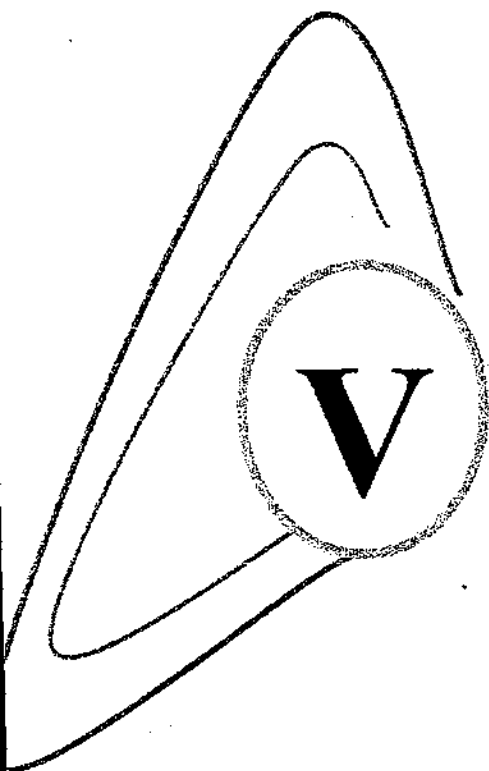


ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ

“ ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ ”

«VENTURE CAPITAL.ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥΣ»



VENTURE

CAPITAL

Ο ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΚΟΥΤΡΟΥΛΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΟΙ ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ :

ΕΥΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
ΕΥΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΦΩΤΗΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	5850
----------------------	------



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΧΡΗΣΤΕΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΝ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΘΗΚΑΝ ΜΕ VENTURE CAPITAL

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

1

1.1 Ορισμοί

Προκειμένου να περιγραφεί ο θεσμός των ΕΚΥΚ, έχουν χρησιμοποιηθεί πολλοί ορισμοί. Ο πιο στενός ορισμός δίνει στο ΕΚΥΚ την έννοια μακροπρόθεσμης μετοχικής επένδυσης σε μικρομεσαία επιχείρηση μεγάλου δυναμισμού, που κατευθύνεται κατά κανόνα στην υψηλή τεχνολογία και συνοδεύεται από σημαντική υποστήριξη από την πλευρά του επενδυτή.

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

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

Και οι τρεις παραπάνω ορισμοί δεν αναφέρονται στον τύπο της επιχείρησης ή του φορέα που επενδύει τα συγκεκριμένα κεφάλαια. Έτσι, δίνεται η εντύπωση ότι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που επενδύει σε μια δυναμική επιχείρηση και απλά συντείνει με κάποιες ενέργειες στην υποβοήθηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας αυτής αποτελεί μέρος ενός οχήματος ΕΚΥΚ.

Ως παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί η περίπτωση διοικητικού στελέχους μιας νέας δυναμικής επιχείρησης, που αγοράζει ένα τμήμα του μετοχικού της κεφαλαίου και κατόπιν εντείνει τις προσπάθειες του, καθώς και το χρόνο απασχόλησης του, προκειμένου να συμβάλει στην άνοδο του κύκλου εργασιών και συνεπώς της αξίας της επιχείρησης άρα και των μετοχών του. Ανάλογες περιπτώσεις όμως δεν αποτελούν ορθόδοξες επενδύσεις ΕΚΥΚ, επειδή δεν αναλαμβάνονται από εξειδικευμένες εταιρίες που έχουν την ικανότητα να λειτουργούν όχι μόνο με το ένστικτο, αλλά να εκτιμούν και να αξιολογούν τους κινδύνους και τις αποδόσεις επενδύσεων που παρουσιάζουν ιδιαιτερότητες. Τέτοιου είδους ιδιαιτερότητες δεν είναι δυνατόν να αναλύονται σε συστηματική βάση από μη εξειδικευμένους φορείς.

Η ύπαρξη οργανωμένων και ειδικευμένων φορέων παροχής ΕΚΥΚ είναι, όπως αναφέρθηκε και στα προηγούμενα, ουσιαστικός παράγοντας προώθησης της τεχνολογίας και της βιομηχανικής δραστηριότητας.

Ένας ορισμός που εκτιμά και επισημαίνει αυτόν τον σημαντικό παράγοντα είναι ότι το ΕΚΥΚ αποτελεί επένδυση στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων που έχουν προοπτικές ανάπτυξης από ειδικευμένους φορείς, οι οποίοι αναλαμβάνουν ενεργό ρόλο διοικητικής υποστήριξης (management) και έχουν ως κύριο στόχο την πραγματοποίηση υπεραξίας της συμμετοχής τους.

Ωστόσο, και ο προηγούμενος ορισμός δεν αναλύει την έκταση των κινήτρων του επενδυτή και εκτός αυτού περιγράφει τη μία από τις δύο προσεγγίσεις του θεσμού του ΕΚΥΚ, δηλαδή αυτήν της "ενεργού συμμετοχής" ("hands-on"), αγνοώντας τη μορφή της "μη ενεργού συμμετοχής" ("hands-off").

Ο πληρέστερος ορισμός είναι ότι το ΕΚΥΚ είναι "μορφή στρατηγικής μετοχικής επένδυσης εξειδικευμένης εταιρίας παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου σε μικρομεσαία επιχείρηση ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, η οποία αποσκοπεί μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών τέτοιων, ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής, ενώ η πραγματοποίηση της βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με τη συγκεκριμένη επένδυση.

Σύμφωνα με την επικρατέστερη μετάφραση του στα Ελληνικά, ο όρος Venture Capital αποδίδεται ως "Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου". Ο νομοθέτης του Ν. 1775/88 ονοματίζει το Venture Capital απλά "επιχειρηματικό κεφάλαιο", ενώ συγγραφείς αποδίδουν τον όρο ως "καινοτομικό κεφάλαιο" λόγω της στενής σχέσης του θεσμού, από τη γέννηση του μέχρι σήμερα με την καινοτομία και ιδιαίτερα την τεχνολογία.

1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

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 π έδωσαν, όλα τα ελαιοτριβεία της Μιλήτου και της Χίου, με μάλλον χαμηλό ενοίκιο, για ένα χρόνο. Το φθινόπωρο, όταν οι προβλέψεις του επιβεβαιώθηκαν, η πλούσια σοδειά της ελιάς οδήγησε σε αυξημένη ζήτηση για τριβεία. Εκμεταλλευόμενος τη μονοπωλιακή του θέση, ο Θαλής έλα[μεγάλες αμοιβές για την παραχώρηση και επενουκίαση των ελαιοτριβείων Έτσι, πλούτισε ο ίδιος αλλά και οι χρηματοδότες του.

Το σκεπτικό των πλουσίων ιδιωτών, που επενδύουν τα πλεονάζοντα διαθέσιμα τους σε δραστηριότητες με δυνητικά υψηλές αποδόσεις, μετεξελίχθηκε με τα χρόνια, περνώντας από αρκετά μεταβατικά στάδια, σε αυτή μέρα 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, και συμφωνά με τον ορισμό που δόθηκε στα προηγούμενα, εμφανίζεται μετά τον Β' παγκόσμιο πόλεμο στις ΗΠΑ, το 1946, όταν ο J. H. Whitney ίδρυσε την πρώτη ιδιωτική εταιρεία καινοτομικού κεφαλαίου με αρχικό κεφάλαιο 10 εκατομμύρια δολάρια. 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" (Small Business Investment), που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ το 1958. Στο πλαίσιο των ρυθμίσεων του αναπτύχθηκαν ιδιωτικές εταιρίες 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 επεκτάθηκε γρήγορα, και το 1964 υπήρχαν 649 εταιρίες αυτής 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 του 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 του ΕΚΥΚ.

Κατά τη δεκαετία του 1970 η αγορά του 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 του ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ, η οποία αναστράφηκε το 1978. Αιτία της κάμψης ήταν η φυσική διάλυση μιας σειράς κεφαλαίων (funds), 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 (Pension funds). Η ευελιξία όμως και η προσαρμοστικότητα του ΕΚΥΚ, καθώς και η αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που αφορούσε τη φορολόγηση των κερδών κεφαλαίου μετά το 1978, συνέβαλαν στη δραστική ανάκαμψη του ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ και στην ενίσχυση της σπουδαιότητας του ως χρηματοδοτικού μέσου αλλά και ως μέσου προώθησης της καινοτομικής δραστηριότητας.

Η απαρχή για τη διεθνοποίηση του θεσμού και την ανάπτυξη του σε άλλες χώρες εκτός των ΗΠΑ έγινε περίπου στα τέλη της δεκαετίας 1970, οπότε εξαπλώθηκε και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες είτε με τη μορφή επενδύσεων αμερικανικών εταιριών ΕΚΥΚ, είτε με τη δημιουργία εγχώριων εταιριών ΕΚΥΚ.

Επειδή η αγορά του 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 του ΕΚΥΚ.

ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Έτος	Αριθμός ΕΠΕΚ	Κεφάλαια υπό Διαχείριση (δισ δολάρια)	Αριθμός στελεχών
1977	237	3	600
1990	664	36	2600
1991	640	31	2100
1994	680	40	2600
1997	1100	80	8600

Πηγή : Venture Capital Ανασκόπηση Εμπορική Κεφαλαίου 1999

1.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Η Αγγλία είναι αδιαμφισβήτητα η χώρα-πρωτοπόρος στον τομέα του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη. Ο θεσμός άρχισε να αναπτύσσεται στην Αγγλία κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970, 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 εταιριών χρηματοδότησης και υποστήριξης μικρομεσαίων επιχειρήσεων, προέβλεπε φορολογικές ελαφρύνσεις στην προσωπική φορολογία των επενδυτών-χορηγών κεφαλαίου.

Ήδη στις αρχές της δεκαετίας του 80 λειτουργούσε στην Αγγλία ένας υπολογίσιμος αριθμός εταιριών, ενώ ο όγκος των επενδύσεων ΕΚΥΚ αυξανόταν.

Σημαντική ανάπτυξη του θεσμού στην Ευρώπη, σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ολλανδία κλπ. έγινε στη δεκαετία του 1980. Οι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων ΕΚΥΚ στην Ευρώπη κατά την περίοδο αυτή χαρακτηρίζονται ως εντυπωσιακοί. Ενδεικτικά αξίζει να σημειωθεί ότι οι ρυθμοί αύξησης των Επενδύσεων ΕΚΥΚ μεταξύ των ετών 1984-86 ήταν στην Ιταλία 103%, στο Βέλγιο 64%, στη Γερμανία 61% και στην 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 από πλευράς όγκου επενδύσεων ΕΚΥΚ. Τα συνολικά διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις ΕΚΥΚ ανέρχονταν 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 (EVCA 1993).

Οι πίνακες που ακολουθούν παρακάτω καταγράφουν τις τάσεις, τα μεγέθη, την ανάπτυξη κατά χώρα και την κλασική κατανομή του ΕΚΥΚ κατά τα τελευταία χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

ΕΤΟΣ 1999	ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΑ)	%συνόλου	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ECU (ΕΚΔΤ.)	%συνόλου
ΑΙΤΛΙΑ	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
ΟΜΑΝΔΙΑ	4.024	4,9	760	7,9
ΙΣΠΑΝΙΑ	1.760	2,1	262	2,7
ΕΛΛΑΔΑ	190	0,2	19	0,2
Άλλες Χώρες	3.610	4,4	1.009	10,5
Σύνολο	82.696	100,0	9.655	100,0

Πηγή: ENCA Πηγές χρηματοδότησης των private equity/ venture capital στην Ευρώπη – Μέσος όρος 1995-2000

Πηγές χρηματοδότησης των private equity/ venture capital στην Ευρώπη – Μέσος όρος 1995-2000

Χώρα	Τράπεζες	Συνταξ/κά κεφάλαια	Ασφαλιστικοί οργανισμοί	Εταιρικοί	Επενδύσεις διαθεσίμων	Ιδιώτες	Κρατικοί φορείς	Ακαδημαϊκά ιδρύματα	Λοιποί φορείς
Αυστοία	57.5	0.6	4.3	17.2	0.3	6.6	13.4	0.0	0.0
Πορτογαλί	55.8	0.0	0.2	0.3	12.9	0.0	21.1	0.0	9.6
Γερμανία	48.7	10.8	11.7	9.1	0.1	8.5	8.8	0.0	2.3
Ολλανδία	47.4	7.5	14.7	1.9	17.2	3.0	0.7	0.1	7.5
Ισπανία	43.2	8.0	3.9	9.0	6.6	6.0	8.6	0.0	14.6
Ιταλία	39.6	6.9	4.9	8.8	12.0	16.6	1.6	0.0	9.7
Δανία	37.7	6.5	0.0	7.1	13.8	18.1	4.7	0.0	11.9
Ελλάδα	31.2	0.0	5.5	16.4	27.6	10.1	0.0	0.0	9.2
Γαλλία	27.8	10.1	11.5	8.4	29.3	4.0	2.1	0.3	6.4
Ε.Ε.	27.8	23.0	12.6	9.1	8.9	5.8	3.9	0.6	8.5
Ελβετία	26.7	1.4	7.3	12.6	8.5	12.1	3.6	0.0	17.7
Βέλγιο	22.1	1.9	2.9	9.7	39.7	8.4	4.5	1.7	9.1
Μ.	20.1	35.7	14.4	9.5	2.6	4.4	3.1	0.9	9.4
Ισλανδία	19.0	19.5	6.8	2.9	4.1	21.3	8.6	0.0	17.7
Φινλανδία	15.5	28.9	24.7	5.6	2.8	1.8	13.3	0.3	7.2
Νορβηγία	7.7	6.7	14.0	21.7	23.1	23.2	0.6	0.0	3.0
Σουηδία	6.4	27.7	16.5	18.0	5.0	5.1	3.3	1.3	16.7
Ισλανδία	2.6	29.3	0.3	1.8	48.6	2.4	4.2	0.0	10.7

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

Το ευρωπαϊκό ΕΚΥΚ παρουσιάζει αρκετές διαφορές σε σύγκριση με το αμερικανικό, όσον αφορά τα στάδια και μέσα χρηματοδότησης, τις πηγές πορισμού των κεφαλαίων, τους κλάδους χρηματοδότησης, τη μορφή της αγοράς κλπ. Η αμερικανική προσέγγιση στο ΕΚΥΚ είναι πολύ περισσότερο "ενεργού συμμετοχής" ("hands-on") σε σχέση με την ευρωπαϊκή.

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 εταιρίες - 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%).

Τα τελευταία χρόνια έχει γίνει στην Ευρώπη συντονισμένη προσπάθεια για την ανάπτυξη του θεσμού του 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 εταιρίες 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 προωθηθούν επενδυτικά σχέδια αμοιβαίου ενδιαφέροντος σε κάποια ευρωπαϊκή χώρα.

Μια παράλληλη εξέλιξη της συνεργασίας των εταιριών 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 μία μόνο ΕΠΕΚ, θα δέσμευε μεγάλο μέρος των κεφαλαίων της.

Θα πρέπει πάντως να αναφερθεί ότι στις ΗΠΑ παρατηρείται στη δεκαετία του 90 μεγάλη υποχώρηση του ΕΚΥΚ (VENTURE CAPITAL). Πρίν το 1980 περίπου \$460 εκατ. είχαν επενδυθεί σε 375 εταιρίες. Στην αιχμή του 1987 είχαν επενδυθεί περίπου \$ 4 δις σε 1740 εταιρίες. Εκάστοτε άρχισε η υποχώρηση και στα μέσα του 1990 το ένα τρίτο των ΕΚΥΚ είχε ρευστοποιηθεί με μεγάλες ζημιές. Ο κλάδος βρίσκεται σε φάση ανακοδόμησης των προσεγγίσεων και της στρατηγικής του, αν και τα τελευταία χρόνια σημείωσε σημαντική ανάκαμψη. Κατά το 1999 οι επενδύσεις του ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ ανήλθαν σε 43,7 δις ευρώ, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση σε 11,5 δις ευρώ.

REQUINIAIO

2

2.1 Στόχοι του ΕΚΥΚ.

Το Venture Capital (επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κίνδυνου - ΕΚΥΚ) ως γραμμή χρηματοδότησης, που διαφοροποιείται από τις παραδοσιακές τραπεζικές δραστηριότητες, είναι σε μεγάλο βαθμό συνδεδεμένο με την καινοτομία.

Από την εμφάνιση του θεσμού στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία 1960-70 μέχρι σήμερα, κεφάλαια αυτής της μορφής κατευθύνονται κατά κανόνα σε δυναμικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η γρήγορη εξάπλωση του ΕΚΥΚ, οι υψηλές αποδόσεις και οι σημαντικές επιδράσεις του στη βιομηχανική δραστηριότητα και στην προαγωγή της καινοτομίας απέσπασαν ταχύτατα την προσοχή ιδιωτών, οργανισμών και κυβερνήσεων.

Χαρακτηριστικό δείγμα της στενής σχέσης που υπάρχει μεταξύ καινοτομίας και ΕΚΥΚ αποτελεί το γεγονός ότι η ραγδαία εξάπλωση της βιομηχανίας της πληροφορικής κατά τα τελευταία 20-30 χρόνια απέσπασε το μεγαλύτερο μέρος των χρηματοδοτήσεων που έγιναν κατά την ίδια περίοδο με ΕΚΥΚ, παρά οι άλλοι κλάδοι που χρηματοδοτήθηκαν με τον ίδιο τρόπο. Ποσοστό περίπου 43% των συνολικών χρηματοδοτήσεων ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ αφορά τον κλάδο των υπολογιστών, ενώ ο αμέσως επόμενος από πλευράς ύψους χρηματοδότησης κλάδος είναι τα ηλεκτρονικά με ποσοστό περίπου 12%.

Η ανάπτυξη του ΕΚΥΚ σε επενδύσεις νέων τεχνολογιών - κυρίως υπολογιστές, λογισμικό, ηλεκτρονική, επικοινωνίες, βιομηχανικός εξοπλισμός, ρομποτική και βιοτεχνολογία - είναι επίσης εμφανής σε άλλες χώρες. Για παράδειγμα, στην Αγγλία οι επικοινωνίες, οι βιομηχανίες που συνδέονται με υπολογιστές και γενικά με την ηλεκτρονική κάλυψαν περίπου το μισό του ποσού που επενδύθηκε από εταιρίες ΕΚΥΚ στη χώρα αυτή στην περίοδο 1981-93. Αν υπολογιστούν και οι επενδύσεις στη γενετική μηχανική, στον προηγμένο ιατρικό εξοπλισμό και στον έλεγχο βιομηχανικών διαδικασιών, τότε το ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων στην υψηλή τεχνολογία είναι σημαντικά μεγαλύτερο.

Βέβαια, η δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων ΕΚΥΚ εμφανίζεται διαφοροποιημένη μεταξύ των χωρών, αντανακλώντας τις διαφορετικές βιομηχανικές δομές και τα διαφορετικά συγκριτικά πλεονεκτήματά τους. Είναι όμως σαφές ότι μέχρι σήμερα οι επενδύσεις του κλάδου ΕΚΥΚ έχουν την τάση να συγκεντρώνονται κυρίως σε επιχειρήσεις έντασης τεχνολογίας.

Ωστόσο, πέρα από την τεχνολογική, υπάρχουν και άλλες μορφές καινοτομίας, που συνδέονται με το ΕΚΥΚ. Ιδιαίτερα κατά την τελευταία πενταετία, μετά την κατάργηση των εμπορικών φραγμών στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης, αναπτύσσεται με ιδιαίτερα γρήγορους ρυθμούς μια διαφορετική μορφή καινοτομίας. Αυτή συνδέεται με το επιχειρηματικό ενδιαφέρον που παρουσιάζουν νέες, ταχύτατα αναπτυσσόμενες αγορές. Δίδεται έμφαση στο εμπόριο, ενώ σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση δίνεται έμφαση και στην παραγωγή προϊόντων υψηλής τεχνολογίας.

Ως εκ τούτου, υπάρχει ένα νέο ρεύμα που διέπει τις επενδυτικές τάσεις του κλάδου καινοτομικού κεφαλαίου, σε παγκόσμια διάσταση, και αφορά τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων που έχουν ως αντικείμενο τη βιομηχανική παραγωγή ή τη διανομή προϊόντων και δραστηριοποιούνται σε νέες, δυναμικές - όσον αφορά τη ζήτηση - αγορές. Οι προοπτικές απόδοσης που συνδέονται με

την εμφάνιση ενός προϊόντος σε μια νέα αγορά, ακόμη και αν το προϊόν αυτό είναι ήδη καθιερωμένο σε κάποιες άλλες αγορές, μπορεί να είναι ανάλογες με τις προοπτικές απόδοσης ενός πρωτοεμφανιζόμενου προϊόντος σε μια οποιαδήποτε αγορά. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάπτυξη του ΕΚΥΚ σε νέες αγορές συνδέεται με την ταυτόχρονη απροθυμία του τραπεζικού τομέα να στηρίξει χρηματοδοτικά τέτοιου είδους επιχειρηματικές πρωτοβουλίες, οι οποίες χαρακτηρίζονται από έντονη αβεβαιότητα.

Σε γενικές γραμμές, οι εταιρίες καινοτομικού κεφαλαίου εμπλέκονται σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων που είναι απαραίτητες για να προαχθούν νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες.

Τα τελευταία χρόνια, λόγω της μεγάλης ανάπτυξης του θεσμού στις ΗΠΑ στο πλαίσιο της επιχειρηματικής καινοτομίας, επιχειρηματίες ή όμιλοι επιχειρήσεων αποτελούν τις κινητήριες δυνάμεις της καινοτομικής διαδικασίας. Ο ρόλος τους επικεντρώνεται στο να χρησιμοποιούν ιδέες, τις οποίες αντλούν από τις επιστήμες και την έρευνα, ή τεχνογνωσία, προκειμένου να διαθέσουν στην αγορά νέα προϊόντα και να αναπτυχθούν σε νέες αγορές. Οι τεχνολογικές και οργανωτικές αλλαγές που προκύπτουν από αυτού του είδους την καινοτομική δραστηριότητα δημιουργούν πολλαπλασιαστικές επιδράσεις, οι οποίες οδηγούν στη δημιουργία νέων βιομηχανιών, στην επαναδραστηριοποίηση παλαιότερων και στην εξαφάνιση κάποιων άλλων.

Στο πλαίσιο της εταιρικής καινοτομίας μεγάλοι οργανισμοί ενεργοποιούν και οργανώνουν τη διαδικασία έρευνας και ανάπτυξης, εσωτερικεύοντας μεγάλη καινοτομική δραστηριότητα. Οι οργανισμοί αυτοί διαθέτουν δικά τους τμήματα έρευνας και ανάπτυξης, απαραίτητα για να παραμένουν πρωτοπόροι της νέας τεχνολογίας και να δημιουργούν επιτυχημένα καινοτομικά προϊόντα ή διαδικασίες. Έτσι, δημιουργείται "ένας δυναμικός βρόχος ανάδρασης" ("*feedback loop*") από την επιτυχημένη καινοτομία στην αύξηση της δραστηριότητας έρευνας και ανάπτυξης, ο οποίος ανατροφοδοτείται συνεχώς. Η εσωτερικευση της καινοτομίας από μεγάλους οργανισμούς αναδεικνύει την τεχνολογική αλλαγή ως συνεχή παρά ως εφάπαξ διαδικασία.

Οι εταιρίες παροχής καινοτομικού κεφαλαίου **VENTURE CAPITALISTS** τοποθετούνται στο κέντρο εκτεταμένου δικτύου και ενεργούν με τρόπο, ώστε να προάγονται οι διασυνδέσεις που αφορούν μεγάλους οργανισμούς, πανεπιστήμια, θεσμικούς επενδυτές και ένα ευρύ φάσμα άλλων οργανισμών, οι οποίοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην καινοτομική διαδικασία. Από αυτή τη νευραλγική θέση οι ΕΚΥΚ εξειδικεύονται στο να συνδυάζουν προσωπικό και πόρους, τους οποίους αντλούν από διάφορους οργανισμούς, στο σχηματισμό νέων επιχειρήσεων.

2.2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΚΑΙ ΠΩΣ ΥΠΑΡΧΕΙ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ;

ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ : είναι η μετατροπή μιας ιδέας σε ένα νέο ή βελτιωμένο εμπορεύσιμο προϊόν ή σε μια λειτουργική βιομηχανική ή εμπορική διαδικασία ή σε νέα μέθοδο οργάνωσης ή κοινωνικής εξυπηρέτησης

Εκτός από την έρευνα, άλλες δραστηριότητες που μπορεί να περιλαμβάνει η διαδικασία προς την καινοτομία είναι η κατοχύρωση της πνευματικής ιδιοκτησίας, η εμπορική προώθηση του νέου προϊόντος, η τεχνική και εμπορική του προβολή, οι οργανωτικές και χρηματοοικονομικές αλλαγές στην επιχείρηση, ο βιομηχανικός/ αισθητικός σχεδιασμός του προϊόντος και η εκκίνηση της μονάδας παραγωγής. Η εισαγωγή νέων προϊόντων, διαδικασιών παραγωγής ή οργανωτικών μεθόδων μπορεί να θεωρηθεί, ανάλογα με το πού πρωτοεισάγεται, ως καινοτομία:

- ✓ σε παγκόσμιο επίπεδο, οπότε το περιθώριο κέρδους είναι πολύ μεγάλο και δίνει τη δυνατότητα σε μια επιχείρηση να μεγεθυνθεί ταχύτατα,
- ✓ σε εθνικό επίπεδο, οπότε δημιουργείται μια εθνική πρωτοπορία,
- ✓ σε επίπεδο επιχείρησης, οπότε αλλάζουν οι συνθήκες του ανταγωνισμού στον κλάδο.

Οι τύποι καινοτομιών που διαχωρίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία είναι:

- ✓ *Καινοτομία προϊόντος/ καινοτομία διαδικασίας/ οργανωτική καινοτομία, ανάλογα με τον τομέα στον οποίο αναφέρονται. Οι καινοτομίες προϊόντος και ο ιδιαίτερος τρόπος ανάπτυξης νέων προϊόντων (new product development) και η εισαγωγή τους στην αγορά έχουν αποτελέσει πολύ σημαντικό μέρος της σύγχρονης βιβλιογραφίας επιχειρηματικής στρατηγικής (Loch, 2000), εστιάζοντας στη συνύπαρξη τεχνολογικών αβεβαιοτήτων και τα προβλήματα προσέγγισης νέων αγορών. Η συνεργασία τεχνολογικών ομάδων και μάρκετινγκ μέσα στην εταιρία είναι προσδιοριστικός παράγων για την επιτυχία τέτοιου τύπου καινοτομιών. Στόχος της καινοτομίας αυτής είναι η αύξηση των πωλήσεων, αλλά και η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη συμμετοχή νέων προϊόντων στη γκάμα παραγωγής της εταιρίας, ώστε να υπάρχουν μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους.*

Αντίθετα το θέμα των καινοτομιών στη διαδικασία παραγωγής εμπεριέχει στοιχεία τεχνολογικής αβεβαιότητας.

Η ανάγκη ενδοεταιρικής συνεργασίας στρέφεται στην παραγωγή και τη συντήρηση μηχανολογικού εξοπλισμού, με στόχο είτε την ποιοτική βελτίωση της υπάρχουσας παραγωγής είτε την εξοικονόμηση κόστους. Ιδιαίτερα συχνά εμφανίζονται τέτοιες καινοτομίες στην σχεδίαση συστημάτων ποιοτικού ελέγχου, στην εξοικονόμηση ενέργειας και την προστασία του περιβάλλοντος και τέλος, λόγω της διάχυσης της

τεχνολογίας πληροφορικής και ρομποτικής στα προηγούμενα συστήματα μεταποίησης (Advanced Manufacturing Technology).

Η τελευταία αυτή περίπτωση, που δημιουργεί πολύ μεγάλα περιθώρια αύξησης της ανταγωνιστικότητας, εμφανίζει και μεγάλα προβλήματα ενσωμάτωσης της τεχνολογίας (Frohlich, 1998) με αποτέλεσμα η διάχυση της να είναι πιο αργή από ότι αρχικά αναμενότανε. Τέλος οι οργανωτικές καινοτομίες αφορούν το σχεδιασμό και την υλοποίηση νέου τύπου οργάνωσης μέσα στις επιχειρήσεις. Ενώ η επιχειρηματική οργάνωση και ιεραρχία είχε αρκετά σταθερές δομές για μεγάλο χρονικό διάστημα και ανάλογα με το μοντέλο παραγωγής που κυριαρχούσε, τα τελευταία χρόνια οι οργανωτικές καινοτομίες δημιούργησαν μεγάλες αλλαγές. Αρχικά με την εισαγωγή των ιαπωνικών προτύπων, όπως οι κύκλοι ποιότητας, τα μοντέλα διαχείρισης άριστου χρόνου (just-in-time) και η λιτή παραγωγή (lean production) άλλαξε η οργάνωση των μεγάλων εταιριών, ενώ στη συνέχεια με τη διείσδυση των τεχνολογιών μικροηλεκτρονικής και πληροφορικής και τελικά με τη διάδοση του διαδικτύου οι οργανωτικές καινοτομίες έγιναν απαραίτητο συστατικό όλου του φάσματος των επιχειρήσεων.

✓ *Ριζική/ σωρευτική (radical/incremental) καινοτομία*, ανάλογα με το αν αφορά βασικές αλλαγές που ενσωματώνουν απόλυτα νέα γνώση και ανοίγουν νέους ορίζοντες ή αν αφορά απλώς μικρές βελτιώσεις υπάρχουσας τεχνολογίας. Οι ριζικές καινοτομίες έχουν περιγραφεί πολύ πιο αναλυτικά στη διεθνή βιβλιογραφία και οι σημαντικότερες από αυτές έχουν δημιουργήσει νέους κλάδους παραγωγής όπως η αυτοκινητοβιομηχανία, η βιομηχανία παραγωγής αεροπλάνων, τηλεοράσεων, τηλεφώνου κλπ. Επίσης άλλες ριζικές καινοτομίες έχουν αλλάξει ουσιαστικά τη δομή παραγωγής, όπως το διαφορικό, οι τουρμπίνες αεριοθούμενων κλπ. Αντίστοιχα στις καινοτομίες διαδικασίας παραγωγής ορισμένες περιπτώσεις, όπως η συνεχής χύτευση του χάλυβα και η αυτοματοποίηση των εργαλείο μηχανών άλλαξαν την εξέλιξη της παραγωγής. Ωστόσο η σημασία των σωρευτικών αλλαγών για την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να παραγνωρίζεται. Σειρά σωρευτικών αλλαγών μπορεί να μεταλλάξει ένα προϊόν τόσο, ώστε από τον αρχικό ως τον τελικό σχεδιασμό του να εμφανίζεται εντελώς διαφορετικό. Με αυτή την έννοια είναι πολλές φορές ρευστός και διαχωρισμός ανάμεσα σε ριζική και σωρευτική καινοτομία. Εξάλλου και οι σωρευτικές καινοτομίες, ιδιαίτερα αν αφορούν ιδιοποιήσιμη τεχνολογία, μπορούν να φέρουν μεγάλες αλλαγές στην ανταγωνιστικότητα και στην καινοτομία μιας επιχείρησης.

Συνδυάζοντας τα χαρακτηριστικά αυτά οι επιχειρήσεις μπορούν να διαπιστώσουν την αναγκαιότητα προσαρμογής τους αλλά και τα περιθώρια που τους δίνει μια καινοτομία:

	Καινοτομία προϊόντος	Καινοτομία στη διαδικασία παραγωγής	Οργανωτική καινοτομία
Ριζική καινοτομία	Άνοιγμα νέων αγορών και μεγάλα περιθώρια κέρδους	Μεγάλη μείωση κόστους ή βελτίωση ποιότητας και σημαντική βελτίωση ανταγωνιστικής θέσης	Βελτίωση ποιότητας και καλύτερη αξιοποίηση ανθρώπινου κεφαλαίου
Σωρευτική καινοτομία	Σταδιακές βελτιώσεις με βελτίωση ανταγωνιστικής θέσης	Ανάγκη εταιριών να ακολουθήσουν τους πρωτοπόρους	Συστηματική διάχυση των νέων υποδειγμάτων που δεν είναι ιδιοποίησιμα

Ως τελευταίο στοιχείο των ορισμών και διευκρινήσεων είναι χρήσιμο να αναφερθούν δύο γενικές θεωρίες, που αφορούν στην τεχνολογική αλλαγή:

Κάθε πετυχημένο νέο προϊόν ακολουθεί μια πορεία ανόδου, ωρίμανσης και κάμψης στην αγορά. Αυτή η *θεωρία του κύκλου του προϊόντος* είναι στοιχείο κατανόησης της σημασίας της τεχνολογικής αλλαγής για μια επιχείρηση, εφόσον στο αρχικό στάδιο έχουμε ψηλά περιθώρια κέρδους (και κατά συνέπεια δυνατότητα απόσβεσης του κόστους της επιστημονικής και τεχνολογικής έρευνας, "ETE.")

Στη συνέχεια η διάχυση της τεχνολογίας μειώνει τα περιθώρια κέρδους του ίδιου του προϊόντος, αλλά με ένα σωστό χειρισμό μπορεί να αποφέρει σημαντικούς πόρους λόγω δικαιωμάτων εκμετάλλευσης, ενώ στο τέλος τα περιθώρια κέρδους συμπιέζονται και αυξάνει η σημασία των οικονομιών κλίμακας. Ο κύκλος προϊόντος έχει χρησιμοποιηθεί για να εξηγήσει την ανταγωνιστική θέση επιχειρήσεων αλλά και ολόκληρων χωρών στο διεθνή καταμερισμό εργασίας.

Αναλυτικές μελέτες περιπτώσεων έχουν δείξει την εξέλιξη τεχνολογιών ολόκληρων που ακολουθούν μια τεχνολογική τροχιά. Στην προ-παραδειγματική φάση υπάρχει ανταγωνισμός για τον προσδιορισμό του τελικού "παραδείγματος" της τεχνολογίας. Εδώ έχουμε χαρακτηριστικά χαμηλή παραγωγή και έλλειψη οικονομιών κλίμακας, ενώ ο ανταγωνισμός δεν γίνεται σε επίπεδο τιμών. Σε μια δεύτερη φάση έχουμε την εμφάνιση κυρίαρχων σχεδίων, στροφή προς μαζική παραγωγή, ευχέρεια αντιγραφής, επενδύσεις σε ειδικευμένο εξοπλισμό και χτίσιμο συμπληρωματικών πλεονεκτημάτων. Η εμφάνιση των κυρίαρχων σχεδίων απορροφά το μεγαλύτερο ενδιαφέρον των καινοτόμων εταιριών, διότι, σε περίπτωση που η κατοχυρωμένη τεχνολογία τους γίνει κυρίαρχη, εξασφαλίζουν μεγάλα μερίδια αγοράς (π.χ. η επικράτηση του λογισμικού της MICROSOFT) αλλά και πόρους από την πώληση της τεχνολογίας (συστήματα Video VHS που κυριάρχησαν απέναντι στο 2000 και στο Beta). Σε όλη τη διάρκεια της εξέλιξης μιας τεχνολογικής τροχιάς γίνονται σωρευτικές αλλαγές στην τεχνολογία, που συνήθως αφορούν μικροαλλαγές, αλλά εμπλουτίζουν τις τελικές ιδιότητες του προϊόντος. Νέα γνώση μπορεί να προκαλέσει αλλαγή της τεχνολογικής τροχιάς (π.χ. πέρασμα της αεροναυπηγικής βιομηχανίας από τα ελικοφόρα στα jet). Αντίστοιχες μελέτες έχουν γίνει και για την καινοτομική τροχιά των προϊόντων (Godoe, 2000). Το σημείο της τεχνολογικής τροχιάς στο οποίο βρίσκεται μια επιχείρηση προσδιορίζει σε αρκετά μεγάλο βαθμό και τη δυνατότητα εξέλιξης της στο μέλλον (Tidd κ.α., 1997).

2.3 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η μέτρηση καινοτομικότητας αφορά την ταχύτητα και τη συχνότητα εισαγωγής νέων προϊόντων, νέων διαδικασιών παραγωγής ή νέων οργανωτικών μοντέλων στην εταιρία. Η έγκαιρη δραστηριοποίηση δίνει στις εταιρίες ένα πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών, εφόσον εδραιώνονται στην αγορά ως πρωτοπόροι (lead time) και σε κάποιες περιπτώσεις ταυτίζουν εταιρίες με συγκεκριμένα νέα προϊόντα (π.χ. Hoover/ηλεκτρική σκούπα, Sony /Walkmann) ή με την εικόνα μιας εταιρίας που προωθεί συνεχώς νέα προϊόντα στην αγορά (π.χ. Apple). Συγκεκριμένοι δείκτες που διευκολύνουν αυτή τη μέτρηση είναι:

- *Ο απόλυτος αριθμός νέων προϊόντων ή νέων διαδικασιών παραγωγής σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.* Αυτός ο δείκτης έχει κάποια ενδεικτική αξία, όταν συγκρίνει κανείς εταιρίες άμεσα ανταγωνιστικές με παρόμοια δομή, αλλά βέβαια δεν αξιολογεί την ορθότητα των επιλογών, εφόσον η καινοτομική δραστηριότητα μπορεί να εμπεριέχει στρατηγικά λάθη.
- *Το ποσοστό κύκλου εργασιών που προέρχεται από νέα προϊόντα εκφράζει τη σχετική σημασία της καινοτομικής δραστηριότητας μέσα στην επιχείρηση.* Ωστόσο και αυτός ο δείκτης είναι ανεπαρκής γιατί δεν δείχνει σε ποιο μέτρο τα νέα προϊόντα συνεισφέρουν στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Είναι σκόπιμο ο δείκτης αυτός να συνδυάζεται με το ποσοστό κερδών που προέρχεται από νέα προϊόντα.
- *Εισαγωγή νέων παραγωγικών διαδικασιών (μικροηλεκτρονική, sensors, νέα υλικά, LASER), ενσωματωμένων σε μηχανολογικό εξοπλισμό και πρώτες ύλες ή όχι, καθώς και η συνεισφορά τους στη μείωση του κόστους παραγωγής ή στη βελτίωση της ποιότητας των παραγόμενων προϊόντων.* Ειδικά ο χρόνος παραγωγής του χρησιμοποιούμενου κεφαλαίου εξοπλισμού (vintage) εκφράζει το επίπεδο εισαγωγής νέας τεχνολογίας στις παραγωγικές διαδικασίες.
- *Συχνότητα αλλαγής οργανωτικών δομών και εργαλείων ή αντίστοιχα καθυστέρηση στην υιοθέτηση σύγχρονης στρατηγικής.* Έτσι, οι εταιρίες που δεν εισαγάγει ακόμη εργαλεία παρακολούθησης ποιότητας μπορούν να θεωρηθούν καθυστερημένες, ενώ οι εταιρίες που έχουν οργανωθεί πλήρως ηλεκτρονικά τόσο στο σύστημα ενδοεπιχειρησιακού ελέγχου και πληροφόρησης, όσο και σε σχέση με τη διασύνδεση τους με τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους συνεργάτες τους (π.χ. σύστημα διαχείρισης πρώτων υλών και προϊόντων, ηλεκτρονικό ταχυδρομείο, ηλεκτρονική ανταλλαγή κειμένων) μπορούν να θεωρηθούν πιο δείκτες στην τεχνολογική αλλαγή.

Οι μετρήσεις αυτές είναι χρήσιμες για να κατατάξει κανείς τη στρατηγική μιας εταιρίας, αλλά είναι ιδιαίτερα δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν, λόγω της σύνδεσης διαφορετικών προϊόντων μεταξύ τους και του επιμερισμού του κόστους τους. Χρειάζεται ένα σωστά οργανωμένο πληροφοριακό σύστημα, για να πετύχει τέτοιου είδους πληροφόρηση. Επιπλέον, οι μετρήσεις αυτές δεν έχουν από μόνες

τους αξία. Η κάθε επιχείρηση είναι αυτόνομη και η επιτυχία της δεν εξαρτάται μόνο από την τεχνολογική της διαχείριση.

Πιο εύκολο, αλλά με σημαντικά προβλήματα ερμηνείας, είναι να μετρήσει κανείς τις εισροές μιας εταιρίας στην έρευνα και την τεχνολογική της ανάπτυξη και να κάνει την παραδοχή ότι οι εισροές θα είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις εκροές. Η εστίαση της επιχείρησης στην ίδια την τεχνολογία και η μέτρηση της τεχνολογικής της ικανότητας πραγματοποιείται με πιο συγκεκριμένους δείκτες.

- *Υπαρξη ή όχι ΕΤΕ* παρόλο που ο δείκτης αυτό είναι σημαντικός για εταιρίες που δράστη ρ ιοπο ιού νται σε τεχνολογίες αιχμής ή κλάδους με μεγάλη έμφαση στην έρευνα, μπορεί να είναι εντελώς παραπλανητικός σε παραδοσιακές εταιρίες ή κλάδους, που στηρίζουν την τεχνολογική και καινοτομική τους συμπεριφορά σε άλλα χαρακτηριστικά (π.χ. συνεργασίες, δικτυώσεις, σχεδιασμός).
- *Δαπάνες ΕΤΕ ως ποσοστό τον κύκλου εργασιών ή των κερδών*: ο δείκτης αυτός έχει νόημα αν συγκρίνει κανείς άμεσα ανταγωνιστικές επιχειρήσεις. Ωστόσο επειδή οι μεγάλες εταιρίες έχουν πολλές μονάδες παραγωγής και δραστηριότητες σε παραπλήσιους κλάδους κάθε σύγκριση δυσκολεύει. Μεταξύ κλάδων κάθε προσπάθεια σύγκρισης είναι αδύνατη, εφόσον το ποσοστό στον κύκλο εργασιών μπορεί να κυμαίνεται από λιγότερο του 1 (σε παραδοσιακούς κλάδους όπως το έτοιμο ένδυμα) μέχρι 10-15 (στις τηλεπικοινωνίες ,την πληροφορική και της νέες εταιρίες βιοτεχνολογίας).
- *Αριθμός αιτήσεων ή κατοχυρώσεων διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας ή άλλων δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας*: Αυτός ο δείκτης αφορά εκροές της ερευνητικής προσπάθειας και είναι μια καλή ένδειξη την ύπαρξης διεθνώς (ή εθνικά ανάλογα με το σημείο κατοχύρωσης) νέας τεχνολογίας. Ωστόσο και εδώ οι κλαδικές διαφοροποιήσεις είναι σημαντικές και μια εταιρία μπορεί να συγκριθεί μόνο με τους ανταγωνιστές της στον ίδιο κλάδο με αυτή. Τα περισσότερα διπλώματα ευρεσιτεχνίας δίνονται στη χημική/ φαρμακευτική βιομηχανία, ακολουθούν ο μηχανολογικός και ηλεκτρολογικός εξοπλισμός, ενώ είναι πάρα πολύ περιορισμένες οι κατοχυρώσιμες τεχνολογίες στις απλές κατεργασίες.
- *Εισόδημα από/ προς άδειες εκμετάλλευσης*: Αυτός είναι μάλλον ο πιο αντιπροσωπευτικός δείκτης της καινοτομικότητας μιας επιχείρησης, εφόσον δείχνει κατά πόσο μια άλλη επιχείρηση θεωρεί την τεχνολογία που αναπτύχθηκε τόσο σημαντική ώστε να εκταμίευσει πόρους για να την αποκτήσει (πάντα με το σκεπτικό ότι τελικά η εκμετάλλευση της θα είναι κερδοφόρα). Η πληρωμή δικαιωμάτων εκμετάλλευσης από μια εταιρία σημαίνει μια ενσυνείδητη επιλογή προώθησης νέας τεχνολογίας, εφόσον θα πρέπει στο μέλλον να αποσβέσει τις δαπάνες αυτές. Σε αντίθεση με τους προηγούμενους δείκτες στην περίπτωση του εισοδήματος από άδειες εκμετάλλευσης δεν υπάρχουν γενικά πρότυπα, εφόσον η αγορά και η ανάπτυξη τεχνολογίας είναι συμπληρωματικές και όχι ανταγωνιστικές και κατά συνέπεια είναι θέμα εταιρικής στρατηγικής και όχι κλάδου ή προϊόντος.

Για να ξεφύγουν από αυτούς τους γενικούς περιορισμούς για τη μέτρηση της καινοτομικότητας μιας επιχείρησης πιο περίπλοκες προσεγγίσεις παίρνουν υπόψη τους ψυχολογικούς παράγοντες και εκτιμούν δείκτες με βάση εμπειρικές έρευνες.

2.4 ΠΩΣ ΚΑΙ ΠΟΣΟ ΩΦΕΛΕΙΤΑΙ Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΩΝ ΙΔΕΩΝ;

Το κεντρικό ερώτημα που θέτουν η διοίκηση και οι μέτοχοι μιας εταιρίας είναι ποιος, πώς και πόσο ωφελείται από την εισαγωγή καινοτομικών ιδεών. Η οικονομική επιτυχία δεν είναι απαραίτητα επιτυχία του καινοτόμου. Οι περισσότερες ωφελημένες επιχειρήσεις μπορεί να είναι:

- η ίδια η καινοτόμος επιχείρηση, αν πετύχει τα μονοπωλιακά οφέλη ή την επιβολή προτύπων που προσδοκά
- ο πρώτος μιμητής, που για κάποιο λόγο μιμείται τη νέα τεχνολογία και καταφέρνει να κατακτήσει μεγαλύτερο μέρος της αγοράς

	Καινοτόμος	Μιμητής
Κέρδισε	GD Searle (διαιτητικά γλυκαντικά) Dupont (Τεφλόν)	IBM (προσωπικοί υπολογιστές) Matsusita (Βίντεο VHS) Seiko (ρολόγια quartz)
Έχασε	RS Cola (διαιτητική Cola) EMI (Scanner) XEROX (υπολογιστές γραφείου) DeHavilland (Comet)	Kodak (στιγμιαίες φωτογραφίες) DEC(προσωπικοί υπολογιστές)

Πηγή : Teece (1996)

- πολλοί ανταγωνιστές, εφόσον η τεχνολογία διαχυθεί γρήγορα και χωρίς κόστος
- εθνική οικονομία.

Η μελέτη ριζικών καινοτομιών από μεγάλες εταιρίες δείχνει ότι σε πολλές περιπτώσεις τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά από τα αναμενόμενα.

Η καινοτόμος εταιρία, που φαίνεται στην πρώτη στήλη ακολούθησε μια σωστή πολιτική προώθησης των προϊόντων της και κέρδισε σημαντικά πλεονεκτήματα αναβαθμίζοντας τη φήμη της διεθνώς και αλλάζοντας κλίμακα στις περιπτώσεις GD και της Dupont, ενώ η RC Cola, που είχε πρώτη την ιδέα για διαιτητική Κόλα δεν κατάφερε να κυριαρχήσει στην αγορά. Ο κύριος ανταγωνιστής της, η Coca Cola μμήθηκε την ιδέα της και κέρδισε μια ολόκληρη νέα αγορά με αυτό τον τρόπο.

Για να εκτιμήσει κανείς τις δυνατότητες που δίνει μια καινοτομία για σημαντικά οικονομικά αποτελέσματα, μπορεί να κατατάξει τις δυνατότητες της καινοτομίας σε συνδυασμό με τις ικανότητες της επιχείρησης του σε δύο κατηγορίες:

Το καθεστώς ιδιοποίησης της καινοτομίας

Αυτό αφορά στην εξασφάλιση της εταιρίας ότι δεν θα αντιγράψουν οι ανταγωνιστές της την καινοτομία της. Η προστασία που εξασφαλίζεται από τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, στην πράξη είναι λιγότερο ουσιαστική απ' ό,τι πιστεύει κανείς. Η προστασία με εμπορικά μυστικά (trade secrets) επίσης εξασφαλίζεται μόνο σε λίγους κλάδους. Επίσης, στο μέτρο που η γνώση έχει κωδικοποιηθεί (σε εγχειρίδια, τυποποιημένη εκπαίδευση κλπ.) είναι εύκολο να μεταφερθεί είτε με πρόσληψη ειδικού προσωπικού είτε με βιομηχανική κατασκοπεία).

Προκειμένου να χαράξει τη στρατηγική που θα ακολουθήσει μια εταιρία για την αξιοποίηση των νέων προϊόντων της, θα πρέπει να εκτιμήσει, αν μπορεί να εξασφαλίσει την πνευματική της ιδιοκτησία (όπως η Coca Cola, που δεν έχει καταφέρει να την αντιγράψει ακριβώς καμία εταιρία μέχρι σήμερα, ή η XEROX, που κατέθεσε ένα τόσο ισχυρό δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, που για όσα χρόνια ίσχυε είχε πλήρες μονοπώλιο στις ξηρογραφικές φωτοτυπίες

Ο βαθμός ωριμότητας της τεχνολογίας

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, ανάλογα με τη φάση στην οποία βρίσκεται μια τεχνολογία, οι παράγοντες του ανταγωνισμού είναι διαφορετικοί. Πριν εμπεδωθούν σταθερά πρότυπα, οι μιμητές της καινοτόμου επιχείρησης μπορούν να κερδίσουν μεγάλο μέρος της αγοράς, εφόσον κανείς δεν έχει εξασφαλίσει ακόμη μεγάλες οικονομίες κλίμακας ή κέρδη από την πολλαπλή πώληση τεχνολογίας. Με αυτή τη λογική η IBM και η Microsoft ήταν σε θέση να επωφεληθούν από κάθε καινοτομία μετά την επιβολή του λειτουργικού συστήματος OO8 στη διεθνή αγορά των προσωπικών υπολογιστών (εφόσον είχε προηγουμένως γίνει πρακτικά διεθνές πρότυπο), ενώ η XEROX, που ήταν η πρώτη εταιρία που σχεδίασε τους προσωπικούς υπολογιστές, δεν βγήκε έγκαιρα στην αγορά και δεν κατάφερε να δημιουργήσει πρότυπα με βάση τη δική της τεχνολογία. Και οι δύο μιμητές της, Apple και IBM, κατάφεραν να κερδίσουν από τη ριζική καινοτομία της XEROX.

2.5 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ

Το πρόβλημα της διαχείρισης καινοτομίας εστιάζεται στη πολιτική που πρέπει να ακολουθήσει μια εταιρία με αδύναμη ιδιοποίηση, στην περίπτωση δηλαδή που ξέρει ότι, αν η στρατηγική της είναι λανθασμένη, ο ανταγωνισμός θα έχει την ευκαιρία να την μιμηθεί και να αξιοποιήσει το νεωτερισμό καλύτερα από αυτή την ίδια. Στην περίπτωση που μια καινοτομία εισάγεται σε προπαραδειγματική φάση, ο καινοτόμος πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός να αφήσει να περάσει ένα χρονικό διάστημα μέχρι να φανεί ποιο σχέδιο τείνει να επικρατήσει. Βέβαια, αν το κόστος το επιτρέπει, μπορεί να ρίξει στην αγορά συγχρόνως πολλαπλά σχέδια, για να παράγει στη συνέχεια μαζικά αυτό που έχει την καλύτερη ανταπόκριση, αν όμως το κόστος για πολλαπλά σχέδια είναι απαγορευτικό (π.χ. αεροπλάνα), τότε είναι καλύτερα να κρατήσει στάση αναμονής, πριν δεσμευτεί στην επένδυση συν ειδικευμένων πλεονεκτημάτων, που, αν το σχέδιο τους αποδειχθεί ανεπαρκές, μετά δεν θα μπορεί να αποσβέσει. Στην περίπτωση προπαραδειγματικής φάσης και αδύναμης ιδιοποίησης, ο ανταγωνισμός εστιάζεται στην υιοθέτηση του περισσότερο αποδεκτού από την αγορά σχεδίου, και γι' αυτό κάθε επένδυση σε συνειδικευμένα πλεονεκτήματα συνεπάγεται ψηλούς κινδύνους.

Αντίθετα, αν η καινοτομία εντάσσεται σε μεταγενέστερη φάση, τότε η μίμηση της είναι ιδιαίτερα εύκολη, και η αποδοχή του σχεδιασμού από την αγορά βέβαιη. Έτσι, ο ανταγωνισμός εστιάζεται είτε σε τιμές (ευχέρεια οικονομιών κλίμακας), είτε σε διαφοροποιήσεις (καλύτερη πρόσβαση σε δίκτυα διανομής και πωλήσεων, σωστή παροχή υπηρεσιών συντήρησης και επιδιορθώσεων) και τόσο τα γενικά όσο και τα συνειδικευμένα πλεονεκτήματα (ανάλογα με τη φύση της τεχνολογίας και το βαθμό συγκέντρωσης του κλάδου) παίζουν τον ουσιαστικό ρόλο του προσδιορισμού του μεγάλου κέρδους από την καινοτομία

2.6 ΠΟΙΟΣ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΚΥΚ ΣΤΗΝ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ;

Μπορεί κανείς να συνειδητοποιήσει το ρόλο του ΕΚΥΚ στην καινοτομική διαδικασία, αν σκεφτεί τέσσερα επικαλυπτόμενα δίκτυα (overlapping networks). Το πρώτο από αυτά αφορά την κινητοποίηση του κεφαλαίου. Αποτελείται από τους επενδυτές που δημιουργούν το κεφάλαιο του ΕΚΥΚ (θεσμικούς επενδυτές και πλούσιους ιδιώτες), καθώς και από άλλες εταιρίες ΕΚΥΚ, οι οποίες λαμβάνουν μέρος σε επενδυτικές κοινοπραξίες. Ένα δεύτερο δίκτυο χρησιμοποιείται για τον εντοπισμό και την αξιολόγηση ενδεχόμενων επενδύσεων και εμπεριέχει ήδη επιτυχημένους επιχειρηματίες, άλλες εταιρίες ΕΚΥΚ, δικηγόρους και λογιστές, καθώς και διασυνδέσεις με μεγάλους οργανισμούς και πανεπιστήμια. Ο ρόλος των παραπάνω επιχειρηματιών μέσα στο δίκτυο είναι ιδιαίτερα σημαντικός, στο βαθμό που έχουν συμπληρωματικές επαφές, οι οποίες τυπικά οδηγούν σε υποσχόμενες ενάρξεις επιχειρηματικού δραστηριοτήτων (start ups). Το τρίτο δίκτυο, που συνδέεται με εταιρίες καινοτομικού κεφαλαίου, περιλαμβάνει εταιρίες παροχής υπηρεσιών, όπως δικηγορικά και λογιστικά γραφεία και εταιρίες συμβούλων επιχειρήσεων, οι οποίες χρησιμεύουν ως πηγές πληροφοριών που αφορούν δραστηριότητες. Τέλος, το τέταρτο δίκτυο, εκτός από πηγές εργατικού δυναμικού, και άλλους πόρους σημαντικούς για την παραγωγική διαδικασία, περιλαμβάνει επίσης επαφές ή διασυνδέσεις που χρησιμεύουν στη στρατολόγηση διοικητικού και άλλου προσωπικού για ιδρύσεις επιχειρήσεων, καθώς και πηγές εισροών στην παραγωγική διαδικασία και πιθανά σημεία πώλησης για τα τελικά αγαθά.

Η ανάπτυξη της χρηματοδότησης των καινοτομιών με ΕΚΥΚ έχει υπερπηδήσει πολλά από τα εμπόδια που συνδέονται με την καινοτομία, όπως αυτή επιτυγχάνεται στο πλαίσιο των δύο συνηθέστερων υποδειγμάτων δραστηριοποίησης.

Με βάση το πρώτο υπόδειγμα (επιχειρηματική καινοτομία), η καινοτομία γεννιέται κατά περίπτωση και όχι μέσα σε συγκεκριμένο οργανωμένο πλαίσιο. Ο επιχειρηματίας θα πρέπει να οργανώσει τις διαδικασίες της επιχείρησης, να ρυθμίσει τη χρηματοδότηση, τις προμήθειες κλπ. ουσιαστικά μόνος του, χωρίς βοήθεια από κάποιο οργανωμένο φορέα. Όπως είναι γνωστό, οι εταιρίες ΕΚΥΚ παρέχουν τα απαραίτητα κεφάλαια, καθώς και τις επαφές που χρειάζονται στη διαδικασία αυτή, ώστε να ελαχιστοποιούνται τα κόστη ευκαιρίας και απόκτησης πληροφοριών, που συνδέονται με τη συγκρότηση μιας καινούργιας επιχείρησης. Επίσης, συμβάλλουν στη μείωση της αβεβαιότητας που εμπεριέχεται στη δημιουργία μιας νέας επιχείρησης και στην εξεύρεση -παροχή απαιτούμενων χρηματικών πόρων και δημιουργούν μια 'άμεση αγορά' ειδών για τη συγκρότηση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Στο πλαίσιο του δεύτερου υποδείγματος της συλλογικής καινοτομίας, πολύ συχνά η καινοτομία παρεμποδίζεται από την έλλειψη ευλυγισίας, που προσιδιάζει στους μεγάλους οργανισμούς, και από τον κατακερματισμό των αρμοδιοτήτων.

Η λειτουργία του ΕΚΥΚ αντικαθιστά τη λειτουργική εξειδίκευση των μεγάλων οργανισμών με μια σχετικά εύκαμπτη οργάνωση που χαρακτηρίζεται από διαρκείς προσαρμογές, αποκεντρωμένη λήψη αποφάσεων και έντονη ροή πληροφοριών.

Καθώς συνδυάζουν πολλά από τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για να προαχθεί η καινοτομική διαδικασία, οι εταιρίες ΕΚΥΚ λειτουργούν κατ' επέκταση ως "φύλακες της τεχνολογίας", αφού διαμορφώνουν τις κατευθύνσεις των τεχνολογικών μεταβολών.

Συνήθως η θεσμική και οργανωτική δομή μιας κοινωνίας δρα ως επιπλέον περιορισμός αναφορικά με την τεχνολογική αλλαγή. Η άρση τέτοιου είδους περιορισμών, που οφείλεται σε διάφορες δυνάμεις (ή ομάδες συμφερόντων), μπορεί να επιτευχθεί, εάν συμπέσει με κάποια σημαντική τεχνολογική ή θεσμική καινοτομία, διότι τότε μόνο ανοίγονται νέοι δρόμοι και προωθείται η τεχνολογική εξέλιξη. Οι εταιρίες ΕΚΥΚ αποτελούν ένα σημαντικό μέρος της διαδικασίας μέσω της οποίας λαμβάνουν χώρα τέτοιου είδους σπουδαίες καινοτομίες. Λόγω της ροής πληροφοριών που έχουν στη διάθεση τους, οι εταιρίες ΕΚΥΚ είναι σε θέση να εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες που ανακύπτουν, καθώς καταρρίπτονται σημαντικά εμπόδια. Με τη λειτουργία τους παρεμβαίνουν, βοηθώντας να δημιουργηθούν νέες εταιρίες και να δραστηριοποιηθούν καθοριστικές καινοτομίες, ενώ ταυτόχρονα εξασφαλίζουν τις οικονομικές απολαβές που αντιστοιχούν σε αυτήν την πρωτοποριακή τοποθέτηση τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

3

3.1 ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 δεν υπήρχαν οι προϋποθέσεις που θα επέτρεπαν στην Ελλάδα να συμπλεύσει κατά τη δεκαετία του 1980 με ία άλλα ευρωπαϊκά κράτη στην ανάπτυξη του θεσμού του ΕΚΥΚ και στη συνεπαγόμενη στήριξη και προώθηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ). Δεν είχε αναπτυχθεί %ο θεσμικό και φορολογικό καθεστώς για την ίδρυση εταιριών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου ούτε και η κατάλληλη οργάνωση και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Δύο κρατικοί μηχανισμοί, ο ΕΟΜΜΕΧ και η ΓΤΕΤ, λειτούργησαν ουσιαστικά στη δεκαετία του '80 ως οιονεί υποκατάστατα εταιριών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια οι καινοτόμοι ιδιώτες-εφευρέτες, έστω και από κρατικές και κοινοτικές πηγές, για να χρηματοδοτήσουν τα σχέδια τους.

Ο ΕΟΜΜΕΧ προσέφερε στοιχειώδη βοήθεια, στο επίπεδο των τεχνικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών και στο επίπεδο της χρηματοδοτικής υποστήριξης, με επιχορηγήσεις και άτοκα δάνεια σε επιχειρήσεις εκμετάλλευσης ελληνικών καινοτομιών και εφευρέσεων. Η ΓΤΕΤ, προκειμένου να προωθήσει τις επενδύσεις καινοτομίας, ανέπτυξε μηχανισμό παροχής γνωμοδοτήσεων για τη χορήγηση επιχορηγήσεων και επιδοτούμενων δανείων σε επενδυτές υψηλής τεχνολογίας.

Το παραπάνω πλαίσιο δεν λειτούργησε ικανοποιητικά για την επίτευξη των βασικών στόχων, που ήταν η προώθηση των επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και η ενθάρρυνση και μεταφορά της καινοτομίας στη χώρα μας. Ήταν άλλωστε ασύνηθες σχήμα να προσπαθούν δημόσιοι φορείς και επιχειρήσεις να δραστηριοποιηθούν σε ένα τομέα που κατ' εξοχήν αποτελεί πεδίο της ιδιωτικής πρωτοβουλίας.

Κάποιες παράλληλες πρωτοβουλίες ελληνικών επενδυτικών, ή αναπτυξιακών, τραπεζών για την παροχή κεφαλαίου αυξημένου κινδύνου (risk capital, όχι venture capital) επίσης δεν στέφθηκαν με επιτυχία. Υπήρξαν δυσκολίες στην εκτίμηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, μακροσκελείς γραφειοκρατικές διαδικασίες, προτίμηση κυρίως στα μεγάλα σχέδια για την εξυπηρέτηση αναπτυξιακών στόχων, καθώς και έλλειψη εξειδίκευσης στη χρηματοδότηση μεταποιητικών ΜΜΕ.

Με την πάροδο του χρόνου οι μεγάλες ελλείψεις σε παροχή ΕΚΥΚ, καθώς και οι επιδράσεις που δέχθηκε η χώρα από τις διεθνείς κινήσεις και τη δραστηριοποίηση και ανάπτυξη του ΕΚΥΚ, οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας εξειδικευμένων φορέων για την παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Πρώτο βήμα για την ικανοποίηση της ανάγκης αυτής αποτέλεσε η ψήφιση του Ν. 1775/88 και η κοινή υπουργική απόφαση ΥΠΕΘΟ και ΥΒΕΤ με αριθμό 3923/1-3-89. Βασικά σημεία του νέου νομικού πλαισίου για τη λειτουργία του ΕΚΥΚ στη χώρα ήταν πλέον τα εξής:

- I. Θεσπίστηκε η δυνατότητα ίδρυσης ΕΠΕΚ (Εταιριών Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) με νομική μορφή ΑΕ ή ΕΠΕ και ελάχιστο κεφάλαιο 500 εκ. δρχ. σε μετρητά.

- II. Αντικείμενο των ΕΠΕΚ είναι η ίδρυση ή συμμετοχή σε εταιρίες που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η συμμετοχή μπορεί να είναι και ενεργός (hands-on approach).
- III. Επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας είναι η ανάπτυξη:
- νέων ή βελτιωμένων προϊόντων ή υπηρεσιών,
 - νέων ή βελτιωμένων μεθόδων παραγωγής,
 - νέων ή βελτιωμένων μεθόδων οργάνωσης,
 - νέων χρήσεων προϊόντων και υπηρεσιών.
 -
- IV. Οι ΕΠΕΚ επιδοτούνται κατά 30% στο ποσό της επένδυσης τους και εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα τους το 3% του ποσού του υπολοίπου των εγγυήσεων και συμμετοχών που αναλαμβάνουν. Τα κέρδη των ΕΠΕΚ απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος και εμφανίζονται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών από την πώληση χρεογράφων. Επίσης φυσικά και νομικά πρόσωπα, που συμμετέχουν από κοινού με την ΕΠΕΚ στην πραγματοποίηση επενδύσεων, έχουν δικαίωμα να εκπέσουν από τα εισοδήματα τους μέχρι το 50% της συμμετοχής τους.
- Οι ΕΠΕΚ μπορούν να παρέχουν εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων σε καινοτομικές εταιρίες μέχρι του 20% των κεφαλαίων της ΕΠΕΚ ανά επιχείρηση.
- V. Οι ΕΠΕΚ μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με την έκδοση ομολογιακών δανείων μετατρέψιμων ή μη, σε μετοχές. Οι μετοχές τους είναι ονομαστικές και μπορούν να εισάγονται στο χρηματιστήριο.
- VI. Η συμμετοχή μιας ΕΠΕΚ σε μια εταιρία ΥΕΚ δεν μπορεί να υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΠΕΚ, σύμφωνα με την παρά-γράφο 4 του άρθρου 2 του Ν. 1766/88.
- VII. Μπορεί να επιτευχθεί συνδυασμός χρηματοδότησης μιας καινοτομικής επένδυσης με ΕΚΥΚ και ένταξης της στις διατάξεις του αναπτυξιακού νόμου 1892/90-μειώνοντας έτσι σημαντικά το αναγκαίο επίπεδο δανεισμού.
- Γενικά, ο νέος νόμος αποτέλεσε θετικό βήμα για την ενίσχυση πρωτοποριακών δραστηριοτήτων στη χώρα και εντάσσεται στο πλαίσιο των προσπαθειών για τον εκσυγχρονισμό και την αναμόρφωση του πιστωτικού συστήματος. Με το νέο νόμο επιδιώχθηκε:
- μείωση του κόστους των επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας με τις επιχορηγήσεις,
 - διασπορά του κινδύνου στο πλαίσιο της συγκρότησης χαρτοφυλακίου συμμετοχών από ΕΠΕΚ, καθώς και

- δημιουργία του κατάλληλου φορολογικού πλαισίου για την ενίσχυση του θεσμού του ΕΚΥΚ.

Ωστόσο εκφράστηκε η άποψη ότι δεν θα έπρεπε να τεθεί το κέντρο βάρους στη σύσταση εξειδικευμένων εταιριών, προκειμένου να αναπτυχθεί το ΕΚΥΚ στη χώρα, αλλά να δοθεί η δυνατότητα σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα να αναλαμβάνουν σχετικές πρωτοβουλίες, όταν εμφανίζονται οι ανάλογες ευκαιρίες. Σε μια τέτοια περίπτωση δεν θα ήταν αναγκαίο το ελάχιστο κεφάλαιο των 500 εκ. δρχ., αφού η μητρική εταιρία θα ενεργούσε ως εγγυητής της ΕΠΕΚ.

Ακόμη έντονη κριτική εκφράστηκε στη μονομερή ενίσχυση από το θεσμικό πλαίσιο μόνο των επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, διότι θεωρήθηκε ότι αυτή η στενή θεώρηση αποστερούσε πηγές χρηματοδότησης σε δραστηριότητες που είχαν τις προϋποθέσεις να αποδειχθούν ιδιαίτερα επιτυχείς.

Σε μικρό χρονικό διάστημα από την ψήφιση του νόμου υπήρξε ανάκαμψη της κεφαλαιαγοράς στη χώρα και δημιουργία της παράλληλης αγοράς, που λειτουργεί παράλληλα με την κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), και στην οποία διαπραγματεύονται μετοχές μικρότερων εταιριών.

Έτσι άρχισαν να ικανοποιούνται σταδιακά κάποιες βασικές προϋποθέσεις για την ανάπτυξη του θεσμού του ΕΚΥΚ, και προετοιμάστηκε το έδαφος για την εμφάνιση των πρώτων εξειδικευμένων εταιριών.

Ο Ν. 2367/95 στην ουσία αντικατέστησε τον προηγούμενο του 1988. Το ελάχιστο κεφάλαιο των Εταιριών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) ορίστηκε στο 1 δις δρχ., και επιβλήθηκαν περιορισμοί στη συμμετοχή των μετόχων, ώστε ουδείς να υπερβαίνει το 30% του συνόλου, εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων (65%). Για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας που πραγματοποιούν οι ΕΚΕΣ επιχορηγούνται με 20% στο ποσό της συμμετοχής τους, λαμβανομένων υπόψη και δαπανών ίδρυσης και οργάνωσης, έρευνας αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού και απόκτησης τεχνογνωσίας. Η επιχορήγηση παρέχεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, μετά από σύμφωνη γνώμη της ΠΤΕΤ.

Τα μη διανεμόμενα κέρδη της ΕΚΕΣ απαλλάσσονται καταρχήν από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, ενώ τα διανεμόμενα υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος 15%, χωρίς άλλη φορολογική υποχρέωση των δικαιούχων. Οι ρυθμίσεις αυτές ισχύουν εφόσον η ΕΚΕΣ έχει επενδύσει τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές, διατηρεί τις συμμετοχές για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια και το ποσοστό ελέγχου στις επιχειρήσεις αυτές δεν υπερβαίνει το 45% σε όλη τη διάρκεια της συμμετοχής.

Ο πρόσφατος Ν. 2789/2000 διαφοροποίησε τη φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ σε 20% σε κάθε περίπτωση, απαλλάσσοντας έτσι τα μερίσματα που διανέμουν στους μετόχους τους από πρόσθετη επιβάρυνση, καταργώντας τις παραπάνω προϋποθέσεις του Ν. 2367/95 για να ισχύουν οι ευνοϊκές ρυθμίσεις, και εισάγοντας τη δυνατότητα αμοιβών και ποσοστών επί των κερδών για τα στελέχη των ΕΚΕΣ.

3.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΕΚΥΚ.

Η ουσία της λειτουργίας του θεσμού του 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 εταιριών ΥΕΚ του χαρτοφυλακίου τους. Θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ "μακροπεριβάλλοντος" και "μικροπεριβάλλοντος", προκειμένου να διαχωριστούν οι παράγοντες τους οποίους μπορεί να επηρεάσει μία εταιρία, 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 του ΕΚΥΚ και συνθέτουν το θεσμικό και νομικό κυρίως πλαίσιο δραστηριοποίησης 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 δραστηριότητα της. Η σωστή γνώση και προσέγγιση του "μικροπεριβάλλοντος" οδηγεί στη δημιουργία προστιθέμενης αξίας και, σε συναθροιστικό επίπεδο, στην ποσοτική και ποιοτική ανάπτυξη του κλάδου του ΕΚΥΚ. Παράγοντες που θα μπορούσαν να ενταχθούν στο μικροπεριβάλλον είναι η "ενεργός συμμετοχή" ("hands on") των ΕΠΕΚ στις εταιρίες ΥΕΚ τις οποίες χρηματοδοτούν, η εμπειρία κλπ.

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

3.2.1 Μακροπεριβάλλον

1. Το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς: Η φορολογική μεταχείριση των επενδύσεων ΕΚΥΚ πρέπει να διαφοροποιείται σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων σε καθιερωμένους τίτλους μικρού κίνδυνου. 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 :

- ελάχιστη ή καθόλου φορολόγηση της υπεραξίας των τίτλων του ΕΠΕΚ

- 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.

2. Υπαρξη και εύρυθμη λειτουργία ημεπίσμων κεφαλαιαγορών: Πρόκειται για σημαντικότατο παράγοντα στήριξης του ΕΚΥΚ, στο βαθμό που η ύπαρξη τους ως δίδων 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.
3. 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%.
4. Το επιχειρηματικό κλίμα: Χωρίς να παραβλέπει κανείς τη σπουδαιότητα των ειδικών ρυθμίσεων κινήτρων και των αγορών κεφαλαίου, είναι φανερό ότι το ΕΚΥΚ υπάρχει και αναπτύσσεται εκεί όπου υπάρχουν επιχειρηματικές ιδέες, επιχειρηματικότητα, καθώς και επενδυτές διατεθειμένοι να αναλάβουν κινδύνους.
5. 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 του ΕΚΥΚ.

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

6. 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.

3.2.2 Μικροπεριβάλλον

1. 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 εταιρίας ΥΕΚ την οποία χρηματοδοτεί. Οι συμβουλές σε θέματα χρηματοδότησης, προσωπικού, ανάπτυξης και προώθησης προϊόντων, διανομής κλπ., καθώς και τα δίκτυα πληροφοριών και διασυνδέσεων του ΕΚΥΚ, μπορεί να είναι χαθοριστικά για την προοπτική ανάπτυξης μιας επενδυτικής ιδέας.
2. 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.
3. 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, έρευνας αγοράς και ανάπτυξης πωλήσεων και να έχουν, ως ένα βαθμό, εξοικειωθεί με τις ιδιαιτερότητες και τα προβλήματα των συγκεκριμένων κλάδων στους οποίους επενδύουν.
4. 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 εταιρία την οποία χρηματοδοτούν φτάσει σε στάδιο ωριμότητας.

5. Δίκτυα ΕΚΥΚ και κοινοπρακτικές επενδύσεις: Πολύτιμες πληροφορίες και υπηρεσίες συμβούλου παρέχονται με ιδιαίτερα αποδοτικό τρόπο, αυξάνοντας την αποτελεσματικότητα των χρηματοδοτούμενων εταιριών, 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 του ΕΚΥΚ.

3.3 Επιπτώσεις από το ΕΚΥΚ

Η λειτουργία και ανάπτυξη του θεσμού του ΕΚΥΚ έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη μιας οικονομίας. Μπορεί να γίνει διάκριση σε άμεσες «αϊ έμμεσες επιπτώσεις. Οι άμεσες επιπτώσεις συνίστανται στη στήριξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας των χρηματοδοτούμενων εταιριών ΥΕΚ, ενώ οι έμμεσες αφορούν τις επιδράσεις της δραστηριότητας των εταιριών 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 του ΕΚΥΚ στο σύνολο της οικονομίας και ιδιαίτερα στις περιπτώσεις σε βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η απασχόληση και το επίπεδο του εισοδήματος.

3.3.1 Μικροοικονομικές επιπτώσεις

1. Πρόσθεση αξίας: Με την ενεργό συμμετοχή και υποστήριξη προς τις χρηματοδοτούμενες εταιρίες, οι ΕΠΕΚ διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόοδο των εργασιών και στην αύξηση της αξίας των χρηματοδοτούμενων εταιριών.
2. Βελτίωση οργάνωσης και διοίκησης: Στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που συνήθως χρηματοδοτεί το ΕΚΥΚ, δεν υπάρχουν κατά κανόνα στελέχη με υψηλή εξειδίκευση σε όλους τους τομείς, αλλά μόνο στο κύριο αντικείμενο, όπως σε θέματα τεχνολογίας ή παραγωγής χ.ο.χ. Το κενό αυτό καλύπτουν ειδικοί από τις ΕΠΕΚ, οι οποίοι με τη συμμετοχή τους στα διοικητικά συμβούλια των εταιριών ΥΕΚ συμβάλλουν στη βελτίωση της λειτουργίας της οργάνωσης και διοίκησης των εταιριών αυτών.
3. 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 ζή

τημα. Οι ΕΠΕΚ μέσα από οργανωμένα δίκτυα πληροφοριών και συμβούλων συμβάλλουν στην καλύτερη πληροφόρηση των στελεχών των εταιριών ΥΕΚ, αυξάνοντας τις δυνατότητες τους για τη λήψη ορθών επενδυτικών, χρηματοδοτικών ή άλλων αποφάσεων.

4. Βελτίωση του δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια: Η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ στη συνήθη της μορφή, δηλαδή στη μορφή της συμμετοχής σε μετοχικό κεφάλαιο, αυξάνει τα ίδια κεφάλαια των εταιριών ΥΕΚ και συνεπώς το δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια, εάν βέβαια το ύψος των υποχρεώσεων δεν αυξηθεί σημαντικά. Αυτό σημαίνει υψηλότερα βαθμό αυτοχρηματοδότησης και υγιέστερη διάρθρωση των απασχολούμενων κεφαλαίων των εταιριών ΥΕΚ.
5. 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 εταιρίας ΥΕΚ, η φερεγγυότητα της τελευταίας, αυξάνεται στην αντίληψη όσων συνεργάζονται με αυτήν. Η διάθεση μιας τράπεζας να χρηματοδοτήσει μια εταιρία ΥΕΚ πιθανότατα θα αυξηθεί κατακόρυφα μετά από τη συμμετοχή και υποστήριξη μιας ΕΠΕΚ στις δραστηριότητες της εταιρίας ΥΕΚ. Οι προμηθευτές ενδέχεται να χαλαρώσουν την εισπρακτική τους πολιτική, πιστεύοντας στη δυναμική άνοδο των εργασιών της εταιρίας 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 εταιρίας ΥΕΚ κ.ο.κ.
6. Μείωση κόστους ανά μονάδα (εταιρίας ΥΕΚ): Εάν τα χρήματα που άντλησε μια εταιρία 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 δεν 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 εταιρίας ΥΕΚ, όπως προκύπτει από τον ισολογισμό της, η ευκολότερη ικανοποίηση των προϋποθέσεων για την εισαγωγή των τίτλων των μετοχών της εταιρίας ΥΕΚ σε κάποια δευτερεύουσα αγορά κ.ο.κ.
7. Αύξηση ανταγωνιστικότητας : Η ανταγωνιστικότητα του παραγόμενου προϊόντος (ή προϊόντων) μιας εταιρίας 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 (λόγω μείωσης κόστους, οικονομικών κλίμακας κλπ.) και ταυτόχρονα, μέσω της ενεργού συμμετοχής, συμβάλλει στο στρατηγι

κό σχεδιασμό πρακτικών για θέματα που αφορούν την παραγωγή, την προώθηση κ.ά., βελτιώνοντας έτσι την ανταγωνιστικότητα του προϊόντος της εταιρίας ΥΕΚ.

8. Ευκολότερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά: Η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ, εκτός της επίπτωσης που έχει στην αύξηση της αξίας της εταιρίας ΥΕΚ, διευκολύνει επίσης το βασικό στόχο της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας ΥΕΚ σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Οι με την συμβουλευτική και υποστηρικτική τους λειτουργία διευκολύνουν την ένταξη των μετοχών στην κεφαλαιαγορά εξασφαλίζοντας έτσι και για τις ίδιες ομαλή διέξοδο αποεπενδύσεων.
9. 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.
10. 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.
11. 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 εταιρίας 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 εταιριών ΥΕΚ, με την ορθολογικότερη χρήση και αξιοποίηση των πόρων στην παραγωγική διαδικασία

3.3.2 Μακροοικονομικές επιπτώσεις

1. Πηγή διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας : Σύμφωνα με τον I .A. Schumpeter και τη 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 ακολουθήσουν το παράδειγμα κάποιων ρινοκίνδυνων επιχειρηματιών, οι οποίοι εφάρμοσαν πρώτοι τις νέες εφευρέσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα με επιτυχία. Στο σημείο αυτό ο ρόλος του ΕΚΥΚ στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής εφαρμογής των νέων εφευρέσεων είναι καθοριστικός .
2. Αύξηση τεχνολογικών επενδύσεων: Η ένταση που παρουσιάζει το ΕΚΥΚ σε τομείς υψηλής τεχνολογίας έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδυτικών πρωτοβουλιών στους τομείς αυτούς. Άλλωστε, πολλές φορές το ΕΚΥΚ αποτελεί 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 ανάπτυξης της.
3. 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. Ας πάρουμε για παράδειγμα το υπόδειγμα IS-LM:
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 το 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 του ΕΚΥΚ, πραγματοποιείται δυναμικά μεγαλύτερο ύψος επενδύσεων για κάθε δοσμένο επίπεδο επιτοκίου.

4. Αλλαγή διάρθρωσης επενδύσεων: Η ενθάρρυνση των επενδυτικών τολμημάτων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας από το 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 το ΕΚΥΚ, εντάσσονται με το δυναμισμό τους στην πρώτη γραμμή των εξελίξεων και της μεγέθυνσης.
5. Αύξηση της απασχόλησης - μείωση ανεργίας: Οι επενδύσεις σε νέα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας έχουν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη μεγάλων βιομηχανιών ή ακόμη 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.
6. 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.
7. Εξωτερικές οικονομίες : Η ύπαρξη και λειτουργία του θεσμού του ΕΚΥΚ, μέσα από τις τεχνολογικές επενδύσεις που υποστηρίζει, δημιουργεί εξωτερικές οικονομίες σε ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις οι οποίες ενσωματώνουν σημαντική τεχνολογία. Τα προϊόντα των εταιριών ΥΕΚ συχνά διευκολύνουν το παραγωγικό έργο άλλων εταιριών -όπως μια καινοτομική μέθοδος παραγωγής με θετικά αποτελέσματα στην παραγωγικότητα, το κόστος παραγωγής κ.λ.π.

8 Ανακατανομή παραγωγικών πόρων: Με τη λειτουργία του 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.

9. 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. Σημαντικότερο ρόλο σε αυτή τη διαδικασία διαδραματίζει η επενδυτική πρακτική του ΕΚΥΚ.

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

Εκτός από τις επιπτώσεις σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο, υπάρχουν και άλλοι τομείς επιδράσεων του 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

4

4.1. Οι Χρήστες του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου

Οι επιχειρήσεις οι οποίες αναζητούν επιχειρηματικό κεφάλαιο είναι δυνατόν να διαιρεθούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες ανάλογα με το σκοπό για τον οποίο χρειάζονται τη χρηματοδότηση.

α) Χρηματοδότηση δημιουργίας καινούργιων επιχειρήσεων ή ανάπτυξη υπαρχουσών επιχειρήσεων.

Οι επιχειρήσεις αυτές είναι είτε εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, είτε εταιρείες οι οποίες για διάφορους λόγους δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές.

Νέες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, εταιρείες με καινοτομίες στην παραγωγή, προϊόντων, υπηρεσιών ή δικτύων διανομής αποτελούν περισσότερο ελκυστικές επενδύσεις για τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου απ' ό,τι οι παραδοσιακοί κλάδοι.

β) Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχειρήσεων από τη διοίκηση τους (Management Buy Out).

Η χρηματοδότηση αυτή αναφέρεται στην εξαγορά μέρους ή ολόκληρου του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας από τα διευθυντικά στελέχη.

Αρκετές μεγάλες εταιρείες έχουν υποχρεωθεί λόγω του σκληρού ανταγωνισμού, να απολύσουν μια περιφερειακή τους θυγατρική ή μια παραγωγική τους μονάδα. Στην περίπτωση αυτή οι πιθανότεροι αγοραστές των πωλουμένων τμημάτων είναι τα διευθυντικά τους στελέχη, τα οποία χρησιμοποιούν για το σκοπό αυτό ίδια καθώς και δανειακά κεφάλαια τα οποία τους παρέχουν οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου ή άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Η εξαγορά μιας εταιρείας μπορεί να γίνει και από μια ομάδα διευθυντικών στελεχών, η οποία δεν σχετίζεται με την εταιρεία (Management Buy In).

4.2 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 κίνδυνου, 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 εταιριών 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 να αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό από τους παραδοσιακούς χρηματοδότες. Επιπρόσθετα πολλές επιχειρήσεις χρειάζονται μακροχρόνια και διαρκή χρηματοδότηση, προκειμένου να ξεκινήσουν ή να επεκταθούν.

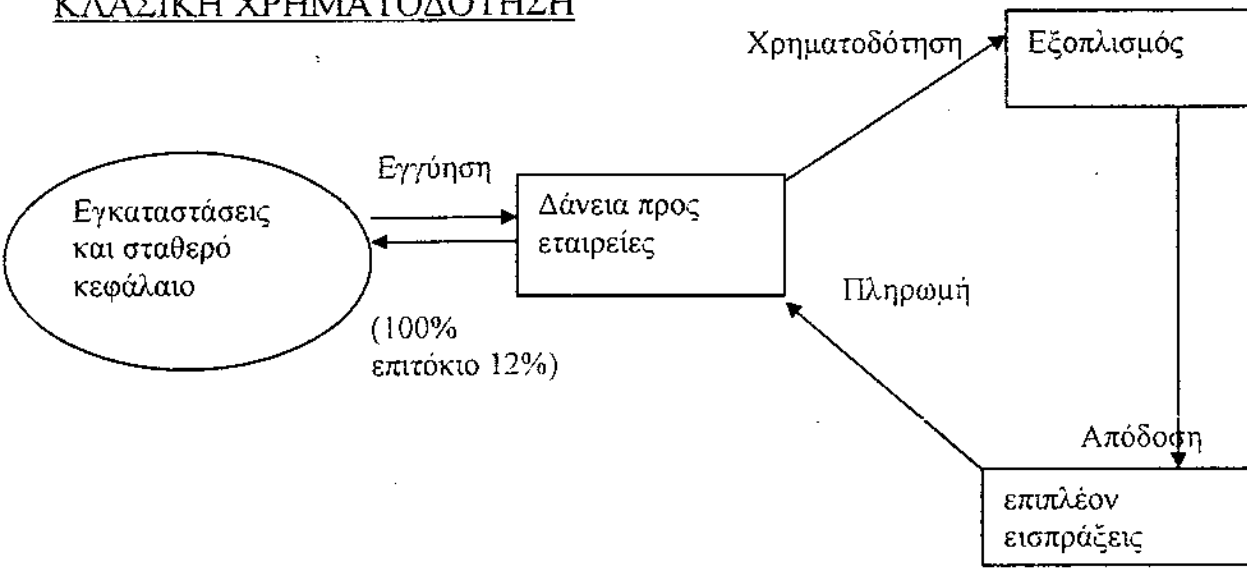
Στον πίνακα γίνεται σύγκριση των στοιχείων της κλασσικής βιομηχανικής χρηματοδότησης με εκείνα του καινοτομικού κεφαλαίου. Όπως μπορεί να παρατηρήσει κανείς ευθύς αμέσως τόσο οι ανάγκες των καινοτομικών επιχειρήσεων, όσο και οι βλέψεις τους διαφέρουν σημαντικά σε σύγκριση με τις παραδοσιακές επιχειρήσεις.

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 εταιρίες 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.

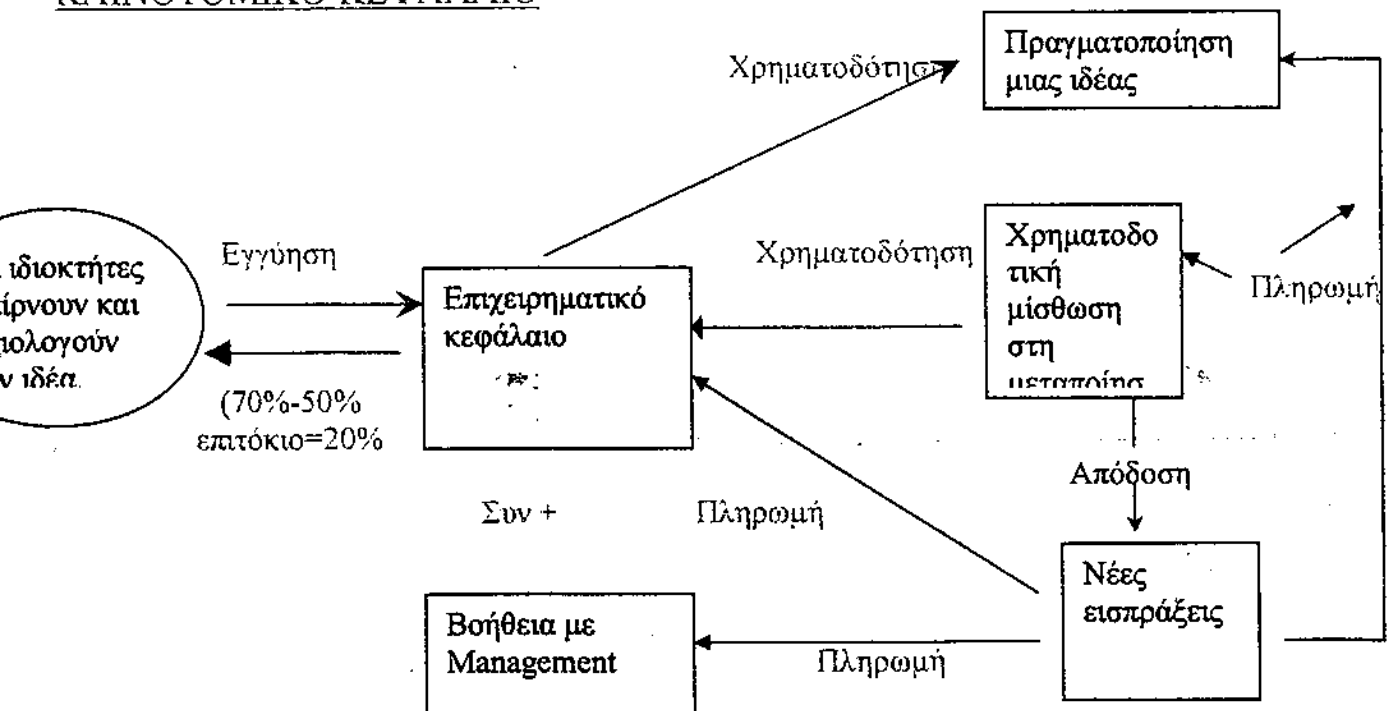
Ακόμη, στην περίπτωση ίδρυσης νέων επιχειρήσεων ή εισαγωγής νέας τεχνολογίας, η χρηματοδότηση πρέπει να είναι επαρκής από πλευράς διάρκειας και ποσότητας, ώστε να καλυφθούν τα ζημιόγωνα αποτελέσματα που πιθανότατα θα προκύψουν στην αρχή, έως ότου πραγματοποιηθούν κέρδη. Η λειτουργία νέων επιχειρήσεων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

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΚΛΑΣΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΚΛΑΣΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ



ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ



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 δεν 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 του 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.

Το ΕΚΥΚ αποτελεί 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 ΕΚΥΚ 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 ΕΚΥΚ δεν είναι αναπόφευκτα ακριβό χρήμα για δυο 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 τον 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 υπερ-επενδύσεις.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Ας πάρουμε για παράδειγμα τον επιχειρηματία Ε, ιδιοκτήτη και διευθυντή της "Εψίλον Α.Ε", 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 το ΕΚΥΚ από τις παραδοσιακές μορφές δανεισμού είναι ότι συχνά η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ γίνεται σε

διαδοχικούς γύρους που αντιστοιχούν στα διάφορα στάδια χρηματοδότησης. 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 .

4.3 ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ 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:

- α) συμμετέχει στο μετοχικό της κεφάλαιο**
- β) της χορηγεί δάνειο**
- γ) χρηματοδοτεί την εταιρία ΥΕΚ με συνδυασμό των (α) και (β).**

α) Συμμετοχή 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 τη χρηματοδότηση δεν δημιουργείται υποχρέωση τακτικών και προκαθορισμένων με βεβαιότητα εκταμιεύσεων, όπως θα γινόταν στην περίπτωση της σύναψης δανείου. Έτσι, διευκολύνεται η ταμειακή διαχείριση της εταιρίας ΥΕΚ, ενώ η συμμετοχή της εταιρίας ΕΠΕΚ αφορά και το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, εκτός από το μη συστηματικό κίνδυνο ο οποίος συνδέεται με τη 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 χάνει 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 επένδυση 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 στη δραστηριότητα της εταιρίας ΥΕΚ, με την παροχή υπηρεσιών συμβούλου σε

θέματα οργάνωσης, διοίκησης, διοίκησης, μάρκετινγκ και γενικότερης στρατηγικής, με σκοπό τη στήριξη και προαγωγή κοινών συμφερόντων.

Συνήθως οι επενδυτές (εταιρείες VENTURE CAPITAL), που έχουν συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας 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 κατά 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 τη δυνατότητα ρευστοποίησης μέρους ή όλης της επένδυσης 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.

β) 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, έτσι ώστε να ανταμείβει τον επενδυτή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

Παράλληλα, ο επενδυτής αποκτά προνομιακή θέση από πλευράς εξασφάλισης (σε σχέση με το μέτοχο), αφού σε περίπτωση ρευστοποίησης ή χρεοκοπίας της εταιρείας έχει περισσότερες πιθανότητες να λάβει έστω και μέρος των κεφαλαίων που έχει επενδύσει. Τέλος, ο επενδυτής εξασφαλίζει κάποιες άμεσες ταμιακές ροές στο μέλλον, αντί να περιμένει τη ρευστοποίηση της επένδυσης 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, χρηματοδότη 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 δεν θα ακολουθήσει τη λύση της συμμετοχής σε σχήματα ΕΚΥΚ, γιατί δεν του παρέχουν το βέλτιστο συνδυασμό κινδύνου - απόδοσης. Αντίθετα στην Αγγλία τα επιτόκια χορηγήσεων ήταν για μια περίοδο υποπολλαπλάσια των αντιστοίχων Ελληνικών και παρείχαν στους επενδυτές ΕΚΥΚ πολύ μεγαλύτερες πραγματικές αποδόσεις και αρκετά καλή ανταμοιβή του κινδύνου που αναλάμβαναν.

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

γ) Συνδυασμός των δύο προηγούμενων τρόπων χρηματοδότησης

i) έκδοση από την εταιρία 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 εταιρία στην 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.

ii) χορήγηση δανείου, που συνοδεύεται από δικαιώματα μελλοντικής αγοράς μετοχών της επιχείρησης σε χαμηλές προκαθορισμένες τιμές (warrants, stock options), και

iii) 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 εταιρία 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 εταιρία ΥΕΚ είναι ότι εντάσσει τις προνομιούχες μετοχές στα ίδια κεφάλαια της, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευρωστία και ικανότητα δανειοληψίας. Υπάρχει όμως και το μειονέκτημα ότι δεν έχει τη δυνατότητα από

την φορολογία των υποχρεώσεων 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 εταιρίας ΥΕΚ την κυριότητα των μετοχών που έχει στο χαρτοφυλάκιο της (put option) σε τιμή μετοχής, που θα υπολογίζεται με δοσμένο τρόπο (π.χ. κέρδη προ φόρων της τελευταίας χρήσης πολλαπλασιαζόμενα επί 8 κλπ.). Με μια τέτοια συμφωνία η ΕΠΕΚ διασφαλίζει ότι μετά από κάποιο χρονικό διάστημα θα έχει την επιλογή να ρευστοποιήσει την επένδυση της, εάν θελήσει να αποχωρήσει.

Εκτός από τους παραπάνω τρόπους χρηματοδότησης, η ΕΠΕΚ μπορεί να έχει δυο επιπλέον οφέλη από τη συνεργασία της με την εταιρία 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 εταιρίας ΥΕΚ (όταν η ΕΠΕΚ ακολουθεί τη "hands on" προσέγγιση), με αντάλλαγμα ανάλογη αμοιβή. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι ΕΠΕΚ αξιολογούν θετικά μια εταιρία ΥΕΚ που δίνει έμφαση στο προσκοπικό και σε θέματα προώθησης των προϊόντων της στην αγορά, εφόσον πάνω απ' όλα οι ΕΠΕΚ επενδύουν στο ανθρώπινο δυναμικό, στη διοίκηση της εταιρίας ΥΕΚ.

4.4 Αξιολόγηση προτάσεων για χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ

Κάθε μήνα υποβάλλονται σε μια τυπική ΕΠΕΚ δεκάδες ή ακόμη και εκατοντάδες προτάσεις με τη μορφή επιχειρηματικών σχεδίων για αξιολόγηση 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 εταιρίας 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 εξάρτησης τους από την εταιρία. 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 του ΕΚΥΚ ως πηγής 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 εταιρίες 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 (business plan)** 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 το επιχειρηματικό σχέδιο, εκτός από τις αναγκαίες προβλέψεις αποτελεσμάτων, είναι σε γενικές γραμμές τα ακόλουθα:

ΑΝΑΛΥΤΙΚΟ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

- ◆ Πώς ξεκίνησε η επιχείρηση;
- ◆ Πώς δημιουργήθηκε το προϊόν ή η υπηρεσία;
- ◆ Από που πήρε την ιδέα ο επιχειρηματίας;
- ◆ Τι είναι μοναδικό στο προϊόν ή στην υπηρεσία;
- ◆ Ποια είναι τα εμπόδια εισόδου στην αγορά;
- ◆ Ο επιχειρηματίας διαθέτει κατοχυρωμένη ευρεσιτεχνία, σήμα του προϊόντος;
- ◆ Ποιο είναι το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρίας ΥΕΚ;
- ◆ Ποιος κατέχει το προϊόν ή την υπηρεσία και σε ποιο ποσοστό;
- ◆ Έχει πάρει ήδη χρηματοδότηση ο επιχειρηματίας και αν ναι, από ποιόν;
- ◆ Τι ποσοστό της εταιρίας ανήκει σε άλλους ιδιοκτήτες;
- ◆ Μπορεί να δανειστεί ο επιχειρηματίας τραπεζικό κεφάλαιο και πόσο;
- ◆ Πόσο εκτενής είναι η αγορά-στόχος;
- ◆ Πόσο θα είναι το μερίδιο αγοράς της εταιρίας ΥΕΚ σε πέντε χρόνια;
- ◆ Ποιοι είναι οι καταναλωτές (σε ποιους απευθύνεται το προϊόν);
- ◆ Τι πιστεύουν οι καταναλωτές για το προϊόν;
- ◆ Ποιος είναι ο ανταγωνισμός;
- ◆ Ποιοι προσφέρουν το προϊόν ως πωλητές;
- ◆ Έχουν οι πωλητές του επιχειρηματία συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρίας;
- ◆ Εάν ο επιχειρηματίας παρέχει υπηρεσίες, ποια η γνώμη των καταναλωτών γι' αυτές;
- ◆ Ποια είναι η γνώμη του επιχειρηματία για τους εργαζομένους του;
- ◆ Ποια είναι η γνώμη των εργαζομένων για τον επιχειρηματία;
- ◆ Οι εργαζόμενοι ανήκουν σε κάποιο συνδικάτο;
- ◆ Αν ναι, ποιες οι σχέσεις του επιχειρηματία με αυτό;
- ◆ Τι πιστεύει ο επιχειρηματίας για την ομάδα διοίκησης;
- ◆ Τι πιστεύει η ομάδα διοίκησης για τον επιχειρηματία;
- ◆ Θα χρειαστούν επιπρόσθετοι σύμβουλοι;
- ◆ Αν ναι, από πού θα προέρχονται;
- ◆ Ποια θα είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων;
- ◆ Πόσες παραγγελίες έχει η εταιρία; Έχει καθυστερήσεις;

Επίσης, αναφορικά με την 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.

4.5 Πώς να υποβάλετε το Επιχειρηματικό σας Πλάνο

VENTURE 2003 - Διαγωνισμός Επιχειρηματικού Πλάνου

- Προθεσμία υποβολή 19 Απριλίου 2003 (όλα τα συνοδευτικά πρέπει να σταλούν ταχυδρομικά και να φέρουν σφραγίδα ταχυδρομείου το αργότερο μέχρι τις 19 Απριλίου, χωρίς καμία εξαίρεση)
- Διεύθυνση Venture 2002, Τ.Θ. 13688, 103 10 Αθήνα
- Η επιβεβαίωση παραλαβής της Επιχειρηματικής σας Ιδέας θα αποσταλεί μέσω E-mail στον επίσημο εκπρόσωπο της ομάδας, ο οποίος θα πρέπει να είναι μέλος ανωτάτου ή ανωτέρου εκπαιδευτικού ιδρύματος στην Ελλάδα.
- Η υποβολή του Επιχειρηματικού σας Πλάνου πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα:
 - 1: Συνοδευτικό Επιχειρηματικού Πλάνου (5 αντίγραφα)
 - 2: Επιπρόσθετες πληροφορίες για το Επιχειρηματικό σας Πλάνο (Αίτηση 3, ένα αντίγραφο).
 - 3: Αποδοχή των όρων συμμετοχής από όλα τα μέλη της ομάδας (Αίτηση 4, ένα αντίγραφο)
 - 4: Προσωπικές πληροφορίες για όλα τα μέλη της ομάδας (προαιρετικά, αν τα μέλη είναι τα ίδια με αυτά του 1^{ου} Γύρου). Πιστοποίηση για τον επίσημο εκπρόσωπο της ομάδας ότι είναι μέλος ανωτάτου ή ανωτέρου εκπαιδευτικού ιδρύματος στην Ελλάδα, π.χ. βεβαίωση από τη Γραμματεία (ένα αντίγραφο)
 - 5: Επιχειρηματικό Πλάνο: μέγιστο μέγεθος 30 σελίδες A4 (5 αντίγραφα), με την ακόλουθη δομή (βλ. εγχειρίδιο «The New Venture Adventure» [Η περιπέτεια της νέας επιχείρησης] για αναλυτικές πληροφορίες) :

Περίληψη: Σύντομη, παραστατική παρουσίαση της προτεινόμενης επιχείρησης, που να περιλαμβάνει βασικά σημεία και να προκαλεί το ενδιαφέρον του αναγνώστη .

Προϊόν / υπηρεσία: Συνοπτική περιγραφή του προϊόντος ή της υπηρεσίας, που να περιλαμβάνει τα οφέλη για τον πελάτη και επιχειρήματα για την προώθησή τους στην αγορά

Διοικητική ομάδα: Περίληψη των χαρακτηριστικών, της εμπειρίας και των ικανοτήτων κάθε μέλους της ομάδας σε ότι αφορά την ίδρυση και την ανάπτυξη της εταιρείας.

Ανάλυση αγοράς και ανταγωνιστών: Αναλυτικές πληροφορίες για το μερίδιο πελατών που στοχεύετε, τις προοπτικές της αγοράς και τον ανταγωνισμό .

Μάρκετινγκ και πωλήσεις: Περιγραφή της στρατηγικής τιμολόγησης και διαφήμισης και πληροφορίες για τη διάθεση και διακίνηση του προϊόντος ή υπηρεσίας .

Οργάνωση: Περιγραφή των δραστηριοτήτων της εταιρείας και της κατανομής εργασιών ανά τμήμα. Οργάνωση και φιλοσοφία της εταιρείας .

Πρόγραμμα υλοποίησης: (πλάνο εφαρμογής): Πληροφορίες για την πρόοδο του έργου και το χρονοδιάγραμμα των εφαρμογών και τα ορόσημα .

Ευκαιρίες και κίνδυνοι: Περίληψη κινδύνων και των οικονομικών τους επιπτώσεων κάτω από διαφορετικές συνθήκες .

Χρηματοδότηση: Υπολογισμός των επενδυτικών απαιτήσεων, των αναμενόμενων εσόδων και εξόδων, της ρευστότητας, του νεκρού σημείου εκμετάλλευσης και των αναμενόμενων κερδών

Παραρτήματα / εικόνες: (αν υπάρχουν) .

Όλα τα στοιχεία που υποβάλλετε (προσωπικά στοιχεία και επιχειρηματικό πλάνο) θα τύχουν εμπιστευτικής μεταχείρισης. Οι πληροφορίες που παρέχονται στο Venture 2002 δεν επιστρέφονται στους συμμετέχοντες.

Venture 2002 Συνοδευτικό Επιχειρηματικού Πλάνου

Παρακαλούμε συμπληρώστε την παρακάτω αίτηση σε ηλεκτρονικό υπολογιστή ή με κεφαλαία γράμματα.

Αριθμός ομάδας

--	--	--	--

Ο αριθμός ομάδας θα δοθεί σε κάθε ομάδα μετά την υποβολή αίτησης συμμετοχής για το διαγωνισμό Venture 2002.

Τίτλος επιχειρηματικού πλάνου / όνομα ομάδας

(Παρακαλούμε ο τίτλος να είναι όσο το δυνατόν πιο συγκεκριμένος, μέγιστο όριο 20 λέξεις)

--

Σύντομη περιγραφή του επιχειρηματικού σχεδίου
(Προς δημοσιοποίηση, μέγιστο όριο 50 λέξεις)

--

Πλήρης κατάλογος συμμετεχόντων (πρώτος καταχωρείται ο επίσημος εκπρόσωπος της ομάδας και μέλος ανώτατου ή ανώτερου εκπαιδευτικού ιδρύματος στην Ελλάδα*)

Επώνυμο	Όνομα	Εκπαιδευτικό Ίδρυμα*

* Τουλάχιστον ένα μέλος της ομάδας πρέπει να είναι μέλος Ανώτατου ή Ανώτερου Εκπαιδευτικού ιδρύματος στην Ελλάδα (φοιτητής, μεταπτυχιακός φοιτητής, λέκτορας, μέλος ΔΕΠ, βοηθός ερευνητής) [και πρέπει να προσκομίσει πιστοποίηση γι' αυτό (π.χ. βεβαίωση από τη γραμματεία). Το μέλος αυτό θα θεωρείται ως ο επίσημος εκπρόσωπος της ομάδας .

2002 Πρόσθετες πληροφορίες για το επιχειρηματικό πλάνο

Παρακαλούμε συμπληρώστε την παρακάτω αίτηση σε ηλεκτρονικό υπολογιστή ή με κεφαλαία γράμματα .

Τομέας:

(Σημειώστε τον κατάλληλο τομέα)

- | | |
|--------------------------|----------------------------------|
| <input type="checkbox"/> | Τραπεζικός, ασφαλιστικός |
| <input type="checkbox"/> | Βιοτεχνολογία |
| <input type="checkbox"/> | Χημικά, πρώτες ύλες |
| <input type="checkbox"/> | Σύμβουλοι Επιχειρήσεων |
| <input type="checkbox"/> | Υπηρεσίες (συμβατικές) |
| <input type="checkbox"/> | Ηλεκτρονικό εμπόριο (E-commerce) |
| <input type="checkbox"/> | Ηλεκτρονικά, εξοπλισμός |
| <input type="checkbox"/> | Ηλεκτρική τεχνολογία |
| <input type="checkbox"/> | Υγεία |
| <input type="checkbox"/> | Τεχνολογία επικοινωνιών |

- | | |
|--------------------------|-------------------------|
| <input type="checkbox"/> | Μηχανολογία |
| <input type="checkbox"/> | Μέσα μαζικής ενημέρωσης |
| <input type="checkbox"/> | Ιατρική τεχνολογία |
| <input type="checkbox"/> | Πολυμέσα |
| <input type="checkbox"/> | Φαρμακευτικά |
| <input type="checkbox"/> | Λογισμικό |
| <input type="checkbox"/> | Περιβάλλον, ύδρευση |
| <input type="checkbox"/> | Τεχνολογία επεξεργασίας |
| <input type="checkbox"/> | Άλλο (διευκρινίστε) |

Προϊόν / Υπηρεσία

(Σημειώστε το κατάλληλο)

Προϊόν

Υπηρεσία

Σύσταση εταιρείας

(Σημειώστε το κατάλληλο)

- | | |
|--------------------------|------------------|
| <input type="checkbox"/> | Έχει ήδη ιδρυθεί |
| <input type="checkbox"/> | Υπό ίδρυση |
| <input type="checkbox"/> | Δεν έχει ιδρυθεί |

Πότε

Πότε

Αποδοχή όρων συμμετοχής

Με την υποβολή ενός επιχειρηματικού πλάνου στο Διαγωνισμό Επιχειρηματικού Σχεδίου Venture 2002 γίνονται αποδεκτά τα εξής

- Το επιχειρηματικό πλάνο προέρχεται από ένα ή περισσότερα μέλη της διαγωνιζόμενης ομάδας η οποία αναγράφεται στην αίτηση 2. Το επιχειρηματικό πλάνο δεν προέρχεται από τρίτο μέρος και τουλάχιστον ο εμπνευστής του είναι μέλος της διαγωνιζόμενης ομάδας
- Οι Μέντορες και τα μέλη της Κριτικής Επιτροπής του Venture 2002 εκφράζουν τις δικές τους απόψεις των οργανωτών (ΕΜΠ ,Πανεπιστήμιο Αθηνών και Πειραιώς ,ΣΕΒ,ΕΕΝΕ,και McKinsey & Company Ελλάδα)
- Οι διαγωνιζόμενοι δεν έχουν καμιά απαίτηση για επαγγελματική ή οργανωτική βοήθεια πέραν του αμιγώς διαχειριστικού πλαισίου της συμμετοχής τους .Κάθε υπηρεσία πέραν και εκτός αυτού του πλαισίου παρέχεται από τη Διεύθυνση Έργου ,τους Μέντορες `` ή την Κριτική Επιτροπή σε εθελοντική βάση.
- Σε περίπτωση αμφιβολίας σχετικά με τη συμμετοχή ενός διαγωνιζομένου και το δικαίωμα βράβευσης του , η απόφαση που λαμβάνεται από τη Διεύθυνση Έργου του Venture 2002 είναι τελική και αμετάκλητη .Δεν επιτρέπεται η προσφυγή σε νομικές διαδικασίες .
- Οι διαγωνιζόμενοι Venture 2002 γνωρίζουν ότι όλοι οι Μέντορες ,τα μέλη της Κριτικής Επιτροπής και τα μέλη Διεύθυνση Έργου έχουν υπογράψει δήλωση τήρησης απορρήτου. Η ευρεσιτεχνία και η προστασία των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων είναι ευθύνη των διαγωνιζομένων.
- Οι αποφάσεις της Κριτικής Επιτροπής του Venture 2002 είναι τελικές και αμετάκλητες .Δεν επιτρέπεται η προσφυγή σε νομικές διαδικασίες .
- Δεν αναλαμβάνεται καμιά ευθύνη για τα επιπρόσθετα στοιχεία (φωτογραφίες ,βίντεο κ.λ.π)που υποβάλλονται εκούσια στο Venture 2002 .Οι πληροφορίες που προέρχονται στο Venture 2002 δεν επιστρέφονται στους συμμετέχοντες .
- Κάθε μέλος της ομάδας αποδέχεται τους όρους συμμετοχής με της υπογραφής του.

Τίτλος επιχειρηματικού πλάνου (όπως ακριβώς στην αίτηση)

--

Διαγωνιζόμενοι (όλα τα μέλη της ομάδας με πρώτο το όνομα του επίσημου εκπροσώπου της ομάδας)

Όνομα	Τόπος, ημερομηνία	Υπογραφή

Προσωπικά στοιχεία 1^ο-5^ο μέλος ομάδας (επίσημος εκπρόσωπος*)

(Συμπληρώνονται από όλα τα μέλη της ομάδας, το Ο δηλώνει υποχρεωτική συμπλήρωση) Παρακαλούμε συμπληρώστε την αίτηση σε ηλεκτρονικό υπολογιστή ή με κεφαλαία γράμματα.

!Φύλο Α..... Θ

Τίτλος

!Επώνυμο!Όνομα.....

!Ημερομηνία γέννησης!Εθνικότητα.....

!Επάγγελμα/ Ειδικότητα.....

!Εκπαιδευτικό Ίδρυμα.....

!Τμήμα.....

!Διεύθυνση αλληλογραφίας

!Οδός

!Ταχυδρομικός κώδικας!Πόλη.....

!Τηλέφωνο (ενασσία)

!Fax (ενασσία)

!E-mail.....

* Ο επίσημος εκπρόσωπος πρέπει να είναι μέλος Ανώτερου ή Ανώτατου Εκπαιδευτικού Ιδρύματος στην Ελλάδα

**Το Venture 2002 χρησιμοποιεί συνήθως το E-mail ως μέσον επικοινωνίας

Είμαι Φοιτητής Λέκτορας Βοηθός Ερευνητής
 Μεταπτυχιακός Βοηθός Άλλη μόνιμη
φοιτητής διδακτική θέση

Ο υπογράφων, μέλος διαγωνιζόμενης ομάδας για τον Διαγωνισμό Επιχειρηματικής Ιδέας «Venture 2002» με το παρόν - ως φορέας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας μου επί της υποβληθείσας ιδέας ατομικώς ως δημιουργός και συλλογικός ως μέλος της διαγωνιζόμενης ομάδας- συναινώ και εκχωρώ άνευ ανταλλάγματος στην εταιρεία «McKINSEY Σύμβουλοι Επιχειρήσεων Μονοπρόσωπη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης» οδός Κουμπάρη 5 Αθήνα 106 74, ως συντονιστή του Διαγωνισμού, το αποκλειστικό δικαίωμα αναπαραγωγής, διαμόρφωσης, προσαρμογής, δημόσιας παρουσίασης, αναμετάδοσης, δημοσίευσης, τροποποίησης της υποβληθείσας ιδέας, για τους σκοπούς του ανωτέρω Διαγωνισμού.

Ο υπογράφων, έλαβα γνώση και συναινώ όπως η συλλογή και η επεξεργασία των ανωτέρω δεδομένων μου προσωπικού χαρακτήρα γίνεται αποκλειστικά στα πλαίσια και για τους σκοπούς του Διαγωνισμού Επιχειρηματικής Ιδέας Venture 2002 και όπως Υπεύθυνος Επεξεργασίας είναι η εταιρεία «McKINSEY Σύμβουλοι Επιχειρήσεων Μονοπρόσωπη Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης», οδός Κουμπάρη 5, Αθήνα 106 74, (εκπρόσωπος ο κ. Claudio FeserΓ). Των ανωτέρω δεδομένων μου θα λαμβάνουν γνώση μόνο ο Υπεύθυνος Επεξεργασίας, τα μέλη της Διεύθυνσης Έργου, οι Μέντορες και τα μέλη της Κριτικής Επιτροπής, και διατηρώ το δικαίωμα πρόσβασης και αντίρρησης στη χρήση των προσωπικών μου δεδομένων, σύμφωνα με το Ν. 2472/1997 για την «Προστασία του ατόμου από την επεξεργασία δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα».

!Τόπος, ημερομηνία

!Υπογραφή

MEMORANDUM

5

5.1 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ & ELAN VENTURES

Το πρώτο βήμα το έκανε η ΕΤΕΒΑ το 1990, ιδρύοντας την ΕΠΕΚ "Ελληνικές Συμμετοχές", η οποία είναι η πρώτη ΕΠΕΚ που δραστηριοποιήθηκε στη χώρα με βάση το Ν. 1775/88. Οι "Ελληνικές Συμμετοχές" είχαν μετοχικό κεφάλαιο 500 εκ. δρχ., αποσκοπούν σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, και τη διοίκηση τους έχει αναλάβει από το 1992 η Global Finance.

Πριν από τις "Ελληνικές Συμμετοχές" ιδρύθηκε και λειτούργησε ως ΕΠΕΚ μια άλλη εταιρία, η Elan Vectures, η οποία όμως δεν εντάχθηκε στο πλαίσιο του Ν. 1775/88. Η ΕΙ&η Elan Vectures ιδρύθηκε το 1989, με μετοχικό κεφάλαιο 40 εκ. δρχ. (πολύ μικρότερο δηλαδή από αυτό που ορίζει ο Ν. 1775/88) με μορφή Α.Ε, και υπόκειται στις διατάξεις του Ν. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών". Η ΕΙ»η συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο άλλων εταιριών, οι οποίες κρίνονται ως υποεκτιμημένες, με στόχο την αποκάλυψη και αξιοποίηση των δυνατοτήτων τους. Ειδικεύεται επίσης στις επένδυσε υψηλής τεχνολογίας και παρέχει υπηρεσίες σε θέματα:

- έρευνας αγοράς,
- αξιολόγησης και ανάλυσης επενδυτικών προγραμμάτων,
- οργάνωσης επιχειρήσεων (με ή χωρίς κεφαλαιακή συμμετοχή),
- διαμόρφωσης και στήριξης χρηματοδοτικών προγραμμάτων (π.χ. εγ γυήσεις).

Η Elan Ventures ακολουθεί hands -on προσέγγιση στις επενδύσεις που αναλαμβάνει, με στόχο τη δημιουργία προστιθεμένης αξίας και την επίτευξη υψηλών κεφαλαιακών κερδών. Στην αξιολόγηση των προς χρηματοδότηση εταιριών δίνει μεγάλη προσοχή στις ικανότητες, στην εμπειρία και γενικά στην αποτελεσματικότητα της διοίκησης τους. καθώς και στην αποδοτικότητα των σχεδίων, η οποία δεν θα πρέπει να είναι κατώτερη του 50%. Η Elan ίδρυσε την "Πέραν Α.Ε", που ειδικεύεται σε πρακτικές εφαρμογές περιβαλλοντικών προγραμμάτων. Επίσης οργάνωσε το πρόγραμμα ανακύκλωσης αλουμινίου LUCKY CAN στην Ελλάδα και στην Κύπρο, ενώ ασχολήθηκε και με προγράμματα ηλεκτρονικών εφαρμογών.

5.2 HELLENIC VENTURES

Μία ακόμη ΕΠΕΚ, η οποία δεν είχε υπαχθεί στον Ν. 1775/88, είναι η HELLENIC VENTURES, που εκπροσωπούσε τη χώρα μας στον ΕΣΕΚ (Ευρωπαϊκός Σύνδεσμος Επιχειρηματικού Κεφαλαίου-EVCA). Η Hellenic Ventures διοργάνωσε κατά καιρούς σεμινάρια υπό την αιγίδα του ΕΣΕΚ, με θέμα την επιμόρφωση και τη γνωριμία με το ΕΚΥΚ. Έχει προβεί κατά καιρούς και σε χρηματοδότηση κεφαλαίου εκκίνησης (start-up), συνήθως όμως χρηματοδοτεί ωριμότερα στάδια του κύκλου ζωής των εταιριών ΥΕΚ, που επιλέγει.

Το 1991-92 παρατηρήθηκε κάποια έξαρση στην ανάπτυξη του ΕΚΥΚ. Ένα χρόνο μετά τη χρηματιστηριακή έκρηξη του 1990, η οποία απογείωσε τις τιμές των τίτλων δημιουργώντας μεγάλα κέρδη στους επενδυτές, η συνδυασμένη επίπτωση θεσμικού-φορολογικού πλαισίου και ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς είχε ως αποτέλεσμα να πολλαπλασιαστούν τα απασχολούμενα κεφάλαια στον κλάδο του ΕΚΥΚ, και να δραστηριοποιηθούν μεγάλοι οργανισμοί, καθώς και πλούσιοι ιδιώτες επιχειρηματίες.

5.3 GLOBAL FINANCE & BARING HELLENIC VENTURES

Το 1991 ιδρύθηκε η Global Finance , η οποία στηρίχθηκε από την Baring Ventures Partners (μέλος του χρηματοοικονομικού οργανισμού Baring Brothers) , ενώ βασικοί της μέτοχοι ήταν η Εθνική Τράπεζα, η ΕΤΕΒΑ, η Eurobank , η Βιοχάλκο κλπ. Χρηματοδοτεί επιχειρήσεις κυρίως με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Βασικά κριτήρια που χρησιμοποιεί είναι τα ακόλουθα:

- φιλόδοξη και επιτυχημένη ομάδα διοίκησης,
- προοπτική ταχείας ανάπτυξης και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα,
- λογική τιμή,
- ευκολία ρευστοποίησης,
- σχετικά ώριμο στάδιο.

Ακολουθεί συνήθως hands-on προσέγγιση, σεβόμενη όμως την πρωτοβουλία και το κύρος του επιχειρηματία. Η Global Finance έχει επενδύσει σε αρκετές εταιρίες, μεταξύ των οποίων η GOODYS, η GHPITA, και η LACOSTE και είναι πλήρες μέλος του ΕΣΕΚ, όπως και η Hellenic Ventures . Το 1992 ανέλαβε τη διαχείριση δύο ακόμη ελληνικών ΕΠΕΚ, της "Ελληνικές Συμμετοχές" και της BHV, μιας νεοσύστατης ΕΠΕΚ που συγκέντρωσε κεφάλαια άνω των 2 δις δρχ.

BARING HELLENIC VENTURES

Το φθινόπωρο του 1991 ο κ. Άγγελος Πλακόπητας, διευθυντικό στέλεχος μιας ελληνικής βιομηχανίας ξύλου, αποφάσισε ότι ήρθε η ώρα για να εγκαταλείψει την ασφάλεια της « μεγάλης καρέκλας » και να κολυμπήσει στα βαθιά της αγοράς. Η πρώτη του σκέψη ήταν να « εισαγάγει » και να εφαρμόσει μια διεθνώς επιτυχημένη μέθοδο να βγάζεις κέρδη επενδύοντας σε νέες αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Αλλά ο κ. Πλακόπητας μετά την αποχώρησή του από την ελληνική βιομηχανία δεν ήταν παρά ένας « φτωχός και μόνος καουμπόης », Αν και διέθετε την ιδέα, δεν είχε ούτε τα κεφάλαια ούτε την τεχνογνωσία, δύο απαραίτητες προϋποθέσεις για την εφαρμογή της. Η τεχνογνωσία βρέθηκε από τους Άγγλους του ομίλου Β3ΠΠ9 που δέχθηκαν να συνεργασθούν, ενώ τα κεφάλαια προήλθαν από τα ταμεία ορισμένων από τα πλέον ηχηρά ονόματα του τραπεζικού, βιομηχανικού και εφοπλιστικού κόσμου της χώρας.

Έτσι, τον Νοέμβριο του 1992, πριν από περίπου δέκα χρόνια, το Baring Hellenic Ventures (BHV), το όχημα εφαρμογής της ιδέας του κ. Πλακόπητα, ήταν έτοιμο να βγει στην αγορά. Η εταιρεία BHV, που ήταν και η πρώτη εταιρεία παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (VENTURE CAPITAL) στη χώρα μας, κατόρθωσε να συγκεντρώσει μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα γύρω στα 6 εκατομμύρια ευρώ και να αρχίσει τις δραστηριότητες της.

Το ποσό αυτό προήλθε από τις συνεισφορές της Εθνικής Τράπεζας αλλά και θυγατρικών της εταιρείας (ΕΤΕΒΑ και Διεθνική), δύο τραπεζών του Ομίλου Λάτση (της ελληνικής Eurobank και της λονδρέζικης Private Bank & Trust), του κ. Δ. Δασκαλόπουλου (μέσω της εταιρείας Δέλτα), του κ. Ν. Στασινόπουλου (μέσω του Ομίλου Βιοχάλκο). Στην αρχική «μαγιά» για την δημιουργία του απαραίτητου κεφαλαίου συμμετείχαν επίσης οι εφοπλιστές κ. Π. Τσάκος και Β. Κωνσταντακόπουλος, ο κ. Μ. Κυριακού (του Ομίλου Αντένα), η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου Πρόοδος, το κοινωφελές ίδρυμα Ωνάση, η εταιρεία Thermon Electron (του ελληνοαμερικανού καθηγητή του MIT κ. Γ. Χατζόπουλου)

Η BARING HELLENIC VENTURES συστήθηκε με σκοπό να αξιοποιήσει την εμπειρία της αγγλικής τράπεζας στο αντικείμενο και να κινηθεί χωρίς θεσμικούς περιορισμούς για την ανάπτυξη της αγοράς ΕΚΥΚ στη χώρα. Τα κριτήρια επιλογής των επενδύσεων που χρησιμοποιεί η BHV είναι ανάλογα με αυτά που δέχεται και η Global Finance. Άλλωστε η κοινή διεύθυνση επιβάλλει όμοιες κατευθύνσεις. Η BHV προχώρησε σε εξαγορά του 40% των μετοχών της ΕΠΕΚ "Ελληνικές Συμμετοχές". Έτσι, δραστηριοποιημένες μαζί η BHV, η Global Finance και η "Ελληνικές Συμμετοχές", απασχολούσαν κεφάλαια ύψους 3 δις δρχ. Η BHV έδειξε μια ιδιαίτερη εξειδίκευση στους τομείς της διατροφής και των υπηρεσιών στο χαρτοφυλάκιο συμμετοχών της. Επένδυσε, μεταξύ άλλων, στην Computer Logic, Eurodrip, Μπουτάρης, Dis, Γερμανός, Badyland, Δωδώνη, με στόχο τη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη τους, την είσοδο των μετοχών τους στο χρηματιστήριο και τη ρευστοποίηση της επένδυσης με ευνοϊκούς όρους.

Πρόκειται για εταιρία η οποία φιλοδοξεί και επιτυγχάνει να λειτουργεί σε ποιοτικό επίπεδο αντίστοιχο των μεγάλων ΕΠΕΚ της Ευρώπης. Η BHV διαθέτει, εκτεταμένο δίκτυο συμβούλων και επενδυτών, με τους οποίους φέρνει σε επαφή τις χρηματοδοτούμενες εταιρίες ΥΕΚ του χαρτοφυλακίου της. Η σύνδεση της με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας της επιτρέπει να μεσολαβεί στην παροχή πλήρους φάσματος οικονομικών υπηρεσιών προς τις εταιρίες του χαρτοφυλακίου της. Συνήθως διορίζει στο διοικητικό συμβούλιο των χρηματοδοτούμενων ΥΕΚ ένα ή δύο εκπροσώπους της, με κατάλληλη εμπειρία και εξειδίκευση στις ιδιαίτερες ανάγκες του αντικείμενου.

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση, αγοράζει συνήθως μειωπηφικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρίας ΥΕΚ, αφήνοντας στον επιχειρηματία τον κύριο έλεγχο της εταιρίας. Η «συνταγή» του κ. Πλακόπητα και των συνεργατών που μέσω της Global Finance που είχαν την ευθύνη διαχείρισης των κεφαλαίων, ήταν η εξής: τοποθετούσαν χρήματα, αγοράζοντας ένα μικρό ποσοστό των μετοχών μιας επιχείρησης. Το ποσοστό αυτό, σε καμία περίπτωση, δεν ξεπερνούσε το 30% του συνόλου του μετοχικού της κεφαλαίου. Η επιχείρηση, με τα κεφάλαια της ΒΗV, μπορούσε να υλοποιήσει με άνεση το επενδυτικό της πρόγραμμα, να διευρύνει τις δραστηριότητες της και να μεγεθύνει τα οικονομικά της μεγέθη. Επιπλέον μπορούσε να αξιοποιήσει την πολύπλευρη στήριξη όλων όσοι συμμετείχαν, μέσω της ΒΗV, στην επένδυση. Εάν υπάρξει ανάγκη για κάποια μεγαλύτερη τοποθέτηση, επιδιώκει κοινοπρακτική επένδυση. Η ΒΗV συνδέει ελληνικές επιχειρήσεις με το εξωτερικό, εξασφαλίζοντας τους επιτόπια τεχνικοοικονομική υποστήριξη. Η επενδυτική δραστηριότητα της ΒΗV και του συμπλέγματος των τριών ΕΠΕΚ της δίνει κυρίαρχη θέση στον κλάδο του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα.

Ο τελικός στόχος της ΒΗV, και μαζί των επενδυτών της, ήταν να οδηγήσουν τις επιχειρήσεις, στις οποίες είχαν τοποθετήσει κεφάλαια, στο Χρηματιστήριο. Με αυτόν τον τρόπο η αξία της αρχικής επενδύσεις πολλαπλασιαζόταν και οι επενδυτές μπορούσαν να πουλήσουν τη συμμετοχή τους και να εισπράξουν τα κέρδη.

Έξι χρόνια μετά την ίδρυση της ΒΗV και αφού οι έξι από τις δώδεκα επιχειρήσεις στις οποίες έχει αγοράσει φθηνότερα από τους άλλους επενδυτές, βρίσκονται πια στο Χρηματιστήριο, αρχίζει η αντίστροφη μέτρηση. Σε πρώτη φάση, η εταιρεία επέστρεψε στους επενδυτές τα κεφάλαια που έβαλαν και εν συνεχεία τους απόδωσε σταδιακά ως το 2001 τα κέρδη τους. Η ετήσια απόδοση των επενδυτών για όσες πέρασαν το κατώφλι της Σοφοκλέους, σύμφωνα με εκτιμήσεις, φθάνουν το 45%, τρεις φορές πάνω από τις αποδόσεις του χρηματιστηριακού δείκτη, ενώ προβλεπόταν ότι τα αρχικά χρήματα των επενδυτών θα έχουν πενταπλασιαστεί στο τέλος του 2001, που οι εταιρείες θα αποπλήρωναν τα κέρδη και που αποτελεί χρονικό όριο ζωής και δράσης της ΒΗV.

Η πρώτη επένδυση που έκανε η ΒΗV στις αρχές του 1992 ήταν η αγορά περίπου του 5% των μετοχών της εταιρείας Goody's. Οι μετοχές της εταιρείας « γρήγορου φαγητού » στοίχισαν μόλις 1.400 δρχ. η μία, ενώ η τιμή των μετοχών που πωλήθηκαν μία ημέρα πριν την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων ήταν 4.500 δρχ. η μία, 2100 δρχ. παραπάνω από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή.

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΗΣ GLOBAL FINANCE

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται σημαντική ανάπτυξη του ΕΚΥΚ στην Ελλάδα για επενδύσεις τόσο στις γειτονικές χώρες, όσο και σε ελληνικές επιχειρήσεις. Πρωταγωνιστής αναδεικνύεται η Global Finance, η οποία διαχειρίζεται κεφάλαια \$150 εκ., τοποθετημένων σε περίπου 35 επιχειρήσεις. Το 70% των χρημάτων αυτών αφορά τοποθετήσεις σε εταιρίες εκτός Ελλάδος. Μετά το BHV, ανέπτυξε το Euromerchant Balkan Fund που επένδυσε σε επιχειρήσεις ελληνικών συμφερόντων στη Ρουμανία και στη Βουλγαρία

Αναπτύσσει το GLOBAL CAPITAL INVESTORS με κεφάλαια \$55-60 εκ., με στόχο τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων -ακόμη και εισηγμένων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Αναπτύσσει το Black Sea Fund το οποίο με \$62 εκ. επενδύει σε επιχειρήσεις, κυρίως ελληνικές, στις χώρες του Ευξείνου Πόντου και του Καυκάσου, Διαχειρίζεται το Euromerchant Albanian Fund, με κεφάλαιο \$15 εκ, και συμμετοχή των EBRD, IFC, Ομίλου Λάτση και της αλβανικής κυβέρνησης, για να τοποθετήσει κεφάλαια σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Αλβανία. Πρόσφατα δημιούργησε το Global Investors II, με κεφάλαια ύψους 200 εκ. Ευρώ, με στόχο επενδύσεις σε ταχύτατα αναπτυσσόμενες εταιρίες, επιχειρήσεις πληροφορικής κλπ. στην Ελλάδα, αλλά και στην Ευρώπη και τη Μέση Ανατολή.

5.4 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Εθνική Τράπεζα μέσα στο πρώτο εξάμηνο του 2000 προχώρησε με ταχείς ρυθμούς τη δραστηριοποίηση της στον δυναμικά αναπτυσσόμενο κλάδο των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών έχει ήδη πραγματοποιήσει έξι επενδύσεις συνολικού ύψους περίπου 9 εκατομμυρίων ευρώ και εκτιμάται ότι ως το τέλος του χρόνου το συνολικά επενδεδυμένο κεφάλαιο θα ξεπεράσει τα 15 εκατομμύρια ευρώ. Η ΕΕΣ διαχειρίζεται συνολικά 60 εκατομμύρια ευρώ για επενδύσεις στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια.

Στον τομέα των διεθνών συνεργασιών ολοκληρώνεται η δημιουργία από κοινού με την Εθνική Τράπεζα Αιγύπτου ενός fund για επενδύσεις σε μη εισηγμένες εταιρείες της Αιγύπτου, ενώ την περασμένη χρονιά η Εθνική ανακοίνωσε τη δημιουργία ανάλογου fund στην Τουρκία. Το νέο fund, με την ονομασία Bosphorus Capital Partners, δημιουργήθηκε με την συνεργασία της Εθνικής, της JP Morgan και της τουρκικής Garanti Securities. Το αρχικό κεφάλαιο του ανέρχεται σε 45 εκατομμύρια δολάρια και προγραμματίζεται να ανέλθει σε 100 εκατομμύρια δολάρια ως τα τέλη του 2002. Το fund θα επενδύει σε οποιονδήποτε τομέα με μεγέθη επενδύσεων που θα κυμαίνονται μεταξύ 5 και 15 εκατομμυρίων δολαρίων.

Σημειώνεται ότι η Εθνική έχει ιδρύσει και στο Λονδίνο εταιρεία παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων. Πρόκειται για την NBG Private Equite, η οποία διαχειρίζεται κεφάλαια 100 εκατομμυρίων ευρώ και αντικείμενο της είναι ο δυναμικός κλάδος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στη Δυτική Ευρώπη. Συνολικά ο όμιλος της Εθνικής Τράπεζας έχει ήδη εγκρίνει συνολική επένδυση περίπου 200 εκατομμυρίων δολαρίων στον κλάδο των επιχειρηματικών συμμετοχών στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

5.5 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Εμπορική Τράπεζα δραστηριοποιείται στην παροχή επιχειρηματικών κεφαλαίων μέσω της Εμπορικής Κεφαλαίου, η οποία διαθέτει παρουσία στην Αθήνα, στη Μόσχα, στο Κίεβο, στη Βουδαπέστη, στη Σόφια και στη Λευκωσία. Το σύνολο των προς επένδυση διαχειριζόμενων κεφαλαίων της εταιρείας ξεπερνά τα 100 εκατομμύρια δολάρια που είναι τοποθετημένα σε 30 περίπου επιχειρήσεις. Το χρονικό διάστημα που η Εμπορική Κεφαλαίου συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων που χρηματοδοτεί κυμαίνεται μεταξύ δύο και οκτώ ετών με στόχο την ενίσχυση της επιχείρησης και τη βελτίωση των προοπτικών της. Οι τομείς στους οποίους η Εμπορική Κεφαλαίου έχει επενδύσει χρήμα και τεχνογνωσία είναι εταιρείες τροφίμων και ποτών, αγροτικών προϊόντων, κατασκευαστικών υλικών, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής, ιατρικών υπηρεσιών κ.ά.

5.6 ALPHA VENTURES

Το 1990 η Τράπεζα Πίστεως ίδρυσε δύο θυγατρικές ΕΠΕΚ, την ALPHA VENTURES, που λειτούργησε στο πλαίσιο του Ν. 1775/88, και την ALPHA BUSINESS PROMOTIONS, που λειτούργησε με βάση το Ν. 2190/1920. Η Alpha Ventures χρηματοδότησε την εταιρία Econ με συμμετοχή στο μετοχικό της κεφάλαιο ύψους 100 εκ. δρχ. Στην Econ, που είχε δραστηριοποιηθεί στο χώρο της υψηλής τεχνολογίας, επένδυσε ισόποσα και η "Ελληνικές Συμμετοχές ΑΕ". Η Alpha Ventures επένδυσε και στην Inform-Lύκος, η οποία κινείται στο χώρο των γραφικών τεχνών αλλά με εφαρμογές υψηλής τεχνολογίας. Επίσης έχει επενδύσει σε ιχθυοκαλλιέργειες και στην αλυσίδα θέρμανσης-κλιματισμού Primatech. Συνολικά έχει επενδύσει σε 15 ελληνικές επιχειρήσεις.

Με οχήματα την Alpha Venture και την υπεράκτια εταιρία Danube Fund -- Southeastern Europe Management [Ltd, δραστηριοποιείται ο Όμιλος Alpha Πίστεως σε επιχειρηματικές συμμετοχές στην Ελλάδα και το εξωτερικό, Η Alpha Ventures, θυγατρική εταιρεία Alpha Τραπέζης Πίστεως (50%) και της Alpha Finance (50%), ξεκίνησε με 10 εκατομμύρια euro καταβεβλημένο κεφάλαιο. Οι επενδύσεις της επικεντρώνονται σε ελληνικές εταιρείες με αλυσίδες καταστημάτων λιανικής πώλησης (π.χ Coffee Way, Primatech 1-2-3 Autoservice Hellas) εταιρείες πληροφορικής (π.χ Ελληνική Επιστημονική, Forthicom), καθώς και σε εταιρείες κατασκευής ρούχων (π.χ η Indigo, αλβανική εταιρεία παραγωγής ειδών demin). Επίσης, η Alpha Ventures συμμετέχει με

5% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας Starfoods ROMANIA, η οποία πούλησε στην Ghirita τις εγκαταστάσεις και τα μηχανήματα παραγωγής κρουασάν που είχε στη Ρουμανία και την Πολωνία.

Επίσης, η Alpha Ventures συμμετέχει με 11% στην εταιρεία Bucharest Corporate Centre, η οποία χτίζει προς εκμετάλλευση ένα μεγάλο κτίριο γραφείων στο κέντρο της ρουμανικής πρωτεύουσας, από κοινού με τις ΔΙΕΚΑΤ (25%), ΕΚΤΕΡ (25%) και την Danube Fund (33%). Στο Danube Fund συμμετέχουν με 22% η Alpha Τράπεζα Πίστεως, με 20% η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD), με 11 % η ΕΤΒΑ, με 11 % το IFC της Παγκόσμιας Τράπεζας και με 8% η τράπεζα Banker's Trust. Στο υπόλοιπο 28% συμμετέχει ομάδα ελληνικών εταιρειών, μεταξύ των οποίων οι Intracom, Βωξίτες Παρνασσού, Βιολεξ- ΒΙε, Διεκάτ, Ψαλλίδας και Βιοχάλκο. Μέχρι σήμερα έχει πραγματοποιήσει σε παραδουνάβιες χώρες 11 επενδύσεις αξίας 18,5 εκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ, στις οποίες περιλαμβάνεται συμμετοχή στη молδαβική τράπεζα Victoria Bank, στην Bucuresti Leasing, σε εργοστάσια σωλήνων και καλτσών, σε εταιρεία παραγωγής χημικών οικιακής χρήσης κ.ά.

5.7 ALPHA TRUST

➤ Ποιοι Είμαστε

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

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

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

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

Η στρατηγική της εταιρίας διαμορφώνεται και οι επενδυτικές προτάσεις εγκρίνονται από το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο της Alpha Trust Innovation, που αποτελείται από τους:

• Χάρη Σταματόπουλο	Πρόεδρος
• Των Σιώτη	Αντιπρόεδρος
• Γεώργιο Βασαλάκη	Μέλος
• Τηλέμαχο Κιτσικόπουλο	Μέλος
• Σταύρο Αεούση	Μέλος
• Παναγιώτη Κανελλόπουλο	Μέλος
• David Gibbs	Μέλος

➤ Βασικές Κατηγορίες Επένδυσης

Σε κάθε αγορά ανά την υφήλιο, πέρα από το μέγεθος και την ανάπτυξη της, ο επενδυτής έχει ουσιαστικά τρεις βασικές επενδυτικές επιλογές: Τα **Προϊόντα**

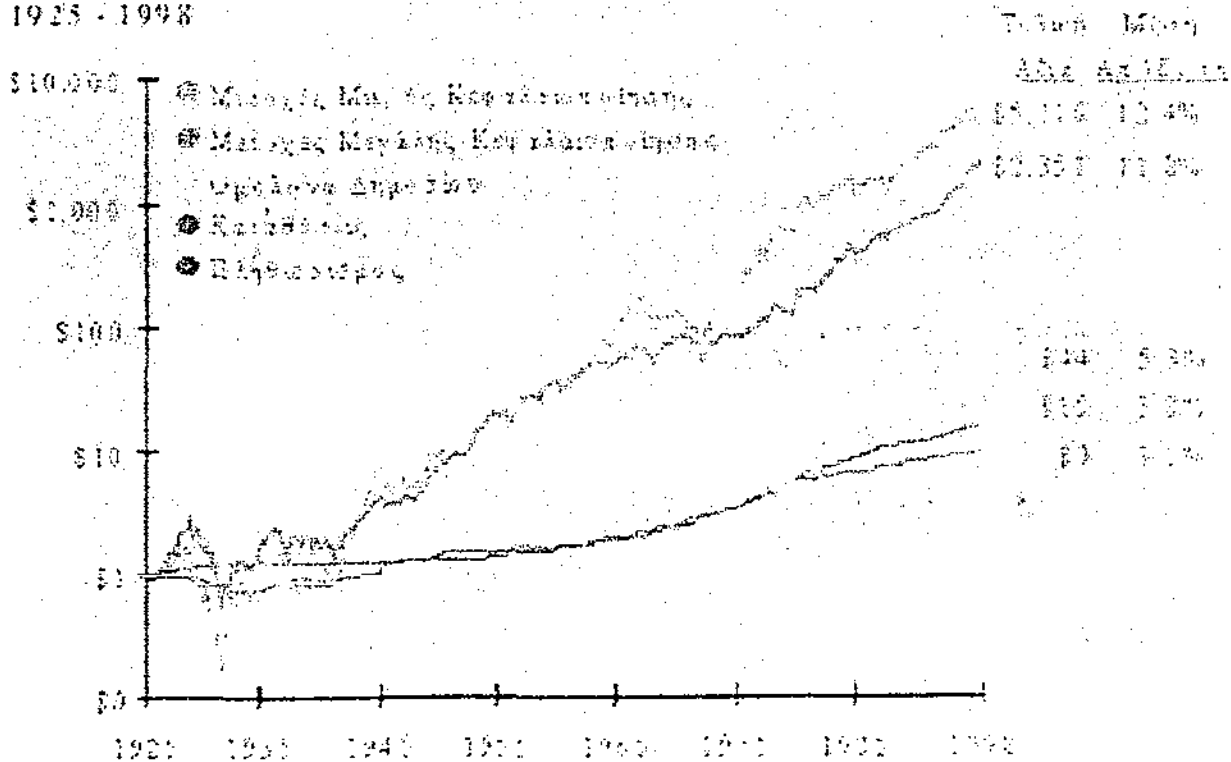
επένδυσης που αποτελούν τα βασικά εργαλεία με τα οποία ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει επένδυση, στις οποίες βασίζονται όλα σχεδόν τα διάφορα επενδυτικά εργαλεία, καθώς και τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της απόδοσης των βασικών κατηγοριών, στην πλέον ανεπτυγμένη αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών.

➤ Βασικά Χαρακτηριστικά Επένδυσης

- **Απόδοση** : Είναι η ωφέλεια που προκύπτει στον επενδυτή και προκύπτει από
 - Έσοδα
 - Υπεραξία
- **Κίνδυνος**: Είναι η πιθανότητα να μην πραγματοποιηθεί η αναμενόμενη απόδοση, καθώς και η πιθανότητα να υποστεί κανείς μείωση της αξίας του αρχικού κεφαλαίου του.
- **Ρευστότητα** : Είναι η ευκολία και η ταχύτητα με την οποία η επένδυση μπορεί να μετατραπεί σε ρευστά λαμβάνοντας υπόψη και το κόστος αυτής της μετατροπής.

Κάθε μορφή επένδυσης έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και προσφέρει ένα μοναδικό συνδυασμό απόδοσης - κινδύνου - ρευστότητας.

1925 - 1998



Υποθετική επένδυση 1 δολαρίου από το 1925.
 Περιλαμβάνει επανεπένδυση κεφαλαίου και δεν υπολογίζονται τυχόν κόστη συναλλαγής και φόροι.
 (Πηγή: Ibboston Associates)

➤ Που επενδύουμε

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

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

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

Πρωταρχικά όμως επενδύουμε σε ανθρώπους. Σε ανθρώπους που έχουν όχι μόνον το όραμα αλλά και την ικανότητα υλοποίησης του. Σε ανθρώπους που η εξέλιξη και η ανάπτυξη, με τη συνεχή υποστήριξη της Alpha Trust Innovation , θα αποτελεί πρόκληση. Σε ανθρώπους για τους οποίους το αριστεύειν είναι στάση ζωής.

Δομή Επένδυσης και Υποστήριξη Εταιριών

Η Alpha Trust Innovation επενδύει κατά μέσο όρο €1 εκ. συμμετέχοντας μειοψηφικά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών. Απώτερος σκοπός είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης - απο-επένδυση - σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 8 χρόνων ανάλογα με την πορεία της εταιρίας. Η απο-επένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο ή, κατόπιν συναίνεσης με τη διοίκηση και τους μετόχους, μέσω μεταβίβασης των συμμετοχών της Alpha Trust Innovation σε τρίτους.

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

Προσπαθούμε να υποστηρίξουμε σε στρατηγικό επίπεδο τις εταιρίες στις οποίες έχουμε επενδύσει, προσθέτοντας στοιχεία που βοηθούν τους επιχειρηματίες στη βελτίωση της οργάνωσης, στην επιβολή εσωτερικής πειθαρχίας, στην αναζήτηση αποτελεσμάτων και στη σταδιακή αναγνώριση της έννοιας της "αξίας των μετόχων" (shareholders value) Εκπρόσωπος της Alpha Trust Innovation συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιριών, παρακολουθώντας την πορεία τους και προσφέροντας τη γνώση και εμπειρία του. Προσπαθούμε να βοηθήσουμε, μεταξύ άλλων, στην ανάλυση της στρατηγικής της εταιρίας, στο σχεδιασμό της χρηματοοικονομικής της δομής, και στη στελέχωση της αυτό χρειαστεί, με νέα μέλη.

➤ Διαδικασία Επένδυσης

Κατ' αρχήν, θεωρούμε καλό να μελετήσουμε ένα σύντομο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρίας. Ακολουθεί μια πρώτη συνάντηση, όπου εάν διαπιστωθεί ότι οι στόχοι μας είναι κοινοί, συνεχίζουμε με σκοπό να "καταλάβουμε" την επιχείρηση όσο το δυνατόν καλύτερα.

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

Μας ενδιαφέρει να αντιληφθούμε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρίας όπου θα στηρίζουμε την ανάπτυξη. Επίσης, η ανάλυση των κινδύνων που πιθανώς να αντιμετωπίσει η εταιρία κατά την ανάπτυξη της, αφενός θα μας δώσει τη δυνατότητα να κατανοήσουμε καλύτερα την πιθανή επένδυση και αφετέρου θα βοηθήσει στην αντιμετώπιση τους.

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

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

Ας σημειωθεί ότι δίνουμε ιδιαίτερη σημασία στο κλίμα εμπιστοσύνης και στην ανάπτυξη μίας επικοινωνητικής σχέσης συνεργασίας μεταξύ των επιχειρηματιών και της Alpha Trust Innovation . Άλλωστε αν όλα πάνε καλά, θα συνεργαζόμαστε για αρκετό διάστημα. Ας μην ξεχνάμε ότι η επιτυχία της Alpha Trust Innovation θα είναι προϊόν της επιτυχίας των επενδύσεων της.

➤ **Private Equity/ Venture Capital**

Οι επενδύσεις **private equity** - "επιχειρηματικές συμμετοχές" - αφορούν τη χρηματοδότηση εταιριών μη εισηγμένων σε χρηματιστήριο, κυρίως με την απόκτηση συμμετοχής στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Η χρηματοδότηση συνήθως αποσκοπεί στην ταχύτερη ανάπτυξη της επιχείρησης, στην ενδυνάμωση του κεφαλαίου κίνησης και του ισολογισμού της εταιρίας, ή/και στην εξέλιξη νέων προϊόντων και υπηρεσιών. Η μορφή αυτή επένδυσης επίσης συχνά βοηθάει στην ομαλή επίλυση θεμάτων ιδιοκτησίας ή διοίκησης της εταιρίας που οδηγούν σε μετοχικές αναδιαρθρώσεις π.χ επιτρέποντας στη διοίκηση να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρίας ή δίνοντας λύση στο ζήτημα διαδοχής σε μια οικογενειακή επιχείρηση.

Το **venture capital** αποτελεί υποσύνολο του private equity, και αφορά κυρίως τη χρηματοδότηση κατά την ίδρυση αρχικά στάδια ή την περίοδο έντονης ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Στο εξωτερικό για παράδειγμα, οι περισσότερες επιτυχημένες εταιρίες τεχνολογίας αναπτύσσονται και ωριμάζουν με τη συμμετοχή εταιριών venture capital . Η Alpha Trust Innovation είναι πρωτοπόρος σε τέτοιες μορφές συμμετοχής στην Ελλάδα, έχοντας επενδύσει σε διάφορες εταιρίες που βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης.

➤ **Η Alpha Trust Innovation έχει επενδύσει στις παρακάτω εταιρίες, που βρίσκονται στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης τους:**

Logisys AE –Management Buy -In

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

<http://www.logisys.gr>

Vector Informatics Systems AE –Early -Stage

Η Vector Informatics Systems AE δραστηριοποιείται στην παραγωγή λογισμικού. Εξειδικεύεται στη δημιουργία και εγκατάσταση ολοκληρωμένων πληροφοριακών συστημάτων στο χώρο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Κύριοι πελάτες της VECTOR είναι διεθνούς κύρους εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην ποντοπόρο ναυτιλία, όπως η Stelmar, εισηγμένη στο New York Stock Exchange. Η Alpha Trust Innovation έχει αποκτήσει το 20% του μετοχικού κεφαλαίου της Vector.

<http://www.vector.gr>

Harmony Cruises A.N.E –Early –Stage

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

<http://www.harmonycruises.com>

Γνώμων Πληροφορική AE –Early-Stage

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

<http://www.gnomon.com.gr>

ΠΡΟΦΙΛ

Η εταιρεία Καινοτόμες Επιχειρήσεις Α.Ε. (iVen) είναι θερμοκοιτίδα καινοτόμων ιδεών με σκοπό την μετεξέλιξη τους σε επιτυχημένες εταιρείες. Η ίνβη δρα καταλυτικά στη διαδικασία σύστασης και έναρξης λειτουργίας καινοτόμων εταιρειών, με κύριο σκοπό την εξέλιξη τους σε κερδοφόρες και δυναμικές επιχειρήσεις. Η ίνβη είναι προσπάθεια της Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών (θυγατρικής της Εθνικής Τράπεζας).

Η λειτουργία της iVen έγκειται στον εντοπισμό επιχειρηματιών που διαθέτουν καινοτόμες ιδέες που μπορούν να εξελιχθούν σε επιτυχημένα επιχειρηματικά μοντέλα. Μετά την επιλογή ενός επιχειρηματικού σχεδίου, η iVen συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, με ποσό που μπορεί να φθάσει έως και τα 750 χιλιάδες ευρώ και ανάλογα με τις ανάγκες του επιχειρηματικού σχεδίου. Με τα κεφάλαια αυτά, η νεοσυσταθείσα εταιρεία (incubatee) καλύπτει τις πρώτες λειτουργικές της ανάγκες, αναπτύσσει και δοκιμάζει το μοντέλο του προϊόντος ή της υπηρεσίας της, ολοκληρώνει την απαραίτητη έρευνα αγοράς και συνάπτει τις απαραίτητες στρατηγικές συμμαχίες.

Κατά το χρονικό αυτό διάστημα, το οποίο μπορεί να φτάσει μέχρι τους 18 μήνες, η νέα εταιρεία στεγάζεται στις εγκαταστάσεις της iVen και λαμβάνει όλες τις προσφερόμενες υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας. Μετά την πάροδο του χρόνου τα επιχειρηματικά σχήματα θα είναι σε θέση να αρχίσουν την εμπορική ή παραγωγική τους λειτουργία σε δικές τους εγκαταστάσεις. Εφόσον απαιτείται περαιτέρω χρηματοδότηση, η iVen μπορεί να φέρει σε επαφή την εταιρεία με εταιρείες επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων ή με τράπεζες στην περίπτωση δανεισμού.

Κύρια κριτήρια επιλογής των επιχειρηματικών ιδεών, που επιλέγονται για ανάπτυξη μέσω της iVen, είναι η προοπτική του επιχειρηματικού σχεδίου, τα προσόντα της διοικητικής ομάδας και οι συνέργιες που μπορούν να επιτευχθούν μέσω της iVen. Τελικός στόχος της IVEN είναι η έξοδος της από τις εταιρείες που συμμετέχει, με μεταβίβαση του μεριδίου της σε στρατηγικούς επενδυτές ή την πώληση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και η εξασφάλιση υπεραξίας..

ΜΕΤΟΧΟΙ

Ο βασικός μέτοχος της iVen είναι:

Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών (NBGVC)



Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι θυγατρική της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και έχει αναλάβει τη διαχείριση της δραστηριότητας venture capital του Ομίλου της ΕΤΕ στην Ελλάδα και την ευρύτερη περιοχή της νοτιοανατολικής Μεσογείου. Η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες στους παρακάτω επενδυτικούς φορείς:

- Το NBG Greek Fund που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 44 εκ. ευρώ και επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στην Ελλάδα, ή μαζί με Ελληνικές επιχειρήσεις στη Δυτική Ευρώπη. Μέτοχος του φορέα είναι μόνο ο όμιλος της ΕΤΕ.
- Το NBG Emerging Fund που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 30 εκ. ευρώ και επενδύει κυρίως μαζί με Ελληνικές επιχειρήσεις στα Βαλκάνια, την Τουρκία και την Αίγυπτο. Μέτοχος του φορέα είναι μόνο ο όμιλος της ΕΤΕ.
- Το NBG TEGH FUND που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 60 εκ. ευρώ και επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τεχνολογίας στην Ελλάδα και στη Δυτική Ευρώπη. Μέτοχος του φορέα είναι ο όμιλος της ΕΤΕ, το European Investment Fund και η Γενική Τράπεζα.

Υπηρεσίες

ΧΩΡΟΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Η iVen διαθέτει ένα χώρο γραφείων 450τ.μ. στην Καλλιθέα τον οποίο έχει κατανειμί ως εξής:

- 75 τ.μ. για τη διοίκηση της iVen
- 250 τ.μ. χώρος για τους incubatees
- 50 τ.μ. για αίθουσες συνεδριάσεων
- 75τ.μ. κοινόχρηστων χώρων

Οι εγκαταστάσεις διατίθενται στις εταιρείες που συμμετέχουν στη θερμοκοιτίδα ως μέρος της επενδυτικής πρότασης της iVen . Είναι εξοπλισμένες με σύγχρονο εξοπλισμό και τεχνολογικά μέσα και συμπεριλαμβάνουν γραμμές πρόσβασης στο διαδίκτυο υψηλής ταχύτητας, και σύγχρονη τηλεφωνική υποδομή. Κάθε incubatee έχει δικό του γραφείο και δικαιούται να χρησιμοποιεί τις κοινόχρηστες αίθουσες συνεδριάσεων, τα μηχανήματα φαξ και φωτοτυπιών καθώς και τις υπηρεσίες της γραμματείας και της διοίκησης. Οι incubatees αναλαμβάνουν τις επιπρόσθετες δαπάνες, όπως τέλη τηλεφωνικών κλήσεων, αναλώσιμων και χρήση εξειδικευμένων υπηρεσιών.

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΘΟΔΗΓΗΣΗ

Η διοικητική ομάδα παρέχει στρατηγική καθοδήγηση στους incubatees σχετικά με τη τοποθέτηση τους στην αγορά, το επιχειρηματικό μοντέλο ανάπτυξης και τον προσδιορισμό των τάσεων της αγοράς. Επιπρόσθετα, η iVen συμβουλεύει ενεργά τους incubatees σε θέματα καθημερινής διαχείρισης και λειτουργίας. Η iVen συνεργάζεται με τους incubatees για την διαμόρφωση συμφωνιών, κοινοπραξιών, στρατηγικών συμμαχιών και μάρκετινγκ.

ΔΙΚΤΥΟ ΕΠΑΦΩΝ

Στους incubatees δίνεται πρόσβαση στο ευρύ επιχειρηματικό δίκτυο της iVen και των μετόχων της. Έτσι αποκτούν σχέσεις με την κοινότητα των επιχειρηματικών συμμετοχών, των τραπεζών και της βιομηχανίας. Κατ' αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η πρόσβαση σε άλλες πηγές χρηματοδότησης καθώς και η άμεση δυνατότητα πώλησης προϊόντων ή παροχής υπηρεσιών σε συνδεδεμένες εταιρείες. Τα παραπάνω επιτρέπουν τη δοκιμή του προϊόντος ή της υπηρεσίας, την βελτίωση τους καθώς και την γρηγορότερη προσαρμογή της εταιρίας στις ανάγκες και συνθήκες της αγοράς.

ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΕΣ

Η iVen παρέχει στους incubatees συμβουλές και καθοδήγηση σε θέματα στρατηγικής, πωλήσεων και μάρκετινγκ μέσω της διοικητικής ομάδας, εξωτερικών συμβούλων ή του δικτύου των επαφών της.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ

Η iVen παρέχει στους incubatees τις υπηρεσίες της Price Waterhouse Coopers (PwC), κορυφαίας εταιρείας ελεγκτών και φορολογικών συμβούλων. Μέρος των υπηρεσιών που παρέχει η PwC στο νομικό επίπεδο περιλαμβάνει βοήθεια για σύσταση νέας εταιρείας, καθώς και τη σύνταξη συμφωνιών παραχώρησης δικαιωμάτων και τη διασφάλιση της προστασίας της πνευματικής ιδιοκτησίας.

Η PwC παρέχει επίσης την αναγκαία χρηματοοικονομική παρακολούθηση και τις ελεγκτικές υπηρεσίες καθώς και τη χρηματοοικονομική διαχείριση για τη διατήρηση μιας υγιούς επιχείρησης. Είναι προφανές ότι, κατά τα αρχικά στάδια ανάπτυξης της εταιρείας, η σαφήνεια σχετικά με την οικονομική της κατάσταση και ο έλεγχος των προϋπολογισμών αποτελούν κρίσιμα στοιχεία για την μακροπρόθεσμη επιτυχία της.

ΕΞΕΥΡΕΣΗΣ ΣΤΕΛΕΧΩΝ

Η iVen βοηθάει τους incubatees στην πρόσληψη βασικών στελεχών, ανάλογα με τις ανάγκες του επιχειρηματικού σχεδίου. Η iVen χρησιμοποιεί τις επαφές από το δίκτυο της και τις υπηρεσίες εξειδικευμένων εταιρειών εξεύρεσης στελεχών. (Egon Zehnder Stockdale Associates & Adecco)

ΥΠΟΣΤΗΡΙΞΗΣ

Η iVen χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες της Microsoft που ενεργεί ως τεχνικός συνεργάτης. Οι παρεχόμενες υπηρεσίες περιλαμβάνουν:

- Μειωμένες τιμές στα προϊόντα της Microsoft
- Βοήθεια στην τεχνική αξιολόγηση
- Διεθνείς επαφές και δυνατότητα συμμετοχής στο τεχνολογικό πάρκο της Microsoft στην Γαλλία.

Επίσης η iVen συνεργάζεται με την εταιρία Ideal Systems, εξειδικευμένη εταιρεία σε θέματα τεχνολογίας και πληροφορικής για την παροχή υπηρεσιών υποστήριξης σε σύγχρονα συστήματα πληροφοριών. Η Ideal παρέχει την αναγκαία τεχνολογική υποδομή για τη στέγαση των incubatees καθώς και την λειτουργική τους υποστήριξη. Σε περίπτωση που κάποιος από τους incubatees χρειασθεί εξειδικευμένη υποστήριξη στον τομέα της τεχνολογίας και πληροφορικής, η εταιρία Ideal είναι σε θέση να την παράσχει, έναντι επιπρόσθετης αμοιβής.

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ

Η iVen επενδύει και υποστηρίζει επιχειρηματικά σχέδια σε όλες τους κλάδους της οικονομίας. Δίνει έμφαση σε επιχειρηματικά σχέδια που μπορούν να επωφεληθούν σε μέγιστο βαθμό από τους πόρους που προσφέρει και που χρησιμοποιούν κατά το μέγιστο δυνατό τις διαθέσιμες δυνατότητες της θερμοκοιτίδας. Ωστόσο, η εμπειρία έχει δείξει ότι οι εταιρείες που εμπίπτουν στο ανωτέρω μοντέλο και χρησιμοποιούν περισσότερο το μοντέλο της iVen προέρχονται συνήθως από τον τομέα της τεχνολογίας και πληροφορικής, έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους τομείς της Ελληνικής οικονομίας

Κατά την αξιολόγηση μιας επιχειρηματικής πρότασης λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα κριτήρια:

1 Προσόντα της διοικητικής ομάδας

- Σχετική εμπειρία
- Αποφασιστικότητα και αφοσίωση
- Ποιότητα
- Ηγετικά προσόντα

1 Επιχειρηματικό μοντέλο και προϊόν/υπερεσία

- Διπλώματα ευρεσιτεχνίας
- Ανάγκη της αγοράς για το συγκεκριμένο προϊόν /υπηρεσία
- Βιωσιμότητα του επιχειρηματικού μοντέλου
- Κεφάλαιο κίνησης και επενδυτικές ανάγκες
- Δυνατότητα επέκτασης και σε άλλες αγορές
- Επίπεδο του υφιστάμενου ανταγωνισμού
- Εμπόδια στην είσοδο νέων ανταγωνιστών
- Ενδεχόμενες συνεργασίες
- Κόστος /βιωσιμότητα των προτεινόμενων δραστηριοτήτων μάρκετινγκ
- Ενδεχόμενες συνεργασίες με εταιρείες που συμμετέχουν στη θερμοκοιτίδα
- Προτεινόμενο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης του επιχειρηματικού σχεδίου
- Επιχειρηματικοί κίνδυνοι

2 Επενδυτικά κριτήρια

- Ανάγκες χρηματοδότησης έναντι προσφερόμενης εταιρικής συμμετοχής
- Στάδιο της επένδυσης
- Διάρθρωση συμφωνίας μετόχων
- Συμβατότητα με τους υφιστάμενους incubatees
- Διαθεσιμότητα των μελών της διοικητικής ομάδας για υποστήριξη της εταιρίας

Η επιχειρηματική πρόταση υποβάλλεται σε μια διαδικασία ελέγχου και αξιολόγησης σύμφωνα με τα παραπάνω κριτήρια. Το επόμενο βήμα περιλαμβάνει νομικό και λογιστικό έλεγχο (due diligence). Η διοικητική ομάδα της iVen προβαίνει σε χρηματοοικονομική εξέταση και αποτίμηση, ελέγχει τις τεχνικές δυνατότητες και αξιολογεί το σύνολο της προτεινόμενης επένδυσης. Μετά την ολοκλήρωση της έρευνας αυτής, η επενδυτική επιτροπή παίρνει την τελική απόφαση για την πραγματοποίηση ή όχι της επένδυσης.

- Τι είναι οι Θερμοκοιτίδες Επιχειρήσεων;
 - Σε ποιους κλάδους απευθύνεται η iVen;
 - Τι χρηματικά ποσά στοχεύει να επενδύει η iVen;
 - Ποιοι μπορούν να υποβάλλουν προτάσεις προς χρηματοδότηση;
-

Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων (incubators) λειτουργούν ως καταλύτης κατά τη διαδικασία σύστασης και ανάπτυξης εταιρειών. Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων αναλαμβάνουν νέες εταιρείες (ίπανο3ίθ65), τις οποίες βοηθούν να επιβιώσουν και να αναπτυχθούν κατά το αρχικό στάδιο λειτουργίας τους, όταν είναι περισσότερο ευάλωτες. Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων παρέχουν:

- Χρηματοδότηση με αρχικό κεφάλαιο
- Χώρο στην θερμοκοιτίδα, κάτω από συνθήκες ευέλικτες και οικονομικά προσιτές με δυνατότητα επέκτασης.
- Κοινές υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένης γραμματειακής υποστήριξης και από κοινού χρήσης του εξοπλισμού γραφείου.
- "Εμπρακτη" διοικητική βοήθεια και παροχή συμβουλών
- Προγραμματισμένες επαφές με σημαντικές επιχειρήσεις τεχνικής υποστήριξης

-Υπηρεσίες δικτύωσης (εταιρικές σχέσεις, αλληλεπίδραση και ανταλλαγή ιδεών)

-Υπηρεσίες μεταγενέστερης υποστήριξης και αναζωογόνησης

Κύριος στόχος του προγράμματος της θερμοκοιτίδας είναι η δημιουργία επιτυχημένων επιχειρήσεων, που κατά την αποχώρησή τους από την θερμοκοιτίδα μετά από προκαθορισμένο χρονικό διάστημα θα είναι οικονομικά βιώσιμες και αυτοδύναμες. Τα προγράμματα αυτά συμβάλλουν στη διαφοροποίηση των οικονομιών, στην εμπορευματοποίηση των τεχνολογιών, στη νέων θέσεων εργασίας και στην παραγωγή πλούτου.

❖ Σε ποιους κλάδους απευθύνεται η iVen;

Δεν υπάρχουν προτιμώμενες περιοχές ειδίκευσης όσον αφορά τους κλάδους ή τους τύπους επιχειρηματικών σχεδίων που θα περιληφθούν στην iVen. Δίνεται έμφαση σε επιχειρήσεις που μπορούν να επωφεληθούν σε μέγιστο βαθμό από τους πόρους που προσφέρει Η iVen και να χρησιμοποιήσουν κατά το μέγιστο δυνατό τις διαθέσιμες δυνατότητες της θερμοκοιτίδας. Ωστόσο, η εμπειρία έχει δείξει ότι οι εταιρείες που εμπίπτουν στο ανώτερο μοντέλο και χρησιμοποιούν περισσότερο το μοντέλο της iVen προέρχονται συνήθως από τον τομέα της τεχνολογίας των πληροφοριών, έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους τομείς της οικονομίας.

❖ Τι χρηματικά ποσά στοχεύει να επενδύει η iVen;

Η iVen στοχεύει να επενδύει έως και 750 χιλ. ευρώ σε κάθε συμμετέχοντα στη θερμοκοιτίδα. Αυτό το όριο είναι απόλυτο, αλλά κατά ειδική περίπτωση η iVen μπορεί να εξετάσει και ελαφρό μεγαλύτερες επενδύσεις.

❖ Ποιοι μπορούν να υποβάλλουν προτάσεις προς χρηματοδότηση;

Οποιοδήποτε έχουν νέες καινοτόμες ιδέες που έχουν δυναμική να δημιουργήσουν νέες αγορές ή να βελτιώσουν ριζικά υπάρχουσες αγορές είναι ευπρόσδεκτοι να στείλουν τις προτάσεις τους στην iVen. Πρέπει όμως να έχουν πολύ στενή επαγγελματική ή ερευνητική επαφή με το χώρο στον οποίο θέλουν να απευθυνθούν και διάθεση να αφιερωθούν ολοκληρωτικά στο όραμα τους. Ιδιαίτερα ευπρόσδεκτες είναι προτάσεις από ερευνητικές ομάδες πανεπιστημίων ή ερευνητικών κέντρων, από

ομάδες φοιτητών τεχνολογικών ή οικονομικών σχολών, και από καταξιωμένα στελέχη επιχειρήσεων όλων των κλάδων που έχουν πολύ καλή γνώση του χώρου τους και καινοτόμες ιδέες. Επίσης ευπρόσδεκτες είναι και προτάσεις από υπάρχουσες επιχειρήσεις ή άλλους οργανισμούς που θέλουν να επεκταθούν σε νέες αγορές ή να λανσάρουν ένα νέο προϊόν ή υπηρεσία.

5.8 TANEO

Στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας με βάση τις κατευθύνσεις που έχει δώσει ο υπουργός μελετούν την προοπτική ανάπτυξης του θεσμού του venture capital. Σύμφωνα με τους άξονες του θεσμικού πλαισίου το Δημόσιο θα ενισχύσει στα επόμενα τέσσερα χρόνια τις επιχειρήσεις της νέας οικονομίας με 500 εκατομμύρια ευρώ. Πρόκειται για κεφάλαια τα οποία θα διατεθούν στις εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), οι οποίες και με ίδια κεφάλαια θα ενισχύσουν τις επιχειρήσεις που θα επενδύουν στη νέα τεχνολογία.

Πρόκειται για ένα από τα μέτρα που αποφάσισε η κυβέρνηση, το οποίο σε συνδυασμό με τη μείωση της φορολογίας στις επιχειρήσεις και άλλα κίνητρα, αποσκοπεί στην τόνωση της επιχειρηματικότητας.

Ειδικότερα, το Δημόσιο θα ιδρύσει εταιρεία επενδύσεων, το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας, το οποίο θα συνεισφέρει μέχρι το τέλος του 2004, συνολικά 500 εκατομμύρια ευρώ στα venture capital που θα χρηματοδοτήσουν:

- Πρώτον, επενδύσεις σε τομείς της νέας τεχνολογίας.
- Δεύτερον, βραβεία που θα δοθούν σε πρότυπα προγράμματα ανάπτυξης νέων τεχνολογιών που έχουν σημαντική πολλαπλασιαστική επίπτωση στην οικονομία.
- Τρίτον, υποτροφίες για σπουδές σε τομείς της νέας τεχνολογίας, ιδιαίτερα σε νέους επιχειρηματίες.

Στόχος είναι να ενισχυθεί η επιχειρηματικότητα ιδιαίτερα προς την κατεύθυνση της ανάπτυξης της νέας οικονομίας, να ενθαρρυνθούν οι βιώσιμες και κερδοφόρες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες στους τομείς αυτούς και να αυξηθεί η απασχόληση. Επίσης την τετραετία 1994 - 1998 δημιουργήθηκαν κατά μέσο όρο κάθε χρόνο 84.000 επιχειρηματικές πρωτοβουλίες ενώ την ίδια στιγμή διέκοπταν τη λειτουργία τους 61.000, με αποτέλεσμα η καθαρή δημιουργία νέων

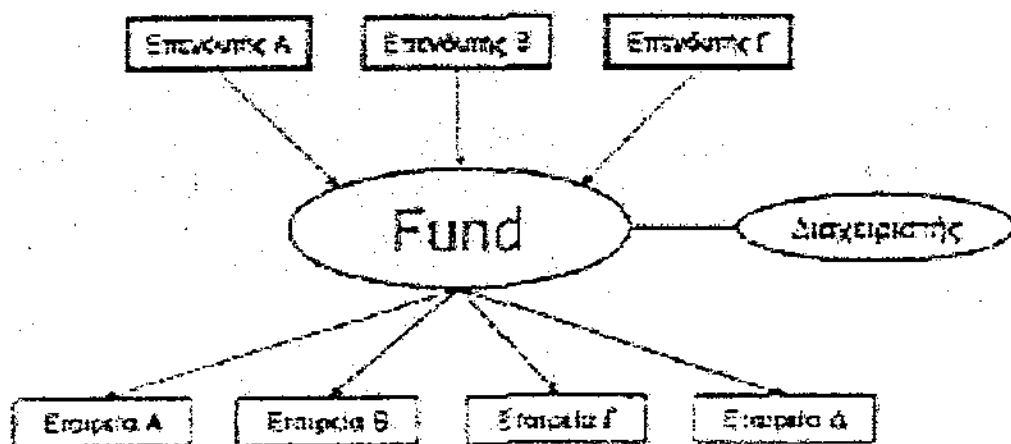
επιχειρήσεων να είναι 23.000 το χρόνο. Στόχος είναι να αυξηθεί ο αριθμός των βιώσιμων πρωτοβουλιών, ο οποίος μπορεί να επιτευχθεί αν αυτές κατευθυνθούν στις νέες τεχνολογίες.

Το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (TANEΟ) θα χρηματοδοτήσει με 29 εκατομμύρια ευρώ το 2003 και 87 εκατομμύρια EURO το 2004 τις εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων που θα στηρίζουν επενδύσεις επιχειρήσεων σε τομείς της νέας τεχνολογίας. Το Ταμείο και τα venture capital θα δημιουργούν ένα κοινό ταμείο, στο κεφάλαιο του οποίου θα συνεισφέρουν από 50%. Το κάθε κοινό ταμείο θα έχει μέγεθος 9-15 εκατομμύρια EURO. Τις αποφάσεις για τα επενδυτικά σχέδια που θα στηρίζονται από το κοινό ταμείο θα λαμβάνει το venture capital με βάση τη βιωσιμότητα τους, προοπτικές κερδοφορίας τους και άλλα κριτήρια.

Ο θεσμός αυτός είναι ανεπτυγμένος στις ΗΠΑ όπου τα venture capital ενισχύουν εταιρείες που βρίσκονται στο χρηματιστήριο ή έχουν προοπτική να εισαχθούν. Στόχος τους είναι να κερδίσουν υπεραξίες από τις μετοχές που παίρνουν ως αντάλλαγμα για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων των συγκεκριμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται κυρίως στη νέα τεχνολογία. Το μέγιστο ύψος της χρηματοδότησης ανά επιχείρηση, σύμφωνα με το σχέδιο της κυβέρνησης, είναι 1 εκατομμύριο EURO. Στόχος είναι να επεκταθεί η διείσδυση του Ίντερνετ στη ελληνική οικονομία, η οποία πάντως αυτή τη στιγμή παρουσιάζει τους υψηλότερους ρυθμούς στην Ευρώπη.

Στο υπουργείο Εθνικής Οικονομίας εκτιμούν ότι μέσω της ενίσχυσης του θεσμού των venture capital θα δημιουργηθούν προϋποθέσεις μεγαλύτερης ευελιξίας για τη στήριξη των επενδύσεων « έξω » από το τραπεζικό σύστημα και το καθεστώς των αναπτυξιακών νόμων, τα οποία απαιτούν αλληπάλλληλες εγκρίσεις και χαρακτηρίζονται από γραφειοκρατικές διαδικασίες. Στο υπουργείο Εθνικής Οικονομίας έχουν ως πρότυπο τη λειτουργία του θεσμού των venture capital στις ΗΠΑ.

Τυπικό σχήμα VC Fund



Ύψος επενδύσεων ΕΠΕΚ.

Το μέγιστο και ελάχιστο ύψος των επενδύσεων είναι ευθέως ανάλογο του ύψους των διαθέσιμων κεφαλαίων. Ο μέσος όρος του ύψους των επενδύσεων ως ποσοστό του μετοχικού κυμαίνεται περί το 15%. (ΠΙΟΣΑ ΣΕ EURO)

ΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΝΟΜΙΚΗ ΜΟΡΦΗ	ΥΨΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΥΨΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	
			ΜΕΓΙΣΤΟ	ΕΛΑΧΙΣΤΟ
NOVELL INVESTMENTS	LTD	26.412.326	2.350.000/9%	450.000
EQUITY FUND	Α.Ε.	43.824.000	5.000.000/15%	1.470.000
TRUST INNOVATION	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	11.152.000	1.470.000/15%	150.000
	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	3.815.114	20%	
ΕΛΛ. ΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔ.	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	4.762.000	1.430.000/30%	220.000
BAL CAPITAL INVESTORS I	S.A.			
BAL CAPITAL INVESTORS II	S.A.	200.000.000		
ΑΝΑΠΤ. Β. ΕΛΛΑΔΟΣ	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	5.869.406	400/20%	295.000
ON CAPITAL	LTD	30.500.367	1.000 / 15%	1.470.000
ΕΠ. ΑΝΑΠΤ. ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΑΕ	38.815.604	1.470.000	-
ΕΠΙΧ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Α.Ε.	70.432.869	4.200.000/7%	400.000
CORP CAPITAL	LTD	7.336.757	1.470.000	-
ΕΠΙΧ.	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	6.180.484	1.470.000/ 20%	587.000
ΕΠΙΧ.	Α.Ε.	*1.467.351	-	-
PRIMUM	Α.Ε.Κ.Ε.Σ.	2.934.703	1.470.000/20%	735.000
GREEK FUND (ΚΥΠΡΟΣ)	LTD	58.694.057	5.870.000/10%	880.000
	Α.Ε.	26.482.759	2.640.000/8%	150.000

5.9 Πολιτικές Προωθήσεως των Κεφαλαίων Έπιχειρηματικών Συμμετοχών.

Σύμφωνα με τον Ο.Ο.Σ.Α. η Πολιτεία έχει την δυνατότητα, λαμβάνοντας τα κατάλληλα χρηματοδοτικά & θεσμικά μέτρα, να αυξάνει την προσφορά κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Οι χώρες μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. στην προσπάθειά τους να κινητοποιήσουν κεφάλαια για την χρηματοδότηση μικρομεσαίων & καινοτόμων επιχειρήσεων, ασκούν πολιτική ενισχύσεως των κεφαλαίων αυτών μέσω ειδικών προγραμμάτων. Τα προγράμματα αυτά στοχεύουν αφ' ενός στην κάλυψη της ελλείψεως ιδιωτικών κεφαλαίων που υπάρχει σε μικρές νέες επιχειρήσεις και ιδιαιτέρως σε επιχειρήσεις νέας τεχνολογίας & καινοτομίας και αφ' ετέρου στην υποκίνηση του ιδιωτικού τομέα να χρηματοδοτεί με μακροπρόθεσμα κεφάλαια αυτές τις επιχειρήσεις, ώστε να καταστούν βιώσιμες συμβάλλοντας στην οικονομική ανάπτυξη.

Σύμφωνα με σχετική μελέτη του Ο.Ο.Σ.Α., υπάρχουν δύο τύποι κυβερνητικών μέτρων: τα *άμεσα* και τα *έμμεσα* μέτρα

Τα *έμμεσα* μέτρα στήριξης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) που πρέπει να λαμβάνει κάθε χώρα, αφορούν τη δημιουργία καταλλήλου οικονομικού περιβάλλοντος με τη δημιουργία λειτουργικού θεσμικού & νομικού πλαισίου. Η πολιτεία μπορεί να ενθαρρύνει την ανάπτυξη της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς, να παροτρύνει τα πιστωτικά ιδρύματα να παρέχουν έναν ευρύ κύκλο προϊόντων, να βοηθήσει στη δημιουργία δικτύων μεταξύ μικρών & μεγάλων επιχειρήσεων και γενικώς να λαμβάνει κάθε δυνατό μέτρο για την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας.

Με τη δημιουργία καταλλήλου θεσμικού πλαισίου, η πολιτεία μπορεί να δημιουργήσει θετικό κλίμα τόσο για τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών όσο και για τις νέες μικρές & καινοτόμες επιχειρήσεις καθώς,

επίσης, να προκαθορίσει -εμμέσως- τους τύπους των χρηματοοικονομικών εργαλείων που σχεδιάζονται & χρησιμοποιούνται από την αγορά. Σε γενικές γραμμές τα έμμεσα μέτρα που λαμβάνονται μπορούν να επηρεάσουν:

- Την διαφάνεια στον τρόπο Φορολογήσεως (TAX TRANSPARENCY) :

Το εισόδημα από τα κέρδη των επενδύσεων φορολογείται αρχικώς στην πηγή δηλαδή στην επενδυσιδόχο εταιρεία (investee) ενώ στη συνέχεια τα ίδια κέρδη επαναφορολογούνται έχοντας πλέον αποτελέσει έσοδο της Ε.Κ.Ε.Σ. και μετά βεβαίως την αφαίρεση των δαπανών της. Αυτό έχει σαν συνέπεια την διπλή φορολόγηση του ιδίου εισοδήματος με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση των επενδυτών.

- Το συντελεστή Φορολογία των κεφαλαιακών κερδών :

Ο συντελεστής φορολογίας των κεφαλαιακών κερδών επηρεάζει την διάθεση των επιχειρηματιών να δημιουργήσουν νέες επιχειρήσεις ενώ μια ουσιαστική μείωση του θα συνέτεινε στη δημιουργία θετικού επιχειρηματικού κλίματος.

- Η προστασία της πνευματικής ιδιοκτησία (intellectual

property protection) : Για πολλές επιχειρήσεις στα αρχικά τους στάδια (early stage) η προστασία των πνευματικών τους δικαιωμάτων αποτελεί σχεδόν το σύνολο του κεφαλαίου τους. Είναι επιτακτική η ανάγκη προστασίας των πνευματικών δικαιωμάτων με την επιβολή αποτελεσματικού συστήματος προστασίας των ευρεσιτεχνιών.

- Οι αγορές κεφαλαίου :

Η πολιτεία πρέπει να λαμβάνει κατάλληλα μέτρα, ενισχύοντας & διευρύνοντας τους μηχανισμούς εξόδου από μία επιχείρηση (χρηματιστηριακές αγορές) ώστε να αυξάνεται η ρευστότητα για τους επενδυτές. Επί πλέον, απαιτούνται ρυθμίσεις για την δημιουργία μιας συνολικώς αποτελεσματικότερης κεφαλαιαγοράς, η οποία θα δημιουργεί κλίμα εμπιστοσύνης στους επενδυτές.

- Δίκτυα πληροφόρησης : Η πολιτεία έχει την δυνατότητα να βελτιώσει την διάχυση των πληροφοριών, φέρνοντας σε επαφή τους επιχειρηματίες που χρειάζονται χρηματοδότηση με πιθανούς επενδυτές. Οι εποπτικοί φορείς ή οι κλαδικές ενώσεις μπορούν να εκδίδουν ενημερωμένους καταλόγους με αναλυτική παρουσίαση των πηγών αντλήσεως κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Επίσης, σε μερικές χώρες εμφανίσθηκαν τα δίκτυα 6υ.5ίηθ55 αη9θί5 ώστε, ατύπως, να μεταφέρεται κεφάλαιο και κυρίως τεχνογνωσία διοικητικής & χρηματοοικονομικής φύσεως, από πλούσιους ιδιώτες σε καινοτόμες νέες επιχειρήσεις κυρίως στο αρχικό στάδιο της επένδυσης.

Τα άμεσα κυβερνητικά μέτρα αναφέρονται σαν Ειδικά Δημόσια Κεφαλαιουχικά Σχήματα (publicly-funded schemes), τα οποία είναι, κυρίως, προγράμματα παροχής χρηματοοικονομικών κινήτρων ή παροχής άμεσου συμμετοχής σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου ή δίνονται με την μορφή κρατικών δανείων. Οι ανωτέρω παροχές μπορεί να δίνονται σε Εταιρίες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών ή να παρέχονται κατ' ευθείαν σε επιλέξιμες μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Εκτός των ανωτέρω, ο Ο.Ο.Σ.Α. προτείνει και συγκεκριμένα μέτρα δημοσίων παρεμβάσεων τοξ οποία στοχεύουν στην ενθάρρυνση της προσφοράς κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και τα οποία μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κύριες κατηγορίες:

I Την άμεση προσφορά κεφαλαίου σε Ε.Κ.Ε.Σ. ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις : Η προσφορά του κεφαλαίου αυτού μπορεί να γίνει ή με την άμεση συμμετοχή του κράτους στο κεφάλαιο των Ε.Κ.Ε.Σ., είτε με άμεση επένδυση κρατικών κεφαλαίων σε μικρές επιχειρήσεις ή τέλος με χαμηλότοκα & μακροπρόθεσμα κυβερνητικά δάνεια τα οποία μπορεί να δίνονται είτε σε Ε.Κ.Ε.Σ. είτε απευθείας σε μικρές επιχειρήσεις.

II Χρηματοοικονομικά κίνητρα για Επενδύσεις κεφαλαίων σε Ε.Κ.Ε.Σ. ή σε μικρές επιχειρήσεις:

Τα κίνητρα αυτά μπορεί να είναι:

- φορολογικές απαλλαγές ή ελαφρύνσεις,
- εγγυήσεις επί μέρους του τραπεζικού δανείου το οποίο χρειάζεται η επιχείρηση,
- εγγύηση για ένα ποσοστό των απωλειών των επενδύσεων των Ε.Κ.Ε.Σ. σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου.

III. Ρυθμίσεις για τους επενδυτές. Τα μέτρα αυτά αναφέρονται σε νομοθετικές ρυθμίσεις που επιτρέπουν σε θεσμικούς επενδυτές ,όπως τα ασφαλιστικά ταμεία (pension funds), οι ασφαλιστικές εταιρίες ,τα αμοιβαία κεφάλαια να επενδύουν σε Ε.Κ.Ε.Σ

Εκτός των εθνικών προγραμμάτων, πολλές χώρες παρέχουν ενισχύσεις σε τοπικό & περιφερειακό επίπεδο. Τέτοια προγράμματα, τα οποία στοχεύουν στην οικονομική ανάπτυξη μειονεκτικών περιοχών, εφαρμόζουν οι Η.Π.Α., η Ε.Ε. αλλά και χώρες-μέλη της, όπως ή Ιταλία, η Ισπανία και η Ιρλανδία.

5.10 Μέτρα Αυξήσεως της προσφορής κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών

5.10.1. Κρατικές Μετοχικές Επενδύσεις (government equity investments).

Οι άμεσες κρατικές επενδύσεις είναι ο πιο προσφιλής & εύκολος τρόπος αυξήσεως των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών σε μια οικονομία. Οι επενδύσεις αυτές μπορούν να γίνονται είτε με παροχή κρατικών κεφαλαίων σε ιδιωτικές Ε.Κ.Ε.Σ., οι οποίες στη συνέχεια υποχρεούνται να επενδύουν σε επιχειρήσεις, είτε με την δημιουργία κρατικών Ε.Κ.Ε.Σ. ή τέλος, με τη δημιουργία υβριδικών σχημάτων με κρατικά και ιδιωτικά κεφάλαια (hybrid funds). Σκοπός των μετοχικών αυτών προγραμμάτων είναι να ελέγξουν τα προβλήματα ανεπάρκειας στη διαθέσιμη ρευστότητα για ορισμένες κατηγορίες επενδύσεων ενώ στοχεύουν, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη παράγραφο, στη βοήθεια & τόνωση επιχειρήσεων στα αρχικά στάδια.

Κατά τον σχεδιασμό των προγραμμάτων των κρατικών μετοχικών επενδύσεων πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν οι εξής παράγοντες:

α. Κύριος στόχος είναι κάλυψη της έλλειψης κεφαλαίου. Οι κρατικές επενδύσεις κατευθύνονται σε εκείνες τις επιχειρήσεις που δεν έχουν δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από άλλες εναλλακτικές πηγές χρηματοδοτήσεων.

β. Το μέγεθος του κεφαλαίου. Κάθε Κεφάλαιο έχει συγκεκριμένο κόστος & λειτουργικά έξοδα ενώ το μέγεθος του κεφαλαίου πρέπει να είναι τέτοιο ώστε να εξασφαλίζεται η απρόσκοπτη λειτουργία του μέχρι να επιτευχθούν οι προσδοκώμενες αποδόσεις των επενδύσεων.

γ. Υποστήριξη στον τομέα της διαχείρισεως. Τα δημόσια κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών όπως ακριβώς και τα ιδιωτικά δεν πρέπει να παρέχουν μόνο κεφάλαια αλλά γενικότερη στήριξη παρέχοντας τεχνογνωσία σε θέματα διαχείρισεως, στρατηγικής, μάρκετινγκ κ.λ.π.

δ. Προσθετικότητα. Στόχος των προγραμμάτων πρέπει να είναι η ενθάρρυνση του ιδιωτικού τομέα, ώστε να μεγιστοποιήσει την συμμετοχή του και να δημιουργηθεί μια εμπορικά βιώσιμη αγορά κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Αυτό, ασφαλώς, προϋποθέτει την ύπαρξη μιας αξιόλογης αγοράς κεφαλαίου.

ε. Διάρκεια. Τα προγράμματα αυτά πρέπει να έχουν ορισμένη διάρκεια και καθώς αναπτύσσεται ο ιδιωτικός τομέας η δημόσια παρέμβαση να μειώνεται.

5.10.2. Κρατικά Δάνεια (government loans)

Τα κράτη έχουν την δυνατότητα να δημιουργήσουν προγράμματα χρηματοδοτήσεως τόσο των Ε.Κ.Ε.Σ. όσο και μικρών επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας. Συνήθως, αυτός ο δανεισμός λειτουργεί προσθετικός και το είδος της χρηματοδοτήσεως που παρέχει δεν μπορεί να διατεθεί από άλλες πηγές ή τα δάνεια αυτά προσφέρονται με πολύ ευνοϊκότερους όρους από αυτούς που ισχύουν στην ελεύθερη αγορά. Οι όροι αυτοί μπορεί να είναι: α. προνομιακά επιτόκια, β. μακροπρόθεσμα δάνεια &

γ. μη επιστρέψιμες οφειλές στις περιπτώσεις χρεοκοπίας του δανειζόμενου. Το μειονέκτημα των προγραμμάτων κρατικών δανείων είναι ο υψηλός, απρόβλεπτος & μεταβαλλόμενος βαθμός αθέτησης των υποχρεώσεων ο οποίος θέτει περιορισμούς στους εθνικούς προϋπολογισμούς.

Κατά τον σχεδιασμό των προγραμμάτων των εθνικών δανείων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι εξής παράγοντες:

α. Η ικανότητα εξυπηρέτησης των οφειλών : Οι εταιρείες στα αρχικά τους στάδια συνήθως έχουν αρνητικές ταμειακές ροές και συνεπώς μειωμένη δυνατότητα πληρωμής τόκων έως ότου η επιχείρησή τους δημιουργήσει θετικές ταμειακές ροές.

β. Το ποσοστό χρηματοδότησεως : Τα περισσότερα προγράμματα θέτουν ένα όριο στο ποσοστό χρέους της επιχείρησης που παρέχουν. Το όριο αυτό συνήθως δεν ξεπερνάει το 75%, έτσι ώστε και ο επιχειρηματίας να κρατεί ένα σημαντικό μέρος του κινδύνου.

γ. Η εμπειρία του ιδιωτικού τομέα : Είναι σημαντικό να εκπαιδευτούν κατάλληλα τα στελέχη των τραπεζών ώστε να κατανοούν και να αξιολογούν αναλόγως τις επιχειρήσεις που στηρίζονται σε νέα τεχνολογία.

δ. Τα επιτόκια : Εάν τα επιτόκια των κρατικών δανείων είναι πολύ χαμηλότερα των επιτοκίων της αγοράς, τότε το πρόγραμμα δεν θα δημιουργήσει πρόσθετη χρηματοδότηση αλλά, απλώς, θα κατευθύνει τις μικρές επιχειρήσεις να ζητούν χρηματοδότηση από το δημόσιο μάλλον παρά από τον τραπεζικό τομέα.

ε. Μόχλευση του ιδιωτικού τομέα : Τα κρατικά δάνεια πρέπει να λειτουργούν με τέτοιο τρόπο ώστε να ενδυναμώνουν παράλληλα την λειτουργία του ιδιωτικού τομέα.

στ. Δείκτης πτώχευσης : Τα κρατικά δάνεια συνήθως περιέχουν κινδύνους, οι οποίοι δεν θα μπορούσαν να γίνουν δεκτοί από τις εμπορικές ή επενδυτικές τράπεζες. Οι κίνδυνοι που πρέπει να γίνονται δεκτοί πρέπει να τέτοιοι ώστε να βοηθούν τις επιχειρήσεις, αλλά να μην υπονομεύουν και την συνολική λειτουργία του προγράμματος.

5.10.3.Χρηματοοικονομικά Κίνητρα.

Στα χρηματοοικονομικά κίνητρα περιλαμβάνονται τα φορολογικά κίνητρα, οι εγγυήσεις δανείων και οι εγγυήσεις συμμετοχών.

5.10.3.1. Φορολογικά κίνητρα :Τα περισσότερα κρατικά προγράμματα ενισχύσεως της επιχειρηματικότητας περιέχουν φορολογικά κίνητρα ενθάρρυνσης συγκεκριμένων τύπων επενδύσεων. Τα κίνητρα αυτά προϋποθέτουν ότι η αγορά διαθέτει επαρκή ρευστότητα η οποία με την βοήθεια των φορολογικών ελαφρύνσεων θα κατευθυνθεί σε συγκεκριμένα είδη επενδύσεων. Κατά τον σχεδιασμό των προγραμμάτων αυτών είναι πολύ σημαντικό να διευκρινισθεί αν τα κίνητρα θα δίνονται εκ των προτέρων (front end) επί του συνόλου της επενδυτικής δαπάνης ή απολογιστικούς (back end) επί του ποσού των πραγματοποιηθέντων κερδών. Στην πρώτη περίπτωση τα κίνητρα αφορούν όλους τους επενδυτές και επιβαρύνουν περισσότερο τον κρατικό προϋπολογισμό ενώ στη δεύτερη αφορούν μόνο τις κερδοφόρες επενδύσεις.

Κατά τον σχεδιασμό των προγραμμάτων αυτών πρέπει να λαμβάνουμε υπ' όψιν τους εξής παράγοντες:

α. Την μορφή των κινήτρων. Αν η φορολογική ελάφρυνση μπορεί να αφορά το επενδύσιμο ποσό τότε μπορεί να δραστηριοποιήσει όχι τους πραγματικούς επενδυτές αλλά άτομα που επιδιώκουν φορολογική ασυλία. Επίσης, αν η φορολογική απαλλαγή ή ελάφρυνση δίδεται επί του ποσού των πραγματοποιηθέντων κερδών αυτό σίγουρα προϋποθέτει κερδοφόρες επιχειρήσεις, άρα δεν βοηθούνται ουσιαστικώς οι νέες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ζημιές και όχι κέρδη στα αρχικά στάδια λειτουργίας τους. Άρα καταλληλότερο θα ήταν ένα μικτό μοντέλο φορολογικών ελαφρύνσεων.

β. Η έκταση των κινήτρων (extent of incentive.)³³

Ο συντελεστής αποδόσεως (rate of return). Πρέπει να ορίζεται το μέγεθος των κινήτρων, δηλαδή τόσο το ποσοστό της φορολογικής ελάφρυνσης, όσο και το μέγιστο ποσό της επένδυσης που υπόκειται σε φορολογική ελάφρυνση.

5. Κατάλληλο χρονοδιάγραμμα. Οι επενδυτές πρέπει να έχουν στη διάθεση τους τον απαραίτητο χρόνο ώστε να ενημερωθούν και να επωφεληθούν από τα παρεχόμενα κίνητρα. Η περίοδος της φορολογικής ελάφρυνσης που επιλέγεται πρέπει να δίνει επαρκή χρονικά περιθώρια στους managers ώστε να κάνουν τις κατάλληλες επενδύσεις, ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο.

ε. Καθορισμός στόχων του προγράμματος. Τα προγράμματα πρέπει να απευθύνονται σε συγκεκριμένους τύπους επενδύσεων, καθώς και σε ορισμένα (αρχικά early estate) επενδυτικά στάδια, χωρίς όμως αυτοί οι περιορισμοί να αποθαρρύνουν τους επενδυτές και να προσθέτουν υπέρμετρη γραφειοκρατία. Επίσης, πρέπει τα προγράμματα των φορολογικών ελαφρύνσεων να μην στρεβλώνουν την αγορά και να μην δημιουργούν αθέμιτο ανταγωνισμό με τον ιδιωτικό τομέα.

5.10.3.2. Εγγυήσεις δανείων : Οι περισσότερες χώρες μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. παρέχουν κάποια μορφή κρατικής εγγύησης για δάνεια μικρών εταιρειών. Συνήθως, η κρατική εγγύηση είναι ένα ποσοστό του δανείου που δίνεται υπό όρους από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στην περίπτωση που ο δανειζόμενος χρεοκοπήσει οι απώλειες που υφίσταται ο δανειστής μειώνονται στο ποσοστό το οποίο δεν καλύπτει η κρατική εγγύηση. Σκοπός του προγράμματος είναι η ενθάρρυνση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και κυρίως των εμπορικών τραπεζών, να παρέχουν κεφάλαια σε μικρές & νέες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν καινοτομικά επενδυτικά σχέδια αλλά δεν έχουν τα απαραίτητα εχέγγυα ώστε να δανειοδοτηθούν. Οι κρατική εγγύηση μειώνει το ποσό που μπορεί να χάσει ο δανειστής και συνεπώς μειώνει το ποσοστό του κινδύνου που αναλαμβάνει.

Σε κάποιες χώρες όπως οι Η.Π.Α. και η Μεγάλη Βρετανία, τα προγράμματα εγγυήσεων δανείων χρηματοδοτούνται από το κράτος αλλά η αρμοδιότητα της λειτουργίας τους μεταβιβάζεται στις εμπορικές τράπεζες. Σε άλλες χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία, Ιαπωνία τα προγράμματα αυτά χρηματοδοτούνται από εμπορικές ενώσεις ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε τοπικό επίπεδο και στην συνέχεια δέχονται την εγγύηση του κράτους. Στόχος των προγραμμάτων αυτών είναι η παροχή χρηματοδοτήσεων σε εκείνες τις επιχειρήσεις που δεν έχουν άλλη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων. Για την πληρωμή των αναμενόμενων απωλειών από τα προγράμματα κρατικών εγγυήσεων, η πολιτεία πληρώνει μια επιπλέον αμοιβή (premium) η οποία κυμαίνεται σε ποσοστό 0-2% και αυτό διότι στα δάνεια που καλύπτονται με κρατικές εγγυήσεις ο δανειζόμενος επιβαρύνεται με υψηλότερο συνολικό επιτόκιο από αυτό που θα επιβαρυνόταν υπό κανονικές συνθήκες.

Οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν κατά τον σχεδιασμό των προγραμμάτων των κρατικών εγγυήσεων δανείων είναι:

α. Το ποσοστό του κινδύνου (risk sharing) : Πρέπει να προσδιοριστεί πιο είναι το μέγιστο ποσοστό του δανείου, που το κράτος μπορεί να εγγυηθεί. Το σύνηθες ποσοστό κυμαίνεται από 50%-75%. Εάν το ποσοστό της κρατικής εγγυήσεως είναι υπερβολικούς υψηλό, τότε οι δανειστές κρατούν ελάχιστο μερίδιο κινδύνου άρα μπορούν να παρέχουν ακατάλληλα δάνεια με χαμηλά επιτόκια.

β. Οι τύποι των δανείων : Οι κρατικές εγγυήσεις πρέπει να παρέχονται σε συγκεκριμένους τύπους δανείων, όπως κεφάλαια κινήσεως, αγοράς παγίων κλπ.

γ. Πληρωμές : Οι δανειζόμενοι πληρώνουν ένα ετήσιο επί πλέον ποσό ως εγγυητικό μερίδιο του δανείου τους. Κάποια προγράμματα όπως το SBA των Η.Π.Α. επιβαρύνουν με κάποιες πληρωμές τον αρχικό διακανονισμό.

δ. Προσωπικές εγγυήσεις ή προσωπική κεφαλαιακή συμμετοχή :

Πολλές χώρες για να αυξήσουν την φερεγγυότητα του δανειζόμενου απαιτούν να επενδυθεί στην επιχείρηση ένα ορισμένο ποσό ιδίων κεφαλαίων του επιχειρηματία. Επίσης, κάποια άλλα προγράμματα απαιτούν ο δανειζόμενος να έχει προηγούμενη επαγγελματική εμπειρία ή πιστοποιημένες γνώσεις,

ε. Αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων : Η αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων που θα δανειοδοτηθούν μπορεί να γίνει από τους ίδιους τους δανειστές ή την κρατική αρχή που εγγυάται ή από ανεξάρτητους εκτιμητές. Εάν βεβαίως, η αξιολόγηση δεν γίνεται από τον ίδιο τον δανειστή δημιουργεί πρόσθετη γραφειοκρατία και αυξάνει το κόστος.

στ. Βαθμός αθετήσεως των υποχρεώσεων : Δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία ώστε να συγκριθούν τα επισφαλή δάνεια που έχουν χορηγηθεί με τα κρατικά προγράμματα εγγυήσεων στις διάφορες χώρες. Τέτοιου είδους προγράμματα εφαρμόζονται μόνο τα τελευταία 12 χρόνια και δεν έχει γίνει επαρκής ανάλυση των δεδομένων. Μια ανάλυση κόστους-οφέλους του συγκεκριμένου προγράμματος θα πρέπει να λάβει υπ' όψιν της τόσο τις απώλειες κεφαλαίου όσο και τα οφέλη από την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, την πρόσθετη φορολόγηση των κερδών και την γενικότερη τόνωση της ανάπτυξης.

5.10.3.3. Εγγυήσεις Συμμετοχών : Σε κάποιες χώρες λειτουργούν προγράμματα εγγυήσεων για συμμετοχές ιδιωτών σε νέες εταιρίες κυρίως υψηλής τεχνολογίας, όπου λόγω του μεγάλου κινδύνου οι ιδιώτες είναι απρόθυμοι να επενδύσουν. Οι εταιρίες venture capital συνήθως υπολογίζουν αρχικό προσδοκώμενο συντελεστή απόδοσης για τις επενδύσεις τους 30%-50% και έτσι μετά των υπολογισμό των απωλειών τους με μη επιτυχείς επενδύσεις

η απόδοση του χαρτοφυλακίου τους είναι της τάξης 20%-30%. Η λογική που βρίσκεται πίσω από αυτά τα προγράμματα στήριξης τα οποία δεν είναι ευρέως διαδεδομένα είναι η εξής : Εάν οι Ε.Κ.Ε.Σ. έχουν εγγυήσεις θα υπολογίζουν μικρότερο αρχικό συντελεστή απόδοσης για τις νέες επιχειρήσεις και αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την καλύτερη στήριξη περισσότερων νέων επιχειρήσεων.

5.10.4. Ρυθμίσεις για τους Επενδυτές

Το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στους περιορισμούς που θέτει η πολιτεία στα ασφαλιστικά ταμεία και στις ασφαλιστικές εταιρείες να επενδύουν μέρος των κεφαλαίων τους σε Ε.Κ.Ε.Σ. Οι περιορισμοί αυτοί μπαίνουν για τη διασφάλιση των συνταξιοδοτικών ταμείων από το υψηλό ποσοστό κινδύνου που εμπεριέχεται στις αποδόσεις των Ε.Κ.Ε.Σ. Πολλές κυβερνήσεις, όμως, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους την θετική εμπειρία από την ανάπτυξη των Ε.Κ.Ε.Σ. στις Η.Π.Α. κατά τις δεκαετίες του '70 και του '80, αναθεωρούν την στάση τους και χαλαρώνουν τους περιορισμούς τους. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ιταλίας όπου τα τελευταία χρόνια έγιναν ρυθμιστικές αλλαγές, οι οποίες επιτρέπουν στα συνταξιοδοτικά ταμεία να επενδύουν σε μικρές επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα. Όμως, οι πιο σημαντικές αλλαγές, των τελευταίων ετών, έχουν παρατηρηθεί στην Φιλανδία όπου ενθαρρύνονται τόσο οι τράπεζες όσο και τα ταμεία να επενδύουν σε εταιρείες Ε.Κ.Ε.Σ. Έτσι το ποσοστό των επενδεδυμένων σε Ε.Κ.Ε.Σ. κεφαλαίων που αντιπροσωπεύουν αυτές οι δύο ομάδες αυξήθηκε από 20% το 1994 σε 79% το 1995. Στην Ιρλανδία, τέλος, η νομοθεσία επιτρέπει στα συνταξιοδοτικά ταμεία να επενδύουν ένα ποσοστό των διαθέσιμων τους σε Ε.Κ.Ε.Σ.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι στις περισσότερες περιπτώσεις η λειτουργία των άμεσων κρατικών προγραμμάτων είναι η δεύτερη καλύτερη λύση. Η καλύτερη προσέγγιση του προβλήματος είναι η δημιουργία καταλλήλου μακροοικονομικού περιβάλλοντος, το οποίο θα ξεπεράσει τα εμπόδια της χρηματοδότησεως επενδύσεων υψηλού κινδύνου.

Επιπροσθέτως, πρέπει να τονισθούν τα μειονεκτήματα των άμεσων κυβερνητικών μέτρων στήριξης των Ε.Κ.Ε.Σ. Εάν ο σχεδιασμός των προγραμμάτων αυτών δεν είναι σωστός, μπορεί η λειτουργία τους να οδηγήσει σε ακατάλληλες επενδύσεις και σε σημαντικές απώλειες κρατικών κεφαλαίων. Τα προγράμματα αυτά θα μπορούν κυρίως να επιδοτούν μη βιώσιμες επιχειρήσεις ή κινδύνους τους οποίους δεν θα χρηματοδοτούσε ο ιδιωτικός τομέας, διότι δεν τις θεωρεί καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Επίσης, εάν οι επενδυτικές αποφάσεις δεν βασίζονται σε αντικειμενικά κριτήρια, θα στρεβλώσουν το κλίμα της αγοράς. Ένα επιπρόσθετο πρόβλημα που παρουσιάζουν, συνήθως, αυτά τα προγράμματα είναι οι επικαλύψεις μεταξύ του εθνικού, περιφερειακού & τοπικού επιπέδου. Για τον σωστό σχεδιασμό των προγραμμάτων αυτών πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν τόσο το μέγεθος όσο και η διαθεσιμότητα του ιδιωτικού τομέα κάθε χώρας και επιπλέον τα προγράμματα αυτά πρέπει να λειτουργούν συμπληρωματικώς με τον ιδιωτικό τομέα και σε καμία περίπτωση δεν πρέπει να τον υποκαθιστούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

6

6.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΣΧΕΔΙΟ(BUSINESS PLAN):

Η δημιουργικότητα ενός επιχειρηματικού φορέα (ιδιώτη, εταιρίας, συνεταιρισμού, ομίλου, δημόσιας επιχείρησης) εξαρτάται κυρίως από τα *παραγωγικά έργα* που προσφέρει στο κοινωνικό σύνολο. Παραγωγικά έργα είναι: γεωργικές βιομηχανίες, μεταλλευτικές μονάδες, βιομηχανικές μονάδες, ναυπηγεία, ξενοδοχεία, επιχειρήσεις μεταφορών και πολλά άλλα, που δημιουργούνται για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες σε αγαθά και υπηρεσίες.

Ένα παραγωγικό έργο ξεκινάει από μια επιχειρηματική ιδέα ή από την επισήμανση μιας επενδυτικής ευκαιρίας. Εφόσον αυτή κρίνεται ενδιαφέρουσα, υποβάλλεται σε παραπέρα διερεύνηση ή μελέτη ως σχέδιο επένδυσης.

Το σχέδιο επένδυσης (project) είναι μια πολυσύνθετη δραστηριότητα, που αναλαμβάνει κάποιος επιχειρηματικός φορέας (επενδυτής), και απαιτεί μια σειρά από καλά σχεδιασμένες αποφάσεις και ενέργειες διάθεσης σπάνιων πόρων (το κόστος), για να δημιουργηθεί, σε επιλεγμένη θέση, μια νέα παραγωγική μονάδα ή να επεκταθεί μια υφιστάμενη, που έχει ορισμένο χρόνο ζωής και παράγει αγαθά και υπηρεσίες (ωφέλειες), τα οποία ζητούνται στο εσωτερικό ή το εξωτερικό.

Η έννοια του σχεδίου επένδυσης θα γίνει περισσότερο κατανοητή, αν αναφερθούμε αναλυτικά στα επιμέρους στοιχεία που συνθέτουν το περιεχόμενο του. Τα κυριότερα στοιχεία του σχεδίου επένδυσης είναι τα εξής:

1. Αποτελεί *πολυσύνθετη δραστηριότητα*, που αναλαμβάνει κάποιος υπεύθυνος επιχειρηματικός φορέας ως επενδυτής, ο οποίος πρέπει να πάρει ορισμένες καλά μελετημένες και σχεδιασμένες αποφάσεις για την ολοκλήρωση του σχεδίου επένδυσης σε παραγωγική μονάδα. Ο επιχειρηματικός φορέας μπορεί να είναι: ιδιώτης, ανώνυμη εταιρία, δημόσια επιχείρηση, συνεταιρισμός, συνεταιριστική εταιρία, δημοτική επιχείρηση, εταιρία λαϊκής βάσης κλπ.

2. Απαιτεί τη *διάθεση σπάνιων πόρων* (εδαφικών εκτάσεων, κεφαλαίων, ειδικευμένων εργατών, διευθυντικών στελεχών κλπ.) που συνιστούν το κόστος του. Οι πόροι που χρησιμοποιούνται στο σχέδιο επένδυσης εκφράζονται σε χρηματικούς όρους ή χρηματοδότηση, η οποία εξασφαλίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος από τους κατάλληλους χρηματοδοτικούς φορείς (τράπεζες κλπ.).

3. Δημιουργεί μια *νέα παραγωγική μονάδα* ή είναι επέκταση υφιστάμενης ή μπορεί να πάρει και τη μορφή συμμετοχής σε παραγωγική ή άλλη επιχειρηματική δραστηριότητα.

4. Γίνεται σε *ορισμένο τόπο* (θέση εγκατάστασης του σχεδίου επένδυσης).

5. Έχει *ορισμένο χρόνο παραγωγικής ζωής* (περίοδος παραγωγικής λειτουργίας του σχεδίου επένδυσης).

6. *Παράγει αγαθά ή/και υπηρεσίες*, που αποτελούν τις ωφέλειες ή τα έσοδα του.

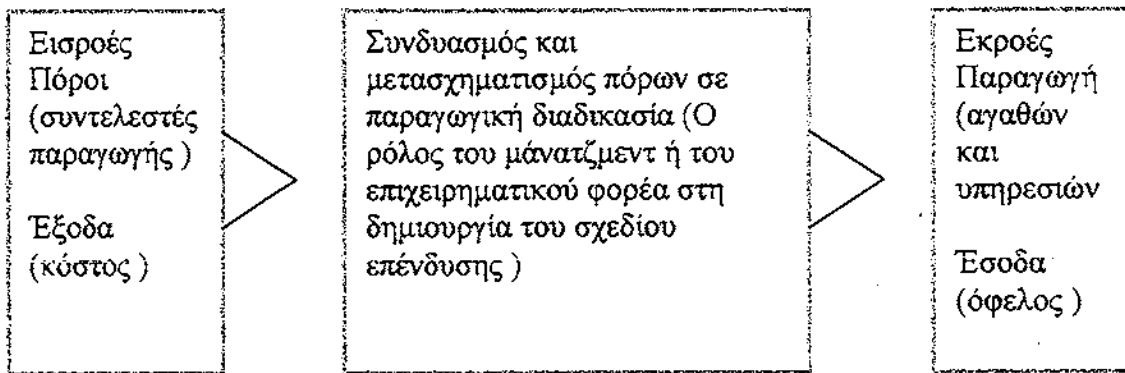
7. Δημιουργείται κυρίως για να *ικανοποιήσει τη ζήτηση* στη χώρα ή στο εξωτερικό για τα αγαθά ή τις υπηρεσίες που θα προσφέρει.

Πρέπει να τονίσουμε ότι το σχέδιο επένδυσης γίνεται με την πρωτοβουλία ευθύνης, διοίκησης, οργάνωσης και κατεύθυνσης ενός επιχειρηματικού φορέα (το μανάτζμεντ) και αποτελεί τεχνικό-οικονομικό συνδυασμό ή μετασχηματισμό πόρων σε παραγωγική διαδικασία, η οποία προσφέρει αγαθά ή/και υπηρεσίες.

Οι πόροι που χρησιμοποιούνται στο σχέδιο επένδυσης είναι το κόστος ή οι εισροές του (έξοδα και άλλες αρνητικές επιπτώσεις). Τα παραγόμενα αγαθά ή / και υπηρεσίες αποτελούν τις ωφέλειες ή τη ν εκροή του (έσοδα και άλλες θετικές αναπτυξιακές επιπτώσεις), όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1-1.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1-1

Απλή σχηματική παρουσίαση του σχεδίου επένδυσης



Είναι φανερό ότι τα δύο βασικά μεγέθη ή ροές του σχεδίου επένδυσης είναι: (Α) το κόστος (έξοδα) και (Β) οι ωφέλειες (έσοδα).

Α. Το κόστος του σχεδίου επένδυσης είναι άμεσο και έμμεσο. Άμεσο κόστος είναι η φανερή διάθεση ή δαπάνη οικονομικών πόρων για τη δημιουργία του σχεδίου επένδυσης (π.χ. διάθεση γης, κεφαλαίου, εργασίας κλπ.) και την παραγωγική λειτουργία του (λειτουργικό κόστος). Έμμεσο κόστος είναι μια σειρά από αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις ή επιπτώσεις (αρνητικές «διαχύσεις»), που προκύπτουν από το σχέδιο επένδυσης (π.χ. αλλοίωση στο φυσικό περιβάλλον, καταστροφή ενός αρχαιολογικού χώρου κλπ.).

Β. Οι ωφέλειες του σχεδίου επένδυσης είναι επίσης άμεσες και έμμεσες. Οι άμεσες ωφέλειες περιλαμβάνουν όλα τα έσοδα από την πώληση των αγαθών και υπηρεσιών που παράγει το σχέδιο επένδυσης. Οι έμμεσες ωφέλειες περιλαμβάνουν όλες τις θετικές αναπτυξιακές επιδράσεις-επιπτώσεις (θετικές «διαχύσεις»), όπως είναι π.χ. η χρησιμοποίηση των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών για την ανάπτυξη άλλων δραστηριοτήτων, η ενίσχυση της αναπτυξιακής ψυχολογίας από το σχέδιο επένδυσης, η τεχνική πρόοδος της χώρας από τη χρησιμοποίηση προχωρημένης τεχνολογίας κλπ.

Τα δύο αυτά μεγέθη Α και Β αποτελούν τα βασικά στοιχεία, πάνω στα οποία στηρίζεται η ανάλυση και αξιολόγηση του σχεδίου επένδυσης.

6.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.

1. Επιχειρηματικός Φορέας-Ιστορικό και βασικά στοιχεία του σχεδίου επένδυσης.
 - Επωνυμία και διεύθυνση του επιχειρηματικού φορέα. Αξιολόγηση της επιχειρηματικής ικανότητας (ποιότητα των μανάτζμεντ).
 - Ο παραγωγικός προσανατολισμός του σχεδίου επένδυσης: για καταναλωτική ζήτηση ή βιομηχανική ζήτηση;
 - Ο προσανατολισμός της αγοράς του σχεδίου επένδυσης: εγχώρια αγορά ή εξαγωγές;
2. Έρευνα αγοράς και παραγωγική δυναμικότητα της μονάδας.

Στατιστικά στοιχεία και πληροφορίες για τα εξής:

 - Ζήτηση του προϊόντος και συνθήκες αγοράς στην Ελλάδα και το εξωτερικό (κυρίως ΕΟΚ).
 - Προβλεπόμενες πωλήσεις και διακίνηση προϊόντων. Σχέδιο μάρκετινγκ.
 - Πρόγραμμα παραγωγής.
 - Μέγεθος μονάδας
3. Τόπος εγκατάστασης της μονάδας και περιβαλλοντικές επιπτώσεις.

Επιλογή τοποθεσίας και γενική διάταξη των έργων (Master plan).

 - Οικόπεδο και τοπικές συνθήκες (στρέμματα γης, μικροκλίμα, προσπέλαση, αναγκαία υποδομή κλπ.).
 - Κόστος γης (κόστος οικοπέδου, πληρωμές στους γειτονικούς ιδιοκτήτες, την τοπική αυτοδιοίκηση, ενοίκια γης κτλ.).
 - Κόστος διαμόρφωσης περιβάλλοντος χώρου.
 - Θετικές επιπτώσεις στο περιβάλλον (διάπλαση περιβάλλοντος χώρου κτλ.).

Αρνητικές επιπτώσεις στο περιβάλλον (ρύπανση κτλ.).
4. Τεχνική και τεχνολογία παραγωγής.
 - Φυσική χωροθέτηση των διάφορων τμημάτων του επενδυτικού σχεδίου.
 - Επιλογή τεχνολογίας και εξοπλισμός-εγκαταστάσεις.
 - Έργα πολιτικού μηχανικού.
 - Κόστος επένδυσης (δραχμικό και συναλλαγματικό).

5. Εισροές παραγωγής.

Συνοπτική περιγραφή των πηγών προμήθειας:

- Πρώτων υλών και άλλων εισροών.
- Βοηθητικών υλικών εργοστασίου.
- Εισροές υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (ηλεκτρισμός, ύδρευση κλπ.).
- Κόστος εισροών (δραχμικό και συναλλαγματικό).

6. Οργάνωση της παραγωγής και γενικά έξοδα κατά τομείς

- Τομείς παραγωγής.
- Τομείς προμηθειών.
- Τομείς συντήρησης.
- Εργαστήρια ποιοτικού ελέγχου.
- Κόστος κατά τομείς («κέντρα κόστους»)-δραχμικό και συναλλαγματικό κόστος.

7. Οργάνωση Διοίκησης, Διαχείρισης, Διάθεσης-Εμπορίας

- Διοίκηση.
- Διαχείριση.
- Διάθεση-Διακίνηση (εμπορία).
- Γενικές δαπάνες (κατά τομείς)-δραχμικό και συναλλαγματικό κόστος.

8. Στελέχωση και εργατικό δυναμικό .

- Οργανόγραμμα προσωπικού (γενική οργανωτική δομή).
- Εργατικό-Διοικητικό προσωπικό (αριθμός).
- Στελέχη (εγχώρια και ξένης προέλευσης).
- Εργασιακές σχέσεις,
- Παραγωγικότητα.
- Προγράμματα εκπαίδευσης.
- Συνολικό κόστος εργασίας (δραχμικό και συναλλαγματικό).

9. Υπολογισμός κεφαλαίου κίνησης .

Εκτίμηση του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης κατά κατηγορίες για τη θέση σε λειτουργία της μονάδας.

10. Πραγματοποίηση του σχεδίου επένδυσης: Κατασκευή και έναρξη λειτουργίας .

- Πρόγραμμα έργων και κατασκευών-Χρονική κλιμάκωση.
- Επιλογή αναδόχων-κατασκευαστών.
- Το μανάτζμεντ κατασκευής των έργων.
- Εναρξη λειτουργίας.

11. Συνολικό κόστος επένδυσης (2.12.)

Παρουσιάζεται το συνολικό κόστος επένδυσης (συναλλαγματικό/δραχμικό) και η προβλεπόμενη χρονική περίοδος πραγματοποίησης (χρονική κλίμακωση):

α. Πάγιες επενδύσεις

- Έδαφος (γήπεδα/οικόπεδα).
- Διαμόρφωση περιβάλλοντος χώρου.
- Κτιριακές εγκαταστάσεις.
- Μηχανολογικός εξοπλισμός και πρώτα ανταλλακτικά.
- Απόκτηση τεχνολογίας.

β. Έξοδα ίδρυσης-οργάνωσης (προκαταρκτικές έρευνες, αμοιβή τεχνικο-οικονομικών μελετών κτλ.).

γ. Κεφάλαιο κίνησης

δ. Απρόβλεπτα.

= Συνολικό κόστος επένδυσης (δραχμικό και συναλλαγματικό).

12 Χρηματοδοτικό Πρόγραμμα

Παρουσίαση χρηματοδοτικού προγράμματος:

A. Συνολικό κόστος σχεδίου επένδυσης .

B. Πηγές χρηματοδότησης:

- Ίδια κεφάλαια (αυτοχρηματοδότηση από το φορέα).
- Μακροπρόθεσμος δανεισμός (πιστώσεις προμηθευτών).
- Βραχυπρόθεσμος δανεισμός.
- Επιχορηγήσεις Δημοσίου.
- Από άλλες πηγές.

13. Λειτουργικό κόστος και συνολικό κόστος παραγωγής

- Παρουσίαση του μέσου κόστους παραγωγής της μονάδας:

Κόστος παραγωγής (στο εργοστάσιο)

+ Δαπάνες διάθεσης

+ Δαπάνες διοίκησης

= Λειτουργικό κόστος

+ Χρηματοδοτικά έξοδα

+ Αποσβέσεις

= Συνολικό κόστος παραγωγής

-Η ανταγωνιστικότητα της μονάδας (σύγκριση κόστους παραγωγής με διεθνή τιμή).

14. Ιδιωτική-χρηματική και οικονομική-κοινωνική αξιολόγηση

α. Ιδιωτική-χρηματική αποδοτικότητα

- Αποδοτικότητα στη συνολική επένδυση.
- Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων.
- Αποδοτικότητα κύκλου εργασιών.
- Καθαρή παρούσα αξία.
- Εσωτερικός συντελεστής απόδοσης.
- Το «νεκρό σημείο».

β. Οικονομική και κοινωνική αποδοτικότητα

- Καθαρή παρούσα αξία.
- Εσωτερικός συντελεστής απόδοσης
- Επίπτωση στη διανομή των εισοδήματος και την περιφερειακή ανάπτυξη
- Συναλλαγματική επίπτωση.
- Επίπτωση στην απασχόληση.
- ~ Επίπτωση στην προώθηση άλλων δραστηριοτήτων.

15. Γενικό συμπέρασμα για τη λήψη αποφάσεων

- Κύρια πλεονεκτήματα του σχεδίου επένδυσης.
- Κύριες αδυναμίες του σχεδίου επένδυσης.
- Χρονοπρόγραμμα: μελέτης, κατασκευής και έναρξης λειτουργίας.
- Ορισμός υπευθύνων: χρηματοδότησης, κατασκευής, λειτουργίας, διάθεσης προϊόντων, εποπτείας-ελέγχου.

6.3 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΝΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ

ΣΧΕΔΙΟΥ

6.3.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

1 Η ποιότητα της διοίκησης

Πολλοί αναλυτές κατατάσσουν τον παράγοντα αυτόν ως πρώτο κριτήριο αξιολόγησης και επιλογής σχεδίων, δίνοντας του μεγαλύτερη 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 εταιρίας ΥΕΚ, η προϋπηρεσία της στο χώρο που αναλαμβάνεται 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 επίτευξη τους, καθώς και ορθολογική σκέψη στη λήψη αποφάσεων.

2. Αναμενόμενος κίνδυνος

Μετρίεται με βάση την εκτιμώμενη αβεβαιότητα της επένδυσης και τη διακύμανση των αποδόσεων της, ανάλογα με τα εναλλακτικά σενάρια προσδοκώμενης δραστηριότητας. Σχετίζεται με πολλούς παράγοντες, όπως οι ικανότητες της διοίκησης να οδηγήσει την εταιρία στην επιτυχία, η πιθανότητα εμφάνισης ενός στενού υποκατάστατου του προϊόντος κατά την περίοδο λειτουργίας της εταιρίας, 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 εταιρίας ΥΕΚ, στην ίδια τιμή.

3. Ποσοστό των μετοχικού κεφαλαίου της YEK., που δίνεται στην ΕΠΕΚ

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

4. Η συμμετοχή της διοίκησης στο κεφάλαιο της YEK

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

5 Ο έλεγχος τον επενδυτή στην εταιρία YEK

Όσο μεγαλύτερη ευχέρεια ελέγχου και συμμετοχής στις αποφάσεις μιας εταιρίας YEK 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 εταιριών YEK, 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 -φυσικά- χωρίς κόστος. Έτσι αυτός ο παράγοντας κόστους, σε συνδυασμό με τον κίνδυνο που φέρουν οι εταιρείες YEK εξηγεί γιατί οι ΕΠΕΚ χρησιμοποιούν επιτόκια της τάξης 40%-60% για τη μέτρηση της παρούσας αξίας των επενδύσεων τους.

6 Η διάρθρωση και το περιεχόμενο της σύμφωνιας χρηματοδότησης ΕΚΥΚ

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

- παροχή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου
- χάραξη μερισματικής πολιτικής
- δικαιώματα ψήφου των μετόχων
- μετατρεψιμότητα άλλων τίτλων σε κοινές μετοχές
- προστασία όρων μετατρεψιμότητας τίτλων
- δικαιώματα ρευστοποίησης
- δικαιώματα επαναγοράς μετοχών από τις εταιρίες ΥΕΚ
- όροι άσκησης δικαιωμάτων αγοράς μετοχών κλπ.

7.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 εταιριών ΥΕΚ και συνεπώς την αποδοτικότητα της συμμετοχής τους σε αυτές.

8. Το στάδιο ανάπτυξης της εταιρίας 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 απροθυμία των ΕΠΕΚ να επενδύουν σε επιχειρήσεις πρώιμων σταδίων, οδηγεί σχεδόν πάντοτε στην έγκριση προτάσεων μόνο ωρίμων εταιριών.

9. 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.

10.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.

6.3.2 Ιδιωτική-χρηματική αξιολόγηση (Πρακτική προσέγγιση)

Αντικειμενικός σκοπός

Σκοπός της ιδιωτικής ή χρηματικής ανάλυσης είναι να διερευνήσει την ιδιωτική ή χρηματική αποδοτικότητα (το «επικερδές») του σχεδίου επένδυσης, να εξετάσει δηλαδή αν ο επιχειρηματικός ή επενδυτικός φορέας θα αποκομίσει ικανοποιητική απόδοση ή κέρδος για το κεφάλαιο που επένδυσε και την προσπάθεια ή πρωτοβουλία που ανέλαβε. Η ουσία της ιδιωτικής-χρηματικής ανάλυσης είναι να προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ απόδοσης (κέρδους) και επενδυόμενου κεφαλαίου.

Επειδή όμως η ιδιωτική-χρηματική αποδοτικότητα, δηλαδή η απόδοση για τον επενδυτικό φορέα, έχει κρίσιμη σημασία, η σχετική ανάλυση προ-χωρεί παραπέρα και αξιολογεί ή ελέγχει το βαθμό αξιοπιστίας της αποδοτικότητας του σχεδίου επένδυσης από άποψη αβεβαιότητας και «ευαισθησίας» σε ορισμένες πιθανές εξελίξεις.

Η ροή ενεργειών για την ιδιωτική χρηματική ανάλυση παρουσιάζεται στο Διάγραμμα

Αναλυτικό περιεχόμενο ιδιωτικής-χρηματικής αξιολόγησης (Κατάλογος (Checklist) θεμάτων ανάλυσης)

Αναλυτικότερα, η ιδιωτική-χρηματική ανάλυση αναφέρεται στα εξής .

1. Ανακεφαλαίωση σε Πίνακες: (α) των χρηματικών αναγκών (συνολικό κόστος επένδυσης) και (β) των πηγών χρηματοδότησης (χρηματοδοτικοί πόροι).

Χρονική κλιμάκωση του συνολικού κόστους επένδυσης. Πηγές χρηματοδότησης: Χρονική κλιμάκωση χρηματοδότησης).

2. Παρουσίαση σε οριστική μορφή του Λογαριασμού Εκμετάλλευσης

3. Κατάρτιση του Πίνακα Ταμειακών Ροών

4. Κατάρτιση του Προβλεπόμενου Ισολογισμού

Εκτίμηση και ανάλυση των χρηματικών λόγων.

5. Εκτίμηση της ιδιωτικής-χρηματικής αποδοτικότητας.

Εκτιμώνται τα κριτήρια (μέτρα αποδοτικότητας):

- Περίοδος αποπληρωμής κεφαλαίου (pay-back period)
- Απλός λόγος απόδοσης
- Καθαρή παρούσα αξία
- Εσωτερική αποδοτικότητα.

Ι. ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Αντικειμενικός σκοπός

Το συνολικό κόστος επένδυσης είναι το άθροισμα όλων των επιμέρους «κεφαλαιακών» δαπανών που γίνονται για να δημιουργηθεί η παραγωγική μονάδα και να είναι έτοιμη να λειτουργήσει. Επομένως στο συνολικό κόστος επένδυσης περιλαμβάνονται όλοι οι πόροι, που έχουν δαπανηθεί για το σχέδιο επένδυσης στο παρελθόν, και οι πόροι, που προγραμματίζονται να διατεθούν γι' αυτό στο μέλλον (π.χ αντικατάσταση εξοπλισμού). Στο συνολικό κόστος επένδυσης περιλαμβάνονται τα εξής κονδύλια (με υπόδειξη της σειράς και των πηγών υπολογισμού τους):

1. Κόστος (έξοδα) ίδρυσης -οργάνωσης
 2. α. Κόστος μελετών προεπένδυσης
(Προπαρασκευαστικές εργασίες, μελέτες και έρευνες)
β. Δαπάνες εφαρμογής
 2. Πάγιες επενδύσεις
α. Έδαφος (οικόπεδο, γήπεδα κτλ.)
β. Διαμόρφωση οικοπέδου και περιβάλλοντος χώρου
 - γ. Κτίρια και έργα πολιτικού μηχανικού
 - δ. Απόκτηση τεχνολογίας
 - ε. Μηχανολογικός εξοπλισμός
3. Κεφάλαιο Κίνησης

1. Σχετικά με την εκτίμηση και παρουσίαση του συνολικού κόστους επένδυσης, πρέπει να τηρούνται οι εξής βασικές αρχές: 1. Παρουσιάζεται: (α) επαρκής ανάλυση κατά κατηγορίες, ώστε να είναι ευχερής η διαπίστωση της αναγκαιότητας κάθε δαπάνης και ο έλεγχος της θετικής συμβολής της στην παραγωγική διαδικασία, και (β) ως σύνολο, ώστε να είναι αμέσως γνωστό το συνολικό μέγεθος χρηματικών και άλλων πόρων που θα απαιτηθούν από τους χρηματοδότες του σχεδίου επένδυσης.

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ
Κόστος πάγιων επενδύσεων κατά κατηγορίες

Αριθμός	Κατηγορία Επένδυσης	Κόστος	
		Συναλλαγ- Δραχμικό	Σύνολο
1	Έδαφος (Οικόπεδο)		
2	Διαμόρφωση οικοπέδου και περιβάλλοντος χώρου		
3	Κτίρια και ειδικά έργα πολιτικού μηχανικού		
	(I) Κτίρια		
	(II) Εγκαταστάσεις εξωτερικών χώρων		
4	Απόκτηση τεχνολογίας		
5	Μηχανολογικός εξοπλισμός		
Κόστος Πάγιων Επενδύσεων			

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ
Κόστος ίδρυσης-οργάνωσης, κατά κατηγορίες

Αριθμός	Κατηγορία	Κόστος	
		Συναλλαγ- Δραχμικό	Σύνολο
1	Κόστος μελετών προεπένδυσης (και προκαταρκτικές έρευνες)		
2	Διοίκηση εφαρμογής		
3	Λεπτομερής σχεδιασμός, προκηρύξεις κτλ.		
4	Επίβλεψη, συντονισμός, δοκιμές κτλ.		
5	Σύσταση και εγκατάσταση Διοίκησης		
	Ενέργειες για προμήθειες		
	Ενέργειες για την προώθηση του μάρκετινγκ		
	Προώθηση Δημοσίων Σχέσεων		
	Προκαταρκτικές δαπάνες για εξεύρεση κεφαλαίων		
	Σύνολο		

- Το παρουσιαζόμενο κόστος επένδυσης πρέπει να είναι το πραγματικό και να μην υποεκτιμάται ή υπερεκτιμάται για να εξυπηρετηθεί η α ή β σκοπιμότητα από την παρουσίαση μη ρεαλιστικών εκτιμήσεων.
- Παρουσιάζεται τόσο το δραχμικό όσο και το συναλλαγματικό μέρος του συνολικού κόστους επένδυσης.
- Παρουσιάζεται στην ακριβή διαχρονική του διάσταση, για να διευκολύνει: (α) την προεξόφληση ή τον ανατοκισμό των σχετικών ροών κόστους στην επιθυμητή χρονική στιγμή και (β) το χρονικό προγραμματισμό των ταμειακών αναγκών (πραγματική χρονική κατάσταση εκταμιεύσεων), για να εξυπηρετείται χωρίς καθυστερήσεις ή επιβαρύνσεις το έργο.

Η τήρηση των παραπάνω αρχών είναι απολύτως αναγκαία, για να μην παρουσιάζονται φαινόμενα εξυπηρέτησης αλλότριων σκοπών κάτω από τον τίτλο «κόστος επένδυσης».

2 Ο πληρέστερος υπολογισμός του κεφαλαίου κίνησης προϋποθέτει (α) την εκτίμηση του κόστους παραγωγής (απαιτήσεις κεφαλαίων κίνησης) και (β) τον υπολογισμό των εσόδων από την πώληση των προϊόντων (ανακύκλωση χρηματικών πόρων).

Τα «απρόβλεπτα» κυμαίνονται ανάλογα με τη φύση του σχεδίου επένδυσης και κυρίως ανάλογα με τους κινδύνους, την αβεβαιότητα και την κατάσταση της συγκυρίας που θα επικρατεί, όταν κατασκευάζεται η μονάδα. Το μέγεθος των υπερβάσεων κόστους εξαιτίας απρόοπτων γεγονότων κατά τη διάρκεια της κατασκευής είναι κάτι, που δεν μπορεί να προβλεφθεί εκ των προτέρων. Γι' αυτό η πρόβλεψη του κονδυλίου αυτού αποτελεί μια διασφάλιση για την απρόσκοπτη συνέχιση της κατασκευής του έργου.

Υπάρχουν γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν σε σημαντικό βαθμό την τύχη ενός σχεδίου επένδυσης (μια νέα τεχνολογική ανακάλυψη, η εμφάνιση ενός ισχυρού ανταγωνιστή, πολιτικές εξελίξεις κτλ.).

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΕΣ

Στοιχεία και παραδοχές για τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης (Με βάση τα στοιχεία του Πίνακα αυτού υπολογίζονται τα μεγέθη του επόμενου Πίνακα)

I. Ελάχιστες απαιτήσεις για τα στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού και τρεχουσών υποχρεώσεων:

α. Χρεώστες	30 ημέρες με βάση το κόστος παραγωγής μείον αποσβέσεις και τόκους
β. Αποθέματα:	
• Πρώτες ύλες τοπικής προέλευσης	30 ημέρες
A	14 ημέρες
• Πρώτες ύλες τοπικής προέλευσης	100 ημέρες
B	180 ημέρες
• Εισαγόμενες πρώτες ύλες	9 ημέρες, στο κόστος εργοστασίου
• Ανταλλακτικά	15 ημέρες, στο κόστος εργοστασίου συν γενικά έξοδα
• Προϊόντα υπό επεξεργασία	Διοίκησης
• Έτοιμα προϊόντα	15 ημέρες
γ. Μετρητά	30 ημέρες, για 30 ημέρες για πρώτες ύλες και παροχές (ΔΕΗ κτλ.)
δ. Πιστωτές (τρέχουσες υποχρεώσεις)	

II. Ετήσιο κόστος παραγωγής - Εκτίμηση:

Φάση	Κατασκευής		Αρχικής Λειτουργίας			Πλήρους παραγωγικής λειτουργίας					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Ετος											
Βαθμός παραγωγικής απασχόλησης	0	0	55%	75%	80%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Αποθέματα:
 • Τοπικής προέλευσης Α
 • Τοπικής προέλευσης Β
 • Εισαγόμενες πρώτες ύλες
 Εργασία
 Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας
 Επισκευές
 Συντήρηση-ανταλλακτικά
 Γενικά έξοδα εργοστασίου

= Κόστος Εργοστασίου

+ Γενικά έξοδα Διοίκησης

+ έξοδα διανομής

+ Έξοδα διανομής

= Λειτουργικό Κόστος

+ Χρηματοδοτικό Κόστος (Τόκοι)

+/- Αποσβέσεις

= Συνολικό Κόστος Παραγωγής
 ή Βιομηχανικό Κόστος

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

Υπολογισμός Κεφαλαίου Κίνησης

Μεγέθη Κεφαλαίου Κίνησης	Ελάχιστες ημέρες κάλυψης	Συντε- λεστής κυκλο- φορίας	Ανάγκες (σε εκατ. δρχ.)						
			Αρχική λειτουργία για	3	4	5	6	7	8... 12
Ετη									
I. Κυκλοφορούν Ενεργητικό									
A. Χρεώστες	30	12							
B. Αποθέματα:									
α. Πρώτες ύλες:									
• Τοπικής προέλευσης Α	30	12							
• Τοπικής προέλευσης Β	14	24							
• Εισαγόμενες	100	3, 6							
β. Ανταλλακτικά	180	"							
γ. Προϊόντα υπό επεξεργασία	9	40							
δ. Έτοιμα προϊόντα	15	24							
Γ. Μετρητά	15	24							
<hr/>									
Δ. Κυκλοφορούν Ενεργητικό (+) (Δ = Α+Β+Γ)									
II. Τρέχουσες υποχρεώσεις (-)									
A. Πιστωτές (-)	30	12							
III. Κεφάλαιο Κίνησης									
A. Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης (III = MI) B. Μεταβολές στο Κεφάλαιο Κίνησης									
<hr/>									
Οι παραπάνω απαιτήσεις σε <i>Μετρητά</i> (Ι.Γ.) υπολογίζονται ως εξής:									
IV. Συνολικό Κόστος Παραγωγής:									
	Μείον: Πρώτες ύλες								
	Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας								
	Αποσβέσεις								
<hr/>									
V. Απαιτούμενα Μετρητά (Ι.Γ. παραπάνω)									

Σημείωση: Τα στοιχεία του Πίνακα αυτού υπολογίζονται ως εξής, για το I. και II.: Τα κόστη του προηγούμενου διαιρούνται με τους αντίστοιχους συντελεστές κυκλοφορίας και το πηλίκο (στρογγυλεμένο στις χιλιάδες) μπαίνει στον Πίνακα.

Το μέγεθος των απροβλέπτων μπορεί να εκτιμηθεί κατά την κατηγορία επένδυσης (αναλυτικά) ή με βάση το συνολικό κόστος της επένδυσης (συνολικά). Στην τελευταία περίπτωση υπολογίζεται ότι τα απρόβλεπτα μπορούν να φθάσουν το 8%-15% του συνολικού κόστους επένδυσης.

Οποιαδήποτε και αν είναι το ποσοστό για τα απρόβλεπτα, το μέγεθος του πρέπει να δικαιολογηθεί με επαρκή θεμελίωση ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων.

2. Το Χρηματοδοτικό Πρόγραμμα

Αντικειμενικός σκοπός

Η εκτίμηση του συνολικού κόστους επένδυσης (οι προηγούμενοι Πίνακες) προσδιορίζει το μέγεθος των πόρων που θα απαιτηθούν, για να χρηματοδοτηθεί το σχεδιαζόμενο έργο και να γίνει παραγωγική μονάδα. Στη σύγχρονη εγχρήματη οικονομία η διάθεση χρηματικών πόρων αποτελεί αναγκαίον όρο προώθησης του σχεδίου επένδυσης στη φάση της πραγματοποίησης και λειτουργίας. Μόνο με τη χρηματοδότηση είναι δυνατό να κινητοποιηθούν οι αναγκαίοι πόροι (υψηλή ποιότητα μάνατζμεντ, εργατικό δυναμικό, μηχανήματα, πρώτες ύλες κλπ.) για να υλοποιηθεί το σχέδιο επένδυσης.

Το πρόβλημα χρηματοδότησης αποκτά κυριαρχική θέση στον όλο προγραμματισμό του σχεδίου επένδυσης (το μέγεθος του, την παραγωγική του δυναμικότητα, τον αριθμό των ατόμων που θα απασχολήσει κλπ.), γιατί η χρηματοδοτική ανεπάρκεια πολλές φορές, μας αναγκάζει να αναθεωρήσουμε ή να επαναπροσδιορίσουμε όλες σχεδόν τις αρχικές μας επιλογές (τεχνικές, οργανωτικές, κατασκευαστικές κλπ.). Η εμπειρία απέδειξε, ότι επικερδή και επωφελή για το κοινωνικό σύνολο σχέδια επένδυσης εγκαταλείφθηκαν ή δεν προχώρησαν, γιατί δεν υπήρχαν οι αναγκαίοι χρηματικοί πόροι ή γιατί η αρχική χρηματοδοτική εξυπηρέτηση τους ήταν ανεπαρκής στη φάση της κατασκευής (ανεπάρκεια επενδυτικών κεφαλαίων) είτε στη φάση της λειτουργίας (υπεκτίμηση κεφαλαίου κίνησης).

Το θέμα της χρηματοδότησης είναι τόσο σημαντικό, ώστε οι επενδυτικοί φορείς, πριν ακόμα αρχίσουν την Έρευνα Αγοράς, τον καθορισμό του Προγράμματος Παραγωγής την Παραγωγική Δυναμικότητα της Μονάδας την Επιλογή του Τόπου Εγκατάστασης και την αγορά του Μηχανολογικού Εξοπλισμού έχουν ήδη διαμορφώσει κάποια θετική προοπτική για την εξεύρεση των χρηματικών πόρων (ιδίων ή/ και δανειακών), πάνω στους οποίους θα στηρίζουν τους επιχειρηματικούς τους σχεδιασμούς.

Αντικειμενικός σκοπός του τμήματος αυτού είναι να απαντήσει στα εξής θεμελιακά ερωτήματα:

1. Πόσοι χρηματικοί πόροι θα απαιτηθούν στο αρχικό στάδιο κατασκευής του σχεδίου επένδυσης και πόσοι κατά το στάδιο της πλήρους παραγωγικής λειτουργίας (έλεγχος και επιβεβαίωση των χρηματικών αναγκών,);
2. Από πότε θα αρχίσουν να εισρέουν στην Επιχείρηση οι ταμειακοί πόροι από τα έσοδα των πωλήσεων (βλ. Πίνακα 2.3-1), ώστε να είναι δυνατή όχι μόνο η πληρωμή των εξόδων λειτουργίας, αλλά και η αποπληρωμή των δανείων, των άλλων υποχρεώσεων και των μερισμάτων στους μετόχους;
3. Ποιες είναι οι εφικτές εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης του σχεδίου επένδυσης και ποιο είναι το άριστο Πρόγραμμα Χρηματοδότησης και κεφαλαιακής διάρθρωσης της Επιχείρησης; Ειδικότερα θα δοθεί απάντηση στα ερωτήματα: ποιο θα είναι το μέγεθος των ιδίων κεφαλαίων; ποιο θα είναι το μέγεθος του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού ή των άλλων πηγών χρηματοδοτικής εξυπηρέτησης και ποιες οι επιπτώσεις τους στην αποδοτικότητα της μονάδας;
4. Ποια θα είναι η γενικότερη στρατηγική και πολιτική για την αντιμετώπιση ολόκληρου του χρηματοδοτικού προβλήματος της Επιχείρησης για το χρόνο της ζωής της;

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ Πηγές Χρηματοδότησης

Πηγές Χρηματοδότησης	Σε ΕΥΡΩ	Σε Συνάλλαγμα	Σύνολο
1. <i>Ιδρυτές-Επενδυτές</i>			
α. Μετοχικό Κεφάλαιο			
β. Προνομιούχο Μετοχικό Κεφάλαιο			
γ. Δάνεια			
δ. Άλλες μορφές κεφαλαίων			
Υποσύνολο			
2. <i>Συμμετοχές</i>			
α. Μετοχικές			
β. Προνομιούχες			
γ. Δάνεια			
δ. Άλλες μορφές συμμετοχών			
Υποσύνολο			
3. <i>Αναπτυξιακοί Οργανισμοί και Τράπεζες</i>			
α. Μετοχικές			
β. Προνομιούχες γ. Δάνεια			
δ. Άλλες μορφές			
Υποσύνολο			
4. <i>Κρατικά</i>			
α. Δάνεια			
β. Επιχορηγήσεις			
Υποσύνολο			
5. <i>Εμπορικές Τράπεζες</i>			
6. <i>Δημόσιες εγγραφές</i>			
7. <i>Πιστώσεις Προμηθευτών</i>			
8. <i>Τρέχουσες Υποχρεώσεις</i>			
Σύνολο			

Σημασία και παραδοχές της χρηματοδοτικής ανάλυσης

1 Η χρηματοδοτική ανάλυση και ο χρηματοδοτικός προγραμματισμός αποτελούν μέρος της συνολικής ανάλυσης και του συνολικού προγραμματισμού του σχεδίου επένδυσης και πρέπει να γίνονται μαζί με διαδοχικές προσεγγιστικές διερευνήσεις ή «ανατροφοδοτήσεις», που καλύπτουν όλες τις βασικές επιλογές του σχεδίου επένδυσης, π.χ. το Πρόγραμμα Παραγωγής, το Μέγεθος της Παραγωγικής Δυναμικότητας της Μονάδας, την Επιλογή του Μηχανολογικού Εξοπλισμού, το μέγεθος του Ανθρώπινου Δυναμικού κλπ. (βλ. Διάγραμμα 2.13-1). Ο αποτελεσματικός χρηματοδοτικός προγραμματισμός προϋποθέτει τον αποτελεσματικό προγραμματισμό των πωλήσεων, της παραγωγής, του παραγωγικού εξοπλισμού, του προσωπικού κλπ., δεδομένου ότι οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί (τα όρια των χρηματικών πόρων) επιβάλλουν κατά κανόνα τις επιλογές τους πάνω σε όλες τις άλλες επιλογές του σχεδίου επένδυσης.

2. Όλες οι εκτιμήσεις και προβλέψεις των χρηματικών μεγεθών πρέπει να γίνονται με ρητές υποθέσεις και παραδοχές, ώστε να είναι δυνατός ο έλεγχος της συνέπειας και αξιοπιστίας των μεγεθών που θα προκύψουν.

3. Η χρηματοδοτική ανάλυση γίνεται πάντα σε τιμές αγοράς.

4. Οι εκτιμήσεις και προβλέψεις των χρηματικών και άλλων μεγεθών και κυρίως η συμπλήρωση των Υποδειγματικών Πινάκων γίνονται με βάση τις γενικά αποδεκτές μεθόδους και τεχνικές της Λογιστικής.

Πηγές Χρηματοδότησης

5. Για την κατάρτιση του Υποδειγματικού Πίνακα *Πηγές Χρηματοδότησης*, πρέπει να γίνουν οι εξής ενέργειες:

α. Να διεξαχθεί πλήρης διερεύνηση της Χρηματαγοράς για την εξεύρεση χρηματικών πόρων. (Μπορεί να εκπονηθεί και ειδική «Μελέτη Χρηματοδότησης», εφόσον πρόκειται για μεγάλο έργο και αντιμετωπίζονται διάφοροι χρηματοδοτικοί συνδυασμοί).

β. Να εκτιμηθεί ποιο θα είναι το μέγεθος των Ιδίων Κεφαλαίων, δηλαδή των πόρων που θα προσφέρουν οι ιδρυτές-επενδυτές (Μετοχικό Κεφάλαιο: Κοινό, Προνομιούχο κλπ).

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ
Ταμειακή ροή

Φάση	Κατά- σκευής		Αρχικής λειτουργίας		Πλήρους παραγωγικής λειτουργίας						Υπολειμμα- τική αξία (το τελευταίο έτος) Σύνολο	
	1	2	3	4.....	7	8	9	10	11	12		
Έτος												
Πρόγραμμα Παραγωγής				0 0	55%	75%	85%	100%	100%			
A. Ταμειακή εισροή												
1 Χρηματικοί Πόροι												
2 Έσοδα Πωλήσεων												
3 Άλλες Εισροές												
B. Ταμειακές εκροές												
1 Συνολικές επενδύσεις και αντικαταστάσεις												
2 Λειτουργικό Κόστος												
3 Εξυπηρέτηση Δανείων:												
(α) Τόκοι:												
(i) Πιστώσεις Προμηθευτών (π)												
Τραπεζικές Πιστώσεις												
Τραπεζικός Δανεισμός												
β) Αποπληρωμές:												
i) Πιστώσεων Προμηθευτών												
ii) Τραπεζικών Πιστώσεων												
iii) Τραπεζικού Δανεισμού												
4 Φόροι												
5 Μερίσματα (χ% στο Μετοχικό Κεφάλαιο)												
Γ (Ταμειακό) Πλεόνασμα/ Έλλειμμα												
Αύξηση (+) ή Μείωση (-) Διαθέσιμων												
Δ Σωρευτικό ταμειακό υπόλοιπο												
(μετρητά)												

Λογαριασμός εκμετάλλευσης

Περιγραφή	κατασκευής						Αρχικής λειτουργίας				πλήρους παραγωγικής λειτουργίας			
	1	2	3	4	5	6	9	10	11	12				
Ποσοστό παραγωγής	0	0	55%	55%			75%	85%	100%					

Εσοδα πωλήσεων
 Κόστος παραγωγής (-)
 Ακαθάριστο κέρδος
 Φόροι (-)
 Καθαρό κέρδος
 Μερίσματα
 (Μερίσματα X% στο μετοχικό κεφάλαιο)

Μη διανεμόμενα κέρδη
 Συσσώρευση μη διανεμόμενων κερδών

Λόγοι
 Ακαθάριστο κέρδος : πωλήσεις (%)
 Καθαρό κέρδος : πωλήσεις (%)
 Καθαρό κέρδος : μετ. κεφάλαιο (%)

Προβλεπόμενος Ισολογισμός

Φάση	Κατασκευής	Αρχικής λειτουργίας	πλήρους παραγωγικής λειτουργίας
Έτος	1 2 3 4 5 6	9	10 11 12

A. Ενεργητικό

1. Κυκλοφορούν ενεργητικό

α. Μετρητά

β. Υπόλοιπο κυκλοφορούν ενεργητικό

- Χρεώστες
- Αποθέματα

2. Πάγιο Ενεργητικό

(μείον αποσβέσεις)

3. Κέρδη – Ζημίες

B. Παθητικό

1. Τρέχουσες υποχρεώσεις

2. Βραχυπρόθεσμα και Μακροπρόθεσμα Δάνεια

3. Μετοχικό κεφάλαιο

4. Αποθεματικό

- γ. Να εκτιμηθεί ποιο θα είναι το μέγεθος του εφικτού δανεισμού (Δανειακό Κεφάλαιο) από διάφορους χρηματοδοτικούς φορείς (π. χ. ΕΤΒΑ) με τους σχετικούς όρους δανεισμού. Να γίνει επιλογή ανάμεσα σε (α) βραχυπρόθεσμο και (β) μακροπρόθεσμο δανεισμό. Κατά θεμελιώδη αρχή χρηματοδότησης, οι Πάγιες Επενδύσεις χρηματοδοτούνται με Ίδια ή Μετοχικά Κεφάλαια και μακροπρόθεσμα δάνεια, ενώ το Κεφάλαιο Κίνησης χρηματοδοτείται με μεσοπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα δάνεια (σύμφωνα με τη σχετική πρακτική και τις εγκυκλίους κάθε Τράπεζας). Ένα μέρος του Κεφαλαίου Κίνησης είναι δυνατό να χρηματοδοτηθεί από το Μετοχικό Κεφάλαιο και το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Να διερευνηθεί η δυνατότητα απόκτησης απλού ομολογιακού κεφαλαίου ή μετατρέψιμου ομολογιακού κεφαλαίου.
- δ. Να εκτιμηθεί το μέγεθος των πιθανών κρατικών επιχορηγήσεων ή της εξασφάλισης πόρων από άλλους δημόσιους φορείς (επιδοτήσεις, επιχορηγήσεις) με βάση την υφιστάμενη νομοθεσία κινήτρων.
- ε. Να διερευνηθεί η δυνατότητα εξασφάλισης πιστώσεων, ιδίως από τους προμηθευτές του μηχανολογικού εξοπλισμού, οι οποίοι συνήθως προσφέρουν πιστώσεις για 6-10 χρόνια με ανταγωνιστικά επιτόκια, χρόνο χάριτος, ευκολίες πληρωμής κλπ.
- στ. Να διερευνηθούν όλες οι άλλες πηγές χρηματοδότησης, π. χ. η κινητοποίηση της λαϊκής αποταμίευσης, συμμετοχή κοινωνικών φορέων, η δυνατότητα άντλησης πόρων από τις Ευρωπαϊκές Κοινότητες κτλ.
- ζ. Τέλος πρέπει να διερευνηθεί και η αξιοποίηση της «εσωτερικής χρηματοδότησης» κατά τη φάση λειτουργίας με τη διάθεση κερδών (παρακρατούμενα κέρδη) αποθεματικών και αποσβέσεων.

Κατά την επιλογή της μεθόδου χρηματοδότησης πρέπει να ληφθούν υπόψη μερικά αποφασιστικά κριτήρια, όπως οι όροι των δανείων, η οικονομική επιβάρυνση (ύψος επιτοκίου), οι εγγυήσεις που ζητούνται, η χρονική διάρκεια, η περίοδος χάριτος, οι απαιτήσεις για την εξυπηρέτηση των δανείων, η απόδοση κατά μορφή συμμετοχής κλπ. Ενδείκνυται να γίνει ανάλυση των επιπτώσεων της διάρθρωσης του κεφαλαίου στις αναμενόμενες αποδόσεις, ανάλυση δηλαδή της χρηματοδοτικής μόχλευσης (financial leverage).

Είναι απολύτως αναγκαίο να μη γίνεται η αποπληρωμή του δανείου κατά τη φάση της κατασκευής, αλλά μετά την έναρξη λειτουργίας και μόλις αρχίσει κάποια ικανοποιητική εισροή πόρων από τα έσοδα πωλήσεων. Μαζί με τους όρους χρηματοδότησης συμφωνούνται και τα Προγράμματα Αποπληρωμής Δανείων (χρεολύσια, περίοδος χάριτος κλπ.).

Ταμειακή Ροή ή Ροή Μετρητών (Cash flow)

Ο Υποδειγματικός Πίνακας Ταμειακής Ροής (Ροή Μετρητών) είναι από τους σπουδαιότερους για όλο το σχέδιο επένδυσης, γιατί δείχνει την κίνηση των μετρητών: (α) «προς» το έργο (εισροή) και (β) «εκτός» του έργου (εκροή). Ο επενδυτικός φορέας πρέπει να γνωρίζει κάθε στιγμή «αν υπάρχουν διαθέσιμα μετρητά για να πληρωθούν οι λογαριασμοί», που προκύπτουν από την κατασκευή και τη λειτουργία της παραγωγικής μονάδας.

Για να καταρτιστεί ο Πίνακας αυτός, χρησιμοποιούνται τα στοιχεία που ακολουθούν με βάση τον Πίνακα 2.3-3 που δίνει το βαθμό της παραγωγικής απασχόλησης της μονάδας (55%, 75%, 80%, 100%) για κάθε έτος:

A. Ταμειακές Εισροές:

1. Χρηματοδοτικοί Πόροι
2. Έσοδα πωλήσεων

Στο τμήμα αυτό του Πίνακα περιλαμβάνονται όλες οι εισροές μετρητών από τους χρηματοδοτικούς πόρους (ίδια κεφάλαια, δανεισμός, πιστώσεις κλπ.) και από τα έσοδα πωλήσεων της μονάδας (εισπράξεις).

B. Ταμειακές Εκροές:

Εδώ περιλαμβάνονται οι εξής ροές μεγεθών:

1. Συνολικές επενδύσεις και αντικαταστάσεις Λειτουργικό κόστος
2. Εξυπηρέτηση δανείων (σύμφωνα με τα προγράμματα Αποπληρωμής Δανείων)
4. Πληρωμές φόρων
5. Μερίσματα
6. Λοιπές Πληρωμές

Γ. Ταμειακό Πλεόνασμα (+)/ Έλλειμμα (-)

Το υπόλοιπο των δύο ροών (εισροές-εκροές) δίνει το Ταμειακό αποτέλεσμα (πλεόνασμα ή έλλειμμα).

Λογαριασμός Εκμετάλλευσης

Ο Υποδειγματικός Πίνακας Λογαριασμός Εκμετάλλευσης είναι ο σπουδαιότερος πίνακας της χρηματικής ανάλυσης του σχεδίου επένδυσης από την άποψη του επενδυτικού φορέα, γιατί δείχνει αν το σχέδιο επένδυσης ή η Επιχείρηση θα έχει θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα: κέρδος ή ζημία. Ο Λογαριασμός αυτός δείχνει τη δραστηριότητα της Επιχείρησης για μια χρήση, συνήθως για ένα ημερολογιακό έτος. Παρουσιάζει τα έσοδα και έξοδα της παραγωγικής μονάδας κατά τη διάρκεια της χρήσης και το γενικό οικονομικό αποτέλεσμα της. Για το λόγο αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία στην αξιολόγηση του σχεδίου επένδυσης.

Από τον Πίνακα θα διαπιστώσουμε επίσης: α. τα περιθώρια που υπάρχουν για την αποπληρωμή των δανείων β. τα μερίσματα που θα καταβληθούν στους μετόχους και γ. τα κέρδη τα οποία θα μπορούν να επανεπενδυθούν στην Επιχείρηση,

Ο Προβλεπόμενος Ισολογισμός

Ο Υποδειγματικός Πίνακας (Προβλεπόμενος), Ισολογισμός δείχνει την περιουσιακή κατάσταση της Επιχείρησης σε δεδομένη στιγμή και παρουσιάζει όλα τα σημαντικά μεγέθη της σε δύο βασικές κατηγορίες: Το Ενεργητικό και το Παθητικό.

Ο Ισολογισμός καταρτίζεται με βάση τους κανόνες της Λογιστικής για την κατάρτιση Ισολογισμών.

Ανάλυση λόγων

Τέλος η χρηματική και χρηματοδοτική ανάλυση του σχεδίου επένδυσης πρέπει να συνοδεύεται από την εκτίμηση, παρουσίαση και αξιολόγηση των κυριότερων «λόγων» (ratio analysis), που είναι δύο ειδών κυρίως: (α) λόγοι που αναφέρονται στη χρηματική και χρηματοδοτική δομή (ίσηση-οΐζι Γ3Π08) και (β) λόγοι που αναφέρονται στην αποδοτικότητα (ρι-οΐπ&ΐ3ΐΐν Γ3Π05). Η ανάλυση των λόγων αυτών, που αποτελούν «μέτρα» επίδοσης ή ευστάθειας, είναι αναγκαία για τη διαπίστωση και αξιολόγηση της χρηματικής και οικονομικής κατάστασης του σχεδίου επένδυσης (βλ. 3.1.1).

A. Οι κυριότεροι χρηματικοί ή χρηματοδοτικοί λόγοι είναι οι εξής:

$$1. \text{ Ο τρέχων λόγος} = \frac{\text{κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{τρέχουσες υποχρεώσεις}}$$

Ο λόγος αυτός είναι το μέτρο ικανότητας της Επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες ή βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Για τους δανειστές της Επιχείρησης, όσο *υψηλότερος* είναι ο λόγος αυτός, δηλαδή όσο περισσότερο υπερέρχει το κυκλοφορούν ενεργητικό (μετρητά, αποθέματα κλπ.) απέναντι στις τρέχουσες υποχρεώσεις (βραχυχρόνιες απαιτήσεις δανειστών-πιστωτών), τόσο περισσότερο ευνοϊκή είναι η θέση τους. Ένας «ικανοποιητικός» τρέχων λόγος κυμαίνεται ανάμεσα στο: 2,0-1,2 (πρότυπο μέγεθος ή «νόρμα»)

$2. \text{ Ο λόγος ρευστότητας} = \frac{\text{μετρητά + διαθέσιμα ενεργητικού}}{\text{τρέχουσες υποχρεώσεις (προεξωλημένες)}}$
--

Ο λόγος αυτός μετράει το ίδιο μέγεθος με τον τρέχοντα λόγο, αλλά είναι περισσότερο αυστηρός, γιατί δείχνει την ικανότητα άμεσης και γρήγορης ανταπόκρισης της Επιχείρησης στις απαιτήσεις των δανειστών-πιστωτών της. Γι' αυτό λέγεται και «ταχύς λόγος» (quick ratio) ή «λόγος (τεστ)

οξύτητας» (acid test ratio). Το επιθυμητό επίπεδο του λόγου αυτού είναι: 1,2-1,0.

3. Ο επόμενος λόγος συσχετίζει και συγκρίνει το μέγεθος των δανεισμένων κεφαλαίων με τα ίδια κεφάλαια της Επιχείρησης και δείχνει τη γενική χρηματοδοτική φερεγγυότητα ή τη χρηματοδοτική ανεξαρτησία της έναντι των πιστωτών της. Σχετικά υπολογίζονται οι λόγοι;

$$\text{i. Λόγος «ανεξαρτησίας»} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια}}{\text{συνολικό χρέος}}$$

$$\text{ii. Λόγος «ανεξαρτησίας»} = \frac{\text{ίδια κεφάλαια} + \text{αποθεματικό}}{\text{συνολικό χρέος}}$$

$$\text{iii. Λόγος «ανεξαρτησίας»} = \frac{\text{μετοχικό κεφάλαιο}}{\text{συνολικό χρέος}}$$

Ο ιδεώδης λόγος «ανεξαρτησίας», δηλαδή για τη σχέση ιδίων κεφαλαίων και δανείων (χρέος), σε πολλά σχέδια επένδυσης είναι 50:50. Στην πράξη όμως υπάρχουν και λόγοι ιδίων κεφαλαίων προς δανειακά, που κυμαίνονται γύρω στο 33:67 ή 25:75 ή και σε άλλα επίπεδα.

4. Ιδιαίτερη σημασία για τους χρηματοδοτικούς φορείς έχει ο λόγος ροής μετρητών προς το μακροπρόθεσμο δανεισμό, δηλαδή η σχέση μετρητών προς τη δανειακή εξυπηρέτηση:

$$\text{μακροπρόθεσμης δανειακής κάλυψης} = \frac{\text{ροή μετρητών Λόγος}}{\text{δανειακή εξυπηρέτηση}}$$

Η ροή μετρητών εξαρτάται κυρίως από τις πωλήσεις σε μετρητά και η δανειακή εξυπηρέτηση είναι το τοκοχρεολύσιο (πληρωμή δόσης δανείου + τόκοι). Λόγοι που κυμαίνονται μεταξύ 3,0-1,5 θεωρούνταν ικανοποιητικοί για τους χρηματοδοτικούς φορείς.

5. Ένα άλλο κριτήριο ή τεστ του βαθμού ρευστότητας μιας παραγωγικής μονάδας είναι ο λόγος:

οφειλέτες

πωλήσεις

που υπολογίζεται στο τέλος κάθε χρόνου ή περιόδου, για να δείξει το βαθμό εισροής μετρητών από τις πωλήσεις. Όσο χαμηλότερος είναι ο λόγος αυτός, τόσο υψηλότερη είναι η ρευστότητα της Επιχείρησης.

Β. Οι κυριότεροι λόγοι αποδοτικότητας, στην απλή χρηματοδοτική ανάλυση, είναι οι εξής:

α. Ο λόγος καθαρού κέρδους προς το σύνολο του ενεργητικού

$$\frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{σύνολο ενεργητικού}}$$

β. Ο λόγος αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων:

$$\frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{ίδια κεφάλαια}}$$

γ. Ο λόγος αποδοτικότητας σε σχέση με το σύνολο του κύκλου εργασιών.

$$\frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{σύνολο κύκλου εργασιών}}$$

δ. Ο λόγος αποδοτικότητας σε σχέση με το σύνολο των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων.

$$\frac{\text{καθαρό κέρδος}}{\text{ίδια κεφάλαια + αποθεματικά}}$$

Οι παραπάνω «λόγοι», αναλόγως της χρηματικής δομής και της αποδοτικότητας του σχεδίου επένδυσης, αποτελούν γενικά «μέτρα» ή ποσοτικά κριτήρια για την πρώτη διάγνωση και αξιολόγηση της ευστάθειας των επενδυτικών σχεδίων. Πριν υποβληθεί μία «σχέδιο επένδυσης» στους χρηματοδοτικούς φορείς, θα πρέπει να ελεγχθεί, αν οι κυριότεροι από τους παραπάνω «λόγους» του σχεδίου επένδυσης ανταποκρίνονται στα γενικά

παραδεκτά πρότυπα ή «νόρμες» που ισχύουν και αναγνωρίζονται από τους Εμπειρογνώμονες χρηματοδοτικούς αναλυτές.

3 Περίοδος αποπληρωμής κεφαλαίου (pay –back period)

Η μέθοδος αυτή, που καλείται και περίοδος επανάκτησης κεφαλαίου (recouperment period) ή επανείσπραξης της επένδυσης (pay –off period), είναι απλή και υπολογίζει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται, ώστε οι καθαρές εισπράξεις ή εισροές (έσοδα) να καλύψουν το ύψος του επενδυόμενου κεφαλαίου (επένδυση):

$$\text{Χρόνος αποπληρωμής (έτη)} = \frac{\text{Επένδυση}}{\text{Μέσο ύψος ετήσιων εσόδων (εισπράξεις ή εισροές)}}$$

Αν οι ετήσιες εισροές (έσοδα) δεν είναι σταθερές από έτος σε έτος, η περίοδος αποπληρωμής του κεφαλαίου υπολογίζεται, αφού προστεθούν οι εισπράξεις που προβλέπεται να πραγματοποιηθούν στη διάρκεια ζωής του σχεδίου επένδυσης, έως ότου το σύνολο τους καλύψει (αποπληρώσει) την αρχική επένδυση.

Κατά το κριτήριο αυτό γίνονται αποδεκτά τα σχέδια επένδυσης που έχουν γρήγορο χρόνο αποπληρωμής ή μια ορισμένη χρονική περίοδο. Η περίοδος αυτή αποτελεί το πρότυπο σύγκρισης και είναι γνωστή στους επενδυτικούς φορείς ή τους χρηματοδοτικούς αναλυτές. Αν ο υπολογιζόμενος χρόνος αποπληρωμής είναι υψηλότερος από το πρότυπο σύγκρισης, το σχέδιο επένδυσης δεν θεωρείται αποδεκτό. Αν όμως ο υπολογιζόμενος χρόνος είναι ίσος ή χαμηλότερος από το χρονικό πρότυπο, το σχέδιο επένδυσης είναι ελκυστικό, γιατί όσο πιο γρήγορα ο επενδυτής εισπράττει ή επανακτά το αρχικό του κεφάλαιο (επένδυση), τόσο πιο γρήγορα εξασφαλίζει επίσης τη ρευστότητα του και αποφεύγει τη δέσμευση των κεφαλαίων του, για να μπορεί να εκμεταλλευτεί και άλλες ευκαιρίες επένδυσης.

Το απλό αυτό κριτήριο αποδοτικότητας χρησιμοποιείται, όταν πρέπει να αποφασιστεί γρήγορα η αποδοχή ή απόρριψη ενός σχεδίου επένδυσης. Επίσης είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στην ανάλυση του κινδύνου ορισμένων σχεδίων επένδυσης, που αντιμετωπίζουν επικείμενη ή γρήγορη τεχνολογική απαξίωση.

Τα κυριότερα μειονεκτήματα του κριτηρίου είναι τα εξής:

- α. αδιαφορεί για τη ροή των εσόδων (εισροών) μετά το χρόνο αποπληρωμής-
- β. δίνει έμφαση συνήθως σε βραχύβια και μικρής πνοής σχέδια επένδυσης
- γ. στρέφει το επενδυτικό ενδιαφέρον στο «σίγουρο και γρήγορο κέρδος»
- δ. δεν εκτιμά την αποδοτικότητα του επενδυόμενου κεφαλαίου, αλλά την ικανότητα αποπληρωμής σε μετρητά
- ε. δεν λαμβάνει υπόψη τις διαφορές στο χρόνο πραγματοποίησης των εξόδων-εσόδων.

Για τους παραπάνω λόγους το κριτήριο αυτό χρησιμοποιείται μόνο ως συμπληρωματικός δείκτης αποδοτικότητας.

4. Απλός λόγος απόδοσης

Το μέτρο αυτό αποδοτικότητας υπολογίζεται ως λόγος ή ποσοστό στα εκατό (%) του κέρδους (σ' ένα κανονικό έτος πλήρους παραγωγικής λειτουργίας) προς την αρχική συνολική επένδυση ή το επενδυμένο μετοχικό κεφάλαιο.

Το κριτήριο του απλού λόγου απόδοσης εξαρτάται από τους ορισμούς που δίνουμε στα μεγέθη: «κέρδος», «επενδύσεις» ή «κεφάλαιο».

Το κέρδος (ή περιθώριο κέρδους) είναι: (α) ακαθάριστο (μεικτό) κέρδος και (β) καθαρό κέρδος :

Μεικτό κέρδος = Έσοδα Πωλήσεων - Κόστος Παραγωγής
(πριν από τη φορολογία)

Καθαρό κέρδος = Μεικτό κέρδος - Φόροι
(μετά τη φορολογία)

Το κεφάλαιο (επένδυση) είναι (α) ίδια κεφάλαια του επιχειρηματικού φορέα (μετοχικό κεφάλαιο κτλ.) & (β) δανειακά (ξένα) κεφάλαια:

Συνολικό Κεφάλαιο = Ίδια Κεφάλαια + Δανειακά κεφάλαια

Είναι ανάγκη να διευκρινιστεί, αν στα Ίδια Κεφάλαια περιλαμβάνεται μόνο το Μετοχικό Κεφάλαιο ή /και τα Αποθεματικά ή/ και τα Αδιανέμητα Κέρδη, για να αποφεύγονται εσφαλμένες εκτιμήσεις.

Οι λόγοι αποδοτικότητας που μπορεί να υπολογιστούν με βάση τους παραπάνω ορισμούς είναι οι εξής:

i. Ο απλός λόγος απόδοσης ή λόγος απόδοσης στη συνολική επένδυση (ίδια κεφάλαια + δανειακά κεφάλαια):

Αποδοτικότητα επένδυσης	—	$\frac{\text{Καθαρό Κέρδος} + \text{Τόκοι Δαν.Κεφαλαίων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Δαν. Κεφάλαια}} * 100$
----------------------------	---	---

Ο λόγος αυτός, που καλείται και αποδοτικότητα τον συνολικού κεφαλαίου, δείχνει το μέγεθος της απόδοσης ολόκληρου του κεφαλαίου που έχει διατεθεί στο σχέδιο επένδυσης (πάγιες επενδύσεις, δαπάνες ίδρυσης-οργάνωσης και κεφάλαιο κίνησης).

ii. Ο απλός λόγος απόδοσης του ιδίου κεφαλαίου (μετοχικού κεφαλαίου), δηλαδή η αποδοτικότητα των κεφαλαίων που διέθεσε μόνο ο επενδυτικός φορέας:

Στην ιδιωτικό-χρηματική ανάλυση η επίτευξη όσο το δυνατό υψηλότερης αποδοτικότητας για τα Ίδια Κεφάλαια αποτελεί το κυριότερο κίνητρο της ανάληψης επενδυτικής δραστηριότητας.

iii. Είναι δυνατό να υπολογιστεί επίσης ο εξής λόγος απόδοσης:

$$\text{Αποδοτικότητα Κύκλου Εργασιών} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος} \cdot 100}{\text{Κύκλος Εργασιών (Έσοδα Πωλήσεων)}}$$

Όσο υψηλότερος είναι ο απλός λόγος απόδοσης, τόσο υψηλότερη είναι και η αποδοτικότητα του σχεδίου επένδυσης.

Ο λόγος αυτός χρησιμοποιείται από μικρομεσαίες μονάδες που προγραμματίζουν μια σχετικά χαμηλή επένδυση και κατόπιν κάνουν εκτιμήσεις των σχετικών αποτελεσμάτων για τα πρώτα 3-4 χρόνια ή κάποιο «κανονικό» έτος πλήρους παραγωγικής λειτουργίας, όπως φαίνεται στο παράδειγμα του Πίνακα που ακολουθεί.

ΠΙΝΑΚΑΣ

Παράδειγμα υπολογισμού απλών λόγων απόδοσης

Μια επένδυση έχει τα εξής συνολικά οικονομικά στοιχεία και αποτελέσματα

Οικονομικά Στοιχεία:	1984	1985	1986
1. Συνολικό Κόστος Επένδυσης (1)=(2)+(3)	150	150	150
2. Δανειακά Κεφάλαια	100	100	100
3. Μετοχικό Κεφάλαιο	50	50	50
4. Έσοδα Πωλήσεων	100	150	180
5. Έξοδα Πωλήσεων και Κόστος Παραγωγής	-85	-120	-130
5α. Τόκος Δανείων(2)	-10	-10	-10
5β. Λοιπά	-75	-11	-120
6 Ακαθ. Κέρδος (6)=(4)-(5)			
7 Φόροι			
8 Καθαρό Κέρδος (8)=(6)-(7)			

Μέτρα ή λόγοι ή ποσοστά αποδοτικότητας:

-Αποδοτικότητα Επένδυσης	13%	17%	30%
-Αποδοτικότητα Ιδίου Κεφαλαίου	20%	30%	70%
-Αποδοτικότητα Κύκλου Εργασιών	10%	10%	19%

Ο απλός λόγος αποδοτικότητας έχει το πλεονέκτημα, ότι υπολογίζεται γρήγορα και εύκολα και είναι άμεσα κατανοητός ως κέρδος ή απόδοση στα εκατό (%) με βάση την επένδυση ή το επενδυμένο κεφάλαιο. Έχει όμως πολλά μειονεκτήματα, όπως: η αδυναμία να ληφθεί υπόψη το στοιχείο της χρονικής διαφοράς στην εκτίμηση της αποδοτικότητας, η δέσμευση σε ορισμένο έτος τι οποίο μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτικό, η εξάρτηση των κερδών από τις διακυμάνσεις των πωλήσεων, η δυνατότητα χρησιμοποίησης πολλών ορισμών για τις έννοιες «κέρδος» και «κεφάλαιο». Ιδιαίτερα προβληματική είναι η χρησιμοποίηση του λόγου αυτού, όταν έχουμε διαφορετικές φορολογικές και άλλες ρυθμίσεις για τα μεγέθη των αποσβέσεων, της φορολογίας και των αποθεματικών.

Είναι φανερό ότι η αποδοτικότητα στον παραπάνω Πίνακα υπολογίζεται για κάθε έτος χωριστά και δεν είναι σταθερή από έτος σε έτος. Η έντονη αυτή διακύμανση (π.χ. από 20%-70%) και η έλλειψη ενιαίας χρονικής αναφοράς των εκτιμήσεων αποτελούν βασικά μειονεκτήματα της μεθόδου.

5 Καθαρή Παρούσα Αξία.

Το πιο συνηθισμένο κριτήριο (μέτρο) αποδοτικότητας στην ανάλυση σχεδίων επένδυσης είναι η καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value), γνωστή με τα αρχικά ΚΠΑ (NPV). Αυτή είναι η αξία που προκύπτει, αν προεξοφλήσουμε στο παρόν (= παρούσα αξία), για κάθε έτος χωριστά, τη διαφορά μεταξύ όλων των μελλοντικών χρηματικών (ταμειακών) (α) εισροών ή εσόδων και (β) εκροών ή εξόδων για ολόκληρο το χρόνο ζωής του σχεδίου επένδυσης, με βάση ένα συντελεστή προεξόφλησης.

Η έννοια της παρούσας αξίας έχει ιδιαίτερη σημασία, γιατί αντιπροσωπεύει και εκφράζει όλες τις ροές του σχεδίου επένδυσης στην τωρινή αξία τους, δηλαδή σ' αυτή που ισχύει τη στιγμή που ο επενδυτής παίρνει την απόφαση.

Για να υπολογίσουμε την ΚΠΑ, ακολουθούμε τα εξής στάδια: α. Καταγράφουμε τα αρχικά μεγέθη των ταμειακών ή χρηματικών ροών υπολογίζουμε την «Καθαρή Ταμειακή Ροή» (διαφορά μεταξύ εισροών και εκροών)..

β. Επιλέγουμε το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης σύμφωνα με τις τρέχουσες συνθήκες της τραπεζικής αγοράς (.πληροφορία από τις τράπεζες).

γ. Με βάση αυτό υπολογίζουμε την παρούσα αξία των χρηματικών εισροών (ταμειακές εισροές) και την παρούσα αξία των χρηματικών εκροών (ταμειακές εκροές) για όλη την περίοδο ζωής του σχεδίου επένδυσης. Η καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) είναι: η παρούσα αξία των εισροών (εσόδων) μείον την παρούσα αξία των εκροών (εξόδων) κατονομάζεται «Προεξοφλημένη Ταμειακή Ροή» (Discounted Cash - Flow).

Η ΚΠΑ υπολογίζεται με τον εξής γενικό τύπο:

$$ΚΠΑ = \sum_{t=0}^n \frac{(\text{ταμ. εισροές} - \text{ταμ. εκροές})}{(1+i)^t}$$

όπου i = το επιτόκιο προεξόφλησης

t = ο χρόνος ή η περίοδος προεξόφλησης

n = η περίοδος της ζωής της επένδυσης (αριθμός ετών).

- α. Αν η ΚΠΑ είναι θετική (+), η αποδοτικότητα είναι πάνω από το επιτόκιο προεξόφλησης και το σχέδιο επένδυσης γίνεται αποδεκτό.
- β. Αν η ΚΠΑ είναι αρνητική (-), η αποδοτικότητα είναι κάτω από το επιτόκιο προεξόφλησης και το επενδυτικό σχέδιο απορρίπτεται.
- γ. Αν η ΚΠΑ είναι ίση με το μηδέν (0), η αποδοτικότητα είναι ίση με το επιτόκιο προεξόφλησης και το σχέδιο επένδυσης γίνεται αποδεκτό, αν δεν υπάρχει καλύτερη εναλλακτική επένδυση.

Η ΚΠΑ είναι περισσότερο πλεονεκτική μέθοδος αξιολόγησης, γιατί μετατρέπει τις μελλοντικές ροές αξιών του σχεδίου επένδυσης σε παρούσες αξίες και εκφράζει τη γενικότερη προτίμηση για το παρόν ή το «τώρα», όπως το δείχνει και η λαϊκή σοφία που λέει: «κάλλιο ένα και στο χέρι (τώρα), παρά δέκα και καρτερεί» (στο μέλλον).

Στην εφαρμογή της μεθόδου αυτής πρέπει να προσέχουμε τα εξής:

- Οι εκροές-κόστος (έξοδα) και εισροές-ωφέλειες (έσοδα) υπολογίζονται στο χρόνο που πράγματι γίνονται.
- Οι αποσβέσεις, αν και εμφανίζονται στο Λογαριασμό Εκμετάλλευσης, δεν είναι πραγματική εκροή (εκταμίευση) και γι' αυτό δεν συμπεριλαμβάνονται στις ταμειακές εκροές.
- Η αποπληρωμή των δανείων υπολογίζεται στις εκταμιεύσεις, γιατί αποτελεί ταμειακή εκροή.
- Ο χρόνος προεξόφλησης των ροών πρέπει να αναφέρεται σε ολόκληρη τη ζωή του σχεδίου επένδυσης (φάση κατασκευής-λειτουργίας) και να εφαρμόζεται σε ορισμένη χρονική βάση για όλες τις ροές (ομοιογενής χρονική βάση).
- Κατά την επιλογή του επιτοκίου προεξόφλησης λαμβάνεται υπόψη το επιτόκιο που επικρατεί στην κεφαλαιαγορά (ως το ελάχιστο επιτρεπτό), εφόσον αυτή λειτουργεί σχετικά ομαλά και αντανακλά τις πραγματικές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων. Συνήθως στο επιτόκιο αυτό, για μεγαλύτερη διασφάλιση, προστίθεται ένα «περιθώριο κινδύνου»

(risk premium), ανάλογα με το βαθμό αβεβαιότητας του συγκεκριμένου σχεδίου επένδυσης ή του κλάδου. Το επιπλέον «περιθώριο κινδύνου» ποικίλλει ανάλογα με τον κίνδυνο από 1%-4%, κατά τη συνήθη εκτίμηση.

- Η υπολειμματική αξία του σχεδίου επένδυσης υπολογίζεται ως θετική εισροή.

Παράδειγμα εκτίμησης της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ)
Ιδιωτική - χρηματική ανάλυση

- Η επένδυση πραγματοποιείται σε ένα χρόνο (στο τέλος του έτους).
- Ο χρόνος ζωής της είναι 7 χρόνια.
- Το ισχύον επιτόκιο της χρηματαγοράς είναι 15%.
- Η υπολειμματική αξία εμφανίζεται στο τελευταίο έτος.
- Η Καθαρή Ταμειακή Ροή (Α. Ταμειακές Εισροές—Β. Ταμειακές Εκροές) εμφανίζεται στη στήλη (2):

(1)	(2)	(3)	(4)= (2)*(3)
Χρόνος Κατασκευής και Λειτουργίας (t)	Καθαρή Ταμειακή Ροή (Ταμειακές Εισροές μείον Ταμειακές Εκροές)	Συντελεστής Προεξόφλησης η αναγωγής σε παρούσες αξίες (για επιτόκιο	Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) (εκατ. δρχ.)
0	-11.000	1,000	-11.000
1	+1.000	0,870	+ 870
2	+1.200	0,756	+ 907
3	+1.300	0,658	+ 855
4	+1.500	0,572	+ 858
5	+1.300	0,497	+ 646
6	+1.200	0,432	+ 518
7 (πλέον υπολειμ. αξία)	+22.000	0,376	+ 8.272
Σύνολο	+18.500		+ 1.926

$$ΚΠΑ = \sum_{t=0}^n \frac{(\text{ταμ. εισροές} - \text{ταμ. εκροές})}{(1+i)^t} = + 1.926.000 \text{ δρχ}$$

(για επιτόκια $i = 15\%$ και $t=7$)

6.Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης

Ο Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης (ΕΣΑ) είναι το υπολογιζόμενο επιτόκιο (= εσωτερική αποδοτικότητα), όπου η παρούσα αξία των ταμειακών εισροών είναι ίση με την παρούσα αξία των ταμειακών εκροών. Με άλλα λόγια είναι ο συντελεστής που εξισώνει τη συνολική παρούσα αξία των εισροών-εσόδων του σχεδίου επένδυσης με τη συνολική παρούσα αξία των εκροών-εξόδων, δηλαδή είναι ένα μοναδικό «εσωτερικό επιτόκιο», που κάνει την προηγούμενη ΚΠΑ να είναι μηδέν (=0).

Σε μαθηματική έκφραση το κριτήριο αυτό διατυπώνεται ως εξής:

$$ΕΣΑ = \sum_{t=0}^n \frac{(\text{ταμ. εισροές} - \text{ταμ. εκροές})}{(1+\varepsilon)^t} = 0$$

δηλαδή ο ΕΣΑ (ε) είναι το εκτιμώμενο επιτόκιο, που μηδενίζει το άθροισμα των παραπάνω προεξοφλούμενων ροών.

Αν το ε είναι υψηλότερο από το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς (i), το σχέδιο επένδυσης αξιολογείται αποδεκτό ($\varepsilon > i$).

Αν το ε είναι χαμηλότερο από το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς (i), το σχέδιο επένδυσης απορρίπτεται ($\varepsilon < i$).

Σε περίπτωση που υπάρχουν πολλά εναλλακτικά σχέδια επένδυσης, επιλέγεται εκείνο που έχει το υψηλότερο ε , υπό τον όρο ότι $\varepsilon > i$.

Η διαδικασία και η τεχνική υπολογισμού του ΕΣΑ είναι η ίδια περίπου με αυτή της ΚΠΑ

α. Υπολογίζονται οι σχετικές ταμειακές ροές από τα τεχνικά και οικονομικά στοιχεία του σχεδίου επένδυσης.

(Είναι ακριβώς τα ίδια μεγέθη που χρησιμοποιούμε για τον υπολογισμό της ΚΠΑ).

β. Γίνεται προεξόφληση της ΚΠΑ όχι όμως με ένα δεδομένο επιτόκιο της κεφαλαιαγοράς (όπως γίνεται για την εκτίμηση της ΚΠΑ), αλλά με εναλλακτικά επιτόκια (συνήθως χρησιμοποιούνται τρία επιτόκια: ένα χαμηλό, ένα μέσο και ένα υψηλό).

γ. Όταν η προεξόφληση με το χαμηλό επιτόκιο δίνει ΚΠΑ θετική (ΕΣΑ1), δοκιμάζουμε ένα υψηλότερο επιτόκιο. Αν στο επιτόκιο αυτό η ΚΠΑ γίνεται αρνητική (ΕΣΑ2), η ακριβής ΕΣΑ βρίσκεται ανάμεσα στα δύο επιτόκια με τον τύπο:

$$ΕΣΑ = ΕΣΑ1 + \frac{\ThetaΚΑ (ΕΣΑ2 - ΕΣΑ1)}{\ThetaΚΑ + ΑΚΑ}$$

όπου: ΕΣΑ - ακριβής συντελεστής εσωτερικής απόδοσης

ΕΣΑ1 - ο χαμηλός ΕΣΑ

ΕΣΑ2 - ο υψηλός ΕΣΑ

ΘΚΑ = η θετική ΚΠΑ (προεξόφληση με ΕΣΑ1) (ως απόλυτη τιμή)

ΑΚΑ = η αρνητική ΚΠΑ (προεξόφληση με ΕΣΑ2) (ως απόλυτη τιμή)

Ο ΕΣΑ είναι ένα υπολογιζόμενο επιτόκιο. Αντανακλά το υψηλότερο επιτόκιο που θα μπορούσε να πληρώσει ο επενδυτικός φορέας ή επιχειρηματίας, χωρίς να κινδυνεύει να χάσει όλα τα χρήματα που διέθεσε στην επένδυση, και αν ακόμα υποθεθεί, ότι είχε δανειστεί όλα τα χρήματα για τη χρηματοδότηση της επένδυσης.

Ο ΕΣΑ, ως επιτόκιο ή/ και συντελεστής, δείχνει την πραγματική αποδοτικότητα της συνολικής επένδυσης και μπορεί έτσι να προσδιορίσει αμέσως τους όρους δανεισμού του σχεδίου επένδυσης, δεδομένου ότι καθορίζει το μέγιστο επιτόκιο που θα μπορούσε να πληρωθεί από τον επενδυτή, χωρίς να κινδυνεύει να χάσει τα κεφάλαια.

Μια επένδυση γίνεται δεκτή, όταν ο ΕΣΑ είναι υψηλότερος από το επιτόκιο που ισχύει στο συγκεκριμένο κλάδο του σχεδίου επένδυσης. Αν υπάρχουν διάφορες εναλλακτικές επενδύσεις, τότε η επένδυση που παρουσιάζει τον υψηλότερο ΕΣΑ είναι η προτιμότερη, εφόσον, βέβαια, υπερβαίνει το κατώτατο αποδεκτό επιτόκιο.

ΠΙΝΑΚΑΣ

Παράδειγμα εκτίμησης του Εσωτερικού Συντελεστή Απόδοσης (ΕΣΑ):

Ιδιωτική-χρηματική ανάλυση.

Στο παρακάτω παράδειγμα εκτιμούμε τον ΕΣΑ με βάση τα δεδομένα και τα οικονομικά στοιχεία του προηγούμενου παραδείγματος για την εκτίμηση της ΚΠΑ, αλλά εκτός από το επιτόκιο αγοράς 15% χρησιμοποιούμε ακόμα δύο εναλλακτικά επιτόκια προεξόφλησης (18% και 20%), για να προσεγγίσουμε τον ΕΣΑ:

(1)	(2)	(3)			(4)=(2)X(3)		
Ετος t	Καθαρή Ταμειακή Ροή (Ταμειακές Εισροές μείον Ταμειακές Εκροές)	Συντελεστής προεξόφλησης ή αναγωγής σε παρούσες αξίες			Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ)		
	(εκατ. δρχ.)	15%	18%	20%	15%	18%	20%
0	-11.000	1,000	1,000	1,000	-11.000	-11.000	-11,000
1	+ 1.000	0,870	0,847	0,833	+ 870	+ 847	+ 333
2	+ 1.200	0,756	0,718	0,694	+ 907	+ 862	+ 833
3	+ 1.300	0,658	0,609	0,579	+ 855	+ 792	+ 753
4	+ 1.500	0,572	0,516	0,482	+ 858	+ 774	+ 723
5	+ 1.300	0,497	0,437	0,402	+ 646	+ 568	+ 523
6	+ 1.200	0,432	0,370	0,335	+ 518	+ 444	+ 402
7	+22.000	0,376	0,314	0,279	+ 8.272	+ 6.908	+ 6.138
	+18.500	---	-----	---	+1.926	+ 195	- 795

Έχουμε τα εξής αποτελέσματα:

Συντελεστής Προεξόφλησης	Καθαρή Παρούσα Αξία του σχεδίου επένδυσης
15%	+ 1.926.000
18%	+ 195.000
20%	- 795.000

(δρχ.)

Άρα ο ακριβής ΕΣΑ κυμαίνεται μεταξύ 18% και 20%.
Εφαρμόζουμε τον τύπο

$$\text{ΕΣΑ} = 18\% + \frac{195 (20\% - 18\%)^{**}}{195 + 795} = 18,4\%$$

Επομένως ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης είναι 18,4%.

Εφόσον ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης (ΕΣΑ) 18,4% είναι υψηλότερος από το επιτόκιο δανεισμού που ισχύει στον κλάδο και το επίσημο επιτόκιο του κλάδου είναι 14% περίπου, το σχέδιο επένδυσης γίνεται αποδεκτό από ιδιωτική-χρηματική άποψη, αν βέβαια δεν εξετάζονται άλλα υποψήφια σχέδια επένδυσης με υψηλότερο ΕΣΑ.

7 Έλεγχος αξιοπιστίας της αποδοτικότητας: Ανάλυση αβεβαιότητα

Μετά την εκτίμηση της αποδοτικότητας του σχεδίου επένδυσης ελέγχουμε και αξιολογούμε την αβεβαιότητα που συνδέεται με την εκτίμηση της αποδοτικότητας.

Η ανάλυση αβεβαιότητας (uncertainty analysis) επιβάλλεται, όταν η φύση του κλάδου και το συγκεκριμένο σχέδιο επένδυσης συνδέονται με ορισμένους προβλέψιμους ή μη προβλέψιμους κινδύνους. Ο κίνδυνος (risk) και η αβεβαιότητα, που είναι εγγενείς σε διάφορα σχέδια επένδυσης στα πλαίσια της ελληνικής οικονομικής πραγματικότητας, καθιστούν αναγκαία τη διερεύνηση του θέματος αυτού κατά την αξιολόγηση των σχεδίων επένδυσης. Αλλαγές στις προτιμήσεις των καταναλωτών, τεχνολογικές μεταβολές, πολιτικές και κοινωνικές διαταραχές, ο πληθωρισμός, κατασκευαστικές δυσχέρειες, συγκυριακές κρίσεις κτλ. επιδρούν στην εφικτότητα και αποδοτικότητα των επενδυτικών σχεδίων.

Υπάρχουν πολλές πηγές κινδύνων και αβεβαιότητας στα σχέδια επένδυσης, που επηρεάζουν τα βασικά μεγέθη των ταμειακών ροών τους (έσοδα-έξοδα), καν μάλιστα σε διαφορετικό βαθμό, πράγμα που επιδρά τελικά στην αποδοτικότητα τους (ΚΠΑ, ΕΣΑ κτλ.).

Ανάμεσα, στα μεγέθη-κλειδιά, που πρέπει να προσεχθούν ιδιαίτερα εδώ, είναι:

1. Τα έσοδα πωλήσεων ως η πηγή των ταμειακών εισροών.
2. Το πρόγραμμα παραγωγής ως εφικτό τεχνικό επίπεδο παραγωγικής επίδοσης.
3. Το κόστος επένδυσης.
4. Το κόστος παραγωγής.

Τα μεγέθη αυτά εξαρτώνται και επηρεάζονται από πολλά άλλα επιμέρους υπομεγέθη, τα οποία συνθέτουν στην πράξη πολλές μεταβλητές τιμών και φυσικών ποσοτήτων (πρώτες ύλες, προμήθειες υλικών, εισροές παροχών της ΔΕΗ, μισθοί, επάρκεια μανάτζμεντ κτλ.) και τελικά διαμορφώνουν την αποδοτικότητα.

Η ανάλυση ευαισθησίας περιλαμβάνει

- α. Την ανάλυση του «νεκρού σημείου»
 β. Την ανάλυση της πιθανότητας

α. Ανάλυση του «νεκρού σημείου»

Όπως είναι γνωστό, τα έσοδα πωλήσεων είναι ένα από τα βασικά μεγέθη του σχεδίου επένδυσης. Η ανάλυση «νεκρού σημείου» (break –even point) προσδιορίζει το σημείο όπου τα έσοδα πωλήσεων είναι ίσα με το κόστος παραγωγής και εξετάζει κυρίως πώς: (Α) μεταβολές στο κόστος, στις τιμές και το μέγεθος της παραγωγής, (Β) επηρεάζουν το κέρδος, δηλ. την αποδοτικότητα. Το κυριότερο χαρακτηριστικό της ανάλυσης Νεκρού Σημείου (ΝΕΣ) είναι ότι μας δείχνει το ελάχιστο σημείο («νεκρό σημείο») ή το ελάχιστο των προϋποθέσεων υπό τις οποίες το σχέδιο επένδυσης μπορεί να λειτουργεί. Συγκεκριμένα το ΝΕΣ είναι το σημείο στο οποίο τα έσοδα πωλήσεων είναι ίσα με το κόστος παραγωγής και το σχέδιο επένδυσης δεν παρουσιάζει ούτε ζημιά ούτε κέρδος. Όταν το σχέδιο επένδυσης παράγει ή λειτουργεί κάτω από το σημείο αυτό, έχει ζημιά. Όταν παράγει ή λειτουργεί πέρα από το σημείο αυτό, έχει κέρδος.

- Πώς προσδιορίζεται το ΝΕΣ ενός σχεδίου επένδυσης;

Είναι ανάγκη να αποσαφηνίσουμε ορισμένες έννοιες που αναφέρονται στο ΝΕΣ, σε μορφή απλών εξισώσεων

Υποθέτουμε πρώτα ότι ισχύει η οικονομική σχέση:

$$\text{Έσοδα Πωλήσεων} = \text{Κόστος Παραγωγής}$$

Με βάση την υπόθεση αυτή προσδιορίζουμε τις γνωστές σχέσεις:

$$\text{Έσοδα Πωλήσεων} = \text{Όγκος πωλήσεων} * \text{Τιμή μονάδας}$$

$$Y = Q * P$$

και
 Κόστος Παραγωγής = Σταθερό Κόστος+(Μεταβλητό Κόστος μονάδας* Όγκο Πωλήσεων)

$$Y = \Sigma + (M*Q)$$

Άρα έχουμε:

$$Q*R = \Sigma + (M * Q)$$

ή Έσοδα Πωλήσεων-Σταθερό Κόστος+(Μεταβλητό Κόστος μονάδας* Όγκος πωλήσεων)

Λύνοντας ως προς Q, δηλαδή την ποσότητα παραγωγής του σχεδίου επένδυσης, έχουμε το ΝΕΣ σε ποσότητα ή όγκο παραγωγής (Q_{ΝΕΣ}):

$$Q_{\text{ΝΕΣ}} = \frac{\Sigma}{P - M}$$

Είναι φανερό ότι το ΝΕΣ (σε ποσότητα παραγωγής) προσδιορίζεται από τις σχέσεις: μεταξύ σταθερού κόστους (Σ) και της διαφοράς της τιμής μονάδας (P) και του μεταβλητού κόστους μονάδας (M).

Αν θέλουμε να εκφράσουμε το ΝΕΣ σε όρους εσόδων πώλησης (Υ_{ΝΕΣ}), εφόσον $Y = Q \cdot P$, γίνεται:

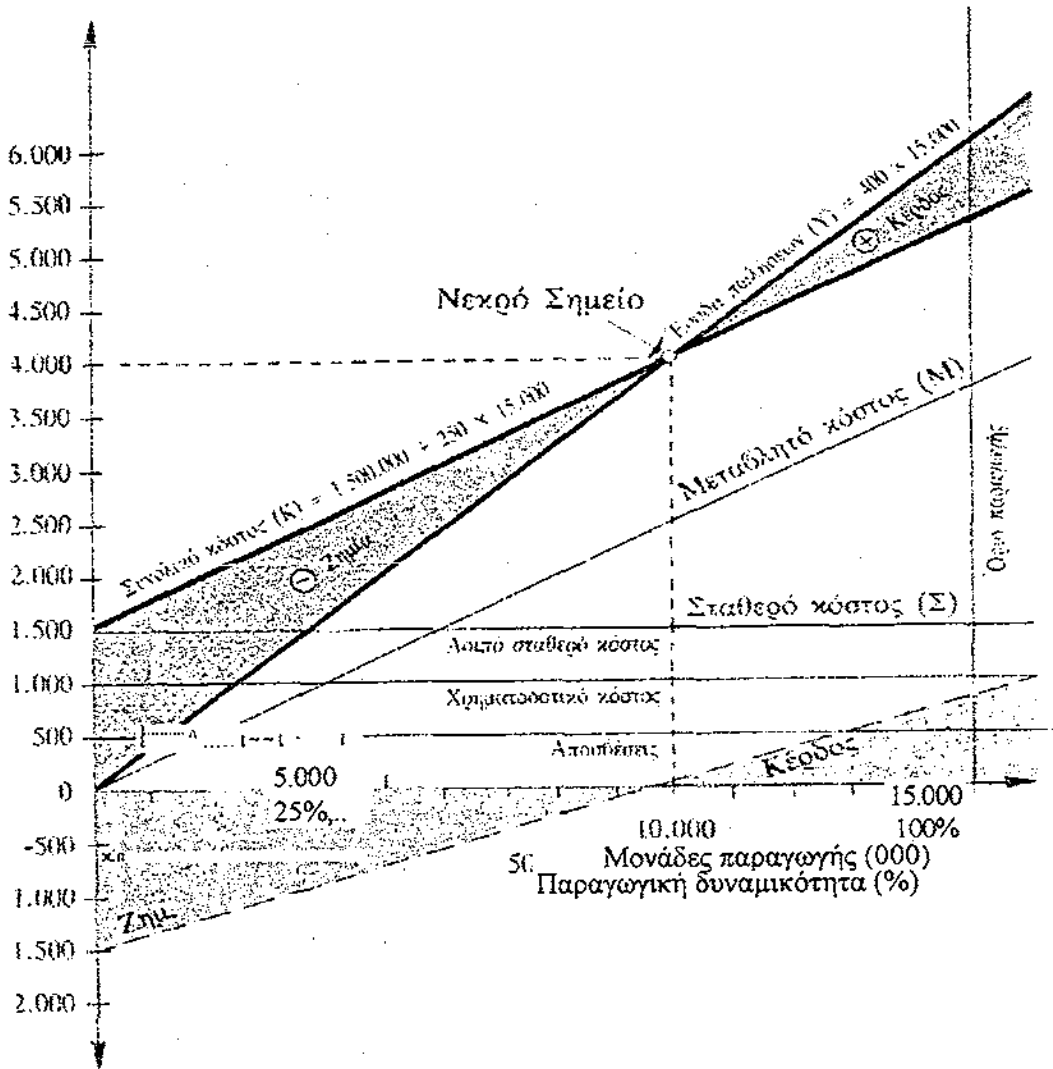
$$Y_{\text{ΝΕΣ}} = P \frac{\Sigma}{P - M}$$

Αν και η ανάλυση ΝΕΣ ισχύει με ορισμένες προϋποθέσεις, αποτελεί χρήσιμο εργαλείο στην αξιολόγηση των σχεδίων επένδυσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

Το Νεκρό Σημείο του σχεδίου επένδυσης: Σε επίπεδο παραγωγής 10.000 μονάδων ή 67% της παραγωγικής δυναμικότητας 4.000.000 δρχ. έσοδα πωλήσεων

Πωλήσεις
και
κόστος (000 δρχ.)



Επεξηγήσεις:

Έσοδα πωλήσεων = Όγκος πωλήσεων * Τιμή

Συνολικό κόστος = Σταθερό κόστος + Μεταβλητό κόστος

Σταθερό κόστος = Αποσβέσεις + Χρηματοδοτικό κόστος + Λοιπό σταθερό κόστος

Μεταβλητό κόστος = Όγκος πωλήσεων x Μεταβλητό κόστος 1 μονάδας

παραγωγή

β. Ανάλυση πιθανότητας

Πιθανότητα είναι ένα μέτρο της ενημερωμένης γνώμης, που έχει συνήθως ένας έμπειρος κριτής για το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ενός συμβάντος. Αν είναι βέβαιο ότι το ενδεχόμενο μέγεθος ή συμβάν (π.χ. το μέγεθος της ΚΠΑ της επένδυσης) θα πραγματοποιηθεί, λέμε ότι η πιθανότητα του είναι 1. Αν, αντίθετα, είναι βέβαιο ότι ένα ενδεχόμενο δεν θα πραγματοποιηθεί, η πιθανότητα του είναι 0. Όλα τα ενδεχόμενα συμβάντα, και επομένως τα μεγέθη του σχεδίου επένδυσης, έχουν πιθανότητα πραγματοποίησης που βρίσκεται κάπου μεταξύ 1 και 0 (μηδέν).

Υπάρχουν δύο βασικοί κανόνες για την εφαρμογή των πιθανοτήτων: Α. Η πιθανότητα πραγματοποίησης ενός ενδεχομένου εκφράζεται με ένα θετικό αριθμό μεταξύ 0 και 1:

0 = αδύνατο να συμβεί ένα ενδεχόμενο

1 = απόλυτη βεβαιότητα πραγματοποίησης του ενδεχομένου. Β.

Αν μια σειρά διαφόρων ενδεχομένων αποκλείεται αμοιβαία, οι επιμέρους πιθανότητες τους πρέπει να δίνουν άθροισμα 1.

Για να χρησιμοποιήσουμε τις πιθανότητες στην ανάλυση σχεδίων επένδυσης, ακολουθούμε την εξής διαδικασία:

1. Προσδιορίζουμε τα μεγέθη-κλειδιά που μας ενδιαφέρουν, δηλαδή αυτά που έχουν αποφασιστική σημασία (π.χ. η ΚΠΑ).

2. Μετά την επισήμανση των μεγεθών αυτών καταγράφουμε τις διάφορες πιθανές αξίες ή τιμές τους.

3. Σε κάθε πιθανή τιμή ή αξία του μεγέθους δίνουμε μια πιθανότητα σε αντιστοιχία με το ενδεχόμενο που θα επηρεάσει την πιθανότητα (κατανομή πιθανοτήτων).

4. Η «προσδοκώμενη» τιμή ή αξία βρίσκεται, αν πολλαπλασιάσουμε την πιθανότητα επί την αντίστοιχη τιμή ή αξία του μεγέθους που μας ενδιαφέρει. Έτσι κάθε τιμή ή αξία των μεγεθών σταθμίζεται με την αντίστοιχη πιθανότητα.

Παράδειγμα εφαρμογής πιθανοτήτων

Μια απλή μέθοδος εφαρμογής των πιθανοτήτων στον υπολογισμό π.χ. της προσδοκώμενης ΚΠΑ ενός σχεδίου επένδυσης με τα εξής στοιχεία:

-50 εκατ. δρχ.	σε περίπτωση εμφάνισης νέας τεχνολογίας
0	» » σε περίπτωση οικονομικής κρίσης
40	» » σε περίπτωση καθυστέρησης των έργων
90	» » σε περίπτωση εμφάνισης ανταγωνιστή
150	» » σε περίπτωση πληθωρισμού

δίνεται στο παράδειγμα του Πίνακα, που ακολουθεί, όπου γίνεται στάθμιση στις στήλες (2), (3), (4) της πιθανότητας σε σχέση με ορισμένες πηγές αβεβαιότητας (ενδεχόμενα). Η προσδοκώμενη ΚΠΑ της επένδυσης είναι ένας μέσος σταθμικός όρος με βάση την πιθανότητα που θα συμβεί για κάθε ενδεχόμενο (+68 εκατ. δρχ.). Επομένως η πιο πιθανή ΚΠΑ του σχεδίου επένδυσης είναι +68 εκατ. δρχ. και διαφέρει σημαντικά από τις δύο ακραίες εκτιμήσεις -50 εκατ. και +150 εκατ. δρχ.

ΠΙΝΑΚΑΣ

Παράδειγμα εφαρμογής πιθανοτήτων στον υπολογισμό της προσδοκώμενης ΚΠΑ μιας αβέβαιης επένδυσης

(1)	(2)	(3)	(4)=(2)*(3)
Ενδεχόμενα: πηγές αβεβαιότητας	ΚΠΑ (σε εκατ. δρχ.) εναλλακτικές εκτιμήσεις	Πιθανότητα πραγματοποίησης του ενδεχομένου	ΚΠΑ Στάθμιση με βάση την πιθανότητα (σε εκατ. δρχ.)
1 Εμφάνιση νέας τεχνολογίας	-50	0,1	-5
2 Οικονομική κρίση	0	0,3	0
3 Καθυστέρηση έργων	40	0,1	+4
4 Εμφάνιση ανταγωνιστή	90	0,1	+9
5 Πληθωρισμός	150	0,4	+60
		1,0	+68

Σχέδια επένδυσης που χρησιμοποιούν σταθμισμένα στοιχεία και μεγέθη, όπως αυτά του Πίνακα, και μάλιστα από περισσότερες ενημερωμένες «απόψεις» ή «πιθανότητες», φαίνεται ότι έχουν περισσότερο εξασφαλισμένη συνολική ευστάθεια και αποδοτικότητα και επομένως εξασφαλίζουν ανετότερα χρηματοδότηση από τους τραπεζικούς και διάφορους άλλους φορείς.

6.4 ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕ VENTURE CAPITAL

Το ΕΚΥΚ παρέχεται 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 το ΕΚΥΚ ως μορφή επένδυσης δεν περιορίζεται μόνο σε μικρές ή καινούργιες εταιρίες. Το ευρωπαϊκό ΕΚΥΚ, που αναπτύχθηκε κυρίως στην Αγγλία, χρηματοδοτεί επιχειρήσεις σε όλα τα στάδια της ανάπτυξης τους.

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

• Κεφάλαιο «σποράς»	Seed 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 εταιρία χρειάζεται την κάθε μορφή χρηματοδότησης. Το διάστημα που μεσολαβεί μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης μπορεί να εκτείνεται και 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 παρακάτω στάδια αποτελούν, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν, τον κύκλο ζωής του ΕΚΥΚ:

1. Κεφάλαιο σποράς

Ο λόγος για τον οποίο προτείνεται και προωθείται η ιδέα του κεφαλαίου σποράς είναι, όπως έχει χαρακτηριστικά ειπωθεί, 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:

- η απουσία ενός προϊόντος από την αγορά,
- η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης,
- 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% του συνολικά επενδυμένου 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:

- (α) Τα σχέδια που υποστηρίζει το κεφάλαιο σποράς απαιτούν από τη φύση τους συγκριτικά χαμηλότερο ύψος χρηματοδότησης.
- (β) 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 διοίκηση τους.
- (γ) Θεωρείται σχετικά μεγάλο το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή έναρξης της επένδυσης αυτής έως τη ρευστοποίηση της.
- (δ) 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 επένδυση του. Για να το επιτύχει αυτό, θα έπρεπε να χρησιμοποιήσει την εμπειρία του σε χρηματοοικονομικά θέματα ή τις διασυνδέσεις και τις ικανότητες 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 εταιριών 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 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 εταιρίας (ανώνυμης ή περιορισμένης ευθύνης),
- συγκρότηση ενός μέρους, ίσως όχι ακόμη του συνόλου, της ομάδας διοίκησης της εταιρίας,
- ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου με ένα πρωτότυπο προϊόν ή μία 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 εταιρίες 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 όσο το προηγούμενο. Στην Αγγλία το 1988 τοποθετήθηκε σε κεφάλαια 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 εταιρίες 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 εταιρίας. Η φάση αυτή φαίνεται να προσομοιάζει περισσότερο στην παράδοση του αμερικανικού ΕΚΥΚ που δίνει έμφαση στην υποστήριξη και ενίσχυση ίου 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 δυνατότητας 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 εταιρία ωριμάζει, μετατρέπεται σε μία 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.

Ο ΕΣΕΚ περιγράφει τη χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου ως χρηματοδότηση η οποία παρέχεται σε εταιρίες 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 - συμφωνά 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 εταιρία διοικεί μια ενθουσιώδης αλλά ολιγάριθμη ομάδα, η οποία συνήθως αποτελείται από επιχειρηματίες με 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 ρευστοποίηση 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 εταιριών, που βρίσκονται στο πρώιμο στάδιο, να δημιουργούν κεφάλαια από τις δραστηριότητες 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 εταιρία, 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 εταιρίας 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 εταιρίας είναι κρίσιμη για τη βιωσιμότητα της. Η δανειακή χρηματοδότηση για κεφάλαιο κίνησης δύσκολα παρέχεται σε αυτή τη φάση, και οι κεφαλαιακές ανάγκες είναι αυξημένες. Πάντως, έχει διαπιστωθεί ότι εταιρίες 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 εταιρίας, 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 εταιρίας 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 προηγούμενως.

Περιγραφή:

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

Χαρακτηριστικά:

Τυπικά η εταιρία 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 την ρευστοποίηση:

Κατά τον κύκλο ζωής του 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 αρνητικοί. Μερικοί αρνητικοί λόγοι ενδέχεται να είναι οι εξής:

- υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος
- αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων,
- ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων μέσα από καινούργια εκστρατεία προώθησης,
- 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 εταιρία θα πρέπει να αποκτήσει καινούργια μηχανήματα, εξοπλισμό, κτίρια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού ή να προσλάβει προσωπικό, ώστε να μεταβεί σε επίπεδα παραγωγής υψηλότερα από τα προβλεπόμενα. Πολλές φορές εταιρίες που έχουν εφαρμόσει σωστή τιμολογιακή και εισπρακτική πολιτική μεγεθύνουν τον κύκλο εργασιών τους ταχύτερα, σε σχέση με τη δυνατότητα 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 επένδυσης τους. Από τη μια πλευρά είναι σωστό να διασφαλίζεται επαρκής διάσπορά 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 δυνατότητα τους να παρέχουν επιπρόσθετη χρηματοδότηση, όταν το απαιτούν οι περιστάσεις.

5. Κεφάλαιο επέκτασης

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

Κεφάλαιο επέκτασης είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση ή η μεγέθυνση μιας εταιρίας, 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 ίδρυση 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 μία 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 αποφύγει την εξωτερική χρηματοδότηση. Ένας πιθανός λόγος που τον οδηγεί στην απόφαση αυτή είναι η διάθεση 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 ΕΚΥΚ στο στάδιο αυτό της ανάπτυξης είναι τα ακόλουθα:

- Αποδόσεις οι οποίες τείνουν να είναι χαμηλότερες σε σχέση με προηγούμενα στάδια επένδυσης ΕΚΥΚ.
- 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 επένδυσης τους μέσα σε μια περίοδο 2 έως 5 ετών.

Γενικά στοιχεία:

Η αγορά του 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 ΕΚΥΚ αντιπροσώπευε επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης. Το 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 σε της μη ενεργού συμμετοχής (hands-off), σε αντίθεση με άλλες μορφές επένδυσης, στις οποίες οι ΕΠΕΚ εμπλέκονται καθημερινά στο έργο της εταιρίας που χρηματοδοτείται.

Ο επενδυτής του αναπτυξιακού κεφαλαίου χρειάζεται να έχει ε σε χρηματοοικονομικά θέματα (τραπεζικά, λογιστικά κλπ.), ενώ άλλα στάδια απαιτούν κυρίως γνώσεις οργάνωσης, ιεράρχησης προτεραιοτήτων λειτουργίας των επιχειρήσεων.

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

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

6. Εξαγορές εταιριών

Εξαγορά από τη Διοίκηση (ΕΑΔ ή ΜΒΟ)

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

Περιγραφή:

Πρόκειται για εξαγορά κάποιας επιχείρησης από μια ομάδα σι της. Ο κυρίως μέτοχος πριν την εξαγορά συνήθως δεν εμπλέκεται δ(στην καθημερινή διοίκηση της εταιρίας, σε αντίθεση με την ομάδα : εξαγοράζει.

Ο ΕΣΕΚ περιγράφει τα ΜΒΟs ως κεφάλαια τα οποία χορηγούν διοίκηση μιας εταιρίας, προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση.

Χαρακτηριστικά:

Τα ΜΒΟs 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 ΜΒΟ είναι, πάνω απ' όλα, μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την εταιρία.
- 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 μία σχέση 4 προς 1

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

Οι επενδυτές των ΜΒΟs αναζητούν τρία χαρακτηριστικά στις υποψήφιες επιχειρήσεις:

- i) αποδειγμένη διοικητική ικανότητα,
- ii) κερδοφόρα παράδοση,
- iii) 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 '80. 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 εταιρίας.

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

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

Εξαγορά της διοίκησης (ΕΔ ή MBI)

Σε αντίθεση με τα MBOs, η περίπτωση των MBIs αναφέρεται στην εξαγορά μιας επιχείρησης και στην ανάληψη της διοίκησης της από μια ομάδα διοίκησης, η οποία δεν είχε καμία σχέση με τη συγκεκριμένη εταιρία 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 εταιρίας ή από τη διάθεση (πώληση) κάποιων περιουσιακών της 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 εταιρίας ενός ομίλου επιχειρήσεων. Ιδανική περίπτωση θεωρείται να έχει η συγκεκριμένη ομάδα προβεί στο παρελθόν σε επένδυση MBO στην εταιρία που εργαζόταν.
- Μια υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην εταιρία και να συνεργαστεί ως ομάδα με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα-δυο 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 στη συνέχεια να είναι έτοιμος να εμπλακεί σε σημαντικό βαθμό στο έργο της διοίκησης της εταιρίας που εξαγοράζεται.
- Μια εταιρία-στόχος, η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης. Θα μπορούσε να είναι θυγατρική μιας ανεξάρτητης εταιρίας, 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 του 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 εταιρίας δεν βρίσκουν εύκολη εφαρμογή από το υπάρχον δυναμικό της εταιρίας. Τέλος, οι καινούργιοι διαχειριστές θα αντιμετωπίσουν για επίλυση πολλά προβλήματα, που αφορούν την εξαγοραζόμενη εταιρία, τα οποία δεν ήταν δυνατό να φανούν στις αναλύσεις πριν την εξαγορά.

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 εταιρία κατά το χρονικό διάστημα που προηγείται της πώλησης 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 δυο χρόνια.

Γενικά στοιχεία:

Το κεφάλαιο γέφυρας δεν υπονοεί απλά την 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 τα επιτρέψουν οι περιστάσεις.

Το γεγονός ότι η χρηματοδότηση γέφυρας περιλαμβάνει δάνειο και μετοχική συμμετοχή, κάνει τη μορφή αυτή της επένδυσης αρκετά ενδιαφέρουσα για εταιρίες 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.

δ. 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 εταιρίες, είναι προφανής ο σημαντικότερος ρόλος μιας αναπτυγμένης κεφαλαιαγοράς στην επέκταση του θεσμού του ΕΚΥΚ.

Οι ΕΠΕΚ στοχεύουν στην πραγματοποίηση εισροών είτε με τη μερισμάτων είτε με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών. Οι ορίζοντες της σης 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 εταιρίες αυτές να ρευστοποιούν και να ανακυκλώνουν το χαρτοφυλάκιο 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 διαπραγμάτευσης μετοχών καινοτομικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται με ΕΚΥΚ, είναι οι εξής:

Οι όροι εισαγωγής των μετοχών των εταιριών στις κύριες άγορες ιδιαίτερα αυστηροί και, στις περισσότερες περιπτώσεις, απαγορευτικοί μικρές, άγνωστες και νέες σχετικά επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς. Μεταξύ των όρων αναφέρεται ενδεικτικά η δημοσίευση λογιστικών καταστάσεων ε; 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 μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Επίσης το κόστος ένταξης στην κύρια είναι υψηλό.

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

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

Οι τοποθετήσεις σε τίτλους αυτού του είδους, δηλαδή σε χρεόγραφα υψηλού κινδύνου και πιθανότατα υψηλών αποδόσεων, συνδέονται συλ 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 κυρίας, 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 του 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 - του Τορόντο, η Parallel Market του Άμστερνταμ, η Δεύτερη Αγορά της Στοκχόλμης, και το Secudo 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:

- i) η ρύθμιση μιας αγοράς τελείως ελεύθερης, μέσω μιας αγοράς που εκφράζει τις ανάγκες της. Το πρότυπο αυτό προσομοιάζει περισσότερο στο αμερικανικό OTC, και
- ii) η υιοθέτηση των κανόνων του επίσημου συστήματος σε απλοποιημένη μορφή, με μία 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 τη ένταξη εταιρίας, το οποίο θα πρέπει να εισαχθεί για διαπραγμάτευση, από 35% σε 10%,
2. απλοποίηση των διαδικασιών και των διατυπώσεων, καθώς και ε τη 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 εταιρίες που ήσαν, με διάφορους τρόπους, συνδεδεμένες την παραγωγή πετρελαίου,
- ii. κατόπιν οι εταιρίες που σχετίζονταν με την πληροφορική, και τ
- iii. εμπορικές επιχειρήσεις, καθώς και εταιρίες διανομής καταναλωτικών αγαθών.

Στις ΗΠΑ η αγορά διαμορφώθηκε με τελείως διαφορετικό τρόπο κά οι χρηματιστές οργάνωσαν την αγορά OTC, ώστε να γίνεται διαπραγμάτευση των μετοχών ανώνυμων εταιριών που δεν πληρούσαν τις προδιαγραφές εγγραφής τους στις κυρίες 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.

Για να εισαχθούν οι τίτλοι μιας εταιρίας στο σύστημα NASDAQ, πει αυτή να παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά:

Ενεργητικό:	>	2.000.000 USD
Ίδια κεφάλαια:	>	1.000.000 USD
Αριθμός μετοχών:	>	100.000 τεμάχια
Μέτοχοι:	>	100
Market makers		Τουλάχιστον 2

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. Το NMS μέσα σε μια πενταετία από την έναρξη της λειτουργίας του ξεπέρασε τα 1.500 μέλη.

Οι εταιρίες 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 Εταιρίας,
- να έχουν καταρτίσει δύο ετήσιους ισολογισμούς,
- η χρηματιστηριακή τους κεφαλαιοποίηση να ξεπερνάει 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 εταιρίες 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 εταιρίας 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 εταιρίας, αναθεώρηση του καταστατικού της, κατάλληλες παρεμβάσεις στο μετοχικό της κεφάλαιο (π.χ. αλλαγή της ονομαστικής αξίας των μετοχών, ώστε να μπορούν να διατεθούν ευκολότερα στο κοινό), αναδιάταξη των σχέσεων των μετόχων, όπως η ίδρυση Ηολιϋδς για να διατηρηθεί ο έλεγχος της εταιρίας 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 εταιρίες, ενώ κατά την ίδια περίοδο τα NYSE (New York Stock Exchange) και AMEX (American Exchange) βρέθηκαν με 14 και 423 εταιρίες 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 υπερδεκαπλασιάστηκαν. 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 εταιρίες 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, εταιρίες οι οποίες μέσα σε μια διετία προσχώρησαν από το USM στο London Stock Exchange, είναι οι Blue Arrow και Body Shop. Η ένταξη τους στο USM είχε γίνει το 1984 με κεφαλαιοποίηση £3,1 εκατ. και £4,8 εκατ. αντίστοιχα, ενώ η προσχώρηση τους στην κύρια αγορά το 1986 έγινε με κεφαλαιοποίηση £147 εκατ. και £76 εκατ. αντίστοιχα. Το παράδειγμα τους ακολούθησαν άλλες 26 εταιρίες στο Λονδίνο το 1986.

Οι ΗΧΑ 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 ένταξη τους στις κυρίες 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 αποδείχτηκε πρωτοπόρο ιδρύοντας, στις 26 Ιανουαρίου του 1987, την "Τρίτη Αγορά" ("Third Market"). Οι υποχρεώσεις των εταιριών για την ένταξη 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 ΔΣ της εταιρίας,
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 εταιριών 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 τους μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος SEAO 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 εταιρίας 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 εταιρίες υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας και οι οποίες παρουσίασαν εντυπωσιακή πρόοδο σε αριθμό εισηγμένων εταιριών και συναλλαγών.

Κατανομή μεταξύ των διαφόρων σταδίων στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.

Όπως προκύπτει από 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 αποζημίωσης τους, οι οποίες τους ωθούν σε αναζήτηση βραχυχρόνιων "επιτυχιών

6.5 ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΚΥΚ

Σε μικρό ή μεγάλο χρονικό διάστημα από τη στιγμή της επένδυσης η εταιρία θα θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυση 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 επένδυση της είναι οι εξής:

1. εισαγωγή των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά,
2. πώληση σε τρίτη εταιρία,
3. πώληση μετοχών στους μετόχους της εταιρίας που χρηματοδοτήθηκε,
4. πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή ΕΚΥΚ,
5. εικαθάριση,
6. αποπληρωμή χρηματοδότησης δανειακής μορφής,
7. συνδυασμός των παραπάνω.

1. Εισαγωγή τίτλων σε χρηματιστηριακή αγορά (δευτερογενής κ.τ.λ.)

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 & 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 εταιρία, 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 μόνο την ΕΠΕΚ, αλλά και την εταιρία ΥΕΚ. Το ευρύ κοινό είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, η καλύτερη πηγή πόρων, οπότε, αγοράζοντας τις νεοκδοθείσες μετοχές, παρέχει τη δυνατότητα στην εταιρία ΥΕΚ (η οποία δεν 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 διαπραγματεύσεως καθιστά δύσκολη την εκτίμηση της αξίας της εταιρίας, και κατ'επέκταση της τιμής ανά μετοχή.

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

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, αναδόχων, συμβούλων, παρακολούθηση κλπ.).

Επίσης, μια ένδειξη ενδιαφέροντος ή μια πρόταση εξαγοράς απευθείας από μια τρίτη εταιρία θα μπορούσε να εμφανισθεί, πολύ πριν να είναι έτοιμη η εταιρία 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 εταιρίες, οι οποίες ενδιαφέρονται για το προϊόν της εταιρίας ΥΕΚ και θέλουν να επιτύχουν μεταφορά τεχνογνωσίας από την εταιρία ΥΕΚ στην ελέγχουσα εταιρία, εκφράζουν πρόταση για αγορά του μεριδίου συμμετοχής της ΕΠΕΚ.

Όταν πρόκειται για πώληση σε τρίτη εταιρία, συχνά υπάρχει το πρόβλημα ότι θα πρέπει να γίνει μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρίας (συννά μεγαλύτερου του 50,1%), οπότε αυτό οδηγεί στην απώλεια του ελέγχου της εταιρίας 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 επιχείρηση του είναι πολύ μεγάλη και συναισθηματική.

3. Πώληση στους μετόχους της εταιρίας ΥΕΚ

Στην περίπτωση αυτή οι κύριοι μέτοχοι της εταιρίας ΥΕΚ αγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της εταιρίας 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 εταιρίας καθορίζεται από πριν, ως ποσοστό των πωλήσεων του προηγούμενου έτους επί ένα πολλαπλασιαστή ή ως πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών του προηγούμενου έτους κλπ.

4. Μεταβίβαση μετοχών σε άλλη επενδυτή ΕΚΥΚ

Πρόκειται για μεταβίβαση του μεριδίου της εταιρίας ΕΠΕΚ σε άλλη εταιρία ίδιας μορφής, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς τη χρηματοδότηση και στήριξη των εργασιών της εταιρίας ΥΕΚ. Πιθανώς μια τέτοια συναλλαγή να είναι επιθυμητή και από την εταιρία 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 εταιρίας ΥΕΚ, εφόσον κάτι τέτοιο είναι δυνατό εκ μέρους της ΕΠΕΚ, μπορεί να επιβάλλεται εκ των πραγμάτων, όταν η εταιρία ΥΕΚ δεν αποδώσει τα αναμενόμενα. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι προβλέψεις για την πορεία της χρηματοδοτούμενης εταιρίας δεν επαληθεύτηκαν.

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

Σε τέτοιες περιπτώσεις, η αξία της εταιρίας 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 εταιρία που ρευστοποιείται. Αποτελεί έσχατη μέθοδο, η οποία θα πρέπει να προλαμβάνεται εγκαίρως από την εταιρία ΕΠΕΚ είτε με ενεργό συμμετοχή (hands-on) και παρακολούθηση των εργασιών της διοίκησης, είτε με χρηματοδότηση ΜΒΙ σε περιπτώσεις κακής διοίκησης κλπ.

6. Αποπληρωμή δανειακής χρηματοδότησης

Στις περιπτώσεις που η χορήγηση καινοτομικών κεφαλαίων δεν γίνεται με τη μέθοδο της μετοχικής επένδυσης, αλλά με τη μέθοδο του δανείου, η ρευστοποίηση συνήθως πραγματοποιείται σταδιακά. Μέσα σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα η εταιρία 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 εταιριών ΥΕΚ.

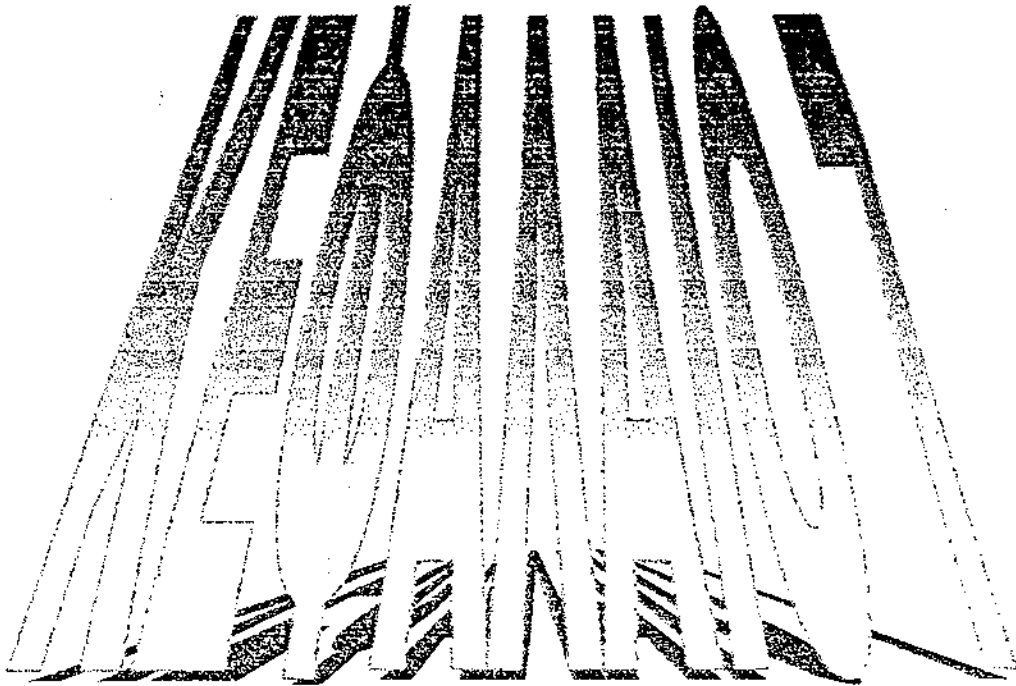
7. Συνδυασμός των παραπάνω μεθόδων

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

- i) Ποσοτικός συνδυασμός, δηλαδή μικτή στρατηγική ρευστοποίησης, που να περιλαμβάνει δυο ή περισσότερες από τις προηγούμενες επιλογές. Ως παράδειγμα αναφέρεται η περίπτωση κατά την οποία μια εταιρία ΕΠΕΚ αποφασίζει να ρευστοποιήσει τη συμμετοχή της σε μια εταιρία ΥΕΚ, πουλώντας πρώτα μέρος του μετοχικού κεφαλαίου που διαθέτει στην ίδια την ΥΕΚ και στη συνέχεια το υπόλοιπο σε άλλη εταιρία ΕΠΕΚ, η οποία ενδιαφέρεται να αναμιχθεί στις δραστηριότητες της ΥΕΚ σε αυτό το στάδιο του κύκλου ζωής της.
- ii) 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 εταιρίες, μία ΕΠΕΚ, μία τράπεζα και μία εταιρία ΥΕΚ. Έστω ότι σκοπός της ΕΠΕΚ είναι να ρευστοποιήσει σύντομα την επένδυση κοινού μετοχικού τύπου που έχει κάνει στην εταιρία ΥΕΚ είτε για εσωτερικούς λόγους, είτε επειδή προέκυψε μια άλλη ενδιαφέρουσα πρόταση. Από την άλλη πλευρά, η διοίκηση της εταιρίας 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 εταιρία ΥΕΚ είναι φερέγγυα. Η τράπεζα χορηγεί δάνειο στην εταιρία ΥΕΚ, η οποία αναλαμβάνει την υποχρέωση αποπληρωμής του. Ταυτόχρονα, το προϊόν του δανείου μεταβιβάζεται από την εταιρία ΥΕΚ στην ΕΠΕΚ, η οποία με τη σειρά της μεταβιβάζει τις ίσης αξίας μετοχές της στη διοίκηση της εταιρίας 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 εταιρίας 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.



7.1 ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

1. Chipita

Ιστορικό

Η ιστορία της εταιρίας με τη σημερινή μορφή της ξεκινάει το 1986, όταν εξαγοράστηκε από δυο νέους εταίρους, εκ των οποίων ο ένας αποχώρησε το 1989. Η εταιρία παρήγαγε εκείνη την εποχή πατατάκια τσιπς και δεν διαθέτει ούτε ιδιαίτερη τεχνογνωσία ούτε και πολύ σημαντικά μερίδια αγοράς. Ο εταίρος, ο οποίος παρέμεινε, υιοθέτησε μια νέα στρατηγική, αποφασίζοντας να παράγει μόνο νέα προϊόντα, που θα έβγαζε πρώτη η εταιρία στην ελληνική αγορά. Έτσι για πρώτη φορά ξεκίνησε να προωθείται μια στρατηγική έμφασης σε καινοτομία.

Η εξέλιξη της εταιρίας σε κύκλο εργασιών, κέρδη και απασχόληση ήταν ταχύτερη (χιλ. δρχ.)

ΕΤΟΣ	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ		ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΟΙ		 CHIPITA INT.	ΚΕΡΔΗ ΟΜΙΛΟΣ
	CHIPITA INT.	ΟΜΙΛΟΣ	CHIPITA INT.	ΟΜΙΛΟΣ		
1992	6.370,793				185,777	
1993	12.359,846		620		851,399	
1994	15.523,000	16.005,705	710	850	814,097	805,268
1995	14.291,106	15.661,899	759	921	655,579	475,611
1996	21.807,324	22.684,326	890	1113	1.474,450	1.498,207
1997	25.381,102	26.751,029	890	1113	1.520,966	1.628,507
1998	31.499,731	34.927,600	975	1200	1.992,552	2.241,658
1999	32.009,217	42.303,904	981	1906	1.768,971	2.136,002
2000	32.331,126	50.097,422	1016	2320	1.514,259	3.045,258

Η ιστορία της εταιρίας μπορεί να χωριστεί σε τρεις περιόδους

- τη φάση προετοιμασίας,
- την απογείωση με βάση το πρώτο καινοτομικό προϊόν,
- τη μαζική στροφή στην παγκόσμια αγορά.

Στη φάση προετοιμασίας η εταιρία στηρίχτηκε σε ένα νέο προϊόν, το φρέσκο κρουασάν μακράς διάρκειας με γέμιση. Η αρχική πεποίθηση ήταν ότι υπήρχε η απαραίτητη τεχνογνωσία, αλλά στη διάρκεια της προετοιμασίας του προϊόντος διαπιστώθηκε ότι χρειαζόνταν επιπλέον γνώσεις για τη ζύμη, που βρέθηκαν σε συνεργασία με το εξωτερικό. Η αποδοχή της άγνοιας, που οδήγησε σε εντατικό

ψάξιμο και την απόφαση αγοράς τεχνολογίας, καθώς και η τακτική που ακολουθήθηκε να αγοραστεί η καλύτερη δυνατή τεχνολογία, αξιολογούνται εκ των υστέρων ως ένας σημαντικός παράγων επιτυχίας. Η αρχική χρηματοδότηση έγινε με ίδια κεφάλαια, που προήρχοντο από επιτυχημένες εμπορικές δραστηριότητες. Ωστόσο, επειδή οι πόροι αυτοί ήταν ανεπαρκείς για να ολοκληρωθεί η προετοιμασία του νέου προϊόντος και η εισαγωγή του στην αγορά, η εταιρία προσέφυγε σε, μέχρι και τοκογλυφικό, δανεισμό και τελικά πέτυχε να χρηματοδοτηθεί από ένα ξένο Venture Capital, στο οποίο συμμετείχαν και ελληνικά κεφάλαια σε μικρή μειοψηφία. Η συμμετοχή αυτή επέτρεψε τη δημιουργία σωστών συμπληρωματικών πλεονεκτημάτων από την αρχή, ιδιαίτερα την κατασκευή ενός νέου εργοστασίου, τη δημιουργία δικτύου διανομής και την απαραίτητη διαφήμιση, ώστε να αποκτήσει η εταιρία ένα όνομα (BRAND NAME) και να εδραιώσει τη θέση της στην αγορά, ώστε να μην κινδυνεύσει από επίδοξους μιμητές. Οι προσπάθειες μίμησης που έγιναν, και μάλιστα από εταιρίες πολύ μεγαλύτερες, καθυστέρησαν και τα προϊόντα των ανταγωνιστών μπήκαν στην αγορά αφού η εταιρία είχε αναπτύξει τις απαραίτητες υποδομές. Έτσι, παρόλο που η τεχνολογία της στηριζόταν σε εσωτερική γνώση και δεν ήταν ιδιοποιήσιμη, οι επίδοξοι μιμητές όχι απλώς δεν κατάφεραν να την εκτοπίσουν, αλλά δεν πέτυχαν καν σημαντικά κέρδη από τη μίμηση τους.

Το σημείο αυτό έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, γιατί αρκετές εταιρίες που πίστευαν στα νέα τους προϊόντα την εποχή εκείνη, είχαν κάνει προσπάθειες να χρηματοδοτηθούν από ξένους κεφαλαιούχους, μια και αντίστοιχα οχήματα στην Ελλάδα ήταν ανύπαρκτα. Ωστόσο φαίνεται ότι μόνο η Chirita το πέτυχε. Η επιτυχία δείχνει να οφείλεται εν μέρει στην ιδιαίτερα επαγγελματική προσέγγιση που ακολουθήθηκε με τη χρήση εξειδικευμένου συμβούλου, ο οποίος πληρώθηκε με τους βασικούς όρους της αγοράς (ποσοστό στον κύκλο εργασιών που δημιουργήθηκε) και εν μέρει στο ότι οι ξένοι αξιολογητές εντυπωσιάστηκαν από την καινοτομικότητα του προϊόντος σε ό,τι αφορά τη διάρκεια ζωής του.

Με την εισαγωγή του κρουασάν στην αγορά, η εταιρία υπερδιπλασίασε τον κύκλο εργασιών της και αύξησε το προσωπικό. Η δημιουργία των μικρών κρουασάν ήταν μια επιπλέον καινοτομική ιδέα, που βοήθησε την εταιρία να γίνει γνωστή μέσα από μια σωρευτική καινοτομία στη διαφοροποίηση των προϊόντων της. Μετά από αυτές τις επιτυχίες διευκολύνθηκε μια πιο συστηματική προσέγγιση στην τεχνολογική διαχείριση, με τη δημιουργία τμήματος ΕΤΕ, εξωτερικές συνεργασίες και επενδύσεις στο εξωτερικό.

Η δεύτερη περίοδος (1991-96 περίπου) μπορεί να χαρακτηριστεί ως *περίοδος ανόδου* αρχικά, με έμφαση στο πρώτο προϊόν αλλά και με συστηματική προετοιμασία για ένα νέο προϊόν για την ελληνική αγορά. Από τα προϊόντα που εξετάστηκαν, πιο ενδιαφέρον θεωρήθηκε το διπλοφουρνιστό *bake roll* (επειδή έχει γίνει επένδυση στο κοινό όνομα του προϊόντος διεθνώς δεν υπάρχει αντίστοιχη ελληνική ονομασία). Το δεύτερο προϊόν μπήκε στην αγορά πιο εύκολα, επειδή υπήρχε μεγαλύτερη εμπειρία, οικονομική άνεση και καλύτερη

ενδοεπιχειρησιακή οργάνωση. Και σε αυτή την περίπτωση μέρος της τεχνολογίας αγοράστηκε από το εξωτερικό, και το προϊόν είχε μεγάλη εμπορική επιτυχία συνεισφέροντας στον κύκλο εργασιών κατά 35% και στα κέρδη κατά 40-45%. Τα ποσοστά επιβεβαιώνουν τη θεωρία που προωθεί την ιδέα συνεχούς εισροής νέων, καινοτομικών προϊόντων στην αγορά θεωρώντας ότι έχουν μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους.

Από το 1990 δημιουργήθηκε τμήμα ΕΤΕ με δυο άτομα αρχικά, που σταδιακά μεγάλωσε και έφτασε τα πέντε. Το τμήμα αυτό είναι σε συνεχή συνεργασία με το μάρκετινγκ και την παραγωγή και στηρίζει την επιλογή της διοίκησης να εμφανίζει σε μια χρονική διάρκεια ενός περίπου τριετούς κύκλου νέα προϊόντα στην αγορά. Επίσης την ίδια περίοδο ξεκινάει μια σειρά τεχνολογικών συνεργασιών, αρχικά με το Πανεπιστήμιο της Βολογνα, στη συνέχεια με ξένους συμβούλους και τέλος με το ΤΕΙ Θεσσαλονίκης, το Χημικό Τμήμα του Πανεπιστημίου Αθηνών και το Γεωργικό Πανεπιστήμιο. Επίσης υπάρχει μια επαναλαμβανόμενη συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο για ομιλίες και διπλωματικές εργασίες σε θέματα διοίκησης επιχειρήσεων. Η σχέση με τα ελληνικά ΑΕΙ, παρόλο που υπάρχει, δεν είναι συστηματική, μάλλον λόγω της έλλειψης ειδικευμένων ερευνητών στα θέματα που κατά κύριο λόγο απασχολούν την εταιρία (τεχνολογία ζύμης).

Η συμμετοχή των ξένων επενδυτών αγοράστηκε από την Global Finance, τη Δέλτα και το Αμοιβαίο Κεφάλαιο της τράπεζας Εργασίας και το 1994 η εταιρία μπήκε στο χρηματιστήριο. Η μεγάλη πλέον ρευστότητα στράφηκε κυρίως σε επενδύσεις σε αγορές εκτός Ελλάδος. Στο τέλος της δεύτερης περιόδου προωθήθηκαν και μικρά κρουασάν με αλμυρή ζύμη, τα οποία απέτυχαν στην αγορά, δημιουργώντας ζημιές, στις οποίες όμως η επιχείρηση ήταν πλέον σε θέση να αντεπεξέλθει.

Στη δεύτερη περίοδο αποφασίστηκε η οριζόντια επέκταση της εταιρίας, κατά προτίμηση με συνεργασίες τύπου μεικτών επιχειρήσεων (joint ventures) σε νέες αγορές. Η πρώτη επένδυση έγινε στην Πορτογαλία, σε συνεργασία με την **PEPSI**, που ήταν σε θέση να προσφέρει την απαραίτητη οργανωτική τεχνογνωσία και είχε αντίστοιχη γνώση και δίκτυα στην τοπική αγορά. Σχεδόν συγχρόνως ξεκίνησε και η επέκταση στις αγορές της Βουλγαρίας, της Πολωνίας και της Ρουμανίας, σε συνεργασία με την Δέλτα.

Η τρίτη περίοδος, που ξεκινάει μετά το 1996, δεν διαχωρίζεται σαφώς από την προηγούμενη, παρά μόνο από το γεγονός ότι πρόκειται πλέον για μια μικρή πολυεθνική εταιρία, που επεκτείνεται συνεχώς σε νέες αγορές γεωγραφικά, όπως την Πολωνία, την Αίγυπτο, την Ουκρανία και πρόσφατα το Μεξικό. Στην περίοδο αυτή εμπεδώνεται η σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου, που σε γενικές γραμμές υπήρξε πάντα ικανοποιητικό. Εν μέρει επειδή η εταιρία είναι η μοναδική μεγάλη μεταποιητική επιχείρηση στη Λαμία και μπορεί να επιλέξει το προσωπικό της και εν μέρει λόγω της πολιτικής συνεχούς επιμόρφωσης μέσα στη δουλειά, δεν υπήρξαν ποτέ ουσιαστικά προβλήματα στις δεξιότητες των εργαζόμενων.

Επιχειρηματικό περιβάλλον

Οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι που ανέλαβε η εταιρία ήταν ιδιαίτερα σημαντικοί στην αρχική φάση, όπου η χρηματοδότηση γινόταν με πολύ ψηλά επιτόκια, χωρίς να υπάρχει κάποια εγγύηση ότι η αρχική στρατηγική διαφοροποίησης (από πατατάκια σε κρουασάν) θα απέδιδε. Χρειάστηκε σημαντική επιχειρηματική πίστη για να ξεπεραστούν αυτά τα εμπόδια των πρώτων ετών, όποτε και το επιχειρηματικό κλίμα ήταν αισθητά χειρότερο από εκείνο των μεταγενέστερων περιόδων. Πρακτικά η πίστη αυτή εκφράστηκε με υποθήκευση προσωπικής περιουσίας. Οι κίνδυνοι μειώθηκαν αισθητά με την εξασφάλιση της πρώτης venture capital χρηματοδότησης.

Κλαδικά οι κίνδυνοι ήταν σχετικά περιορισμένοι, εφόσον η βιομηχανία τροφίμων ήταν από αυτές που υπέφεραν λιγότερο από την εντατικοποίηση του διεθνούς ανταγωνισμού, αν και, ως κλάδος χρήστης της τεχνολογικής αλλαγής, εξασφάλιζε αντίστοιχα και χαμηλότερα περιθώρια κέρδους.

Στη διάρκεια της δεύτερης περιόδου οι συνθήκες του γεωγραφικού περιβάλλοντος βελτιώνονται συνεχώς, παρά την αρχική πολιτική αστάθεια. Ο πληθωρισμός μειώνεται, και σταδιακά μειώνονται τα επιτόκια, και βελτιώνεται το επιχειρηματικό κλίμα. Λόγω της διατήρησης της καινοτομικής στρατηγικής οι κίνδυνοι περιορίζονται πρακτικά στην εισαγωγή νέων προϊόντων στην αγορά και στην υποδοχή που τους επιφυλάσσεται από τους καταναλωτές. Η ειδοποιός διαφορά όμως είναι ότι η επιχείρηση βρίσκεται πλέον σε θέση να χρηματοδοτήσει ενδεχόμενα λάθη.

Τέλος, στην τρίτη περίοδο οι κίνδυνοι διαφοροποιούνται σημαντικά και εστιάζονται κυρίως στους κινδύνους της πρόσβασης σε νέες και μάλιστα υπανάπτυκτες αγορές, από τις οποίες ορισμένες χαρακτηρίζονται και από σχετική πολιτική αστάθεια. Η ελαχιστοποίηση των κινδύνων αυτών πετυχαίνεται με συνεργασίες.

Ωστόσο, καθώς η εταιρία μεγαλώνει με ταχύτατους ρυθμούς μπαίνει πλέον και ένα νέο θέμα ενδεχόμενης προσπάθειας εξαγοράς της από κάποια μεγάλη πολυεθνική. Το περιβάλλον της παύει να είναι εθνικό και γίνεται διεθνές, μεταφέροντας αυτόματα και τις αντίστοιχες προκλήσεις σε άλλο επίπεδο. Κάποιες προτάσεις έχουν ήδη γίνει, και η βασική πρόκληση που τίθεται πλέον είναι, κατά πόσο είναι σκόπιμο και εφικτό η εταιρία να παραμείνει ανεξάρτητη ως όμιλος, και αν ναι, πόσο γρήγορα και με ποιο τρόπο μπορεί να συνεχίσει τη μεγέθυνση της.

Στρατηγική

Η στρατηγική της εταιρίας, μετά την πρώτη διαφοροποίηση, οριοθετήθηκε σαφώς με έμφαση στην καινοτομία. Ποτέ δεν προώθησε προϊόντα που ήταν ήδη εμποδωμένα σε κάποια αγορά. Η επιλογή ενός κύκλου εισαγωγής ριζικά νέων προϊόντων κάθε 3-4 χρόνια με πολλές σωρευτικές καινοτομίες ενδιάμεσα (αλλαγές στη συσκευασία, στη γέμιση κλπ.) και η προτίμηση των νέων επενδύσεων κυρίως σε επέκταση σε νέες αγορές παραμένει σταθερή στη διάρκεια της επιτυχημένης πορείας. Η επιλογή αφορούσε έμφαση σε μια τεχνολογία πυρήνα (αρτοποιήματα) και όχι σε διαφοροποίηση. Σε γενικές γραμμές πρόκειται για μια περιορισμένα επιθετική στρατηγική, με σταδιακή

διεύρυνση του γεωγραφικού πλαισίου, αρκετά τυπική για τις επιτυχημένες εταιρίες στους κλάδους-δεκτές τεχνολογικής αλλαγής, που συστηματικά προωθούν σωρευτικές καινοτομίες.

Συστηματική επέκταση στο εξωτερικό έγινε;

- Καταρχήν εμπορικά, με επέκταση πωλήσεων στη Βαλκανική αγορά και μετά στις Βαλτικές χώρες και τις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών,
- Έπειτα με στρατηγική συμφωνία με Pepsico (Βόρειος Αμερική, Τουρκία),
- Στη συνέχεια με νέα παραγωγή στην Πορτογαλία, Ρουμανία και Πολωνία,
- Τέλος, με εξαγορά της ρωσικής Eldi, που παράγει προϊόντα συναφή προς της εταιρίας, τα οποία είναι εξαιρετικά δημοφιλή σε χώρες όπου καταναλώνεται πολύ τσάι.

Η Chirita επένδυσε από την αρχή συστηματικά στην ανάπτυξη ικανοτήτων.

Οι πρώτες επενδύσεις, στην περίοδο που ήταν και σχετικά δύσκολη η χρηματοδότηση τους, ήταν για την ανάπτυξη τεχνολογικών ικανοτήτων, και συγκεκριμένα για την αγορά τεχνογνωσίας τόσο στο κρουασάν όσο και αργότερα στο bake roll. Καθώς η εταιρία μεγαλώνει, δείχνει μια τάση αύξησης της λειτουργίας της ευρύτερης παρατήρησης των διεθνών εξελίξεων και αυξάνει τις επενδύσεις της σε επιχειρηματικές ικανότητες. Επίσης εμφανίζει, ίσως και λόγω του μεγέθους της, μεγάλη ευκολία σε προσαρμογές, όπως φαίνεται και από ένα σχετικά ρευστό οργανωτικό σχήμα.

Περίπου το 15% των πάγιων εγκαταστάσεων αντιπροσωπεύει τώρα επενδύσεις σε αυλές υποδομές.

Συμπληρωματικά πλεονεκτήματα και εμπόδια

Οι αρχικές επενδύσεις σε συμπληρωματικά πλεονεκτήματα έγιναν με την πρώτη ξένη συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο, εξασφαλίζοντας ανταγωνιστικές συνθήκες παραγωγής και επαρκές δίκτυο διανομής. Η στρατηγική αυτή, σε συνδυασμό με μια καθυστερημένη είσοδο των ανταγωνιστών στην αγορά, επέτρεψε στην εταιρία, παρόλο που ήταν μικρή και δεν είχε ιδιοποιήσιμη τεχνολογία, να μεγεθυνθεί ταχύτατα.

Επιπλέον προωθήθηκαν εξαγορές ή συμμετοχές σε δύο εταιρίες με στόχο:

- Την ενίσχυση των προμηθευτών για τη δική τους τεχνολογική εξέλιξη και συγχρόνως της εξασφάλιση των αγορών της Chirita,
- Εξαγορά μιας εταιρίας που διέθετε ένα καινοτόμο προϊόν, που αναμενόταν να έχει μεγάλη επιτυχία στην αγορά.

Μετά και τις εξαγορές και τη διεθνή της εξάπλωση η εταιρία έχει αποκτήσει μια κλίμακα που της επιτρέπει να αφομοιώσει οικονομίες κλίμακας και να

επεκτείνει τα συμπληρωματικά της πλεονεκτήματα και σε μείωση του κόστους παραγωγής.

Χρηματοδότηση

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1973 και ως το 1990 δραστηριοποιήθηκε στην παραγωγή και εμπορία αλμυρών snacks από καλαμπόκι. Ο σημερινός βασικός εταίρος απέκτησε το 1986 το 50% της εταιρίας και τρία χρόνια αργότερα το 100%. Το 1990 η εταιρία πραγματοποιεί επένδυση 330 εκ. δρχ. και εισέρχεται στην αγορά των κρουασάν. Ακολούθως, από το 1994 έως και σήμερα πραγματοποιεί σημαντικές επενδύσεις που υπερβαίνουν τα 27 δις δρχ. για την παραγωγή και διάθεση νέων καινοτομικών προϊόντων στον κλάδο της και για την επέκταση των δραστηριοτήτων της και σε άλλες χώρες της Ευρώπης.

Η πρώτη περίοδος μέχρι το 1991 εκτιμάται ότι περιείχε σημαντικούς κινδύνους, τους οποίους ανέλαβε εξ ολοκλήρου ο βασικός μέτοχος, ο οποίος αντιμετώπισε τις δυσκολίες με πίστη για την καινοτομική στρατηγική της εταιρίας. Παράλληλα, πέτυχε την συμμετοχή στο κεφάλαιο και ξένου venture capital, που επέτρεψε την πραγματοποίηση σημαντικών επενδύσεων και επεκτάσεων.

Η εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας στο ΧΑΑ και οι δύο αυξήσεις κεφαλαίου το 1997 και 1999, που ακολούθησαν, επέτρεψαν στην εταιρία να αντλήσει σημαντικά κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά (άνω των 20 δις δρχ.), τα οποία χρησιμοποίησε για την πραγματοποιήσει τους στόχους της.

Παράλληλα η εταιρία άντλησε μακροπρόθεσμο κοινοπρακτικό δάνειο 16 δις δρχ. και βραχυπρόθεσμο δανεισμό περίπου 2 δις δρχ. για κεφάλαια κίνησης. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα, σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων και δεν επηρέασαν τη ρευστότητα της εταιρίας. Τα μικτά κέρδη ως ποσοστό, των πωλήσεων αυξήθηκαν από 38% το 1994 σε 41% το 1998, ενώ τα καθαρά κέρδη προ φόρων παρουσίασαν εντυπωσιακή αύξηση, με μέση ετήσια θετική μεταβολή 25%, η οποία είναι υψηλότερη από την αντίστοιχη των πωλήσεων.

Συμπεράσματα

Η Chipita είναι από τις εταιρίες που πέτυχαν σημαντική ανάπτυξη στην περίοδο της αποβιομηχάνισης της ελληνικής αγοράς. Τα στοιχεία επιτυχίας μπορούν να συνοψιστούν

- Στη στρατηγική έμφασης σε καινοτομικά προϊόντα και σταδιακό πέρασμα σε έρευνα και ανάπτυξη στην τεχνολογία του πυρήνα των γνώσεων της εταιρίας,
- Στη σταδιακή αλλά συστηματική επέκταση σε εμπόριο, άμεσες ξένες επενδύσεις και στρατηγικές συμμαχίες.
- Στη μοναδικότητα της χρηματοδότησης από ΕΚΥΚ στη δεκαετία του '80 και στην ευχέρεια άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά.

Συμπερασματικά, η εταιρία θα πρέπει να θεωρηθεί πρότυπη περίπτωση προσδιορισμού στόχων, επιτυχούς ενσωμάτωσης υφιστάμενης καινοτομίας, αποτελεσματικής διοίκησης, που έπεισε και κεφάλαια επιχειρηματικού κιν-

δύνου να συμμετάσχουν στο εγχείρημα. Ακολούθως η κεφαλαιαγορά υπήρξε η κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων για την εταιρία, η οποία, συνεχίζοντας τις καινοτομικές πρωτοβουλίες, έχει πετύχει τους υψηλούς στόχους που είχε θέσει.

2 FORTHnet

Ιστορικό

Η FORTHnet είναι η μοναδική περίπτωση ελληνικής εταιρίας spin off. Δημιουργήθηκε από το Ινστιτούτο Πληροφορικής του Ιδρύματος Τεχνολογίας Έρευνας (ΙΤΕ) της Κρήτης και μετά από μια σειρά προσπαθειών για χρηματοδότηση και συνεργασία με τον ΟΤΕ και άλλες εταιρίες, που δεν τελεσφόρησαν, το 1995 συστάθηκε η εταιρία με συμμετοχή των Μινωικών γραμμών και του ΙΤΕ και μεταγενέστερο μέτοχο την Τράπεζα Ανάπτυξης Κύπρου. Μικρότερος μέτοχος πριν από την είσοδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν η Isonet. Η εταιρία μπήκε στο ΧΑΑ στις 6 Οκτωβρίου 2000.

Η πορεία της εταιρίας εμφανίζει τις δυνατότητες ευελιξίας αλλά και τις δυσκολίες που παρουσιάζονται σε μονάδες που προέρχονται από ερευνητικά ιδρύματα. Βασικό πλεονέκτημα ήταν ότι η FORTHnet είχε τη δυνατότητα, αμέσως μόλις απέκτησε την απαραίτητη τεχνογνωσία το 1994 να αρχίσει να λειτουργεί πιλοτικά στην αγορά, περιορισμένη στις μεγάλες πόλεις Αθήνα, Θεσσαλονίκη και Ηράκλειο, πριν ακόμα πάρει εταιρική μορφή με αποτέλεσμα να κερδίσει ένα πλεονέκτημα ως πρώτος παροχέας τέτοιων υπηρεσιών. Το χαμηλό σταθερό της κόστος (λόγω της υποδομής που προσφέρεται από τα ερευνητικά κέντρα) και η συνεισφορά των ερευνητικών προγραμμάτων της επέτρεψε αυτή την κίνηση πολύ νωρίτερα από τους ανταγωνιστές της.

Μετά την ίδρυση της ως εταιρία η FORTHnet ακολούθησε μια στρατηγική γρήγορης μεγέθυνσης απλώνοντας το δίκτυο παροχής υπηρεσιών σε όλη την επικράτεια και αναβαθμίζοντας συνεχώς το δίκτυο της με αύξηση της χωρητικότητας του. Με την πρόβλεψη της ανόδου εφαρμογών ηλεκτρονικού εμπορίου η FORTHnet προχώρησε στη δημιουργία νέας τεχνογνωσίας και την ίδρυση της θυγατρικής FORTHe-com σε συνεργασία με την πολυεθνική Sterling Commerce Inc.

Η αύξηση της απασχόλησης, του κύκλου εργασιών και των κερδών ήταν ταχύτερη:

	Αριθμός απασχολουμένων	Κύκλος εργασιών σε σε εκατ. δρχ.	Κέρδη
1996	41	660	90
1997	79	1140	148
1998	117	1900	85
1999	152	4500	350
2000	222 (Ομιλος)	5458	403

Επιχειρηματικό περιβάλλον

Το βασικό χαρακτηριστικό της εταιρίας ήταν η έγκαιρη είσοδος της στην αγορά. Οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι που ανέλαβε ήταν αρχικά περιορισμένοι, εφόσον

- Το μέγεθος της ελληνικής αγοράς δεν ήταν αρκετά ελκυστικό για τους μεγάλους διεθνείς οργανισμούς, οπότε ο ανταγωνισμός προήλθε από εταιρίες αντίστοιχου μεγέθους (Hellas – On –Line ,CompuLink), αλλά πιο περιορισμένων τεχνολογικών ικανοτήτων.
- Οι ρυθμοί μεγέθυνσης της ζήτησης σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ ήταν εκθετικοί και ήταν αναμενόμενη η ταχεία αύξηση της ζήτησης και στην Ελλάδα.
- Το αρχικό κόστος ήταν περιορισμένο λόγω της σχέσης με το ΙΤΕ.

Ωστόσο, η μετατροπή της σε ανεξάρτητη εταιρία και ο πλήρης διαχωρισμός της από το ΙΤΕ άλλαξαν τα δεδομένα. Εξάλλου, σχεδόν συγχρόνως με τη δημιουργία της FORTHnet μπήκε στην αγορά και η ΟΤΕnet, που ως θυγατρική τηλεπικοινωνιακού οργανισμού είχε και αυτή σημαντικά τεχνολογικά και άλλα πλεονεκτήματα. Παρόλο που δεν υπάρχουν βεβαιωμένα στοιχεία για το σύνολο της αγοράς και κάθε εκτίμηση υπόκειται σε λάθη με δεδομένο τον υψηλό αριθμό μη ενεργών εγγεγραμμένων μελών, η FORTHnet πιθανολογείται ότι εξακολουθεί να έχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, τουλάχιστον σε ότι αφορά εταιρικές υπηρεσίες. Ωστόσο η ανάπτυξη της αγοράς είναι τόσο γρήγορη που σε απόλυτους αριθμούς η εταιρία έχει εξασφαλίσει τη μεγέθυνση της για μεγάλο ακόμα χρονικό διάστημα.

Επιπλέον, η ελληνική αγορά αλλάζει και τις απαιτήσεις της και, καθώς εξαπλώνεται η χρήση του διαδικτύου, η ζήτηση για υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας αυξάνει συνεχώς. Έτσι, ενώ αρχικά οι εταιρίες του κλάδου είχαν τη

δυνατότητα να δημιουργήσουν μια πελατειακή βάση με την αφομοίωση τεχνολογικών προτύπων από το εξωτερικό, στη συνέχεια παρουσιάζεται η ανάγκη τεχνογνωσίας για ανάπτυξη εξειδικευμένων υπηρεσιών. Οι δεξιότητες που απαιτούνται από μια εταιρία για να επιβιώσει αλλάζουν καθώς αυξάνονται οι ανταγωνιστικές πιέσεις.

Στρατηγική

Η στρατηγική της εταιρίας εξελίχθηκε σταδιακά. Βασικό στοιχείο στην πρώτη φάση ήταν να οριοθετηθούν οι σχέσεις μεταξύ ερευνητικού ιδρύματος και εταιρίας. Μέρος της επιτυχίας της η εταιρία το αποδίδει στον απόλυτο διαχωρισμό των αρμοδιοτήτων των μετόχων και της διοίκησης. Οι ερευνητές που συμμετέχουν στην εταιρία παραιτήθηκαν από το ΙΤΕ, ενώ η διοίκηση του ΙΤΕ ποτέ δεν παρενέβη στη λειτουργία της FORTHnet.

Ο πυρήνας της τεχνολογικής ικανότητας της εταιρίας ήταν το IP, το πρωτόκολλο του Ιντερνετ. Για να μπορέσει να επεκταθεί σε νέες υπηρεσίες χρειάστηκε συμμαχίες στον τομέα της κινητής τηλεφωνίας και υποδομές. Στο πλαίσιο αυτό εξαγοράστηκε η Hellas Net, η οποία αναδιοργανώθηκε σε εταιρία παροχής υπηρεσιών διαδικτύου προστιθέμενης αξίας. Ακολούθησε μια περίοδος συζητήσεων και διαπραγματεύσεων για στρατηγικές συμμαχίες με εταιρίες όπως ο ΟΤΕ, η ΔΕΗ και ο ΟΣΕ, αλλά και με ξένους επενδυτές. Τελικός στόχος ήταν το πέρασμα από την εστίαση σε εφαρμογές σε έλεγχο και των μέσων παραγωγής, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί μακροχρόνια βιωσιμότητα. Τελικά προχώρησε σε στρατηγική συνεργασία με την Telecom Italia προκειμένου να δραστηριοποιηθεί σε όλο το φάσμα των σταθερών τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών.

Εκτός από τη μεγάλη συμμαχία με την Telecom Italia η FORTHnet συμμετέχει και σε ευρύ αριθμό μικρών εταιριών πληροφοριακών συστημάτων: Ελλάς Net Ανώνυμος Εταιρία Διεθνών Διανεμητικών Συστημάτων, FORTHe-com Διαβαλκανικό Κέντρο Ηλεκτρονικού Εμπορίου- Ανώνυμη Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρία, Terratec Ανώνυμη Εταιρία Ηλεκτρονικών Προϊόντων και Υπηρεσιών, Πληροφοριακά Συστήματα Ηλεκτρονικής Διαχείρισης και Διανομής Υπηρεσιών (FORTH -CRS), Μεσογειακές Ευρυζωνικές Υπηρεσίες- Ανώνυμη Τηλεπικοινωνιακή Εταιρία, Αθλοδικτυακή Ανώνυμη Εταιρία Αθλητικής Ενημέρωσης (Αθλονέτ Α.Ε.), Teghnologine Technologies S.A., Ινστιτούτο Ερευνών και Μελετών Τηλεπικοινωνιών και Πληροφορικής Χωρών Νοτιοανατολικής Ευρώπης Ανώνυμη Εταιρία (I.N.A A.E.) Ανώνυμη Εταιρία Ολοκληρωμένων Τεχνολογιών η Εφαρμογή Πληροφορικής (Κηθ55θδ Τεο1ηη0λοξ1ε8), Συσπείρωση Εταιριών Πολυμέσων και Ηλεκτρονικών Εκδόσεων ΑΕ (Αθήνα Α.Ε.). Οι συμμετοχές αυτές της δίνουν τη δυνατότητα άμεσης ενημέρωσης και συμμετοχής σε σειρά νέων εφαρμογών. Η στρατηγική της εταιρίας είναι επιθετική στο πλαίσιο της ελληνικής αγοράς, εφόσον γίνεται συστηματική προσπάθεια συνεχούς επέκτασης και ανανέωσης των υπηρεσιών που προσφέρονται με βάση το Ιντερνετ, τηλέφωνο, ηλεκτρονικό εμπόριο, ενημέρωση και πληροφόρηση. Βέβαια, λόγω του μεγέθους της ελληνικής αγοράς η εταιρία αναγκαστικά ακολουθεί αμυντική στρατηγική με

την έννοια της διεθνούς τεχνολογίας, εφόσον πρέπει να ενημερώνεται και έγκαιρα να επιλέγει τα πρότυπα που θα ακολουθήσει.

Ανάπτυξη ικανοτήτων

Στην πρώτη περίοδο, πριν από τη δημιουργία της ΑΕ, η ομάδα δημιουργίας της εταιρίας στηρίχτηκε σε ενδοεπιχειρησιακές τεχνολογικές ικανότητες. Σε όλη τη διάρκεια της ζωής της η διοίκηση έχει δώσει ιδιαίτερη έμφαση στη στελέχωση με ικανό προσωπικό, εξειδικευμένο σε θέματα δαιδικτύου, ακολουθώντας τα διεθνή πρότυπα και απαιτήσεις. Αυτή η έμφαση σε ανθρώπινο κεφάλαιο, που αρχικά περιόριζε την εμφάνιση κερδών, εξηγείται εν μέρει από το ακαδημαϊκό περιβάλλον από το οποίο ξεκίνησε η εταιρία. Με δεδομένη τη μεγάλη έλλειψη εξειδικευμένου προσωπικού σε θέματα ηλεκτρονικών υπολογιστών στη χώρα το χαρακτηριστικό αυτό μπορεί να θεωρηθεί σημαντικός παράγων επιτυχίας. Αρχικά η άτυπη σχέση που εξακολούθησε να συνδέει τη FORTHnet με το ΙΤΕ βοήθησε την εταιρία να έχει πρόσβαση στους καλούς φοιτητές του Πανεπιστημίου Κρήτης, ωστόσο στη συνέχεια η συνεργασία της επεκτάθηκε και σε άλλα ΑΕΙ, οπότε και οι προσλήψεις της διαφοροποιήθηκαν.

Διαπιστώνεται επίσης έμφαση στη συνεχή βελτίωση των τεχνολογικών ικανοτήτων. 2το οργανόγραμμα της FORTH net υπάρχει ανεξάρτητο τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης, που συνεργάζεται συστηματικά με το τεχνικό και το εμπορικό τμήμα. Το τμήμα:

- Στοχεύει στην απορρόφηση ερευνητικών προγραμμάτων από την Ευρωπαϊκή Ένωση, που είναι σημαντική πηγή χρηματοδότησης και ανάπτυξης τεχνογνωσίας, αλλά και στην ανάπτυξη εφαρμογών για την ελληνική αγορά με πελάτες μεγάλες εταιρίες.
- Λειτουργεί με πρότυπο τρόπο και σχέδιο δράσης (business plan) με βάση το οποίο και κρίνεται από τη διοίκηση. Οι κυρίες δραστηριότητες του αφορούν ανάπτυξη νέων λειτουργιών του συστήματος διαχείρισης του δικτύου, ανάπτυξη νέων υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας πάνω στη βάση της κεντρικής υπηρεσίας και ανάπτυξη εφαρμογών στα εσωτερικά δίκτυα (intranets) πελατών, που βρίσκονται σε όλους τους κλάδους δραστηριότητας της ελληνικής οικονομίας.

Η έμφαση στην έρευνα φαίνεται και από τους πόρους που διατέθηκαν στον τομέα αυτό από την αρχή. Παρόλο που η αύξηση του κύκλου εργασιών δε συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση των πιστώσεων για έρευνα τα πρώτα χρόνια λειτουργίας της εταιρίας, τελικά αποφασίζεται μια πολύ πιο επιθετική στρατηγική από το 2000 και ύστερα, οπότε αλλάζει και η συνολική στρατηγική.

	Ερευνητικές δαπάνες	Κύκλος εργασιών σε εκ. δρχ.	Ποσοστό ΕΤΕ στον κύκλο εργασιών
1996		660	
1997	33	1140	3
1998	19	1891	1
1999	28	3396	1
2000	188	5458	3

Για να εξασφαλίσει την ανάπτυξη της στο περιβάλλον αυτό με την όξυνση του ανταγωνισμού και την ταχύτατη αλλαγή τεχνολογίας, η διατήρηση της τεχνολογικής της πρωτοπορίας μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσα από συμμαχίες με ερευνητικά κέντρα, εφόσον η ίδια δε διαθέτει τους πόρους για ένα ευρύ φάσμα ενδοεπιχειρησιακών ερευνητικών δραστηριοτήτων. Στο πλαίσιο αυτό η FORTH net καλλιεργεί τις σχέσεις της και συνεργάζεται με όλες τις μεγάλες ερευνητικές ομάδες του κλάδου στην Ελλάδα (Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, Πανεπιστήμιο Πατρών, Οικονομικό Πανεπιστήμιο).

Σημαντικότερα καινοτομικά προϊόντα είναι η διαφήμιση μέσω Ίντερνετ, η ανάπτυξη και η προσαρμογή συστημάτων τιμολόγησης και διαχείρισης δικτύων, ένα αυτόματο σύστημα κράτησης θέσεων και ελέγχου εισιτηρίων που αναπτύχθηκε καταρχήν για τη μητρική (Μινωικές Γραμμές) αλλά στη συνέχεια πουλήθηκε και σε άλλες εταιρίες σε διαφορετικές παραλλαγές, υπηρεσία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σε πραγματικό χρόνο, ανάπτυξη πιλοτικού site για την ακτοπλοία, ανάπτυξη και ολοκλήρωση πιλοτικής εφαρμογής για αποστολή 8Μδ μηνυμάτων. Έχουν γίνει επιλογές και συμμαχίες οι οποίες δεν υπήρξαν εξίσου επιτυχημένες και η εταιρία αποχώρησε, όπως η δημιουργία της πύλης THEA .gr, που είχε ως στόχο τη συνεργασία με δημοσιογραφικούς οργανισμούς. Η συνεχής επέκταση σε νέες εφαρμογές θεωρείται απαραίτητο στοιχείο για την επιβίωση της εταιρίας, καθώς αυξάνεται ο ανταγωνισμός στην αρχική υπηρεσία που προσέφερε. Το e-business αποτελεί στο πλαίσιο αυτό κεντρικό στόχο.

Συμπληρωματικά πλεονεκτήματα και εμπόδια

Η FORTHnet είναι μια τυπική εταιρία νέας τεχνολογίας που δραστηριοποιείται σε έναν κλάδο παροχής υπηρεσιών, ιδιαίτερα ανταγωνιστικό, με πολύ περιορισμένες δυνατότητες ιδιοποίησης της τεχνολογίας. Κατά συνέπεια η δυνατότητα δημιουργίας ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων είναι περιορισμένη και εστιάζει καταρχήν στο ευρύ δίκτυο και τις οικονομίες δικτύου. Η μεγέθυνση της εταιρίας κατά συνέπεια μπορούσε να εξασφαλιστεί μόνο με μεγάλο στρατηγικό σύμμαχο. Στην περίπτωση αυτή τελικά επελέγη η Telecom Italia, η οποία εξασφαλίζει την απαραίτητη υποδομή και ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο να εκτοπιστεί η FORTHnet από την αγορά, αν στο μέλλον υπάρξει προσπάθεια διεξόδου κάποιου μεγάλης ξένης εταιρίας. Η δημιουργία της κοινής επιχείρησης "Μεσογειακές Ευρυζωνικές Υπηρεσίες-ΑΤΕ" πήρε άδεια μέσα

από διαδικασία δημοπρασίας για τη χρήση μέρους συχνοτήτων ασύρματης σταθερής πρόσβασης σε όλη την επικράτεια.

Τα εμπόδια στην ανάπτυξη της ισχύουν εξίσου για όλους τους ανταγωνιστές σε εθνικό επίπεδο και αφορούν κυρίως την τιμολόγηση των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, που είναι ψηλότερη από ότι σε άλλες κοινοτικές χώρες και τη δυσκολία να βρεθεί εξειδικευμένο προσωπικό, ένα πρόβλημα κοινό σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ. Ωστόσο, ακριβώς λόγω της έλλειψης δημιουργίας συμπληρωματικών πλεονεκτημάτων τίθενται ερωτήματα για το μέλλον της εταιρίας σε περίπτωση που η ελληνική αγορά γίνει αρκετά ελκυστική για άμεσες ξένες επενδύσεις.

Χρηματοδότηση

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1995 με σκοπό την παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών και συστημάτων ηλεκτρονικής πληροφόρησης, καθώς και την παροχή υπηρεσιών στο διαδίκτυο. Μέτοχοι ήταν το ερευνητικό ίδρυμα ΠΕ και οι Μινωικές Γραμμές Α.Ν.Ε. και από το 1997 η Κυπριακή Τράπεζα Αναπτύξεως. Τον Αύγουστο του 1999 προχώρησε σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με ιδιωτική τοποθέτηση την οποία απορρόφησε ο Όμιλος Interamerican και τρίτοι. Ξεκίνησε το 1995 με μετοχικό κεφάλαιο 250 εκατ. δρχ. και στα μέσα του 1999 το μετοχικό κεφάλαιο είχε αυξηθεί στα 4.441 εκατ. δρχ., αποτελώντας την κύρια πηγή χρηματοδότησης των επενδύσεων, των συμμετοχών και της επέκτασης της εταιρίας.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών ανήλθε στο 73% και το περιθώριο μικτού κέρδους κυμάνθηκε στην περίοδο στο 40-45%.

Τα χρηματοοικονομικά έξοδα της εταιρίας παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα από την ίδρυση της, ως αποτέλεσμα του χαμηλού βραχυπρόθεσμου δανεισμού της και του μηδενικού μακροπρόθεσμου. Ως ποσοστό του κύκλου εργασιών κυμάνθηκαν κάτω του 1,35%.

Επίσης, μέχρι την εισαγωγή της στο ΧΑΑ η εταιρία δεν διένειμε μέρισμα ενισχύοντας τα διαθέσιμα κεφάλαια.

Έτσι στα τέλη του 1999 η FORTHnet A.E. είναι μια συνεχώς αναπτυσσόμενη εταιρία με Ενεργητικό 9.251 εκατ. δρχ. και Ίδια Κεφάλαια 6.644.

Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, η FORTHnet είναι από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε κλάδο υψηλής τεχνολογίας και κατόρθωσε να αναπτυχθεί στην ελληνική αγορά, παρά τις σχετικά δύσκολες συνθήκες λόγω

1. Ευελιξίας του ερευνητικού ιδρύματος από το οποίο αποσχίσθηκε.
2. Της καλής επιλογής τεχνολογίας σε αρχικά στάδια.
3. Της έγκαιρης διάγνωσης της ανάγκης στροφής σε στρατηγικές συμμαχίες για να εξασφαλίσει τις ελλείψεις της σε συμπληρωματικά πλεονεκτήματα.

Η σύνδεση της με το ερευνητικό ίδρυμα της επέτρεψε να απορροφήσει γρήγορα τεχνολογικές εξελίξεις και πιθανότητα την διευκόλυνε να προσελκύσει

σημαντικούς κεφαλαιούχους - μέτοχους που χρηματοδότησαν την ταχεία της ανάπτυξη. Μετά την εισαγωγή της μετοχής προς διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά η άντληση κεφαλαίων γίνεται ευκολότερη και της επιτρέπει, τουλάχιστον χρηματοδοτικά, να διατηρήσει τους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης που έχει πετύχει μέχρι σήμερα.

7.2 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ –ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΚΡΙΤΙΚΗ

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

Χαρακτηριστικά, το 4% των αναπτυσσομένων εταιρειών δημιούργησε το 70% των νέων θέσεων εργασίας. Αντίστοιχες έρευνες στη Γαλλία έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που συνεργάστηκαν με εταιρείες venture capital πέτυχαν αύξηση 34% στις θέσεις εργασίας, 42% στις πωλήσεις και 80% στις εξαγωγές, καθώς επίσης και διπλασιασμό των επενδύσεων τους.

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

Η χρηματοδότηση με venture capital απαιτεί υψηλή μόρφωση σε τεχνικές χρηματοοικονομικής ανάλυσης, στατιστικής και επιχειρησιακής έρευνας λόγω του πολύπλοκου και πολυδιάστατου προβλήματος αξιολόγησης

Το venture capital μπορεί να αποτελέσει έναν κινητήριο μοχλό τεχνολογικής κοινωνικής ,οικονομικής ανάπτυξης της Ελλάδος, κυρίως μέσα στα πλαίσια της ΟΝΕ, εφόσον τηρηθούν και αξιοποιηθούν σωστά όλες οι προϋποθέσεις ανάπτυξης του. Επίσης, η πρόδος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μπορεί να βοηθήσει πολύ την ανάπτυξη των εταιρειών παροχής venture capital διότι αυτές θα μπορούν πλέον να πωλούν με μεγάλο κέρδος (plus values) τις συμμετοχές τους μέσα σε επιχειρήσεις.

Αυτή η ταχεία ανάπτυξη του θεσμού του venture capital στην Ελλάδα αναμένεται να συμβάλει αποφασιστικά στην τόνωση της επιχειρηματικής δραστηριότητας κυρίως στο χώρο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και των νέων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ανάπτυξη νέων τεχνολογιών. Προς την κατεύθυνση αυτή ιδιαίτερα θετικό ρόλο μπορεί να διαδραματίσει και το υπουργείο Ανάπτυξης, το οποίο έχει ήδη εκδηλώσει την πρόθεση του να προχωρήσει προς την παροχή χρηματοδότησης μέσω venture capital Η επιτυχής όμως έκβαση αυτής της προσπάθειας απαιτεί την υιοθέτηση των υψηλών standards και της αυστηρής μεθοδολογίας που αναφέρθηκε παραπάνω.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

«ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ VENTURE CAPITAL»
ΞΑΝΘΑΚΗΣ ΜΑΝΩΛΗΣ - ΤΣΠΟΥΡΗ ΛΕΝΑ

«ΕΓΧΕΙΡΙΔΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ»
ΣΤΑΥΡΟΣ ΘΕΟΦΑΝΗΣ

«ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ»
ΑΡΓΥΡΗΣ ΑΔΑΜΙΔΗΣ

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ –ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑ
ΓΡΕΒΕΝΩΝ.

ALPHA BANK – ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑ ΓΡΕΒΕΝΩΝ.

Κ.ΚΩΛΟΦΩΤΙΑ ΛΕΝΑ ΣΥΜΒΟΥΛΟ ΤΟΥ Τ.Α.Ν.Ε.Ο

4 ΔΙΕΘΝΕΣ ΣΥΝΕΔΡΙΟ VENTURE CAPITAL

ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ «ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ»

WWW.VENTUREWIRE.COM

WWW.NVCA.COM

WWW.EVCA.COM

WWW.VFINANCE.COM

WWW.IVEN.GR

WWW.ALPHATRUST.GR

Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ