) περιλαμβάνει σειρά ενεργειών που πρέπει να γίνουν, όπως σωστή εκλογή των συμβούλων (χρηματιστής κλπ.), οικονομική ανάλυση της εταιρείας, αναθεώρηση του καταστατικού της, κατάλληλες παρεμβάσεις στο μετοχικό της κεφάλαιο (π.χ. αλλαγή της ονομαστικής της αξίας των μετοχών, ώστε να μπορούν να διατεθούν ευκολότερα στο κοινό), αναδιάταξη των σχέσεων των μετόχων, όπως η ίδρυση holding για να διατηρηθεί ο έλεγχος της εταιρείας από τους αρχικούς ιδιοκτήτες, εκτεταμένη ενημέρωση του προσωπικού, σωστή επικοινωνία με την κοινή γνώμη και τα ΜΜΕ, σύνταξη ενημερωτικού δελτίου (prospectus) κλπ.

Η εξέλιξη των "ΗΧΑ" κατά τη δεκαετία 1975-85 ήταν θεαματική. Ιδιαίτερα η "NASDAQ" είναι η ταχύτερα αναπτυσσόμενη αγορά στον κόσμο. Από το 1975 ως τα τέλη του 1984 εισαχθήκανε στο "NASDAQ" περίπου 1.630 εταιρείες, ενώ κατά την ίδια περίοδο τα "NYSE" (New York Stock Exchange) και "AMEX" (American Exchange) βρέθηκαν με 14 και 423 εταιρείες λιγότερες, αντίστοιχα. Το "NASDAQ" είναι η πρώτη αγορά στον κόσμο με κριτήριο τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται υπό διαπραγμάτευση. Κατά την ίδια περίοδο, ενώ οι συναλλαγές στο "NYSE" υπερτριπλασιάστηκαν, οι συναλλαγές στο "NASDAQ" δεκαπλασιάστηκαν. Όσον αφορά το "USM", οι νέες εκδόσεις μεταξύ των ετών 1980-86 υπερτετραπλασιάστηκαν και από 23 το 1980 έφτασαν τις 94 το 1986.

Πολλές από τις καλύτερες εταιρείες των "ΗΧΑ", συνεχίζοντας την ανοδική τους πορεία, επιτυγχάνουν την εισαγωγή των μετοχών τους στις κύριες αγορές και εγκαταλείπουν τις "ΗΧΑ". Η προοπτική αυτή αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει την αντιμετώπιση των "ΕΠΕΚ" για τις νέες δυναμικές επιχειρήσεις, δεδομένου ότι εκείνο που έχει μεγάλη σημασία, δεν είναι μόνο η προσδοκία μιας καλής

απόδοσης στο μέλλον, αλλά το δίπτυχο της καλύτερης μελλοντικής απόδοσης και της προοπτικής μείωσης ή απλά μη-αύξησης του σχετικού κινδύνου. Για παράδειγμα, εταιρείες οι οποίες μέσα σε μια διετία προσχώρησαν από το "USM" στο "London Stock Exchange", είναι οι "Blue Arrow" και "Body Shop". Η ένταξή τους στο "USM" είχε γίνει το 1984 με κεφαλαιοποίηση £3,1 εκατ. και £4,8 εκατ. αντίστοιχα, ενώ η προσχώρησή τους στην κύρια αγορά το 1986 έγινε με κεφαλαιοποίηση £147 εκατ. και £76 εκατ. αντίστοιχα. Το παράδειγμά τους ακολούθησαν άλλες 26 εταιρείες στο Λονδίνο το 1986.

Οι "HXA" προσφέρουν ανεκτίμητη υπηρεσία σε επιχειρήσεις που, όμως, έχουν ξεπεράσει το αρχικό στάδιο ανάπτυξης. Μάλιστα πολλές από αυτές είναι ικανές να διεκδικήσουν, σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα, την ένταξή τους στις κύριες αγορές. Ωστόσο, η δομή και οι απαιτήσεις των αγορών αυτών δεν ανταποκρίνονται στις ανάγκες των μικρότερων επιχειρήσεων.

Για την ικανοποίηση των αναγκών αυτών, το Χρηματιστήριο του Λονδίνου αποδείχθηκε πρωτοπόρο ιδρύοντας, στις 26 Ιανουαρίου του 1987, την 'Τρίτη Αγορά' ('Third Market'). Οι υποχρεώσεις των εταιρειών για την ένταξή τους στην Τρίτη Αγορά είναι πολύ χαμηλότερες, ακόμη και από εκείνες που ισχύουν για το "USM", και έχουν ως εξής:

1. Να παρουσιάζουν κανονικά ελεγμένους λογαριασμούς που να καλύπτουν την περίοδο τουλάχιστον ενός έτους.
2. Να έχουν την έδρα τους στην Αγγλία και τουλάχιστον τρεις διευθυντές στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας.
3. Να εξασφαλίζουν ότι στο καταστατικό τους δεν υπάρχει όρος που να εμποδίζει την απρόσκοπτη διαπραγμάτευση των τίτλων τους.

4. Να αναλάβει ένα μέλος του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου τη χρηματιστηριακή τους παρακολούθηση (sponsor) και να εγγυηθεί ότι θα παρέχονται επαρκείς πληροφορίες στους μετόχους τους και γενικά στην αγορά, σε σχέση με την πορεία των εργασιών των εταιρειών αυτών.

Προκειμένου να υπάρχει διαχωρισμός του επίσημου χρηματιστηρίου από μια αγορά που παρουσιάζει υψηλότερους κινδύνους, την απόφαση για την ένταξη στην Τρίτη Αγορά δεν την παίρνει η αρμόδια Επιτροπή του Χρηματιστηρίου αλλά ο sponsor (αρμόδιος χρηματιστής).

Οι επιχειρηματίες έλκονται από την Τρίτη Αγορά, κυρίως λόγω της διαφάνειας στις συναλλαγές των μετοχών του ηλεκτρονικού συστήματος "SEAQ" του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, της δυνατότητας να εκδίδουν μετοχές και να συγχωνεύονται με άλλες επιχειρήσεις, και λόγω του ότι η ένταξη στην "Τρίτη Αγορά" δεν καταργεί τα φορολογικά προνόμια που προσφέρονται στους επενδυτές από το "BES", όπως συμβαίνει αν οι μετοχές της εταιρείας εισαχθούν στην "USM" ή στην κύρια αγορά.

Ήδη, τα τελευταία χρόνια της δεκαετίας του '90, παράλληλα με την ανάπτυξη της νέας οικονομίας, υπήρξε περαιτέρω θεαματική ανάπτυξη του "NASDAQ", ενώ στην Ευρώπη (Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία) ιδρύθηκαν τρίτες αγορές που δέχονται μόνον εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας και οι οποίες παρουσίασαν εντυπωσιακή πρόοδο σε αριθμό εισηγμένων εταιρειών και συναλλαγών.

2.4 Κατανομή των "ΕΚΥΚ" μεταξύ των διαφόρων σταδίων του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι τα "ΕΚΥΚ" παρέχονται στις επιχειρήσεις, σε κάθε στάδιο του κύκλου ζωής της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας όταν υπάρχουν οι κατάλληλες προϋποθέσεις.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία των ετών 1995-1996 υπάρχει στην Ευρώπη μια σημαντική τάση προς χρηματοδοτήσεις τελευταίων σταδίων. Ενώ στις ΗΠΑ τα κεφάλαια «σποράς» και εκκίνησης αυξήθηκαν κατά την περίοδο 1988-1995 από 12,5% σε 23%, στην Ευρώπη μειώθηκαν από 12,5% σε 6% κατά την ίδια περίοδο.

Κατά τα έτη 1995 και 1996 το μεγαλύτερο ποσοστό των τοποθετήσεων είναι σε MBOs και MBIs (εξαγορές 'της διοίκησης', 'από τη διοίκηση'). Συγκεκριμένα, στο "ΗΒ" εξαγορές διοικήσεων αποτελούσαν σχεδόν το 70% του συνόλου των επενδύσεων το 1996, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στις ΗΠΑ είναι μικρότερο του 25%.

Αυτή η τάση προς χρηματοδοτήσεις τελευταίων σταδίων οφείλεται στο γεγονός ότι πολλοί θεσμικοί επενδυτές πραγματοποιούν τοποθετήσεις βραχυχρόνιου ορίζοντα. Ένας λόγος γι' αυτό είναι οι μέθοδοι αξιολόγησης και αποζημίωσής τους, οι οποίες τους ωθούν σε αναζήτηση βραχυχρόνιων 'επιτυχιών'.

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι στις ΗΠΑ παρατηρείται στη δεκαετία του 90 μεγάλη υποχώρηση του "ΕΚΥΚ". Στα μέσα του 1990 το ένα τρίτο των "ΕΠΕΚ" είχε ρευστοποιηθεί με μεγάλες ζημιές. Ο κλάδος βρίσκεται ακόμη σε φάση αναδόμησης των προσεγγίσεων και της στρατηγικής του, αν και τα τελευταία χρόνια σημείωσε ανάκαμψη. Κατά το 1999 οι επενδύσεις σε "ΕΚΥΚ" στις ΗΠΑ και στην Ευρωπαϊκή Ένωση ανήλθαν σε 55,3 δις Ευρώ.

2.5 Ρευστοποίηση χρηματοδότησης "ΕΚΥΚ"

Σε μικρό ή μεγάλο χρονικό διάστημα από τη στιγμή της επένδυσης η εταιρεία θα θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή της είτε επειδή πιστεύει ότι είναι η κατάλληλη στιγμή για την πραγματοποίηση υψηλότερων κερδών, είτε γιατί οι προσδοκίες της δεν της επιτρέπουν να ελπίζει ότι τα πράγματα θα εξελιχθούν καλύτερα στο μέλλον.

Οι τρόποι με τους οποίους μπορεί η "ΕΠΕΚ" να ρευστοποιήσει την επένδυσή της είναι οι εξής:

1. Εισαγωγή των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.
2. Πώληση σε τρίτη εταιρεία.
3. Πώληση μετοχών στους μετόχους της εταιρείας που χρηματοδοτήθηκε.
4. Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή "ΕΚΥΚ".
5. Εκκαθάριση.
6. Αποπληρωμή χρηματοδότησης δανειακής μορφής.
7. Συνδυασμός των παραπάνω.

1. Εισαγωγή τίτλων σε χρηματιστηριακή αγορά (δευτερεύουσα κλπ.)

Όπως αναλύθηκε προηγουμένως, η μορφή ρευστοποίησης της επένδυσης μέσω της διάθεσης των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές είναι η πιο διαδεδομένη και αποδοτική μέθοδος. Σε μελέτη (Soya και Reyes, 1990) για την περίοδο 1970-82, που αφορούσε την

αποεπένδυση 24 "ΕΠΕΚ" από 442 "ΥΕΚ", διαπιστώθηκε ότι το 30% πραγματοποιήθηκε με εισαγωγή σε χρηματιστήριο, 23% με εξαγορά από άλλη εταιρεία, 15% με αγορά από τις "ΥΕΚ", 6% με ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού και 24% με διαγραφή των απαιτήσεων. Τα κέρδη από αρχική εισαγωγή σε χρηματιστήριο εκτιμήθηκαν πενταπλάσια από τις άλλες εξόδους.

Τα οφέλη που προκύπτουν από την επιλογή της λύσης της εισαγωγής σε χρηματιστηριακές αγορές είναι αρκετά και αφορούν όχι μόνον την "ΕΠΕΚ", αλλά και την εταιρεία "ΥΕΚ". Το ευρύ κοινό είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, η καλύτερη πηγή πόρων, οπότε, αγοράζοντας τις νεοκδοθείσες μετοχές, παρέχει τη δυνατότητα στην εταιρεία "ΥΕΚ" (η οποία δε θα έπρεπε ίσως να χαρακτηρίζεται πλέον 'υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου', αφού έχει συνήθως διαμορφώσει μια διευρυνόμενη αγορά και έχει εκλείψει η αβεβαιότητα που αφορούσε τη μελλοντική της βιωσιμότητα) να αντλήσει κεφάλαια που θα χρησιμοποιηθούν για επενδύσεις ή κεφάλαια κίνησης ή εξόφληση δανείων. Ακόμη, επιτρέπει στους παλιούς μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά, αποκομίζοντας κέρδη κεφαλαίου.

Η επιλογή του αναδόχου στις περιπτώσεις αυτές είναι, όπως έχει επισημανθεί, πολύ σημαντική γιατί, εκτός από τη διαδικασία της διάθεσης των τίτλων, την οποία αναλαμβάνει ο ανάδοχος της προσφοράς των νέων μετοχών, παρέχει σημαντική βοήθεια στην τιμολόγηση των μετοχών, αφού η έλλειψη διαπραγμάτευσης καθιστά δύσκολη την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας, και κατ' επέκταση της τιμής ανά μετοχή.

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη, Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση, Αθήνα 2001.

Τα έξοδα εγγραφής και διάθεσης ανέρχονται σε ποσοστό μέχρι και 10% επί των αντλούμενων εσόδων. Το κόστος τους, όμως, μπορεί να μειωθεί για την εταιρεία, εάν προσφέρει στον ανάδοχο δικαιώματα (options) αγοράς των μετοχών της, κάτι που ενδιαφέρει ιδιαίτερα, εάν πρόκειται για δυναμική εταιρεία. Κατά κανόνα οι μεγαλύτερες τιμές για μια εταιρεία επιτυγχάνονται με την είσοδό της σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.

Ως εκ τούτου, η κεφαλαιαγορά έχει μείζονα σημασία για το "ΕΚΥΚ" και τους επενδυτές του, αφού λειτουργεί ως βασική διέξοδος αποεπενδύσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι μετοχές από το χώρο της υψηλής τεχνολογίας είναι από τις 'ακριβότερες' που υπάρχουν, ιδίως όταν πρόκειται για εταιρείες που επιδεικνύουν ιδιαίτερο δυναμισμό.

Στην αντίθετη περίπτωση, δηλαδή όταν η κεφαλαιαγορά δεν λειτουργεί με υγιείς ρυθμούς και κανόνες, καθίσταται δυσκολότερη η διαδικασία της ρευστοποίησης, και επομένως επηρεάζεται δυσμενώς η διάθεση των χορηγών "ΕΚΥΚ" να προβούν σε επενδύσεις στο συγκεκριμένο χώρο (π.χ. στα όρια κάποιου κράτους που παρουσιάζει τέτοιου είδους προβλήματα).

Όταν η αγορά τίτλων, στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές της καινοτομικής εταιρείας, είναι ασταθής και κινείται με μεγάλες διακυμάνσεις, υπάρχουν σοβαροί κίνδυνοι για τη ρευστοποίηση της επένδυσης κατά το χρόνο που επιθυμεί και έχει προγραμματίσει η "ΕΠΕΚ". Η κυκλικότητα των καταστάσεων αυτών προσδίδει στις επενδύσεις "ΕΚΥΚ" ένα στοιχείο αστάθμητου κινδύνου, που πολλές φορές αναχαιτίζει την προσδοκία επίτευξης υψηλών κερδών.

Ωστόσο, εκτός από τις επιδράσεις της προσφοράς και της ζήτησης της αγοράς τίτλων, καθώς και τις μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής της καινοτομικής εταιρείας, οι επενδύσεις των "ΕΠΕΚ" βασίζονται στην εκτίμηση της παρούσας και

της μελλοντικής αξίας της επιχείρησης στην αγορά σε μακροπρόθεσμη βάση, αφού το "ΕΚΥΚ" είναι μακροπρόθεσμη επένδυση υψηλού κινδύνου.

2. Πώληση σε τρίτη εταιρεία

Η μέθοδος αυτή μπορεί να είναι μια καλή επιλογή, εάν ληφθεί υπόψη η δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης, χωρίς την επίσημη διαδικασία που απαιτείται με την πρώτη μέθοδο, καθώς και την αποφυγή του κόστους που αυτή συνεπάγεται (κόστος εισαγωγής στην αγορά τίτλων, αμοιβές χρηματιστών, συμβούλων, παρακολούθηση κλπ.).

Επίσης, μια ένδειξη ενδιαφέροντος ή μια πρόταση εξαγοράς απευθείας από μια τρίτη εταιρεία θα μπορούσε να εμφανισθεί, πολύ πριν να είναι έτοιμη η εταιρεία "ΥΕΚ" να εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Οι πιθανότητες να συμβεί αυτό είναι ιδιαίτερα μεγάλες, όταν πρόκειται για πολύ δυναμική επιχείρηση που πείθει εύκολα για τις προοπτικές της.

Πολλές φορές μεγαλύτερες εταιρείες, οι οποίες ενδιαφέρονται για το προϊόν της εταιρείας "ΥΕΚ" και θέλουν να επιτύχουν μεταφορά τεχνογνωσίας από την εταιρεία "ΥΕΚ" στην ελέγχουσα εταιρεία, εκφράζουν πρόταση για αγορά μεριδίου συμμετοχής της "ΕΠΕΚ".

Όταν πρόκειται για πώληση σε τρίτη εταιρεία, συχνά υπάρχει το πρόβλημα ότι θα πρέπει να γίνει μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρείας (συχνά μεγαλύτερου του 50,1%), οπότε αυτό οδηγεί στην απώλεια του ελέγχου της εταιρείας από τον επιχειρηματία- εμπνευστή. Συνεπώς, η αντιμετώπιση των επιχειρηματιών ως προς τις επιχειρήσεις τους έχει σημασία, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδίως σε χώρες

μέσου επιπέδου ανάπτυξης, η σύνδεση του ιδιοκτήτη-διευθυντή με την επιχείρησή του είναι πολύ μεγάλη και συναισθηματική.

3. Πώληση στους μετόχους της εταιρείας "ΥΕΚ"

Στην περίπτωση αυτή οι κύριοι μέτοχοι της εταιρείας "ΥΕΚ" αγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της εταιρείας "ΕΠΕΚ", καταβάλλοντας σε αυτήν το ανάλογο τίμημα.

Είναι πιθανό να έχει προβλεφθεί πώληση τέτοιας μορφής, και η τιμή άσκησης να έχει καθοριστεί στο αρχικό συμβόλαιο συνεργασίας που υπογράφουν τη στιγμή της επένδυσης οι δύο συμμετέχοντες. Πολλές φορές η τιμή εξαγοράς της εταιρείας καθορίζεται από πριν, ως ποσοστό των πωλήσεων του προηγούμενου έτους επί ένα πολλαπλασιαστική ή ως πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών του προηγούμενου έτους κλπ.

4. Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή "ΕΚΥΚ"

Πρόκειται για μεταβίβαση του μεριδίου της εταιρείας "ΕΠΕΚ" σε άλλη εταιρεία ίδιας μορφής, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς τη χρηματοδότηση και στήριξη των εργασιών της εταιρείας "ΥΕΚ". Πιθανώς μια τέτοια συναλλαγή να είναι επιθυμητή και από την εταιρεία "ΥΕΚ", εάν η προηγούμενη "ΕΠΕΚ" ήταν παθητικός επενδυτής, ενώ υπάρχει μεγάλη ανάγκη παροχής υπηρεσιών συμβούλου ή γενικότερης υποστήριξης που μπορεί να προσφέρει ένας ενεργητικός επενδυτής.

5. Εκκαθάριση

Η εκκαθάριση της εταιρείας "ΥΕΚ", εφόσον κάτι τέτοιο είναι δυνατό εκ μέρους της "ΕΠΕΚ", μπορεί να επιβάλλεται εκ των προτέρων, όταν η εταιρεία "ΥΕΚ" δεν αποδώσει τα αναμενόμενα. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι προβλέψεις για την πορεία της χρηματοδοτούμενης εταιρείας δεν επαληθεύτηκαν.

Με την εκκαθάριση, συνήθως μετά από δικαστική απόφαση, πωλούνται τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας "ΥΕΚ", τα οποία έχουν περιέλθει στην κυριότητα της "ΕΠΕΚ", με σκοπό την κατά το δυνατό επανάκτηση των επενδυμένων κεφαλαίων από μέρους της "ΕΠΕΚ".

Σε τέτοιες περιπτώσεις, η αξία της εταιρείας "ΥΕΚ" μπορεί να είναι υψηλότερη, όταν υπολογίζεται με τη μέθοδο της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων, αντί με τη μέθοδο της παρούσας αξίας των καθαρών μελλοντικών εισροών της.

Η εκκαθάριση, ως μέθοδος ρευστοποίησης, αποσκοπεί όχι βέβαια στη μεγιστοποίηση των ωφελειών, αλλά στην ελαχιστοποίηση της ζημίας από τη συμμετοχή της "ΕΠΕΚ" στην εταιρεία που ρευστοποιείται. Αποτελεί έσχατη μέθοδο, η οποία θα πρέπει να προλαμβάνεται εγκαίρως από την εταιρεία "ΕΠΕΚ" είτε με ενεργό συμμετοχή (hands-on) και παρακολούθηση των εργασιών της διοίκησης, είτε με χρηματοδότηση MBI σε περιπτώσεις κακής διοίκησης κλπ.

6. Αποπληρωμή δανειακής χρηματοδότησης

Στις περιπτώσεις που η χορήγηση καινοτομικών κεφαλαίων δε γίνεται με τη μέθοδο της μετοχικής επένδυσης, αλλά με τη μέθοδο του δανείου, η ρευστοποίηση συνήθως πραγματοποιείται σταδιακά. Μέσα

σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα η εταιρεία "ΥΕΚ" εξοφλεί τις υποχρεώσεις της στην "ΕΠΕΚ" η οποία τη χρηματοδότησε.

Με τη μορφή αυτή ελαχιστοποιούνται οι κίνδυνοι που συνδέονται με τη ρευστοποίηση, αλλά και οι αποδόσεις από τη συνολική επένδυση, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις δυναμικών και επιτυχημένων εταιρειών "ΥΕΚ".

7. Συνδυασμός των παραπάνω μεθόδων

Ένας συνδυασμός των παραπάνω μεθόδων θα μπορούσε δυνητικά να εφαρμοσθεί με δύο τρόπους:

§ Ποσοτικός συνδυασμός, δηλαδή μικτή στρατηγική ρευστοποίησης, που να περιλαμβάνει δύο η περισσότερες από τις προηγούμενες επιλογές. Ως παράδειγμα αναφέρεται η περίπτωση κατά την οποία μια εταιρεία "ΕΠΕΚ" αποφασίζει να ρευστοποιήσει τη συμμετοχή της σε μια εταιρεία "ΥΕΚ", πουλώντας πρώτα μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου που διαθέτει στην ίδια την "ΥΕΚ" και στη συνέχεια το υπόλοιπο σε άλλη εταιρεία "ΕΠΕΚ", η οποία ενδιαφέρεται να αναμιχθεί στις δραστηριότητες της "ΥΕΚ" σε αυτό το στάδιο του κύκλου ζωής της.

§ Ποιοτικός συνδυασμός, δηλαδή ρευστοποίηση, η οποία θα μπορούσε να λάβει χώρα ως συνδυασμός μιας από τις προηγούμενες μεθόδους και ενός άλλου χρηματοδοτικού εργαλείου. Ως παράδειγμα αναφέρεται το εξής: Ας θεωρήσουμε τρεις εταιρείες, μία "ΕΠΕΚ", μια τράπεζα και μία εταιρεία "ΥΕΚ". Έστω ότι σκοπός της "ΕΠΕΚ" είναι να ρευστοποιήσει σύντομα την επένδυση κοινού μετοχικού

τύπου που έχει κάνει στην εταιρεία "ΥΕΚ" είτε για εσωτερικούς λόγους, είτε επειδή προέκυψε μια άλλη ενδιαφέρουσα πρόταση. Από την άλλη πλευρά, η διοίκηση της εταιρείας "ΥΕΚ" ενδιαφέρεται να συγκεντρώσει την ισχυρή πλειοψηφία ή το σύνολο του μετοχικού της κεφαλαίου, επειδή πρόκειται να θέσει σε εφαρμογή το νέο της επενδυτικό σχέδιο αισιόδοξων προοπτικών κερδοφορίας. Η τράπεζα βεβαίως θα ήθελε να προβεί σε χορήγηση δανείου, εάν η εταιρεία "ΥΕΚ" είναι φερέγγυα. Η τράπεζα χορηγεί δάνειο στην εταιρεία "ΥΕΚ", η οποία αναλαμβάνει την υποχρέωση αποπληρωμής του. Ταυτόχρονα, το προϊόν του δανεισμού μεταβιβάζεται από την εταιρεία "ΥΕΚ" στην "ΕΠΕΚ", η οποία με τη σειρά της μεταβιβάζει της ίσης αξίας μετοχές της στη διοίκηση της εταιρείας "ΥΕΚ".

Το αποτέλεσμα είναι ότι η "ΕΠΕΚ" έχει ήδη ρευστοποιήσει τη συμμετοχή της και είναι σε θέση πλέον να υλοποιήσει τους εναλλακτικούς στόχους της, ενώ η τράπεζα έχει βελτιώσει τη σύνθεση του συνολικού της χαρτοφυλακίου, αυξάνοντας τις χορηγήσεις και μειώνοντας τις λιγότερο ή καθόλου αποδοτικές τοποθετήσεις, όπως τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα ή τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου.

Τέλος, η διοίκηση της εταιρείας "ΥΕΚ", που έχει πλέον αποκτήσει σχεδόν το σύνολο των μετοχών, θα εργαστεί πιο αποδοτικά για την υλοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων, η επιτυχία των οποίων θα εξασφαλίσει την αποπληρωμή του δανείου και υψηλότερες αποδόσεις.

Ακολουθεί μια αναφορά σε ένα φαινόμενο που παρατηρήθηκε σε εταιρείες νέων τεχνολογιών κατά την δεκαετία του '80 στις ΗΠΑ. Το φαινόμενο έχει άμεση σχέση με τις επενδύσεις σε "ΕΚΥΚ".

2.6 Η μυωπία της κεφαλαιαγοράς (Capital Market Myopia)

Σε σεμιναριακά μαθήματα για τις επενδύσεις "EKYK" στη βιομηχανία παραγωγής σκληρών δίσκων υπολογιστών Winchester (hard disk – drive industry), οι καθηγητές Sahlman και Stevenson (1986) του Harvard Business School ανέλυσαν ένα φαινόμενο το οποίο ονόμασαν “μυωπία της κεφαλαιαγοράς”. Το φαινόμενο αναφέρεται σε μια κατάσταση κατά την οποία οι κεφαλαιαγορές αγνοούν ορισμένα βασικά λογικά επακόλουθα των δικών τους επενδυτικών αποφάσεων. Εάν εξεταστεί και αναλυθεί ξεχωριστά, κάθε επενδυτική απόφαση έχει συνήθως λογική. Όταν όμως πολλές τέτοιες αποφάσεις λαμβάνονται ταυτόχρονα, θα μπορούσαν να αποτελέσουν την “απαρχή της συμφοράς”. Η “μυωπία της κεφαλαιαγοράς”, σύμφωνα με τους Sahlman και Stevenson, οδηγεί σε υπερχρηματοδότηση επιχειρήσεων, καθώς και σε αστάθεια τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά.

Γενικά, οι συμμετέχοντες σε μια κεφαλαιαγορά θα έπρεπε να μπορούν να δουν το φαινόμενο της “μυωπίας” να πλησιάζει. Θα έπρεπε να γνωρίζουν τις περιπτώσεις στις οποίες οι μετοχές, για παράδειγμα, είναι υπερτιμημένες σε υπερβολικό βαθμό. Από την εμπειρία της παρατήρησης του φαινομένου στο παρελθόν προκύπτει ότι υπήρχαν τα απαραίτητα δεδομένα για την πρόβλεψή του πριν συμβεί, δηλαδή πριν από το 1983, που παρατηρήθηκε για πρώτη φορά. Ως εκ τούτου, θεωρητικά μπορεί να προστατευθεί ο επενδυτής πριν από την εμφάνιση των προβλημάτων που κάνουν τις τιμές των μετοχών κυριολεκτικά να καταρρέουν.

Από το 1977 έως το 1984 αρκετές "ΕΠΕΚ" των ΗΠΑ επένδυσαν περίπου \$ 400 εκατ. σε 43 διαφορετικούς κατασκευαστές σκληρών δίσκων "Winchester". Τα περισσότερα κεφάλαια επενδύθηκαν κατά τα δύο τελευταία χρόνια, ενώ \$270 εκατ. επενδύθηκαν σε 51 περιπτώσεις χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων 21 εκκινήσεων ή επενδύσεων πρώιμων σταδίων.

Κατά τη συγκεκριμένη περίοδο, οι κεφαλαιαγορές ήταν, επίσης, ένας σημαντικός χορηγός κεφαλαίων στη βιομηχανία παραγωγής σκληρών δίσκων, η οποία, μέσω αυτής της οδού, άντλησε \$ 800 εκατ. με προσφορά μετοχών. Στα μέσα του 1983 η χρηματιστηριακή αξία 12 εταιρειών παραγωγής σκληρών δίσκων, που είχαν χρηματοδοτηθεί με "ΕΚΥΚ", ήταν περίπου \$ 5,4 δις. Η μεγάλη αγοραία αξία των μετοχών αυτών ώθησε ανοδικά τις τιμές κι άλλων μετοχών υψηλής τεχνολογίας, αλλά και γενικότερα τις τιμές των τίτλων στις συγκεκριμένες χρηματιστηριακές αγορές. Ο κλάδος της βιομηχανίας σκληρών δίσκων γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη από το 1978 μέχρι το 1983, με τις πωλήσεις να ανεβαίνουν από \$27 εκατ. το 1978 σε \$1,3 δις. Το 1983. οι πωλήσεις το 1984 αναμένονταν να φτάσουν τα \$4,5 δις. Με δεδομένα τα ενθουσιώδη σχέδια για τη βιομηχανία, η αισιοδοξία που επικράτησε στην κοινότητα των "ΕΠΕΚ", αλλά και στη χρηματιστηριακή αγορά, ήταν ευλογοφανής. Όμως, κατά το τέλος του 1984 η αξία που αντιστοιχούσε στους 12 παραγωγούς σκληρών δίσκων είχε πέσει από το επίπεδο των \$5,4

δισ στο \$1,4 δισ, και η κατάσταση για κάθε συμμετέχοντα είχε χειροτερεύσει αρκετά. Άρχισαν να εμφανίζονται ζημιές και ορισμένες εταιρείες παρουσίασαν μείωση των πωλήσεών τους. Και οι 12 εταιρείες μαζί είχαν κέρδη περίπου \$ 25 εκατ. για κάθε ένα από τα δύο πρώτα τρίμηνα του 1984, ενώ στο τρίτο τρίμηνο παρουσίασαν κέρδη μόλις \$2,3 εκατ.

Έτσι η “ μωπία της κεφαλαιαγοράς” οδήγησε στην υπερχρηματοδότηση βιομηχανιών και σε ασταθή επίπεδα αποτίμησης στη χρηματιστηριακή αγορά. Το φαινόμενο αυτό έχει παρατηρηθεί και σε άλλους κλάδους, εκτός από τη βιομηχανία σκληρών δίσκων, ενώ υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να συμβεί και στο μέλλον.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η υπερχρηματοδότηση στη βιομηχανία σκληρών δίσκων οφειλόταν στην αύξηση του ενδιαφέροντος της κοινότητας των "ΕΠΕΚ" να επενδύσουν στο συγκεκριμένο τομέα, λόγω της δημοσίευσης κάποιων προβλέψεων που μιλούσαν για αναμενόμενο ετήσιο ρυθμό μεγέθυνσης 76,5 % έως το 1987. είναι γνωστό όμως ότι μια αγορά δυνητικά μεγεθυνόμενη και κερδοφόρα είναι ελκυστική για νέους επενδυτές. Έτσι, ο ανταγωνισμός μεταξύ των εταιρειών έφτασε σε δραματικά επίπεδα. Βοήθησε άλλωστε σε αυτό η μεγάλη αύξηση της διαθεσιμότητας κεφαλαίων για επενδύσεις "ΕΚΥΚ" στο συγκεκριμένο κλάδο.

Ήδη, το ίδιο ερώτημα γεννήθηκε το 2000 με την υπερχρηματοδότηση των dot.com εταιρειών, οι οποίες, αφού σημείωσαν κατά τα τελευταία χρόνια του αιώνα ιλιγγιώδη ανάπτυξη, ήδη διέρχονται περίοδο ισχυρής καμπής που οδήγησε στην χρεοκοπία μεγάλου αριθμού εταιρειών του κλάδου.

Προκειμένου να λαβαίνουν τα μέτρα τους, ώστε να προλαβαίνουν και να αναστέλλουν τις αρνητικές συνέπειες του φαινομένου της

“μυωπίας της κεφαλαιαγοράς”, οι εταιρείες "ΕΠΕΚ" θα πρέπει να έχουν υπόψη τους τέσσερις βασικούς παράγοντες:

1. **Τις διαθέσιμες πληροφορίες.** Συνήθως υπάρχουν υπηρεσίες συμβούλων, οι οποίες κάνουν εκτενείς αναλύσεις βιομηχανικών κλάδων και μελέτες που αφορούν την αγορά, την τεχνολογία, τον ανταγωνισμό, τις αποδόσεις κλπ. Το ενδιαφέρον τους στρέφεται κυρίως σε κλάδους που παρουσιάζουν δυναμική ανάπτυξη. Τεχνολογικά στοιχεία είναι επίσης διαθέσιμα, όχι μόνο από πηγές εντός της βιομηχανίας, αλλά και από άλλες πηγές, όπως τα ερευνητικά τμήματα των πανεπιστημίων, ορισμένα εξειδικευμένα περιοδικά κλπ.
2. **Ανακοινώσεις νέων εισόδων** που υπάρχουν στις μεγάλες εκδόσεις και αφορούν νέα προϊόντα ή νέες εταιρείες. Αρκετές φορές περιλαμβάνουν τεχνικές προδιαγραφές, χρονοδιαγράμματα ανάπτυξης και άλλες χρήσιμες πληροφορίες.
3. **Χρηματοοικονομικά στοιχεία,** όπως πληροφορίες για νέες εκδόσεις τίτλων κλπ. Επίσης, οργανισμοί όπως το "Venture Economics" συλλέγουν πληροφορίες που αφορούν τις επενδύσεις που γίνονται από "ΕΠΕΚ" σε εταιρείες "ΥΕΚ", όπως το ύψος των κεφαλαίων που επενδύονται, οι χρηματοδοτούμενες εταιρείες κλπ., στοιχεία που είναι απαραίτητα προκειμένου να εκτιμήσει κανείς τη μελλοντική εξέλιξη ενός ολόκληρου βιομηχανικού κλάδου.
4. **Υπολογισμός και εκτιμήσεις.** Πολλές φορές μπορεί κάποιος αναλυτής να εκτιμήσει, με περισσότερο ή λιγότερο βαθμό εμπιστοσύνης, αν και κατά πόσο ένας τίτλος είναι υπερτιμημένος

στην αγορά, ώστε να εκτιμήσει το ενδεχόμενο πτώσης της τιμής του στο μέλλον. Για παράδειγμα, με βάση τα εκτιμώμενα κλαδικά ποσοστά μεγέθυνσης των προσεχών ετών και τον προσδιορισμό του μεριδίου αγοράς της εταιρείας που τον ενδιαφέρει, καθώς και με βάση άλλα εσωτερικά στοιχεία, μπορεί να εκτιμήσει τις αναμενόμενες πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους και τις χρηματοροές. Ως εκ τούτου, προεξοφλώντας τις εκτιμώμενες χρηματικές ροές, μπορεί να συγκρίνει την αξία της εταιρείας με αυτή που διαμορφώνεται καθημερινά στη χρηματιστηριακή αγορά. Όταν τα στοιχεία αυτά συναθροιστούν σε κλαδικό επίπεδο, μπορούν να προκύψουν περισσότερο βάσιμες προβλέψεις.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι υπερβολικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία, το ρυθμό ανάπτυξης και το μελλοντικό μέγεθος ενός κλάδου, οι οποίες συνοδεύονται από την “επενδυτική μανία” που στρέφεται στον κλάδο αυτό, μπορούν να επισημανθούν και να μη γίνουν δεκτές από κάποιον ορθολογικό επενδυτή. Θα πρέπει επίσης να επισημανθούν τα ακόλουθα:

1. Η μεγέθυνση δεν συνεπάγεται αυτόματα, ούτε ταυτίζεται, με την κερδοφορία και την αποδοτικότητα.
2. Το γεγονός ότι ορισμένοι κέρδισαν από μια επένδυση που έκαναν σε κάποιο κλάδο, δε σημαίνει ότι η μορφή αυτής της επένδυσης θα είναι αποδοτική για όλους τους ενδιαφερόμενους επενδυτές.
3. Η αστάθεια της αγοράς (που αυξάνει τον κίνδυνο) μπορεί να οδηγήσει σε δυσμενή αποτελέσματα.
4. Τέλος, οι επενδυτές θα πρέπει να μάθουν να αναγνωρίζουν ή τουλάχιστον να διαισθάνονται τη θετική ή αρνητικά

συγκυρία στην οποία βρίσκεται η εταιρεία ή ο κλάδος που θέλουν να χρηματοδοτήσουν. Έτσι, θα αποφεύγουν να παρασύρονται από κρίσεις υστερίας, που κατά καιρούς εμφανίζονται στις αγορές.

Η περίοδος μετά τη μεγάλη πτώση της βιομηχανίας σκληρών δίσκων συνεχίστηκε έως το 1989, οπότε ολοκληρώθηκε η πτωτική πορεία. Εταιρείες που παρουσίασαν θεαματική άνοδο έως το 1983, κυριολεκτικά γκρεμίστηκαν κατόπιν, όταν άρχισαν να εμφανίζονται τα συμπτώματα της μυωπίας της κεφαλαιαγοράς. Το φαινόμενο αυτό οδήγησε σε αδιέξοδο αρκετές εταιρείες και οι προειδοποιήσεις των Sahlman και Stevenson αποδείχτηκαν περισσότερο προφητικές απ' όσο είχε κανείς ποτέ φανταστεί. Ένας ολόκληρος βιομηχανικός κλάδος είχε πέσει θύμα της έλλειψης ορθολογισμού. Στη συνέχεια κρίνουμε σκόπιμο να παραθέσουμε τις σημαντικότερες διαφορές μεταξύ της χρηματοδότησης μιας επιχείρησης με "ΕΚΥΚ" και της τραπεζικής χρηματοδότησης.

2.7 Διαφοροποίηση τραπεζικής χρηματοδότησης και "ΕΚΥΚ".

Η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης με "ΕΚΥΚ" παρουσιάζει σαφείς διαφορές από τις άλλες, τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και ιδιαίτερα από την τραπεζική χρηματοδότηση. Σε γενικές γραμμές οι παραδοσιακοί τρόποι χρηματοδότησης παρουσιάζουν εγγενείς αδυναμίες, όταν πρόκειται για μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Πιστωτικά ιδρύματα και οργανισμοί, κρατικής ή ιδιωτικής μορφής, που αποτελούν "παραδοσιακές" πηγές δανειακών κεφαλαίων, χαρακτηρίζονται συνήθως από ανυπαρξία ειδικών υπηρεσιών

εκτίμησης επενδύσεων υψηλού κινδύνου, από καθυστέρηση στη λήψη αποφάσεων σε περίπτωση εμφάνισης τέτοιας μορφής επενδύσεων και γενικά από αδυναμία παροχής του κατάλληλου χρηματοοικονομικού πακέτου υπηρεσιών που να ικανοποιεί τις ανάγκες επενδύσεων τέτοιας μορφής.

Βέβαια, πολλές από τις χρηματοοικονομικές ανάγκες των εταιρειών "ΥΕΚ" θα μπορούσαν να ικανοποιηθούν με τρόπους που είναι διαθέσιμοι στις παραδοσιακές αγορές χρηματοδοτικών πηγών. Ωστόσο, οι τρόποι αυτοί ανήκουν κυρίως στις βραχυπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και δεν είναι κατάλληλοι για επιχειρήσεις που επιδιώκουν μακροχρόνια επέκταση. Η χρήση τέτοιων κεφαλαίων, και ιδιαίτερα τραπεζικών δανείων, οδηγεί γρήγορα σε δυσαρμονία τα στοιχεία του ισολογισμού, ώστε αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό από τους παραδοσιακούς χρηματοδότες. Επιπρόσθετα, πολλές επιχειρήσεις χρειάζονται μακροχρόνια και διαρκή χρηματοδότηση, προκειμένου να ξεκινήσουν ή να επεκταθούν.

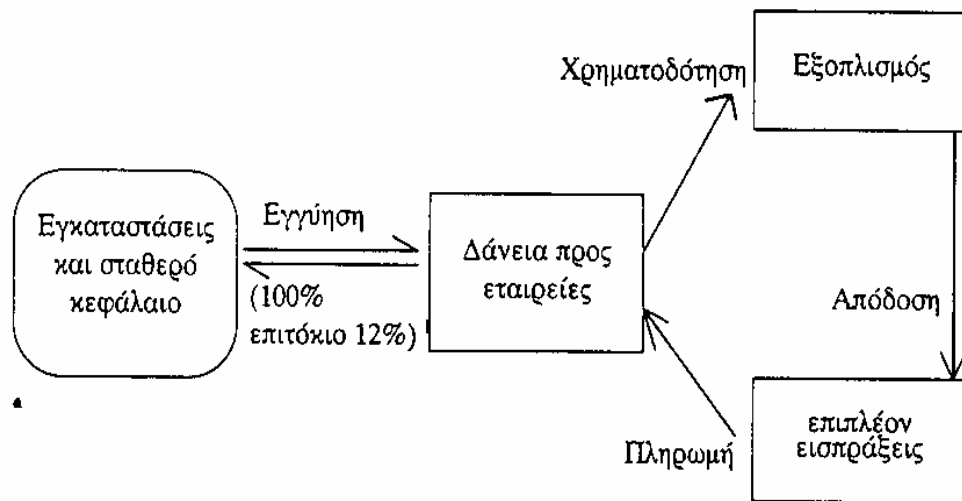
Στον πίνακα γίνεται σύγκριση των στοιχείων της κλασσικής βιομηχανικής με εκείνα του καινοτομικού κεφαλαίου. Όπως μπορεί να παρατηρήσει κανείς ευθύς αμέσως τόσο οι ανάγκες των καινοτομικών κεφαλαίων, όσο και οι βλέψεις τους διαφέρουν σημαντικά σε σύγκριση με τις παραδοσιακές επιχειρήσεις.

Στοιχεία όπως ειδικές γνώσεις, προσπέλαση στην αγορά και καλή φήμη εξυπηρετούν τις ανάγκες των καινοτομικών επιχειρήσεων σε μεγαλύτερο βαθμό από κάποια πάγια στοιχεία, όπως εγκαταστάσεις και μηχανήματα. Για αυτού του είδους τις εταιρείες η προσέλκυση ξένων κεφαλαίων στηρίζεται σε μελλοντικά κέρδη παρά σε τρέχοντα, στο βαθμό που το βασικό ανθρώπινο δυναμικό τέτοιων επιχειρήσεων ενδιαφέρεται συνήθως για την έρευνα και την ανάπτυξη παρά για την παραγωγή.

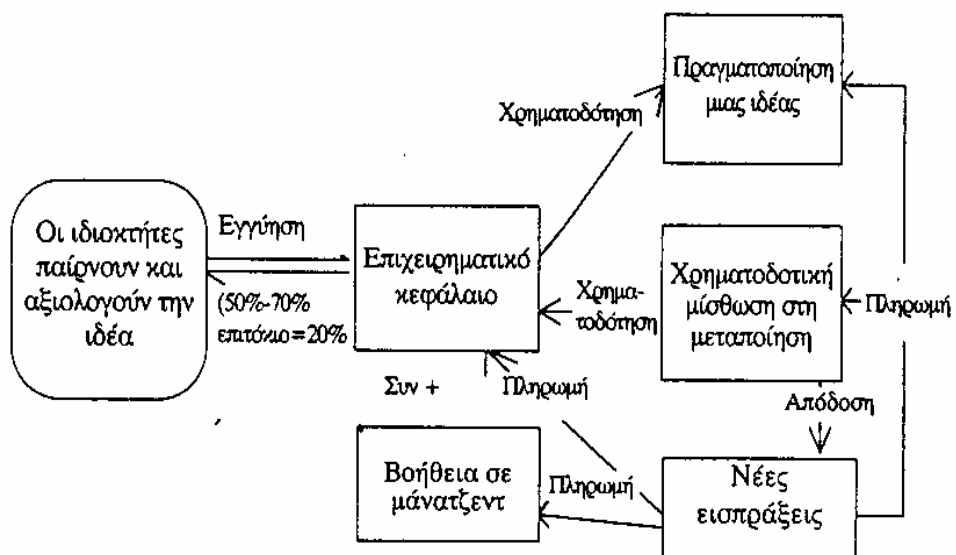
Ακολουθεί διάγραμμα που παρουσιάζει τα στοιχεία της κλασικής βιομηχανικής χρηματοδότησης καθώς επίσης και τα στοιχεία του καινοτομικού κεφαλαίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ ΚΛΑΣΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΚΛΑΣΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ



ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ



Ακόμη, στην περίπτωση ίδρυσης νέων επιχειρήσεων ή εισαγωγής νέας τεχνολογίας, η χρηματοδότηση πρέπει να είναι επαρκής από πλευράς διάρκειας και ποσότητας, ώστε να καλυφθούν τα ζημιογόνα αποτελέσματα που πιθανότατα θα προκύψουν στην αρχή, έως ότου πραγματοποιηθούν κέρδη. Η λειτουργία νέων επιχειρήσεων απαιτεί συχνά συνεχή χρηματοδότηση, ώστε να μπορέσουν οι επιχειρήσεις αυτές να περάσουν από τη φάση εκκίνησης σε φάση επέκτασης.

Οι πολύπλοκες ανάγκες που έχουν οι νέες και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις τις οδηγούν συνήθως σε χρηματοδοτικά πακέτα που μπορεί να αποτελούνται από κοινές μετοχές (ή/και δικαιώματα κοινών μετοχών), δάνεια ή επιχορηγήσεις, έντοκα γραμμάτια ή τίτλους, που μπορεί να είναι μετατρέψιμα, καθώς και σε διοικητική – οργανωτική βοήθεια. Πολύ συχνά, επίσης, οι νέες επιχειρήσεις δε μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, επειδή δεν πληρούν τους όρους που θέτουν οι χρηματοδότες. Ωστόσο, και οι ειδικοί χρηματοδότες, που επενδύουν στις εν λόγω επιχειρήσεις με αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, χρησιμοποιούν κάποια κριτήρια εξασφάλισης. Ένα τέτοιο κριτήριο είναι και ο δείκτης ιδίων προς ξένα κεφάλαια, ο οποίος αποτελεί κλασσικό μέτρο του υπερδανεισμού της υπό χρηματοδότηση επιχείρησης.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας, που συνδέεται με τη μεταβαλλόμενη ζήτηση, είναι η γενικότερη αντιμετώπιση των επιχειρήσεων, ως προς την ανάληψη κινδύνων και τις επιχειρηματικές αποτυχίες, από μέρους των χρηματοδοτικών οργανισμών. Αν και υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ κρατών και ιδιαίτερα μεταξύ ΗΠΑ και Ευρώπης στον τομέα των "ΕΚΥΚ", το γενικό σκεπτικό λειτουργίας των "ΕΠΕΚ" στο διεθνές πλαίσιο υπαγορεύει τη συμμετοχή τους στο συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μια

καινοτομική επιχείρηση, με την προοπτική υψηλότερων κερδών σε περίπτωση που επιβεβαιωθούν οι αρχικές προσδοκίες, αντίθετα με τους παραδοσιακούς χρηματοδότες οι οποίοι απαιτούν σταθερή απόδοση, ανεξάρτητα από τις μελλοντικές εξελίξεις.

Τα "EKYK" αποτελούν μια διαφοροποιημένη προσέγγιση στη χρηματοδότηση, με διαφορετικά κριτήρια και εγγυήσεις από αυτά που απαιτούνται από τους παραδοσιακούς τραπεζίτες. Έτσι, το κόστος είναι επίσης διαφορετικό και, δυνητικά έστω, μεγαλύτερο για τον επίδοξο επιχειρηματία.

Οι επενδύσεις του κλάδου καινοτομικού κεφαλαίου είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος τους μετοχικές. Ως εκ τούτου, τα συμβόλαια χρηματοδότησης "EKYK" γίνονται, μεταξύ άλλων, με βάση ορισμένες εκτιμήσεις για την αξία της επιχείρησης σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, μετά τη χρηματοδότηση. Εάν η επένδυση επιτύχει και οι προσδοκίες επαληθευθούν, τότε το κόστος της χρηματοδότησης σε χρηματικούς όρους θα είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από το κόστος που θα είχε ένα σύνηθες δάνειο ακόμη και με σκληρούς όρους – για τον επιχειρηματία. Αυτό όμως είναι λογικό, αφού το υψηλότερο κόστος για τον επιχειρηματία αντανακλά την αμοιβή του κινδύνου που ανέλαβε ο χρηματοδότης, αλλά και την πλήρη αδυναμία του επιχειρηματία να βρει άλλες πηγές κεφαλαίου.

Ωστόσο το "EKYK" δεν είναι αναπόφευκτα ακριβό χρήμα για δύο λόγους:

1. Πολλές φορές η χρηματοδότηση συνοδεύεται από την παροχή και άλλων υπηρεσιών, συνήθως συμβουλευτικών σε θέματα διεύθυνσης – οργάνωσης, τις οποίες διαθέτει ο

χρηματοδότης στον επιχειρηματία στο πλαίσιο της εν γένει υποστήριξης του προς αυτόν (hands – on approach).

2. Συχνά στους όρους της χρηματοδότησης "ΕΚΥΚ" περιλαμβάνονται ρήτρες που συσχετίζουν το τελικό (πραγματοποιηθέν) κόστος του δανείου, δηλαδή τον αριθμό των μετοχών που θα λάβει ο χρηματοδότης για ένα δοσμένο ύψος χρηματοδότησης, με τα αποτελέσματα που θα επιτευχθούν. Με τον τρόπο αυτό, το κέρδος των επιχειρηματιών είναι ανάλογο της αποτελεσματικότητας των εργασιών τους, ενώ οι "ΕΠΕΚ" από την πλευρά τους προτιμούν να έχουν μικρές συμμετοχές σε επιτυχημένες εταιρίες παρά μεγάλες σε μέτριες εταιρίες.

Για λόγους που σχετίζονται άμεσα με τα παραπάνω, καθώς και για την αποφυγή προβλημάτων συγκρουόμενων συμφερόντων, συχνά χρησιμοποιούνται "υβριδικές" μορφές χρηματοοικονομικών τίτλων. Συγκεκριμένα πολλά από τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία δίνουν κίνητρα στους επιχειρηματίες για υπέρ-επενδύσεις.

Ας πάρουμε για παράδειγμα τον επιχειρηματία Ε, ιδιοκτήτη και διευθυντή της "Εψιλον Α", ο οποίος δανείζεται από την τράπεζα Τ με κανόνες παραδοσιακού δανεισμού. Ο Ε αντιμετωπίζει ένα επιχειρηματικό σχέδιο με σημαντικά θετική καθαρή παρούσα αξία, αλλά με αρκετό βαθμό κινδύνου. Σε περίπτωση που το επιχειρηματικό σχέδιο έχει επιτυχή έκβαση, ο επιχειρηματίας απολαμβάνει των κερδών που αρκούν για την αποπληρωμή του δανείου και των τόκων και του αφήνουν ένα σημαντικό κέρδος. Σε περίπτωση που το σχέδιο αποδειχθεί ανεπιτυχές, ο Ε έχει περιορισμένη ευθύνη για τις ζημιές μέχρι του ποσού της συμμετοχής του στην εταιρεία. Με αυτόν τον τρόπο, ο Ε έχει την ευκαιρία να αναλάβει ιδιαίτερα επικίνδυνες

επενδύσεις, που δεν θα αναλάμβανε εάν έφερε ευθύνη για το σύνολο των ζημιών.

Για το λόγο αυτό, συχνά χρησιμοποιούνται σύνθετες μορφές χρεογράφων όπως μετατρέψιμες ομολογίες, δικαιώματα μετοχών, προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου κλπ., ούτως ώστε ο επιχειρηματίας να επιμερίζει τουλάχιστον μέρος τόσο των κερδών όσο και των ζημιών. Σε αυτή την περίπτωση οι επιχειρηματίες δρουν ως εάν να ήταν οι μοναδικοί μέτοχοι. Με βάση αυτό το μοντέλο, δηλαδή, οι "ΕΠΕΚ" θα πρέπει να συμμετέχουν λαμβάνοντας πακέτα που συνδυάζουν παραδοσιακές μορφές χρέους (δάνεια) και συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια.

Ένας άλλος παράγοντας που διαφοροποιεί τα "ΕΚΥΚ" από τις παραδοσιακές μορφές δανεισμού είναι ότι συχνά η χρηματοδότηση με "ΕΚΥΚ" γίνεται σε διαδοχικούς γύρους που αντιστοιχούν στα διάφορα στάδια χρηματοδότησης, τα οποία εξετάζονται παρακάτω. Οι όροι χρηματοδότησης, και ιδίως η εκτιμώμενη αξία του μετοχικού κεφαλαίου, διαφέρει από γύρο σε γύρο και είναι ανάλογη με τα εκάστοτε αποτελέσματα και τις προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Ως εκ τούτου, συμμετοχή ποσοστού 10% στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης μπορεί να "στοιχίζει" δέκα εκατομμύρια δραχμές για το χρηματοδότη κατά τον πρώτο γύρο, ενώ κατά το δεύτερο το ίδιο ποσοστό συμμετοχής μπορεί να "στοιχίζει" τριάντα εκατομμύρια δραχμές. Η μέθοδος αυτή χρησιμεύει ως δικλείδα ασφαλείας για το χρηματοδότη και για τον επιχειρηματία – χρηματοδοτούμενο. Άρα, θα μπορούσε να λεχθεί ότι στην περίπτωση του "ΕΚΥΚ" ο τρόπος με τον οποίο αντιλαμβάνεται και υπολογίζει κανείς κόστη και οφέλη είναι γενικά διαφορετικός.

2.8 Δείκτες τάσεως για καινοτομία

Η Κοινοτική Έρευνα για Καινοτομία (ΚΕΚ) που ουσιαστικά συνοψίζεται στους ετήσιους πίνακες αποτελεσμάτων, για το έτος 2002 επιβεβαιώνει ότι οι καινοτομικές επιδόσεις των κρατών-μελών της Ένωσης παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα συγκρινόμενες με εκείνες των βασικότερων ανταγωνιστών της Ευρώπης (Ιαπωνία και Ηνωμένες Πολιτείες). Παρόλα αυτά οι δείκτες τάσεως για καινοτομία υποδηλώνουν ενθαρρυντικά στοιχεία κάτι που σημαίνει ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση αρχίζει και καλύπτει την διαφορά που υπάρχει με Ιαπωνία και Η.Π.Α.

Στον πίνακα 1 μπορούμε να συγκρίνουμε συγκεκριμένους δείκτες καινοτομίας για τρεις χώρες της Ευρωπαϊκή Ένωση, τις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ιαπωνία καθώς και να εντοπίσουμε τις τρεις πρώτες Ευρωπαϊκές χώρες για κάθε δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΔΕΙΚΤΗΣ	Μ.Ο. Ε.Ε.	ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΙ ΕΝΤΟΣ			Η.Π.Α.	ΙΑΠΩ ΝΙΑ
Απόφοιτοι ΘΕ & Π /20-29 ετών	10,3	23,2 (IR)	18,7 (FR)	17,8 (FI)	10,2	12,5
Πληθυσμός με γνώσεις τριτοβάθμιας εκπαίδευσης	21,2	32,5 (FI)	29,7 (SW)	28,6 (UK)	36,5	29,9
Συμμετοχή στη δια βίου μάθηση	8,5	21,7 (UK)	21,6 (SW)	20,8 (DK)	-	-

Απασχόληση στη βιομηχανία μέσης/υψηλής τεχνολογίας	7,6	11,2 (GE)	7,9 (SW)	7,4 (FI)	-	-
Απασχόληση σε υπηρεσίες υψηλής τεχνολογίας	3,6	5,1 (SW)	4,9 (DK)	4,8 (UK)	-	-
Δημόσια Ε & Α/ΑΕγχΠ1	0,67	0,98 (FI)	0,94 (SW)	0,88 (NL)	0,66	0,87
Επιχειρηματική Ε & Α/ΑΕγχΠ	1,28	2,84 (SW)	2,68 (FI)	1,80 (GE)	2,04	2,11
Διπλώματα ευρεσιτεχνίας υψηλής τεχνολογίας του ΕΡΟ/πληθυσμό	27,8	137,6 (FI)	95,1 (SW)	57,9 (NL)	49,5	36,6
Διπλώματα ευρεσιτεχνίας υψηλής τεχνολογίας του USPTO/πληθυσμό	12,4	47,3 (SW)	41,6 (FI)	22,7 (DK)	91,9	80,0
Επιχειρηματικά κεφάλαια στον τομέα υψηλής τεχνολογίας/ΑεγχΠ	0,24	0,57 (FI)	0,46 (DK)	0,44 (BE)	-	-
Άντληση νέων κεφαλαίων/ΑεγχΠ	1,7	10,8 (LU)	7,9 (ES)	6,0 (NL)	0,8	0,0
Πρόσβαση των νοικοκυριών στο διαδίκτυο	37,7	63,8 (NL)	60,7 (SW)	58,6 (DK)	46,7	34,0
Δαπάνες ΤΠΕ2/ΑΕγχΠ	6,93	9,85 (SW)	8,62 (UK)	8,30 (NL)	8,22	8,98

¹ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας	10,1	25,4 (IR)	19,3 (FI)	15,3 (SW)	25,8	13,8
---	------	--------------	--------------	--------------	------	------

Πηγή: Πίνακας Αποτελεσμάτων, Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Βρυξέλλες 2002.

Η πρώτη στήλη περιέχει την επίσημη ονοματολογία για κάθε δείκτη (όπως φαίνεται στον Ευρωπαϊκό πίνακα αποτελεσμάτων), η δεύτερη το δείκτη ως μέσο όρο της ΕΕ και οι δύο τελευταίες στήλες τους δείκτες για Η.Π.Α. και Ιαπωνία αντίστοιχα, εφόσον υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Οι τρεις ενδιάμεσες στήλες δείχνουν με φθίνουσα σειρά τις τρεις πρωτοπόρες χώρες εντός ΕΕ για κάθε δείκτη ξεχωριστά.

Από τον πίνακα προκύπτει ότι η ΕΕ προπορεύεται μονάχα σε έναν από τους δέκα δείκτες (για τους οποίους υπάρχουν στοιχεία και για τους τρεις ανταγωνιστές), εκείνον που αφορά στην άντληση νέων κεφαλαίων σε σχέση με το ΑΕγχΠ. Για όλους τους άλλους δείκτες υπάρχει ένα –είτε σαφές είτε ισχνό- προβάδισμα των Ηνωμένων Πολιτειών ή της Ιαπωνίας, κυρίως όσον αφορά τη χορήγηση διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ως ποσοστό επί του πληθυσμού. Παρόλα αυτά, για τους επτά από τους δέκα συγκρίσιμους δείκτες, οι πρωτοπόροι εντός ΕΕ έχουν το προβάδισμα έναντι Ηνωμένων Πολιτειών και Ιαπωνίας.

Ο πίνακας 2 που ακολουθεί είναι επίσης χρήσιμος διότι μας δείχνει τις τάσεις των επιδόσεων για καινοτομία, για Ε.Ε., Η.Π.Α. και Ιαπωνία του έτους 2002. Οι τάσεις αυτές υπολογίζονται σαν μία ποσοστιαία μεταβολή του κάθε δείκτη μεταξύ του τελευταίου έτους για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία και του μέσου όρου των τριών προηγούμενων ετών, μετά από καθυστέρηση ενός έτους. Για

² Τεχνολογίες Πληροφοριών και Επικοινωνιών

παράδειγμα, αν υπάρχουν στοιχεία για το 2002, τότε η τάση υπολογίζεται ως ποσοστιαία μεταβολή μεταξύ του έτους 2002 και του μέσου όρου των ετών 2000, 1999 και 1998 (δεν συμπεριλαμβάνεται στον υπολογισμό το έτος 2001). Στον πίνακα 2, όπως και στο πίνακα 1, η πρώτη στήλη περιέχει το μέσο όρο των τάσεων για την ΕΕ, οι δύο τελευταίες, τις τάσεις για Η.Π.Α. και Ιαπωνία και οι ενδιάμεσες, τους πρωτοπόρους εντός ΕΕ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΣΕΩΣ (μεταβολή %)	Μ.Ο Ε.Ε.	ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΙ ΕΝΤΟΣ Ε.Ε.			Η.Π.Α.	ΙΑΠΩ ΝΙΑ
Απόφοιτοι ΘΕ & Π /20-29 ετών	13,7	82,4(PO)	50,6 (SW)	40,0 (IT)	-6,1	-
Πληθυσμός με γνώσεις τριτοβάθμιας εκπαίδευσης	17,9	41,5(AU)	20,5 (FI)	19,3 (ES)	4,6	-1,8
Συμμετοχή στη δια βίου μάθηση	21,4	53,1 (BE)	35,5 (EL)	25,1 (NL)	-	-
Απασχόληση στη βιομηχανία μέσης/υψηλής τεχνολογίας	-2,1	7,4 (DK)	4,4 (FI)	2,7 (GE)	-	-
Απασχόληση σε υπηρεσίες υψηλής τεχνολογίας	18,3	38,5 (ES)	25,1 (NL)	24,8 (UK)	-	-
Δημόσια Ε & Α/ΑεγχΠ	-2,0	34,0 (EL)	25,6 (PO)	8,8 (BE)	-2,0	7,0

Επιχειρηματική Ε & Α/ΑΕγχΠ	5,4	46,0 (EL)	35,4 (FI)	32,8 (PO)	7,0	3,8
Διπλώματα ευρεσιτεχνίας υψηλής τεχνολογίας του ΕΡΟ/πληθυσμό	97,2	327,8 (LU)	305,6 (PO)	190,4 (IR)	151,9	57,1
Διπλώματα ευρεσιτεχνίας υψηλής τεχνολογίας του USPTO/πληθυσ- μό	43,9	116,4 (ES)	95,7 (SW)	77,1 (DK)	41,9	21,6
Πρόσβαση των νοικοκυριών στο διαδίκτυο	271,4	605,4 (PO)	561,1 (IR)	411,5 (IT)	55,7	125,9
Δαπάνες ΤΠΕ/ΑΕγχΠ	14,8	20,9 (EL)	18,0 (AU)	18,0 (LU)	5,2	14,4
Προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας	23,2	54,4 (FI)	36,1 (FR)	35,4 (DK)	-	-

Πηγή: Πίνακας Αποτελεσμάτων, Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Βρυξέλλες 2002.

Μία πρώτη διαπίστωση είναι ότι βελτιώθηκαν οι τάσεις για τους δέκα από τους δώδεκα δείκτες εντός ΕΕ. Οι μεγαλύτερες αυξήσεις παρατηρούνται στο ποσοστό των νοικοκυριών που έχουν πρόσβαση στο διαδίκτυο αλλά και στην εκχώρηση των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας τόσο του "ΕΡΟ" όσο και του "USPTO". Αντιθέτως, σημειώνεται μια ελαφρώς αρνητική τάση στη Δημόσια R & D και στην απασχόληση σε βιομηχανικούς τομείς μέσης/υψηλής

τεχνολογίας, πιθανότατα λόγω της επικείμενης αύξησης της απασχόλησης στον τομέα των υπηρεσιών.

Συγκριτικά, οι τάσεις για τους πέντε από τους οκτώ δείκτες βελτιώθηκαν γρηγορότερα εντός Ε.Ε σε σχέση με τις Η.Π.Α., ενώ για έξι από τους επτά συγκρίσιμους δεικτών τάσεων, μεταξύ Ε.Ε και Ιαπωνίας, η Ένωση έχει το προβάδισμα. Οι Ηνωμένες πολιτείες έχουν επιδείξει μεγαλύτερη αυξητική τάση στα Διπλώματα ευρεσιτεχνίας που κατατίθενται στο "ΕΡΟ" και στην επιχειρηματική Ε & Α ενώ η Ιαπωνία προηγείται μονάχα στον τομέα Δημόσιας R & D. Είναι λοιπόν φανερό ότι η Ε.Ε καλύπτει σιγά σιγά την απόσταση που τη χωρίζει από τους βασικούς ανταγωνιστές της στον τομέα της καινοτομίας, παρόλο που ο ρυθμός αύξησης σε Επιχειρηματική R & D (ιδιαίτερα σημαντικός δείκτης καινοτομίας) σε σχέση με τις Η.Π.Α. ήταν χαμηλότερος. Είναι επίσης ιδιαίτερης σημασίας, ότι ενώ στον προηγούμενο πίνακα που παρουσιάσαμε απόλυτα νούμερα των δεικτών κυριαρχούσαν συγκεκριμένες χώρες (ιδιαίτερα Σκανδιναβικές και χώρες τις Βόρειας Ευρώπης), στον πίνακα με τους δείκτες τάσεως υπάρχει ιδιαίτερη ποικιλομορφία. Είναι αξιοσημείωτο ότι και οι δεκαπέντε χώρες-μέλη είναι πρωτοπόρες τουλάχιστον σε ένα από τους δώδεκα δείκτες τάσεως, ενώ χώρες όπως η Πορτογαλία και η Ελλάδα που είναι και οι λιγότερο καινοτομικά ανεπτυγμένες, έχουν το προβάδισμα στις τάσεις για πέντε και τέσσερις αντίστοιχα δείκτες.

2.9 Η εισφορά κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις - σύγκριση μεταξύ Ε.Ε και ΗΠΑ

Στην Ευρώπη, η συρρίκνωση των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια ήταν λιγότερο έντονη απ' ό,τι στις Ηνωμένες Πολιτείες. έτσι,

η παρατηρούμενη διαφορά στα επίπεδα των επενδύσεων είναι πλέον λιγότερο έντονη. Ωστόσο, όσον αφορά τα επιχειρηματικά κεφάλαια, το επενδυτικό χάσμα εξακολουθεί να υφίσταται. Παρά την υποχώρηση κατά περίπου 50%, οι αμερικανικές επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν το 0,2% του ΑΕΠ, έναντι του 0,1% στην Ε.Ε. Σε απόλυτους όρους, το 2002 ο όγκος των επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ (20 δισεκατ. ευρώ) ήταν διπλάσιος εκείνου της Ε.Ε (10 δισεκατ. ευρώ).

Στην Ευρώπη, οι επενδύσεις αρχικών σταδίων αντιπροσωπεύουν ποσοστό ελαφρώς υψηλότερο των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια από ό,τι στις ΗΠΑ. Τα στοιχεία αυτά φαίνεται να αντικρούουν τη διαδεδομένη άποψη σύμφωνα με την οποία οι ευρισκόμενες σε αρχικά στάδια εταιρείες μπορούν ευκολότερα να αντλήσουν κεφάλαια στις ΗΠΑ από ό,τι στην Ευρώπη. Πάντως, δεδομένου ότι ο σχετικός όγκος των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια στις ΗΠΑ ήταν συχνά κατά το παρελθόν σημαντικότερος στη χώρα αυτή από ό,τι στην Ευρώπη, οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων για αρχικά στάδια ήταν υψηλότερες στις ΗΠΑ.

Εξάλλου, στις Ηνωμένες Πολιτείες, το 60% περίπου των εταιρειών στις οποίες πραγματοποιούνται επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων ανήκουν στην κατηγορία των εταιρειών που βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στην Ευρώπη ανέρχεται στο 40% περίπου. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, το 20% περίπου του όγκου των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια κατευθύνεται σε εταιρείες που χρηματοδοτούνται με τον τρόπο αυτό για πρώτη φορά και το 80% σε εταιρείες στις οποίες έχουν ήδη γίνει επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων. Αντίθετα, στην Ευρώπη τα ποσοστά αυτά είναι 75% και 25% αντίστοιχα. Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν ενδεχομένως ότι οι αμερικανοί επενδυτές

επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι γενικά πιο έμπειροι και επιθυμούν περισσότερο να ακολουθήσουν μια μακροπρόθεσμη στρατηγική, δηλαδή να επενδύσουν σε πολυάριθμες διαδοχικές φάσεις, σε σχέση με τους ευρωπαϊούς ομολόγους τους οι οποίοι φαίνεται να είναι λιγότερο έμπειροι και συνήθως πραγματοποιούν μια και μοναδική σημαντική εισφορά κεφαλαίου. Δεδομένου ότι η κάθε εισφορά μπορεί να εξαρτάται από την εκ των προτέρων εξέταση της εταιρείας στην οποία πρόκειται να πραγματοποιηθεί η επένδυση, είναι πιθανότερο οι αμερικανοί επενδυτές να συνδυάζουν την επένδυση τους με δεσμεύσεις σε όρους παρακολούθησης και παροχής συνδρομής σε θέματα διοίκησης - διαχείρισης.

Τέλος, η αμερικανική αγορά γνώρισε επίσης σοβαρή διόρθωση όσον αφορά την άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Το 2002 αντλήθηκαν 30,9 δισεκατ. "USD" έναντι 82,6 δισεκατ. "USD" το 2001 και 180,2 δισεκατ. "USD" το έτος - ρεκόρ 2000. Το απόθεμα αντληθέντων αλλά μη επενδυμένων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερος εύγλωττο. Το 2002, τα κεφάλαια που αντλήθηκαν για επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια ανήλθαν μόλις σε 6,9 δισεκατ. "USD" έναντι 40,7 δισεκατ. το 2001 και 106,9 δισεκατ. το 2000. Παράλληλα με αυτή τη χαμηλή άντληση νέων κεφαλαίων για επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια, η οποία παρατηρήθηκε το 2002, 26 ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων ακύρωσαν το έτος αυτό δεσμεύσεις συνολικού ποσού 5 δισεκατ. "USD" περίπου, λόγω έλλειψης ελκυστικών επενδύσεων. Το καθαρό ποσό των κεφαλαίων που αντλήθηκαν για επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια το 2002 ήταν επομένως μόνο 1,9 δισεκατ. "USD". Παρόμοια χαμηλή επίδοση είχε να σημειωθεί από το 1991.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

3.1 Κοινοτικές πρωτοβουλίες για την ανάπτυξη των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου

Στο Πλαίσιο των προσπαθειών ης για την προώθηση της καινοτομίας, η Ευρωπαϊκή Ένωση τον Οκτώβριο του 1980 άρχισε την επεξεργασία ενός πρότυπου προγράμματος (pilot programme) με στόχο τη συνεργασία μεταξύ "ΕΠΕΚ". Παράλληλα, το πρόγραμμα αυτό θα έδινε τη δυνατότητα να μελετηθεί η μορφή, καθώς και τα αποτελέσματα τα οποία θα μπορούσε να αποδώσει η συνεργασία αυτή ευρύτερα.

Το Πρόγραμμα αυτό εφαρμόστηκε για τρία χρόνια και περιελάμβανε αντιπροσωπευτικές "ΕΠΕΚ" από όλα τα κράτη-μέλη, εκτός της Ελλάδας και του Λουξεμβούργου. Η πείρα από την εφαρμογή του συγκεκριμένου προγράμματος απέδειξε ότι η συνεργασία σε πανευρωπαϊκό επίπεδο μεταξύ εταιριών "V.C." ήταν εφικτή και επιθυμητή. Έτσι, η ιδέα αυτή αποτέλεσε στοιχείο του πλαισίου λειτουργίας του Κοινοτικού "Σχεδίου για την προώθηση και ανάπτυξη ης καινοτομίας", ενώ παράλληλα αποτέλεσε η βάση για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΣΕΚ) (European Venture Capital Association – EVCA) το Νοέμβριο του 1983.

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη , Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση , Αθήνα 2001

Ο "ΕΣΕΚ", που στηρίχθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έκανε την εμφάνισή του στον ευρωπαϊκό χώρο, αποτελούμενος από 36 πλήρη μέλη και 7 απλές συμμετοχές. Το κεφάλαιο που διέθετε αρχικά ο "ΕΣΕΚ" ανερχόταν σε 1500εκ. ECUς) Τα χρήματα αυτά επενδύθηκαν στον τομέα της βιομηχανίας. Το 1988, δηλαδή μια πενταετία αργότερα, ο σύνδεσμος είχε πάνω από 185 μέλη στα οποία περιλαμβάνονταν οι σημαντικότερες "ΕΠΕΚ" στην Ευρώπη. Στην ίδια περίοδο τα κεφάλαια προς επένδυση ανήλθαν σε 13 δις ECUς, δηλαδή μέσα σε μια πενταετία τα προς επένδυση κεφάλαια του "ΕΣΕΚ" εννεαπλασιάστηκαν.

Οι τρεις βασικοί σκοποί στους οποίους απέβλεπε η ίδρυση του ΕΣΕΚ συνοψίζονται στα εξής:

- διάδοση της ιδέας των "ΕΚΥΚ" μέσω των δραστηριοτήτων του, ιδιαίτερα στις χώρες όπου είναι ελάχιστα γνωστό
- ουσιαστική αντιπροσώπευση του κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, σε επίπεδο Ε.Κ., με στόχο την επίλυση διαφόρων προβλημάτων που συνδέονται άμεσα με το σχηματισμό του
- ανταλλαγή ιδεών και πληροφοριών, ώστε να βελτιωθεί ο συντονισμός των προσπαθειών, με σκοπό να δημιουργηθούν νέες πηγές διακρατικής χρηματοδότησης, ενθαρρύνοντας με τον τρόπο αυτό τις επιχειρήσεις, που λαμβάνουν χρηματοδότηση, να επεκταθούν με ταχύ ρυθμό σε αγορές εκτός των εθνικών τους συνόρων.

Οι επιτροπές, τις οποίες έχει ιδρύσει ο "ΕΣΕΚ" για το χειρισμό ειδικών θεμάτων με πιο συγκεκριμένο τρόπο, είναι οι εξής:

- Επιτροπή Δραστηριοτήτων

- Επιτροπή Τράπεζας Στοιχείων
- Επιτροπή Ανάπτυξης Διοίκησης
- Επιτροπή Ευρωπαϊκών Θεμάτων
- Επιτροπή Ανάπτυξης Επιχειρήσεων

Ο "ΕΣΕΚ" τα τελευταία χρόνια, με την ευρωπαϊκή ενοποίηση, έχει θέσει νέους στόχους, όπως:

1. Αύξηση του αριθμού των εταιριών "ΕΚΥΚ"
2. Διαμόρφωση μεγάλης ομάδας επιχειρηματιών με προσέγγιση "ενεργού συμμετοχής" ("hands on")
3. Αύξηση των διακρατικών επενδύσεων
4. Βελτίωση του νομικού και φορολογικού περιβάλλοντος.

Μεταξύ των μελών του Συνδέσμου υπάρχουν οργανωμένα διεθνή δίκτυα "ΕΚΥΚ", όπως τα "Euroadventures", "Adrent", "BBHN" κλπ.

Σχέδιο Επιχειρησιακής Κοινοπραξίας

Προκειμένου να ενθαρρύνει τις διακρατικές επενδύσεις στον τομέα της βιομηχανικής καινοτομίας στην Ευρώπη, η Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποφάσισε να δράσει και ως συν-επενδυτής στο πλευρό μεγάλων εταιριών "ΕΚΥΚ" στην Ευρώπη. Στόχος της ήταν να προκαλέσει το ενδιαφέρον των εταιριών αυτών για επέκταση των επενδύσεων τους εκτός των εθνικών τους συνόρων. Η πρωτοβουλία αυτή, που ονομάστηκε Σχέδιο Επιχειρηματικής Κοινοπραξίας (Venture Consort Scheme), αποσκοπούσε στο να στηρίξει την

προσπάθεια μικρομεσαίων ευρωπαϊκών βιομηχανικών επιχειρήσεων, και κυρίως αυτών που ασχολούνται με την εφαρμογή νέων τεχνολογιών, προκειμένου να επεκταθούν σε νέες αγορές.

Η λειτουργία του προκειμένου προγράμματος άρχισε σε συνεργασία με τον "ΕΣΕΚ", που είναι ο αρμόδιος φορέας για την εκλογή των συνεργατών του και επομένως μπορεί να αναλάβει και την παροχή εγγυήσεων προς όσους το θεωρεί απαραίτητο.

Σύμφωνα με το πρόγραμμα αυτό, η Επιτροπή δέσμευσε κεφάλαια ύψους μέχρι 300.000 ECUs ανά επενδυτικό έργο και μοιράστηκε τον κίνδυνο ως συνεπενδυτής με την κοινοπραξία των εταιριών "ΕΚΥΚ" που συμμετείχαν στο επενδυτικό σχήμα. Αν το αποτέλεσμα ήταν επιτυχές, η Επιτροπή επέστρεφε τα μισά κέρδη από τα κέρδη της ως δώρο- κίνητρο στα μέλη της κοινοπραξίας. Από την έναρξη του προγράμματος μέχρι το 1987 η Επιτροπή είχε υποστηρίξει 28 έργα, συνεισφέροντας 5,2 εκατ ECUs σε χρηματοδότηση.

Οι δραστηριότητες της Επιτροπής, σε συνδυασμό με το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που υιοθέτησαν τα κράτη- μέλη, φαίνεται ότι πέτυχαν σε μεγάλο βαθμό την ενθάρρυνση της διακρατικής συνεργασίας στον τομέα των "ΕΚΥΚ".

Η νέα χάρτα της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την καινοτομία έχει ως αφετηρία ένα καινούριο Ευρωπαϊκό μοντέλο 'έξυπνης' πολιτικής για καινοτομία. Πολλά στοιχεία που απαρτίζουν το Ευρωπαϊκό σύστημα καινοτομίας, ακόμα χρειάζονται κρατική ή κοινοτική υποστήριξη. Η δυναμική της αγοράς δεν αρκεί για να δημιουργηθεί ένα πλαίσιο στήριξης καινοτομίας υποκινούμενο από ιδιωτικούς φορείς. Αυτό που

Πηγή: Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη , Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση , Αθήνα 2001.

προτείνεται γενικότερα είναι ευκαιρίες για κρατική παρεμβατικότητα μέσα σε μια ελεύθερη αγορά, ώστε να λειτουργήσει η καινοτομία ως μοχλός ανάπτυξης.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο που συνήλθε στη Λισσαβόνα το 2000 θεσμοθέτησε ένα δεκαετές πρόγραμμα έτσι ώστε να μεταβληθεί η Ευρωπαϊκή Ένωση στην 'πιο ανταγωνιστική και δυναμική knowledge-based οικονομία του κόσμου'. Ως συνέχεια αυτού, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε έκθεση στο Συμβούλιο των αρχηγών των κρατών-μελών που συνεδρίασε στη Βαρκελώνη το 2002, με θέμα την ενδυνάμωση της Ευρωπαϊκής καινοτομίας στον τομέα "Έρευνας και Ανάπτυξης" (R & D) αυξάνοντας το ποσοστό των δαπανών για καινοτομία στο 3% του ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν) μέσα στην Ε.Ε. Αυτό που πρέπει να τονιστεί είναι ότι πλέον σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά, οι καινοτομικές επιδόσεις θα εξαρτώνται περισσότερο από οικονομικούς 'παίκτες' μέσα στην αγορά παρά από κρατικές πολιτικές ή παρεμβασμούς. Οι στρατηγικές αποφάσεις που λαμβάνονται από ατομικούς επιχειρηματίες, επιχειρησιακούς managers και επενδυτές –βασιζόμενες πάντα σε αναλύσεις κερδών/δαπανών και κινδύνου- θα είναι τελικά αυτές που καθορίζουν την καινοτομική δραστηριότητα.

3.2 Εργασία και καινοτόμες επιχειρήσεις

Η επιρροή της καινοτομικής ανάπτυξης πάνω σε εργασιακά ζητήματα έχει αποδειχτεί ότι δεν είναι άμεση αλλά επηρεάζεται και από διάφορους άλλους παράγοντες. Σε γενικές γραμμές, η δημιουργία νέων προϊόντων τείνει να αυξάνει την ζήτηση για εργασία. Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις, όταν επιχειρούν καινοτομίες, έχουν ως στόχο την αύξηση του μεριδίου αγοράς τους περισσότερο από την επέκταση της

αγοράς ως σύνολο, σημαίνει ότι και η επιρροή της καινοτομίας στη μεταβολή του εργατικού δυναμικού θα είναι μεγαλύτερη σε επίπεδο επιχείρησης παρά σε επίπεδο μακροοικονομικών μεταβλητών.

Επιπλέον η καινοτομικότητα τείνει να αυξάνει τις ανάγκες για εξειδικευμένο εργατικό προσωπικό ενώ αντιθέτως μειώνεται η προσφορά εργασίας για ανειδίκευτους εργάτες. Οι καινοτόμες επιχειρήσεις προσφέρουν μεγαλύτερο ποσοστό εξειδικευμένων θέσεων εργασίας από τις μη καινοτόμες και πιο συγκεκριμένα, ενώ και τα δύο είδη επιχειρήσεων προσλαμβάνουν το ίδιο ποσοστό αποφοίτων Α.Ε.Ι., οι καινοτόμες "SME" (small-medium sized enterprises) προσλαμβάνουν πολύ περισσότερους αποφοίτους τεχνικών σχολών.

Τελευταίες έρευνες απέδειξαν ότι η καινοτομία εστιάζεται κυρίως σε μικρές (10-49 εργαζόμενοι) και μεσαίες (50-249 εργαζόμενοι) επιχειρήσεις και λιγότερο σε micro (0-9 εργαζόμενοι) και μεγάλες (περισσότεροι από 250 εργαζόμενοι) επιχειρήσεις. Δύο χαρακτηριστικές περιπτώσεις αποτελούν η Ιταλία και η Ελλάδα, όπου η καινοτομία σε micro-επιχειρήσεις στηρίζεται σε ένα ποσοστό πολύ μικρότερο του κοινοτικού μέσου όρου (αντίθετα με Ιρλανδία, Γερμανία και Φινλανδία). Αυτό είναι αρνητικό για την ανάπτυξη νέων προϊόντων αφού οι μικρές επιχειρήσεις τείνουν να δημιουργούν περισσότερες – σχετικά- θέσεις εργασίας όταν καινοτομούν, σε σχέση με τις μεγάλες.

3.3 Φορολογική αντιμετώπιση

Τα καλοσχεδιασμένα φορολογικά κίνητρα, έχει αποδειχτεί ότι ενισχύουν επιπρόσθετες επιχειρησιακές επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη. Βασική προϋπόθεση είναι τα κίνητρα αυτά να είναι προσεκτικά και κατάλληλα προσομοιωμένα στις τοπικές κοινωνικοοικονομικές συνθήκες. Μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση

υπάρχει η τάση να ενδυναμωθούν τέτοιου είδους πρωτοβουλίες εντός κοινοτικών νομικών πλαισίων. Βέβαια το κυριότερο πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπιστεί είναι η δημοσιονομική σύγκλιση μέσα στην Ε.Ε που ακόμα έχει πολύ δρόμο για να επιτευχθεί. Αυτό που επικρατεί προς το παρόν είναι ότι οι υπάρχουσες φορολογικές περικοπές που αφορούν δραστηριότητες για έρευνα και τεχνολογική ανάπτυξη στηρίζουν κυρίως τις αμιγώς R & D δράσεις ενώ ίσως θα έπρεπε να επεκταθούν περισσότερο σε τομείς μεταφοράς τεχνολογίας-τεχνογνωσίας, σε εκπαίδευση και σε βιομηχανικό σχεδιασμό.

Οι κυβερνήσεις των Ευρωπαϊκών χωρών έχουν πλέον συνειδητοποιήσει τη σημασία της ανακάλυψης, της συνεκτίμησης και της υποστήριξης των καινοτομικών δραστηριοτήτων. Το πραγματικό 'στοίχημα' όμως της σύγχρονης Ευρώπης είναι το πώς θα υλοποιηθούν τα μαθήματα αυτά μέσα σε ένα πλαίσιο κατευθυνόμενο προς την απελευθέρωση των R & D αγορών. Αυτό θα στηρίξει και θα κινητοποιήσει σε σημαντικό βαθμό τους καινοτόμους, όχι μόνο στις ήδη υπάρχουσες χώρες-μέλη, αλλά και στις νεοεισελθείσες και τις μελλοντικά εντασσόμενες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

3.4 Δυνατά και αδύνατα σημεία μεταξύ των Κρατών – Μελών της Ε.Ε

Κάθε κράτος-μέλος έχει διαφορετικούς τομείς που είτε υπερτερεί είτε υστερεί όσον αφορά τις καινοτομικές του δραστηριότητες. Τα αποτελέσματα στηρίζονται σε τρεις τιμές ή τάσεις δεικτών για κάθε χώρα. Αν ο δείκτης ή η τάση είναι 20% πάνω από το μέσο όρο της Ε.Ε, η συγκεκριμένη δραστηριότητα καταγράφεται ως δυνατός τομέας καινοτομίας, ενώ ως αδύνατος εκείνος του οποίου ο δείκτης ή η τάση

πέφτουν κάτω από το 20% του κοινοτικού μέσου όρου. Επίσης, σε κάποιες περιπτώσεις που μια χώρα είναι δυνατή ή αδύνατη σε ένα σύνολο από σχετικούς δείκτες, (για παράδειγμα συνολικά για εκπαίδευση, R & D ή διπλώματα ευρεσιτεχνίας), το σχετικό δυνατό ή αδύνατο σημείο εμφανίζεται ως ενιαίο. Ο πίνακας συνοψίζει τα σημεία κάθε κράτους-μέλους, είτε αυτά αφορούν σημερινές συνθήκες (δείκτες καινοτομίας) είτε τάσεις (δείκτες τάσεων).

ΠΙΝΑΚΑΣ

ΧΩΡΑ	ΔΥΝΑΤΟ ΣΗΜΕΙΟ	ΑΔΥΝΑΤΟ ΣΗΜΕΙΟ
Αυστρία	Σημερινή πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο, τάση για εκπαίδευση	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή χρηματοδότηση της καινοτομίας
Βέλγιο	Σημερινή χρηματοδότηση της καινοτομίας, τριτοβάθμια εκπαίδευση, τάση για τη δια βίου μάθηση	Τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας του EPO
Δανία	Σημερινή δια βίου μάθηση, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας του USPTO, σημερινά επιχειρηματικά κεφάλαια	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων, τάση για νέους αποφοίτους ΘΕ & Π
Γερμανία	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή επιχειρηματική E & A, σημερινή απασχόληση στη βιομηχανία μέσης/υψηλής τεχνολογίας	Σημερινή χρηματοδότηση της καινοτομίας, σημερινή προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας, τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο, τάση για εκπαίδευση

Ισπανία	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων, τάση διπλώματα ευρεσιτεχνίας του USPTO, τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή E & A
Ελλάδα	Τάση για E & A	Τάση για διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο
Γαλλία	Σημερινοί απόφοιτοι ΘΕ & Π, τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο	Σημερινή δια βίου μάθηση, σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων, τάση για τη δια βίου μάθηση
Φινλανδία	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινά επιχειρηματικά κεφάλαια, σημερινή δια βίου μάθηση, τάση για επιχειρηματική E & A	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων
Ιρλανδία	Σημερινοί απόφοιτοι ΘΕ & Π, σημερινή προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας, τάση διπλώματα ευρεσιτεχνίας του EPO, τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο	Σημερινή E & A, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή δια βίου μάθηση
Ιταλία	Τάση για νέους αποφοίτους ΘΕ & Π, τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο	Σημερινή εκπαίδευση, σημερινή E & A, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), τάση για διπλώματα ευρεσιτεχνίας του EPO
Λουξεμβούργο	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων	Σημερινοί απόφοιτοι ΘΕ & Π, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας, σημερινή δια βίου μάθηση

Κάτω Χώρες	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων, σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή δια βίου μάθηση	Σημερινοί απόφοιτοι ΘΕ & Π
Πορτογαλία	Τάση για πρόσβαση νοικοκυριών στο διαδίκτυο, τάση για νέους αποφοίτους ΘΕ & Π, τάση για E & A	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή χρηματοδότηση, σημερινή εκπαίδευση
Σουηδία	Σημερινά διπλώματα ευρεσιτεχνίας (EPO και USPTO), σημερινή χρηματοδότηση, σημερινή δια βίου μάθηση	Τάση για την προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας
Ηνωμένο Βασίλειο	Σημερινή εκπαίδευση, σημερινή προστιθέμενη αξία στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας	Σημερινή άντληση νέων κεφαλαίων, τάση για διπλώματα ευρεσιτεχνίας του EPO

Πηγή: Πίνακας αποτελεσμάτων, Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Βρυξέλλες 2002

Από τον παραπάνω πίνακα, ένα πρώτο συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι για τις λιγότερο ανεπτυγμένες καινοτομικά χώρες (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιταλία), τα δυνατά σημεία εντοπίζονται κυρίως στους δείκτες τάσεως. Αντιθέτως, για τις ισχυρές καινοτομικά χώρες κυριαρχούν οι δείκτες που αφορούν σημερινές συνθήκες, ενώ επίσης αξιοσημείωτη είναι η ανοδική τάση για πρόσβαση των νοικοκυριών στο διαδίκτυο που αποτελεί δυνατό σημείο έξι χωρών-μελών. Τέλος, ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι αρκετές χώρες έχουν ιδιαίτερα χαμηλούς δείκτες εκπαίδευσης, όπως για παράδειγμα η Γερμανία, η

Ιταλία και η Πορτογαλία. Ακόμη και πρωτοπόρες καινοτομικά χώρες όπως η Δανία και οι Κάτω Χώρες, παρουσιάζονται σχετικά αδύναμες στο σημερινό επίπεδο αλλά και στην τάση πτυχιούχων ΘΕ & Π ως ποσοστό του πληθυσμού.

Ο παρακάτω πίνακας μας δείχνει το σύνολο των κεφαλαίων υπό διαχείριση των Κρατών-Μελών της Ε.Ε καθώς και το σύνολο των επενδύσεων στην Ευρώπη επί ποσοστού του συνόλου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

	ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΑ)	%συνόλου	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ECU (εκατ.)	%συνόλου
ΑΓΓΛΙΑ	42.375	51,2	4.428	45,9
ΓΑΛΛΙΑ	12.556	15,2	1.248	12,9
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	7.594	9,2	1.326	13,7
ΙΤΑΛΙΑ	6.027	7,3	603	6,2
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	4.024	4,9	760	7,9
ΙΣΠΑΝΙΑ	1.760	2,1	262	2,7
ΕΛΛΑΔΑ	1.090	0,2	19	0,2
Άλλες Χώρες	3.610	4,4	1.009	10,5
Σύνολο	82.696	100	9.655	100

Πηγή:European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

3.5 Ο ρόλος των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) σ διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς

Η πρόσφατη πτώση των τιμών στις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές, ώριμες και αναδύομενες, καθώς και στα διεθνή χρηματιστήρια, έχει προκαλέσει μια γενικευμένη νευρικότητα με την καταγραφή μεγάλων απωλειών και συνεχείς κλυδωνισμούς από την προοπτική αναζωπύρωσης των πληθωριστικών πιέσεων και των υψηλότερων επιτοκίων διεθνώς.

Πέραν των άλλων εκτιμήσεων, πολλοί οικονομικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι καθοριστικός ρόλος για τους κραδασμούς που παρατηρούνται στη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει να αποδοθεί στα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου - hedge funds - τα οποία λειτουργώντας κερδοσκοπικά και ακολουθώντας την αλλαγή της τάσης αποσύρονται από τις αγορές.

Είναι εξάλλου ενδεικτικό ότι στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας του Ιουνίου 2006 για την οικονομική σταθερότητα, υπάρχει για πρώτη φορά ειδική αναφορά στον ρόλο των hedge funds, όπου απευθύνεται προειδοποίηση για τις παρενέργειες που εγκυμονεί η εντυπωσιακή αύξηση του αριθμού των hedge funds τα τελευταία χρόνια και τις πολύ αρνητικές επιπτώσεις που θα έχει η ομαδική και συντονισμένη εκροή τους από μία ή περισσότερες αγορές σε περίπτωση αιφνιδιαστικής αλλαγής στις κρατούσες επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες.

Με ποιον τρόπο σκοπεύει η Επιτροπή να προστατεύσει τους ευρωπαίους επενδυτές, αλλά και να ανταποκριθεί στην έκκληση στελεχών της "ΕΚΤ" για περισσότερη διαφάνεια όσον αφορά τη λειτουργία και την οικονομική θέση των hedge funds;

Κατά πόσο προτίθεται η Επιτροπή να υιοθετήσει μέτρα ελέγχου καθώς και μία εποπτική Αρχή αρμόδια για τις διαδικασίες που χρησιμοποιούν τα hedge funds ως προς την εκμετάλλευση των κεφαλαίων που διαχειρίζονται;

Τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds) χαρακτηρίζονται κυρίως από μεγαλύτερη ευελιξία στην επενδυτική τους πολιτική και τις στρατηγικές που ακολουθούν. Απαντούν όχι μόνο στις χρηματοοικονομικές αγορές τις πλέον ώριμες (μερικές ημέρες τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου αντιπροσωπεύουν μέχρι και το 40% του καθημερινού όγκου συναλλαγών αγορών όπως "Euronext", χρηματιστήριο του Λονδίνου (LES) χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)) αλλά όλο και περισσότερο στις χρηματοοικονομικές αγορές σύνθετων προϊόντων. Με ρόλο αντισταθμιστικό, λαμβάνοντας συχνά αντίθετες θέσεις, συνεισφέρουν στη ρευστότητα των αγορών αυτών και ευνοούν τη διασπορά μεταξύ όλων όσοι συμμετέχουν στην αγορά κινδύνων που άλλοτε συγκεντρώνονταν στις τράπεζες, πράγμα που έχει ρόλο σταθεροποιητικό. Ένα από τα συμπεράσματα της έκθεσης για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου που μόλις υπέβαλε στην Επιτροπή η ομάδα ειδικών αφορά τον αντιπαραγωγικό χαρακτήρα που θα είχε κάθε απόπειρα επιβολής κανονιστικών ορίων στις στρατηγικές ή τις πολιτικές επενδύσεων για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου που έχουν ως χαρακτηριστικό μεγάλη ευελιξία στην επιλογή της έδρας τους.

Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι οι επεμβάσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου στις ευρωπαϊκές χρηματοοικονομικές αγορές δεν πραγματοποιούνται χωρίς καμία επιτήρηση και ότι υπάρχουν ρυθμιστικοί μηχανισμοί. Οι μηχανισμοί αυτοί στα κράτη μέλη επιβλέπουν τις πρακτικές και τις συμπεριφορές στις

χρηματοοικονομικές αγορές και, εφόσον απαιτείται, επιβάλλουν κυρώσεις σε καταχρήσεις στην αγορά, οποιαδήποτε και αν είναι η προέλευση ή η ιδιότητα αυτών που τις διέπραξαν, κατ' εφαρμογή της οδηγίας σχετικά με την κατάχρηση της αγοράς. Τέλος, στα περισσότερα από τα κράτη μέλη η διανομή των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου πλαισιώνεται αυστηρά έτσι ώστε τα κεφάλαια αυτά να προορίζονται για τους επενδυτές τους πλέον κατάλληλους ενώ γενικώς δεν επιτρέπεται η διανομή τους σε επενδυτές από το ευρύ κοινό με τρόπο άλλο εκτός υπό τύπο προϊόντων εγκεκριμένων και επιτηρούμενων από την εθνική ρυθμιστική αρχή.

Όσον αφορά τη δυνητική επίπτωση των δραστηριοτήτων των σχετικών με αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου στην οικονομική σταθερότητα, όντως η Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα (ΕΚΤ) εξέφρασε πρόσφατα τις ανησυχίες της όσον αφορά τις δυσκολίες που ήταν δυνατόν να συναντήσουν ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου - τα οποία έχουν επενδύσει μεγάλο μέρος του ενεργητικού που διαχειρίζονται σε αγορές με ελάχιστη ρευστότητα - σε περίπτωση αισθητής αύξησης της ζήτησης επαναγοράς εκ μέρους επενδυτών που έχουν απογοητευθεί από τις χαμηλές αποδόσεις. Η άτακτη απόσυρση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου από αγορά με ελάχιστη ρευστότητα θα ήταν δυνατόν να επιφέρει σημαντικές διορθώσεις της τιμής του ενεργητικού στην υπόψη αγορά. Πάντως, το γεγονός αυτό είναι εγγενές στις χρηματοοικονομικές αγορές στις οποίες έρχονται αντιμέτωπες η προσφορά και η ζήτηση του ζεύγους κίνδυνος/απόδοση και όχι ίδιο της δομής ή της ουσίας των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Πέραν τούτου, είναι σύνηθες τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου να προβλέπουν στον εσωτερικό τους κανονισμό μηχανισμούς (περίοδοι αποκλεισμού μερών, περισσότερο μακροχρόνιες προειδοποιήσεις σε σχέση με τα

παραδοσιακά κεφάλαια, επιφυλάξεις ρευστότητας) που τους παρέχουν τη δυνατότητα να αντεπεξέρχονται στις αρνητικές επιπτώσεις των αιτήσεων επαναγοράς από τους τελικούς επενδυτές.

Τελικώς, φαίνεται ότι ο θετικός ρόλος (σταθερότητα, μεγαλύτερη απόδοση, αυξημένη ρευστότητα, διασπορά κινδύνων κλπ.) των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου στις χρηματοοικονομικές αγορές εξισορροπεί την επίπτωση του μεγέθους των επεμβάσεών τους σε αυτές τις αγορές. Πέραν του ότι η πολλαπλασιαστική επίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου είναι κατά μέσο όρο χαμηλή, τα τελευταία έτη παρατηρήθηκε ότι αναπτύχθηκαν εποπτικοί μηχανισμοί προστασίας στις πρακτικές χρηματοδότησης καινοτόμων στρατηγικών για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και υιοθετήθηκαν από τις τράπεζες αυστηρές πολιτικές παρακολούθησης και διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Από την άποψη αυτή είναι σκόπιμο να σημειωθεί ότι η "ΕΚΤ" δεν τάσσεται υπέρ ειδικής ρύθμισης για τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου ούτε υπέρ της επιβολής σε αυτά μεγαλύτερης διαφάνειας όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές τους θέσεις. Η υποχρέωση αυτή θα ήταν αναποτελεσματική, λαμβανομένου υπόψη του διεθνούς χαρακτήρα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Αντίθετα, η "ΕΚΤ" επιμένει να παρακολουθούνται κανονικά οι εσωτερικές πολιτικές μέτρησης και διαχείρισης της επικινδυνότητας στις τράπεζες που αντισταθμίζουν αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και στην ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των τραπεζών αυτών και των κανονιστικών ή των εποπτευουσών αρχών για τις τράπεζες..

3.6 Ο ευρωπαϊκός κλάδος εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις (private equity) το 2002 .

Το 2002, το συνολικό ύψος των επενδύσεων στις εταιρείες εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια (venture capital) και των εξαγορών (buy-outs), ανήλθε στην Ε.Ε σε 27 δισεκατ. ευρώ ή στο 0,29% του ΑΕΠ, ποσοστό που αντιπροσωπεύει ελαφρά αύξηση σε σχέση με το 2001. Ο αριθμός των μη εισηγμένων εταιρειών στις οποίες έγιναν επενδύσεις ανήλθε σε 7.800 περίπου, από τις οποίες το ένα τρίτο ήταν εταιρείες υψηλής τεχνολογίας.

Παρότι ο όγκος των επενδύσεων διατηρήθηκε σε ικανοποιητικό επίπεδο, παρατηρήθηκε μία μετατόπιση των επενδύσεων από τα επιχειρηματικά κεφάλαια προς τις εξαγορές επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η συνολικά θετική εξέλιξη των επενδύσεων σε εταιρείες εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις στην Ε.Ε το 2002 εξηγείται από την άνοδο των εξαγορών, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 57%, και από 10,7 δισεκατ. ευρώ ανήλθαν σε 16,8 δισεκατ. ευρώ ή στο 0,18% του ΑΕΠ το προηγούμενο έτος. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια συρρικνώθηκαν, και από 12,7 δισεκατ. ευρώ υποχώρησαν σε 10,1 δισεκατ. ευρώ ή στο 0,11% του ΑΕΠ. Ιδιαίτερα επλήγησαν οι επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια οι επενδύσεις υποχώρησαν σημαντικά στην Ελλάδα (-56%), στη Γερμανία σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας , καθότι οι επενδύσεις αυτές υποχώρησαν κατά 41% (από 5,7 σε 3,3 δις Ευρώ).

Όσον αφορά την αύξηση των επενδύσεων σε εταιρείες εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, το 2002 εξακολούθησαν να υφίστανται μεταξύ των κρατών μελών οι σημαντικές διαφορές που είχαν παρατηρηθεί και κατά τα προηγούμενα έτη. Η αύξηση αυτή ήταν

ισχυρή στην Γαλλία (78%), στην Φινλανδία (78%) και στο Ηνωμένο Βασίλειο (52%). Αντίθετα, (-43%) και στην Πορτογαλία (-37%). Σε απόλυτους αριθμούς και επί συνολικού ποσού 10,4 δισεκατ. ευρώ, το Ηνωμένο Βασίλειο διαθέτει τον μεγαλύτερο κλάδο επενδύσεων αυτού του είδους (private equity). Ως ποσοστό του ΑΕΠ, και πάλι το Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνει την καλύτερη επίδοση όσον αφορά το επίπεδο των επενδύσεων (0,63%), αλλά ακολουθείται σε μικρή απόσταση από την Σουηδία (0,58%). Οι άλλες χώρες με υψηλά επίπεδα επενδύσεων (private equity) ήταν η Γαλλία (0,39 %), οι Κάτω Χώρες (0,39 %) και η Φινλανδία (0,33 %).

Στα στοιχεία που διαβίβασε η "EVCA", ο καταλογισμός των επενδύσεων στις διάφορες χώρες γίνεται με βάση την έδρα των επενδυτικών εταιρειών που πραγματοποίησαν τις επενδύσεις, ανεξάρτητα από τον τόπο στον οποίο αυτές τελικά πραγματοποιήθηκαν. Επομένως, για ορισμένες χώρες τα στοιχεία περιλαμβάνουν επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν εκτός των χωρών αυτών. Στην περίπτωση των υποψηφίων χωρών, ένα σημαντικό ποσοστό επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν στην επικράτειά τους καταλογίστηκαν στις αντίστοιχες χώρες προέλευσης των εταιρειών αυτών (private equity funds).

Εάν η εξέλιξη αυτή αναλυθεί περαιτέρω με βάση τον αριθμό εταιρειών στις οποίες πραγματοποιήθηκαν επενδύσεις, προκύπτει μια πιο περίπλοκη εικόνα όσον αφορά τις επενδύσεις σε εταιρείες εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Ο αριθμός εξαγορών που χρηματοδοτήθηκαν από ευρωπαϊκές εταιρείες αυτού του είδους (private equity houses) αυξήθηκε κατά 13%, γεγονός που υποδηλώνει ότι η κατά 57% αύξηση του όγκου των επενδύσεων ενδέχεται να προέρχεται από ορισμένες πράξεις αξίας πολλών δισεκατομμυρίων ευρώ. Ο αριθμός εταιρειών στις οποίες

πραγματοποιήθηκαν επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων αυξήθηκε επίσης, αν και οριακά, παρά την κατά 26% υποχώρηση του όγκου των επενδύσεων το 2002.

Το ύψος των κεφαλαίων που άντλησαν το 2002 οι ευρωπαϊκές εταιρείες (private equity) ανήλθε σε 27,5 δισεκατ. ευρώ, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρώς κατώτερο των δύο τρίτων του αντίστοιχου ποσού για το 2001. πρόκειται δηλαδή για περαιτέρω μείωση σε σχέση με το ρεκόρ που σημειώθηκε το 2000. Πάντως, παρά την πτώση αυτή, τα αντληθέντα κεφάλαια το 2002 παραμένουν πολύ ανώτερα των αντίστοιχων ποσών που αντλήθηκαν το 1997-1998, δηλαδή τα έτη κατά τα οποία σημειώθηκε η πραγματική απογείωση αυτής της ευρωπαϊκής αγοράς. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η εν λόγω αγορά έχει ήδη αποκτήσει ορισμένη ωριμότητα.

Κατά την τελευταία δεκαετία (1993-2002), οι τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις διέθεσαν το μεγαλύτερο τμήμα των κεφαλαίων που αντλήθηκαν για επενδύσεις σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, δηλαδή 50 δισεκατ., 40 δισεκατ. και 25 δισεκατ. ευρώ αντίστοιχα. Συνολικά, οι τρεις αυτοί επενδυτικοί φορείς εισέφεραν μεταξύ 67% (το 1997) και 56% (το 2002) του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων. Με εξαίρεση τους κρατικούς φορείς, όλες οι κατηγορίες επενδυτών και ειδικότερα τα συνταξιοδοτικά ταμεία μείωσαν τις δεσμεύσεις τους αυτές το 2001 και το 2002. Έτσι, το 2002 επενδύθηκαν 4,3 δισεκατ. ευρώ σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, έναντι 10,2 δισεκατ. το 2001. Από την πλευρά τους, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις διέθεσαν 3,6 δισεκατ. ευρώ το 2002, έναντι 4,7 δισεκατ. το 2001. Τέλος, το ύψος των κεφαλαίων που επένδυσαν οι τράπεζες μειώθηκε από 9,2 δισεκατ. το 2001 σε 6,8 δισεκατ. το 2002. Ωστόσο, μπορεί να διατυπωθεί η υπόθεση ότι το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων που διέθεσαν οι τράπεζες κατευθύνθηκε σε εταιρείες

επενδύσεων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες - εταιρείες - ελέγχονται από τις ίδιες τις τράπεζες.

Το 2002, το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων για επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών ανήλθε σε 8,5 δισεκατ. ευρώ, δηλαδή σε ύψος πολύ κατώτερο των 15 δισεκατ. ευρώ του 2001. Πιο θετική ήταν η εικόνα όσον αφορά τα κεφάλαια που αντλήθηκαν για εξαγορές, καθότι το 2002 διατέθηκαν για το σκοπό αυτό 18,3 δισεκατ. ευρώ έναντι 23,3 δισεκατ. το 2001.

Το 2002, από τα 10,7 δισεκατ. ευρώ που επενδύθηκαν σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στην Ευρώπη, τα 3 δισεκατ. αφορούσαν επενδύσεις αρχικού σταδίου και τα 8 δισεκατ. επενδύσεις επέκτασης. Οι επενδύσεις αρχικού σταδίου κατανέμονται ως εξής: 305 εκατ. ευρώ σε προλειτουργικά κεφάλαια και 2,6 δισεκατ. σε κεφάλαια εκκίνησης. τα ποσά αυτά αντιπροσωπεύουν μείωση κατά 43% και 28% αντίστοιχα σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Σε περισσότερες από 500 επιχειρήσεις ευρισκόμενες σε προλειτουργικό στάδιο επενδύθηκε, κατά μέσο όρο, ποσό ύψους 570.000 ευρώ. Εξάλλου, σε περισσότερες από 2.700 εταιρείες ευρισκόμενες σε στάδιο εκκίνησης πραγματοποιήθηκαν επενδύσεις το ποσό των οποίων ανήλθε, κατά μέσο όρο, σε 1 εκατ. ευρώ. Τέλος, σε περίπου 3.900 εταιρείες ευρισκόμενες σε στάδιο επέκτασης πραγματοποιήθηκαν επενδύσεις το ύψος των οποίων ανήλθε, κατά μέσο όρο, σε 1.8 εκατ. Ευρώ.

Μια ένδειξη του βαθμού ανάπτυξης και ωριμότητάς του ευρωπαϊκού κλάδου εισφοράς κεφαλαίων σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, είναι ότι ο κλάδος αυτός απασχολούσε στα τέλη του 2002 λίγο περισσότερα από 5.500 στελέχη (private equity executives), δηλαδή αριθμό μειωμένο κατά 6,6 % σε σχέση με το 2001, αλλά πάντοτε ανώτερο κατά 68% σε σχέση με το 1998 (3.275).

3.7 Ευρωπαϊκός χώρος έρευνας και καινοτομίας

Οι δραστηριότητες που ξεκίνησαν με το πέμπτο πρόγραμμα-πλαίσιο, όπως εκείνες για την προώθηση της ανάπτυξης τοπικών δικτύων (clustering) μεταξύ πανεπιστημίων, ερευνητικών κέντρων, επιχειρηματιών, επενδυτών και νομικών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, θα συνεχιστούν και με το 6ο πρόγραμμα-πλαίσιο[1]. Στις δραστηριότητες αυτές εντάσσεται η πρωτοβουλία "Gate2Growth Initiative" και το "Φόρουμ βιοτεχνολογίας και χρηματοδότησης" που αναφέρθηκαν ήδη σε προηγούμενες ανακοινώσεις.

[1] "6ο Πρόγραμμα πλαίσιο (2002-2006)", 27 Ιουνίου 2002, www.european.eu.int/comm (research)

Επίσης, το 6ο πλαίσιο-πρόγραμμα δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ένταξη της καινοτομίας ως σημαντικής διάστασης στο σχεδιασμό και την εφαρμογή ερευνητικών προγραμμάτων και στην αξιοποίηση των αποτελεσμάτων της έρευνας από τους ίδιους τους εταίρους με τη δημιουργία επιχειρήσεων ή με τη μεταφορά τεχνολογίας. Συνεπώς, οι συμμετέχοντες ενθαρρύνονται να συμπεριλάβουν στα σχέδιά τους "δραστηριότητες σχετικά με την καινοτομία", οι οποίες μπορούν να επωφεληθούν από το ίδιο επίπεδο χρηματοδοτικής στήριξης όπως και οι δραστηριότητες έρευνας, καθώς και μελέτες σκοπιμότητας για τη δυνατότητα αξιοποίησης των ερευνών αυτών στο πλαίσιο των επιχειρήσεων που δημιουργούνται για το σκοπό αυτό. Ενώσεις MME μπορούν να συμμετέχουν για λογαριασμό των μελών τους.

Οι οργανισμοί που αναζητούν εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης για τα σχέδιά τους, για άλλες ερευνητικές δραστηριότητες, υποδομές έρευνας ή για την αξιοποίηση των αποτελεσμάτων της έρευνάς τους, λαμβάνουν πληροφορίες για τα διάφορα μέτρα χρηματοδότησης που

προτείνονται από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (π.χ. στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας καινοτομία 2010 με ενδεικτικά κονδύλια 20 δισεκατ. ευρώ για την περίοδο 2003-2006, η "ΕΤΕ" θα χορηγήσει δάνεια για πρωτοβουλίες που συνδέονται με την καινοτομία και την R&D) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων.

3.8 Ωφέλειες από την χρήση των "Venture Capital"

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

1. Το 94.5% των επιχειρήσεων θεωρεί ότι δεν θα μπορούσαν να είχαν υπάρξει, αναπτυχθεί περαιτέρω ή /και επιβιώσει χωρίς τα κεφάλαια των "ΑΚΕΣ", γεγονός που φαντάζει λογικό καθώς τα "VC" δεν δανείζουν αλλά συνεισφέρουν φθηνά ως προς το κόστος για την επιχείρηση κεφάλαια ανάπτυξης συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο τους.
2. Το 90% των επιχειρήσεων αύξησαν τις θέσεις εργασίας ως συνέπεια των επενδύσεων των "ΑΚΕΣ".
3. Οι εταιρείες χρησιμοποιούν κεφάλαια από "venture capital" συνήθως για να αυξήσουν τις δαπάνες τους για ανάπτυξη στρατηγικών marketing-πωλήσεων, έρευνα & τεχνολογία, εκπαίδευση και δικτυακές υποδομές.

4. Οι εταιρείες που χρηματοδοτήθηκαν δηλώνουν ότι η συνεισφορά των εταιρειών "venture capital" δεν περιορίζεται μόνο σε χρηματοδότηση, αλλά και σε βοήθεια στην στρατηγική, ανάπτυξη προϊόντων, "supply chain", χρηματοοικονομική διάρθρωση και οικονομικό έλεγχο, δικτύωση με άλλες επιχειρήσεις και ακόμη αύξηση της αξιοπιστίας τους έναντι της αγοράς (το 90% των επιχειρήσεων που χρηματοδοτήθηκαν δηλώνουν ότι επικοινωνούν με την εταιρεία "V.C" τουλάχιστον μια φορά την εβδομάδα).

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

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

3.9 Κρατικές ενισχύσεις και επιχειρηματικά κεφάλαια

Η ανακοίνωση για τις κρατικές ενισχύσεις και τα επιχειρηματικά κεφάλαια [2] αποδείχθηκε ότι αποτελεί ένα αποτελεσματικό μέσο για την ενθάρρυνση μιας δημόσιας παρέμβασης με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου σε περίπτωση αδυναμίας της αγοράς και, παράλληλα, για την προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων. Η ευελιξία αυτού του μέσου και η καινοτόμος προσέγγισή του έτυχαν ευνοϊκής υποδοχής τόσο από τις εθνικές αρχές όσο και από τις επιχειρήσεις. Ειδικότερα, τα κράτη μέλη έκαναν συχνά χρήση των καινοτόμων καθεστώτων επιχειρηματικών κεφαλαίων υπέρ των ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες

με μειονεκτικές περιοχές ή δραστηριοποιούνται στον τομέα της τεχνολογίας αιχμής ή των υπηρεσιών, ή στο πλαίσιο άλλων σχεδίων κοινοτικού ενδιαφέροντος. Η επιτυχία ενός αριθμού εταιρικών σχέσεων δημοσίου/ιδιωτικού τομέα, που ενθαρρύνθηκαν χάρη στην αρχή της ισοτιμίας των εταίρων, οδήγησε σε επαναλαμβανόμενες επενδύσεις από ιδιώτες επενδυτές, που συμπλήρωσαν τις παρεμβάσεις των δημοσίων αρχών. Επίσης, διευκόλυναν την πρόσληψη έμπειρων ανεξάρτητων διευθυντικών στελεχών από τον ιδιωτικό τομέα, η αμοιβή των οποίων συνδέεται με την απόδοση της επένδυσης ή/και την επίδοση του σχετικού επενδυτικού ταμείου.

[2] Ανακοίνωση "Κρατικές ενισχύσεις και επιχειρηματικά κεφάλαια", Ε.Ε C235, της 21.08.2001, σ. 3.

3.10 Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων

Το "ΕΤΕπ", στόχος του οποίου είναι η στήριξη των ευρωπαϊκών αγορών επιχειρηματικού κεφαλαίου, πραγματοποιεί κυρίως επενδύσεις σε περιφερειακά και πανευρωπαϊκά ταμεία τεχνολογικού προσανατολισμού. Στον τεχνολογικό τομέα, το "ΕΤΕπ" επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο σε επενδύσεις αρχικού και μεσαίου σταδίου, καλύπτοντας συγχρόνως και επενδύσεις μεταγενέστερων σταδίων μετά την πρόσφατη διαπίστωση της έλλειψης επαρκούς χρηματοδότησης για την ανάπτυξη τεχνολογικών ευκαιριών με ευοίωνες προοπτικές μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου σταδίου στην Ευρώπη.

Το 2002, το "ΕΤΕπ" ανέλαβε δεσμεύσεις σε 36 ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων, συνολικού ύψους 471,5 εκατ. ευρώ. Αυτή η μείωση που παρατηρήθηκε σε σύγκριση με το 2001 (800 εκατ. ευρώ σε 57 ταμεία) οφείλεται στην παρούσα πτωτική τάση της αγοράς,

που παρέχει περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες. Ωστόσο, το "ΕΤΕπ" εξακολουθεί να διαδραματίζει πρωταρχικό ρόλο στην αγορά κεφαλαίων αρχικών σταδίων και επιχειρηματικών κεφαλαίων για επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, με συνολικό χαρτοφυλάκιο δεσμεύσεων που περιελάμβανε 185 ταμεία και έφθανε σε 2,45 δισεκατ. ευρώ (στις 30/04/03), εκ των οποίων 73% είχε διατεθεί σε κεφάλαια αρχικών σταδίων και 61% σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας.

Για τις επενδύσεις του, το "ΕΤΕπ" χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαιά του ή εκείνα που διαθέτει στο πλαίσιο των εντολών που του αναθέτει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων ή η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Από την εκκίνηση της πρωτοβουλίας Καινοτομία 2000, το "ΕΤΕπ" έχει διαχειριστεί όλους τους πόρους της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων που είναι αφιερωμένοι στα επιχειρηματικά κεφάλαια. Συνολικά, 88% των δραστηριοτήτων που αναλαμβάνει το "ΕΤΕπ" στον τομέα των επιχειρηματικών κεφαλαίων χρηματοδοτούνται από πόρους της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Στο πλαίσιο αυτό, και δεδομένου ότι παροτρύνεται να ενισχύσει τις ενέργειές του στον τομέα των επιχειρηματικών κεφαλαίων, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων ανέλαβε τις απαραίτητες διαδικασίες για την αύξηση κατά 500 εκατ. ευρώ του ποσού που διατίθεται στο "ΕΤΕπ".

Για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το "ΕΤΕπ" διαχειρίζεται το πολυετές πρόγραμμα για τις επιχειρήσεις και την επιχειρηματικότητα για την περίοδο 2001-2005, που είναι ο διάδοχος του καθεστώτος ανάπτυξης και απασχόλησης 1998-2000. Στο πλαίσιο αυτό έχει δημιουργηθεί ο Μηχανισμός Εκκίνησης του "EMT", που χρηματοδοτεί επενδύσεις σε προλειτουργικά κεφάλαια και κεφάλαια αρχικών σταδίων, καθώς και το καθεστώς επιχορηγήσεων με τίτλο "Δράση προλειτουργικών κεφαλαίων". Ο μηχανισμός εκκίνησης του

"EMT" αντιπροσωπεύει 5% του συνολικού χαρτοφυλακίου του "ΕΤΕπ" σε επιχειρηματικά κεφάλαια (στις 30/04/2003). Οι επενδύσεις του "ΕΤΕπ" πραγματοποιούνται με την τήρηση των καλύτερων πρακτικών της αγοράς.

Το "ΕΤΕπ" άρχισε πρόσφατα να προσφέρει ανεξάρτητες συμβουλευτικές υπηρεσίες ως μία νέα και συμπληρωματική δραστηριότητα, με την οποία μπορεί να προσφέρει συμβουλές με βάση την εμπειρία του ως επενδυτικού και εγγυοδοτικού οργανισμού. Αυτή η νέα αμειβόμενη δραστηριότητα που αναλαμβάνεται σε στενή συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εστιάζεται επί του παρόντος σε περιφερειακούς οργανισμούς και αρχές, αλλά αναμένεται σύντομα να επεκταθεί και σε άλλους τομείς όπως στην έρευνα.

3.11 Περιφερειακά Ταμεία Επενδύσεων

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις κατευθυντήριες γραμμές της για την εφαρμογή των διαρθρωτικών ταμείων κατά την περίοδο 2000-2006, ζητήθηκαν οι παραδοσιακές επιχορηγήσεις σε "ΜΜΕ" να αντικατασταθούν εν μέρει από πιο σύγχρονες και ενεργητικές μορφές χρηματοδότησης, όπως εκείνες που προέρχονται από εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων και τα ταμεία εγγύησης. Το πλεονέκτημα που προσφέρουν οι χρηματοδοτήσεις αυτές είναι ότι οι δημόσιες συμμετοχές στα ταμεία αυτά μπορούν να ανακτηθούν (ανανεώσιμα κεφάλαια) μετά από μερικά χρόνια αφού ρευστοποιηθούν οι επενδύσεις στις "ΜΜΕ".

www.europa.eu.int/comm/regional_policy/sources/docoffic/official/guidelines/coord_en.htm

Ο προγραμματισμός των διαρθρωτικών ταμείων δείχνει ότι ακολουθούνται οι κατευθυντήριες γραμμές και ότι, συνεπώς, οι παρεμβάσεις σε εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων και ταμεία εγγύησης θα φθάσουν για την περίοδο 2000-2006 σε περίπου 1,4 δισεκατ. ευρώ, δηλαδή θα διπλασιαστούν σε σχέση με την περίοδο 1994-1999. Περίπου δύο τρίτα θα διατεθούν σε περιφέρειες του στόχου 1 και ένα τρίτο σε περιφέρειες του στόχου 2. Σε επίπεδο κρατών μελών, το ΗΒ είναι σαφώς η χώρα που κάνει τη μεγαλύτερη χρήση αυτών των δυνατοτήτων.

Εξάλλου, ο οδηγός της Επιτροπής για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών κεφαλαίων στην περιφερειακή πολιτική, που είναι σήμερα διαθέσιμος σε όλες τις επίσημες γλώσσες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα παρέχει πρακτικές κατευθύνσεις σε όλους τους περιφερειακούς και εθνικούς φορείς που συμμετέχουν σε δραστηριότητες που συνδέονται με επιχειρηματικά κεφάλαια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 Εισαγωγή

Ο θεσμός του επιχειρηματικού κεφαλαίου εισήχθη στην Ελλάδα με τους νόμους 1775/88 και 2166/93 που όμως εξαιτίας του πλαισίου που είχαν δημιουργήσει περιόριζαν 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.

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. € 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. Η πλειοψηφία των παραπάνω εταιριών δραστηριοποιούνται στους περισσότερους κλάδους της αγοράς, ενώ ορισμένες έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν και επιχειρηματικές δραστηριότητες στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο των Βαλκανίων και της ανατολικής Μεσογείου.

Η προσπάθεια ανάπτυξης του θεσμού των "Venture Capital" στην Ελλάδα συνάντησε αρχικά σημαντικές δυσκολίες αφού είχε να αντιμετωπίσει, αφενός, τη δυσπιστία από την πλευρά των επιχειρηματιών και, αφετέρου, την προτίμηση των εταιριών "Venture Capital" να επενδύουν περισσότερο σε ώριμες και με χαμηλότερο ρίσκο εταιρίες παρά σε υψηλού κινδύνου νέες επιχειρηματικές προσπάθειες. Στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από εταιρείες "Venture Capital" κυρίως για να χρηματοδοτήσουν την τελική ανάπτυξή τους πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Παρόλα αυτά, ένας σημαντικός αριθμός επιχειρηματιών έσπευσε να εκμεταλλευτεί το "venture capital" ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης. Σήμερα το "venture capital" έχει καταξιωθεί στην συνείδηση της ελληνικής επιχειρηματικής κοινότητας ως ένας ουσιαστικός μοχλός χρηματοδότησης γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων και οι προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης του θεσμού στην χώρα μας είναι εξαιρετικά θετικές.

4.2 Βασικά χαρακτηριστικά της πολιτικής των "V.C." εταιριών στη χώρα μας.

Τα βασικά χαρακτηριστικά της πολιτικής που ακολουθούν οι εταιρείες "Venture Capital" (VC) και στην Ελλάδα είναι:

- Απόκτηση ικανού ποσοστού μετοχών της υπό χρηματοδότηση εταιρείας, η οποία (ενδεικτικά μπορούμε να πούμε ότι) κυμαίνεται γύρω στο 30% του συνόλου - ανάλογα βέβαια και με το μέγεθος της χρηματοδότησης και της εταιρείας καθώς και των διαπραγματεύσεων των δύο πλευρών. Η συμμετοχή την "V.C" μπορεί να φτάσει ακόμα και σε απόκτηση πλειοψηφικού ποσοστού μετοχών της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, αν και κάτι τέτοιο συμβαίνει συνήθως σε μετέπειτα στάδια χρηματοδότησης.
- Χρηματοδότηση δυναμικών επιχειρήσεων και επιχειρηματιών με αποδοτικά επενδυτικά προγράμματα που να μπορούν να αποδώσουν πολλαπλάσια σε σύγκριση με μορφές ασφαλών επενδύσεων και έτσι να ανταμείψουν τα "V.C" για το ρίσκο που αναλαμβάνει.
- Χρηματοδότηση επιχειρήσεων με μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Αποβλέποντας σε μακροπρόθεσμα κέρδη από την αύξηση της αξίας μιας εταιρίας και όχι σε μερίσματα ή σε τόκους, τα "V.C" προσελκύουν πολλές από τις επιχειρήσεις που δεν επιθυμούν ή δεν μπορούν να στηριχθούν στον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος όταν ξεπεράσει κάποια επίπεδα μπορεί να γίνει επικίνδυνος για την βιωσιμότητά τους, όπως έχει αποδειχθεί από τη εμπειρία των προηγούμενων δεκαετιών. Η χρονική διάρκεια της επένδυσης των "V.C" κυμαίνεται, στις περισσότερες των περιπτώσεων, μεταξύ 3 και 7 ετών.
- Πολλά "V.C" ενδιαφέρονται για επενδύσεις σε ομάδες συγκεκριμένων βιομηχανιών ή σε συγκεκριμένους επιχειρηματικούς τομείς, όπως για παράδειγμα η υψηλή τεχνολογία, η υγεία, η ενέργεια, κ.λ.π. Παγκοσμίως το ενδιαφέρον των "V.C" συγκεντρώνεται κυρίως σε εταιρείες της

«νέας οικονομίας» χωρίς όμως να αποκλείεται και η συμμετοχή τους σε εταιρείες πιο «παραδοσιακών» τομέων της οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον βέβαια αυτές διαθέτουν το απαραίτητο στοιχείο της καινοτομίας στη λειτουργία τους. Στην χώρα μας οι επενδύσεις τους επικεντρώνονται στις εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

- Συνεργαζόμενες με μια επιχείρηση τα "V.C" δεν αρκούνται απλά στην παροχή κεφαλαίων, αλλά επιδιώκουν να παράσχουν βοήθεια με διάφορους τρόπους και ιδιαίτερα με την ενίσχυση του Μάνατζμεντ (όπως στρατηγικό σχεδιασμό, marketing, οργάνωση και στελέχωση της εταιρίας, διαπραγματεύσεις, κ.λ.π). Σημαντικές για την χρηματοδοτούμενη εταιρεία είναι και οι γνωριμίες και σχέσεις των "V.C" με εταιρείες που μπορούν να χρησιμεύσουν ως πελάτες ή προμηθευτές της, η τεχνογνωσία του σε συγκεκριμένους τομείς η οποία μπορεί να μεταφερθεί στην εταιρεία και η βοήθειά του στην σύναψη συνεργασιών.
- Τα "V.C" δεν απαιτούν εγγύηση από την εταιρεία για το κεφάλαιο που της παρέχει. Έτσι, δεν διεκδικεί επιστροφή των χρημάτων που επένδυσε στην εταιρεία σε περίπτωση που αυτή αποτύχει στην επιχειρηματική προσπάθειά της (εφόσον το κεφάλαιο που επένδυσαν τα "V.C" στην εταιρεία χρησιμοποιήθηκε σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας ανάμεσα στα δύο μέρη). Ένα μεγάλο μέρος (περίπου 60% παγκοσμίως) των εταιρειών που παίρνουν χρηματοδότηση από "V.C" αποτυγχάνουν να φτάσουν τους στόχους ανάπτυξης που είχαν τεθεί από τα "V.C" στην αρχή της συνεργασίας τους ή ακόμα και να πτωχεύουν.

4.3 Διαδικασία επένδυσης των "ΕΚΥΚ"

Μία τυπική διαδικασία επένδυσης των "V.C" 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 των "V,C" για ενδιαφέρον περαιτέρω εξέτασης της ιδέας.
- Υποβολή ολοκληρωμένου επιχειρηματικού σχεδίου (business plan) από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία.
- Καταρχήν απόφαση των "V.C" για χρηματοδότηση του σχεδίου.
- Πρώτες συζητήσεις μεταξύ των στελεχών των "V.C" και του υποψήφιου επιχειρηματία.
- Εκδήλωση καταρχήν πρόθεσης χρηματοδότησης από τα "V.C" (Letter of Intent).
- Συζητήσεις - αναλύσεις μεταξύ των στελεχών των "V.C" και του υποψήφιου επιχειρηματία.
- Ενδελεχής έλεγχος (Due Diligence) από τα στελέχη των "V.C" 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 "V.C" και υποψήφιου επιχειρηματία για την κατάρτιση του συμβολαίου συνεργασίας.
- Υπογραφή συμβολαίου μεταξύ εταιρείας "V.C" και χρηματοδοτούμενης εταιρείας (οι εταιρείες "V.C" 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 των "V.C".
- Έξοδος των "V.C" 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).

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.³³ Ο TD0/ 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 εταιρεία του.

4.4 Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (Τ.Α.Ν.Ε.Ο)

Στο σημείο αυτό κρίναμε σκόπιμο ότι πρέπει να τονιστεί η λειτουργία και στη χώρα μας ενός οργανισμού ο οποίος αναμένεται να δώσει νέα ώθηση στις επενδύσεις των VC σε νέες επιχειρήσεις. Ο οργανισμός αυτός είναι το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε (Τ.Α.Ν.Ε.Ο) το οποίο συστήθηκε με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000 και σκοπό έχει την συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ. και Α.Κ.Ε.Σ.) οι οποίες θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης. Είναι, δηλαδή, ένα ‘fund-of-funds’ στα πρότυπα αντίστοιχων, ευρωπαϊκών κυρίως, προσπαθειών. Τα επενδυτικά σχήματα στα οποία θα

συμμετάσχει το "T.A.NE.O." θα πρέπει να επενδύουν σε εταιρικά μερίδια περιορισμένης ευθύνης ή σε μετοχές ή σε μετατρέψιμες ομολογίες μικρών ή μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και η πραγματική και καταστατική τους έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα. Τα επενδυτικά αυτά σχήματα θα πρέπει να επενδύουν κατ' ανώτατο όριο 1.000.000€ ανά εταιρεία ανά γύρο χρηματοδότησης και μέχρι 3.000.000€ ανά εταιρεία συνολικά. Το "T.A.NE.O" θα αναλαμβάνει μειωνητικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις οποίες θα επενδύει. Η διαχείριση των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις οποίες το "T.A.NE.O." θα επενδύει θα πρέπει να γίνεται από τον ιδιωτικό τομέα, ενώ οι επενδυτικές αποφάσεις των διαχειριστών θα λαμβάνονται με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Στόχος της εταιρίας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα μας. Συνεπώς, κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή του "T.A.NE.O". στις εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα τους καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, στα κριτήρια επιλογής επενδυτικών σχημάτων στα οποία θα συμμετάσχει το "T.A.NE.O". περιλαμβάνονται: η ομάδα διαχείρισης, η αγορά, οι προσδοκώμενες επενδύσεις, η επενδυτική στρατηγική, το μέγεθος του επενδυτικού σχήματος, ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια, οι προτεινόμενοι όροι και οι λοιποί επενδυτές. Το "T.A.NE.O." ενδιαφέρεται κυρίως να επενδύσει σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τομείς της νέας οικονομίας, όπως: πληροφορική, τηλεπικοινωνίες, ηλεκτρονικό εμπόριο,

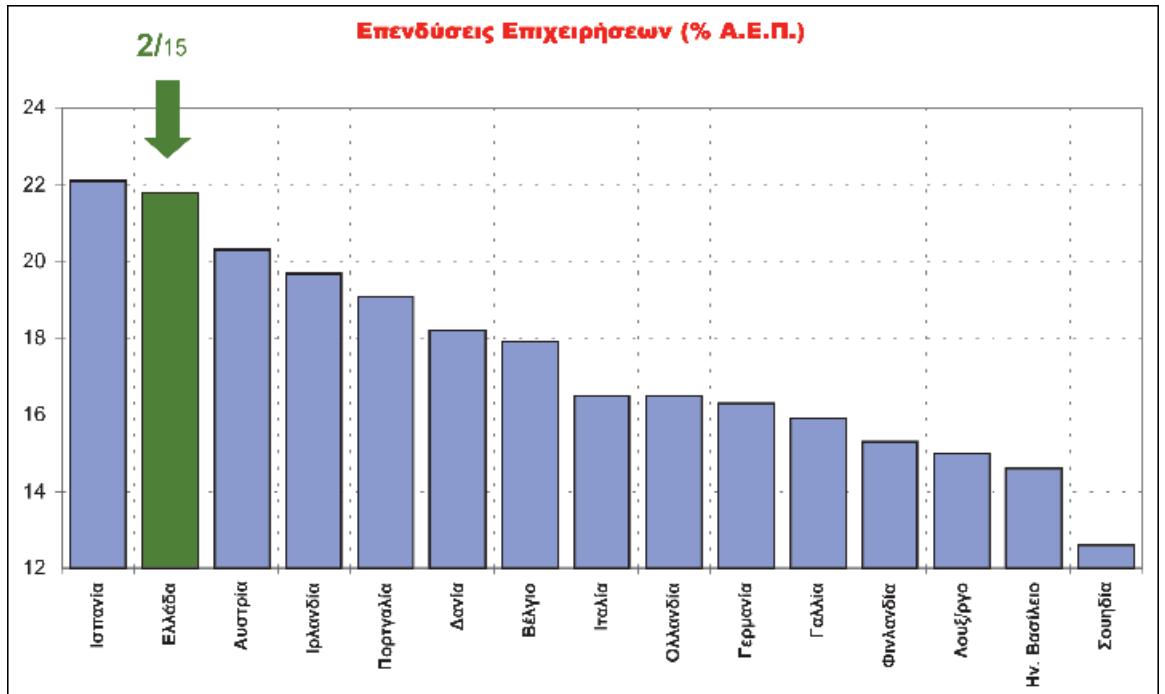
βιοτεχνολογία, νέα υλικά, κ.λ.π.). Επίσης, το "T.A.NE.O" δεν θα φορολογείται αλλά θα φορολογούνται οι μέτοχοί του.

Η τελευταία αυτή πρόβλεψη (περί μη φορολόγησης της εταιρείας αλλά μόνο των κερδών των μετόχων της) προβλέπεται, από τον νόμο για την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, και για τα "ΑΚΕΣ". Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την λειτουργία του "T.A.NE.O." αναμένεται να ενισχύσει την δραστηριότητα των εταιρειών Venture Capital στην Ελλάδα και να τις ωθήσει να επενδύσουν σε περισσότερο (και περισσότερες) νέες επιχειρήσεις από ότι έχουν επενδύσει μέχρι σήμερα, καθώς αποτελεί κοινό μυστικό ότι στη χώρα μας τα "VCs" απέφευγαν ως τώρα τις επενδύσεις με υψηλό ρίσκο σε νέες επιχειρήσεις και προτιμούσαν τα σχεδόν σίγουρα – και πολλά – λεφτά που απέφεραν οι επενδύσεις χαμηλού ρίσκου (όπως χρηματοδοτήσεις εταιρειών με στόχο την είσοδό στο Χρηματιστήριο).

Επίσης πρέπει να τονίσουμε ότι με την ολοκλήρωση της οικονομικής ένωσης της Ευρώπης ισχύουν για τις ευρωπαϊκές εταιρείες "Venture Capital" οι ίδιοι όροι επένδυσης με τις ελληνικές εταιρείες. Έτσι, μία αρκετά εφικτή λύση για τις ελληνικές νεο-ιδρυόμενες εταιρείες που ψάχνουν χρηματοδότηση θα ήταν να στραφούν στην ευρωπαϊκή αγορά των εταιρειών "Venture Capital". Προς αυτή την κατεύθυνση συνηγορούν δύο δεδομένα: αφενός, το ότι στελέχη ελληνικής καταγωγής με γνώση της ελληνικής κατάστασης εργάζονται σε σημαντικές ευρωπαϊκές εταιρείες "VC" και, αφετέρου, το ότι υπάρχουν εταιρείες "VC" ελληνικών συμφερόντων με έδρα στην δυτική Ευρώπη.

Ακολουθούν διαγράμματα τα οποία μας δείχνουν τη θέση που βρίσκεται η Ελλάδα σε Επενδύσεις των επιχειρήσεων, στον τομέα R & D καθώς και στην ανάπτυξη καινοτομιών σε σχέση με τα άλλα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

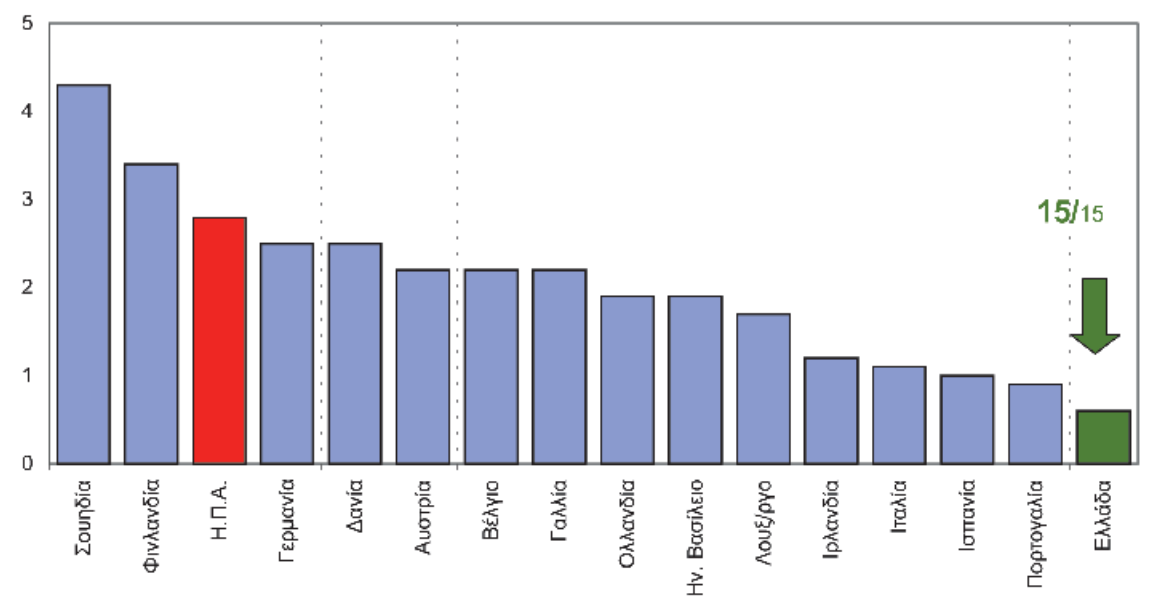
Διάγραμμα 1



Πηγή: Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (WEF)

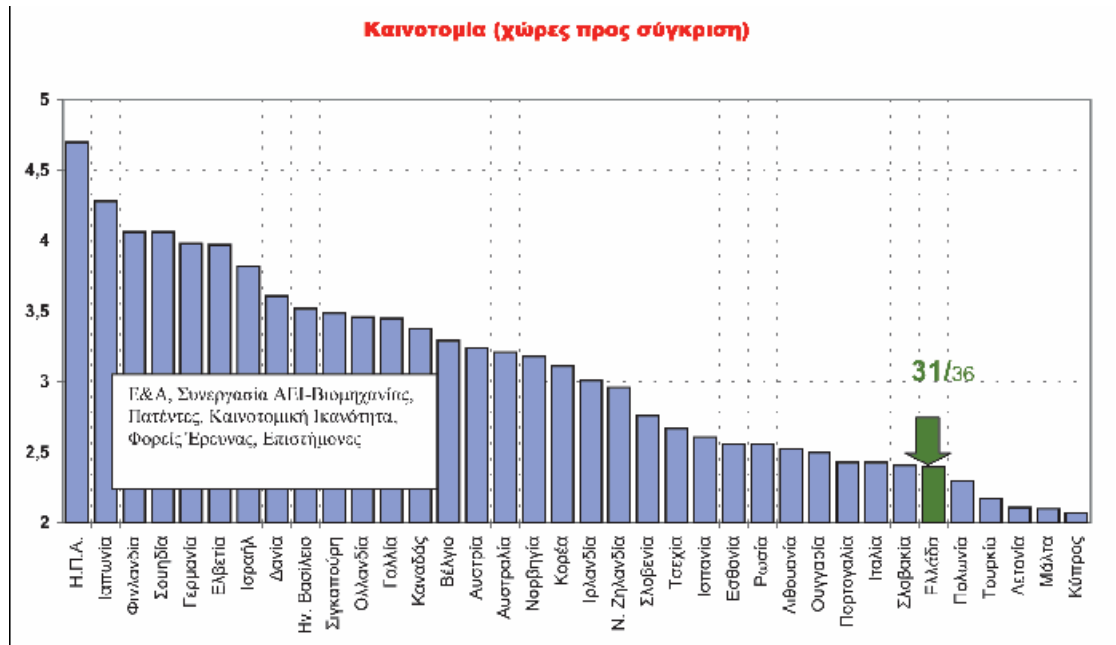
Διάγραμμα 2

Ερευνά και Ανάπτυξη



Πηγή: Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (WEF)

Διάγραμμα 3



Πηγή: Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας (WEF)

Τα παραπάνω διαγράμματα 1,2&3μας δείχνουν την θέση που βρίσκεται η Ελλάδα στην κατάταξη μεταξύ των Κρατών –Μελών της Ε.Ε σε Επενδύσεις των επιχειρήσεων(%ΑΕΠ), στον τομέα Έρευνας και Ανάπτυξης καθώς και στη ανάπτυξη Καινοτομιών. Έτσι όπως μπορούμε να δούμε στα διαγράμματα η Ελλάδα βρίσκεται στη δεύτερη θέση όσον αναφορά τις επενδύσεις των επιχειρήσεων ενώ υστερεί σημαντικά στον τομέα Έρευνας και Ανάπτυξης αφού κατέχει την τελευταία θέση.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο κόσμος σήμερα, από οικονομική, χρηματοπιστωτική και πολιτική άποψη είναι πολύ διαφορετικός από εκείνον του 1948, από τότε δηλαδή που εμφανίστηκαν τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου με την σημερινή τους μορφή, αλλά ακόμα και σήμερα μέρα με τη μέρα αλλάζει. Ο κλάδος των επιχειρηματικών κεφαλαίων υπέστη σημαντικές μεταβολές, αντιμετώπισε σκληρές δοκιμασίες και γνώρισε μεγάλες επιτυχίες.

Συμπερασματικά, στηριζόμενοι στα όσα αναφέραμε κατά την ανάλυση του θέματος, θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα Κεφάλαια Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην μέχρι τώρα ανάπτυξη της βιομηχανίας αφού προσέφεραν σε μεγάλο αριθμό μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων τα απαιτούμενα μακροχρόνια κεφάλαια για την ανάπτυξή τους, διότι η χρήση άλλων κεφαλαίων, όπως για παράδειγμα τραπεζικών δανείων, θα οδηγούσε σε δυσαρμονία των στοιχείων του ισολογισμού τους.

Τα "ΕΚΥΚ" δεν περιορίζονται μόνο στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αλλά τους παρέχουν και συμβουλές σε ζητήματα χρηματοοικονομικά, προσλήψεων, προώθησης προϊόντων κτλ. Γι' αυτό και αναμένουν θεαματικές εξελίξεις των εταιρειών.

Τα "ΕΚΥΚ" είναι στενά συνδεδεμένα με τη χρηματοδότηση της καινοτομίας, έτσι η εξέλιξη ορισμένων εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν με "ΕΚΥΚ" ήταν τόσο μεγάλη ώστε έγινε η απαρχή της γέννησης νέων βιομηχανικών κλάδων.

Ο ευρωπαϊκός κλάδος επιχειρηματικών κεφαλαίων εξελίχθηκε αισθητά τα τελευταία χρόνια. Σήμερα είναι πολύ μεγαλύτερος, αν και εξακολουθεί να υπάρχει μεγάλη απόκλιση σε σχέση με τις ΗΠΑ, είναι

πιο ολοκληρωμένος και χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ωριμότητα και επαγγελματισμό.

Παρότι, που όλο και περισσότερα "ΕΚΥΚ" χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις, δεν παύει να υπάρχει μεταξύ τους ένα κενό το οποίο προκύπτει από την έλλειψη πληροφόρησης των χρηματοδοτικών φορέων αλλά και των εταιρειών και των επιχειρηματιών. Για το λόγο αυτό οι φορείς θα πρέπει να γνωρίζουν κατά τρόπο άμεσο και με όσο το δυνατό λιγότερο κόστος ποιες εταιρείες και ποιοι επιχειρηματίες αναζητούν χρηματοδότηση και αντίστροφα.

Αν και τα φορολογικά κίνητρα έχουν ενισχύσει επιπρόσθετες επιχειρηματικές επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, παρ' όλα αυτά, υπάρχουν ακόμα φορολογικές ανεπάρκειες που αφορούν δραστηριότητες σε έρευνα γι αυτό θα πρέπει να επεκταθούν περισσότερο σε κάποιους τομείς έρευνας βιοτεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών.

Στην Ελλάδα η θεσμοθέτηση των Εταιρειών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) δεν λύνει βέβαια το πρόβλημα χρηματοδότησης των ελληνικών καινοτομικών ή μη πρωτοβουλιών, αλλά εξασφαλίζει τις πρώτες αναγκαίες προϋποθέσεις για την επίλυσή του. Πιστεύουμε ότι θα πρέπει σύντομα να δημιουργηθούν και νέες Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών στην Ελλάδα, είτε από τις Τράπεζες και ιδίως τις Τράπεζες Επενδύσεων, καθόσον αυτές διαθέτουν προσωπικό με εμπειρία σ' αυτά τα θέματα, είτε από άλλους οικονομικούς οργανισμούς και κρατικούς ή ιδιωτικούς φορείς.

Για να πετύχουν όμως αυτές οι εταιρείες, πρέπει να βελτιωθούν ακόμη περισσότερο οι απαραίτητες προϋποθέσεις που θα ενθαρρύνουν την περαιτέρω ανάπτυξη των Εταιρειών Κεφαλαίο Επιχειρηματικών Συμμετοχών.

Οι ρυθμοί ανάπτυξης της Ελληνικής Οικονομίας και της βιομηχανίας ειδικότερα, είτε λόγω μεγέθους, είτε λόγω μη ανταγωνιστικότητας, είναι τέτοιοι που δεν ευνοούν την δημιουργία κερδοφόρων επενδύσεων που θα προσελκύσουν τα κεφάλαια των απαιτητικών επενδυτών καινοτομικού κεφαλαίου. Η τεχνολογική υστέρηση της χώρας μας, ειδικότερα στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας, αφαιρεί τη δυνατότητα σ' αυτήν να δημιουργήσει επενδυτικές ευκαιρίες σε αυτόν τον τομέα. Άλλωστε και η βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας απαιτεί πλήρη υποστήριξη από δορυφορικές μονάδες, πανεπιστήμια, ερευνητικά κέντρα και διάφορους άλλους οργανισμούς που πιθανό σήμερα στην Ελλάδα να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο. Παράλληλα η περιορισμένη συμβολή του χρηματιστηρίου και της δευτερεύουσας αγοράς μετοχών αναγκάζει τις επιχειρήσεις, όσες μπορούν, να χρηματοδοτούνται μέσω του τραπεζικού συστήματος που είναι δύσκαμπτο, όχι πάντοτε αμερόληπτο και χρησιμοποιεί υψηλά επιτόκια. Συγχρόνως, η έλλειψη κατάλληλου στελεχιακού δυναμικού για τις επιχειρήσεις και η επιχειρηματική νοοτροπία και συμπεριφορά που συνήθως δεν ευνοεί την συνύπαρξη και συνεργασία για την επιτυχία κοινών στόχων, αξιοποιώντας τις επιμέρους απαραίτητες ειδικές γνώσεις, σε μια επιχείρηση, σκιαγραφούν το κλίμα που θα έχουν να αντιμετωπίσουν οι νέες Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών στην Ελλάδα.

Παρ' όλα αυτά, επειδή οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με νέες τεχνολογίες και προωθούν καινοτομίες, είναι συνήθως μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, οι οποίες είτε στερούνται χρηματοδότησης και οργάνωσης για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση που έχει το προϊόν τους, ή αδυνατούν να ασχοληθούν ταυτόχρονα με την πώληση- διαφήμιση των προϊόντων τους και την έρευνα ή παραγωγή, δεν απαιτούν δυσαναλόγως μεγάλα κεφάλαια, αλλά και κυρίως λόγω των

προσφερόμενων επιχορηγήσεων, φορολογικών κινήτρων και απαλλαγών, πιστεύουμε ότι οι "ΕΚΕΣ" θα ενδιαφερθούν να χρηματοδοτήσουν τέτοιες επενδύσεις. Θεωρούμε όμως απαραίτητη προϋπόθεση για την επιτυχία αυτής της προσπάθειας οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί που θα ασχοληθούν με τα καινοτομικά κεφάλαια να υιοθετήσουν, τουλάχιστον στην αρχή, μακροχρόνιες σχετικά προοπτικές στις επενδύσεις τους μέσω των "ΕΚΕΣ". Αργότερα οι εταιρείες αυτές θα μπορέσουν να προσδιορίσουν το ρόλο τους μέσα στην ελληνική οικονομία, με στόχο την καλύτερη ανακύκλωση του χαρτοφυλακίου τους, όπως αυτός θα προκύψει από τη δυναμική των εξελίξεων της σχετικής αγοράς στην οποία οι ειδικές γνώσεις, η ευελιξία και η ταχύτητα στη λήψη αποφάσεων αποτελούν βασικούς παράγοντες επιβίωσης.

Παράλληλα οι "ΕΚΕΣ" θα μπορούσαν να συμβουλεύσουν, να κατευθύνουν και να συμμετάσχουν σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε μίμηση με διαφοροποίηση υπαρχουσών καινοτομιών.

Τέλος, θεωρούμε ότι το καινοτομικό κεφάλαιο είναι ένα χρήσιμο "εργαλείο", που μπορεί να χρησιμοποιηθεί στα πλαίσια του προγράμματος οικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας σε συνδυασμό με τους εκάστοτε ισχύοντες αναπτυξιακούς νόμους, προσαρμοζόμενο στις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας προς όφελος κυρίως των καινοτομικών πρωτοβουλιών που αυτή θέλει να προωθήσει.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Π.Α. Κιοχος –Γ.Δ.Παπανικολαου , Χρήμα-Πίστη- Τράπεζες ,Αθήνα 2000, Δ Έκδοση.Εκδ Ελληνικά Γράμματα.
2. Γ. Μ. Κορρες –Γ.Ο. Τσομπανογλου ,Τεχνολογική , Κοινωνική , Πολιτική και Ανάπτυξη, Καινοτομικές δραστηριότητες και απασχόληση στην Ευρώπη., Τυπόθητω-Γιώργος Δαρδάνος .
3. Β.Π. Γαλανης , Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας , Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.
4. Ι.Ν. Αποστολόπουλος , Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης , Εκδ Σταμούλη 1994 .
5. Μ. Ξανθάκης – Λ. Τσιπούρη , Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital, Εκδ Παπαζήση , Αθήνα 2001.
6. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (2003). Πολιτική για την Καινοτομία: Επικαιροποίηση της προσέγγισης της Ένωσης με βάση τη στρατηγική της Λισσαβόνας. Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών . <http://www.cordis.lu>.

7. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Ο Ευρωπαϊκός πίνακας αποτελεσμάτων για την Καινοτομία. Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής . <http://www.cordis.lu>.
8. Οργανισμός Βιομηχανικής Ιδιοκτησίας (2001). Οδηγίες για την απόκτηση Διπλώματος Ευρεσιτεχνίας (ΔΕ), Διπλώματος Τροποποίησης (ΔΤ) και Πιστοποιητικού Υποδείγματος Χρησιμότητας (ΠΥΧ).<http://www.obl.gr>.
9. : www.european.eu.int/comm/Εκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής