

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ
ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**

«ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ»

**Διπλωματική Εργασία για το Προπτυχιακό Πρόγραμμα
Σπουδών**

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Η. ΜΠΑΣΑΓΙΑΝΝΗΣ

20-09-2004

ΧΙΟΣ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Η. ΜΠΑΣΑΓΙΑΝΝΗΣ

«ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ»

20-09-2004

**Διπλωματική Εργασία για το Προπτυχιακό Πρόγραμμα
Σπουδών**

**ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ
ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**

Συγγραφέας: Δημήτριος Η. Μπασαγιάννης

**Επιβλέπων: κ. Συριόπουλος Θεόδωρος
Επίκουρος Καθηγητής Χρηματοοικονομικής**

ΧΙΟΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ-ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	ΣΕΛ.	3
ΜΕΡΟΣ Α'		
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	ΣΕΛ.	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.1 ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ.....	ΣΕΛ.	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2 ΕΥΡΩΠΗ – ΚΑΝΑΔΑΣ.....	ΣΕΛ.	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.3 ΙΑΠΩΝΙΑ.....	ΣΕΛ.	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4 ΕΛΛΑΔΑ.....	ΣΕΛ.	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΕΣ.....	ΣΕΛ.	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL.....	ΣΕΛ.	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL.....	ΣΕΛ.	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΣΕΛ.	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ.....	ΣΕΛ.	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 CORPORATE VENTURE CAPITAL.....	ΣΕΛ.	57
ΜΕΡΟΣ Β'		
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	ΣΕΛ.	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.1 ALPHA TRUST.....	ΣΕΛ.	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.2 BANK OF Cyprus Ventures.....	ΣΕΛ.	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.3 ΕΘΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ.....	ΣΕΛ.	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	ΣΕΛ.	79
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.5 ΕΤΒΑ BANK.....	ΣΕΛ.	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.6 GLOBAL FINANCE.....	ΣΕΛ.	89
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.7 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ.....	ΣΕΛ.	94
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.8 VECTIS CAPITAL.....	ΣΕΛ.	98
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ VENTURE CAPITAL.....	ΣΕΛ.	101
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	ΣΕΛ.	116
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	ΣΕΛ.	120
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	ΣΕΛ.	124

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Βρισκόμαστε πλέον στον εικοστό πρώτο αιώνα και η παγκόσμια οικονομία έχει κατακλυστεί από επιχειρήσεις προσφοράς προϊόντων και υπηρεσιών περισσότερο από κάθε άλλη φάση στην ιστορία της. Το γεγονός όμως είναι ότι αυτές οι επιχειρήσεις είχαν μια μακρά ιστορία στον οικονομικό χώρο, γεγονός που τους δίνει ένα απόλυτο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όσον αφορά τόσο την τεχνογνωσία όσο και τον τρόπο άντλησης κεφαλαίων για τις επενδυτικές δραστηριότητες τους δημιουργώντας ουσιαστικά φραγμούς στην επιβίωση των μικρών αλλά και αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων . Και αυτό γιατί όπως όλοι γνωρίζουμε η ύπαρξη των αναγκαίων κεφαλαίων για την επέκταση μιας επιχείρησης θεωρείται εκ των ουκ άνευ, για την επιβίωση της. Φυσικά θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας πως σε ελάχιστες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν επενδυτικά τους σχέδια με ίδια κεφάλαια. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως υπάρχει πάντα η έννοια του «*κόστους ευκαιρίας*», της δυνατότητας δηλαδή που έχει ο επενδυτής να εντοπίσει αλλά και να αξιοποιήσει περισσότερο συμφέρουσες επενδυτικές ευκαιρίες με τη χρήση των κεφαλαίων αυτών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να προσπαθούν να εντοπίσουν όσο το δυνατόν περισσότερο ελκυστικές επενδυτικές προτάσεις με σκοπό να αξιοποιήσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα κεφάλαια τους. Σε αυτό το σημείο θα ήταν σωστό να αναφέρουμε πως για τη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης με υγιή κεφάλαια υπάρχουν πολλοί τρόποι, ο καθένας από τους οποίους εγκυμονεί τόσο κινδύνους όσο και ευκαιρίες για την αξιοποίησή τους.

Αρχικά υπάρχει ο «*παραδοσιακός*» *τραπεζικός δανεισμός* ο οποίος προσφέρει την ευκαιρία στην επιχείρηση να εισπράξει ένα μεγάλο ποσό χρημάτων άμεσα και να το αποπληρώσει σε ένα ευρύ διάστημα χρόνου. Παρ' όλα αυτά ο τρόπος αυτής της χρηματοδότησης περικλείει κάποιους κινδύνους οι οποίοι μπορεί να προέρχονται αρχικά από τον «*πιστωτικό κίνδυνο*» (Credit Risk), τον κίνδυνο δηλαδή που αναφέρεται στην πιθανότητα η επιχείρηση να μην έχει δυνατότητα να αποπληρώσει στο

σωστό χρόνο τα δανειζόμενα κεφάλαια καθώς και τον «κίνδυνο των επιτοκίων» (Interest Rate Risk), την πιθανότητα δηλαδή αλλαγής των επιτοκίων τα οποία μπορεί να ισοδυναμούν με μεγαλύτερο ποσό αποπληρωμής. Φυσικά δε θα πρέπει να μας διαφεύγει το γεγονός πως το τραπεζικό σύστημα απαιτεί όχι μόνο κάποιο είδος εγγυήσεων για την αποπληρωμή, συνήθως κάποια υποθήκη, αλλά εγκρίνει τη χρηματοδότηση μόνο εάν αυτή είναι σύμφωνη με τις προδιαγραφές του.

Ένας περισσότερο μοντέρνος τρόπος χρηματοδότησης είναι η κεφαλαιαγορά (Capital Market), η οποία δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αντλήσουν τα κεφάλαια τους από το επενδυτικό κοινό μέσω μετοχών διαπραγματευόμενων στο χρηματιστήριο αξιών που επιθυμούν καθώς και μέσω της έκδοσης ομολογιών. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλήσει υγιή κεφάλαια από την αγορά σε πρώτη φάση (κύρια αγορά) αλλά και να συνεχίσει να αντλεί μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου. Μέχρις αυτό το σημείο όλα φαίνεται να λειτουργούν ειδυλλιακά, αλλά φυσικά υπάρχουν και οι περιορισμοί εισαγωγής σε μια αγορά τίτλων από την εποπτεύουσα αρχή της κάθε χώρας και οι περιορισμοί αύξησης μετοχικού κεφαλαίου από την ίδια αρχή. Ο σημαντικότερος όμως κίνδυνος είναι η αβέβαιη πορεία της μετοχής η οποία θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόδοση της επιχείρησης και η οποία θα μπορούσε να προκληθεί από μια πλειάδα αιτιών όπως φήμες, προσδοκίες, ακόμα και λανθασμένη πληροφόρηση. Όσον αφορά την έκδοση ομολογιών είναι γνωστή η αντίστροφη σχέση ανάμεσα στην τιμή της και του επιτοκίου, δημιουργώντας μια περισσότερο ασφαλή και σαφώς μια ικανότατη μακροχρόνια χρηματοδοτική λύση.

Όπως γίνεται λοιπόν φανερό υπήρχε αλλά και θα υπάρχει η ανάγκη χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με κάποιο τρόπο ο οποίος να μην αποτελεί «αγώνα δρόμου» της επιχείρησης με το χρόνο αλλά και τις «παγίδες» της αγοράς. Σε αυτό το σημείο λοιπόν αναφέρουμε την έννοια του **«*Venture Capital*»** ή αλλιώς των ***εταιρειών κεφαλαίου επενδυτικών συμμετοχών***. Αυτό θα είναι και το θέμα της διατριβής

αυτής. Ο όρος προέρχεται από τη Γαλλική λέξη *aventure* η οποία σημαίνει απρόβλεπτες δραστηριότητες που περικλείουν κινδύνους.

Δίνοντας ένα σύντομο ορισμό θα μπορούσαμε να πούμε πως είναι μακροπρόθεσμα κεφάλαια επενδυμένα σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν υψηλό κίνδυνο όπως οι μικρές και αναπτυσσόμενες. Έχοντας τα παραπάνω ως δεδομένα θα ασχοληθούμε αρχικά με την ιστορική αναδρομή για να διαπιστώσουμε την προέλευση αυτού του τρόπου χρηματοδότησης, να διαπιστώσουμε ποια ήταν η πρώτη εταιρεία *Venture Capital* καθώς και πως εξαπλώθηκε στις υπόλοιπες χώρες του κόσμου. Κατόπιν πριν εξετάσουμε τα στάδια του *Venture Capital* θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες αυτές καθώς και σε ποιο στάδιο της αναπτυξιακής ζωής μιας επιχείρησης αυτές μπορούν να επενδύσουν. Σε αυτό το σημείο θα γίνει και μια μικρή αναφορά στις πηγές άντλησης των κεφαλαίων για το *Venture Capital*, ποιες είναι οι μορφές των εταιρειών αυτών και από που αντλούν τα κεφάλαια τους. Κατόπιν θα αναλύσουμε τα στάδια του *Venture Capital* και την διαδικασία αξιολόγησης της επένδυσης με τα διάφορα «χρηματοοικονομικά εργαλεία», καθώς και το ρόλο που διαδραματίζουν οι επενδυτές στις επιχειρήσεις αυτές. Τέλος θα ολοκληρώσουμε με τα προβλήματα που ενδεχομένως να αντιμετωπίσουν οι εταιρείες αυτές όπως το «*Principal-agent Relationship*», τη συμμετοχή των επενδυτών στις εταιρείες ενώ θα κλείσουμε με μια καινούργια έννοια το «*Corporate Venture Capital*». Το τελευταίο μέρος της εργασίας αυτής θα είναι μια εκτεταμένη μελέτη στις ελληνικά επιχειρήσεις *Venture Capital*, όπου θα προσπαθήσουμε να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα από την εφαρμογή και την πρακτική των ελληνικών επιχειρήσεων του κλάδου, πάντα έχοντας όμως ως βάση τη διεθνή αλλά και την θεωρητική υπόσταση του θέματος.

ΜΕΡΟΣ Α΄

2. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Σε αυτό το σημείο θα προσπαθήσουμε να κάνουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή στις χώρες από τις οποίες ξεκίνησε ο θεσμός του Venture Capital, πώς διαδόθηκε στον υπόλοιπο κόσμο και πώς έφτασε τελικά και στην χώρα μας.

2.1 ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ

Οι ρίζες του Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες μπορούν να εντοπιστούν στη δεκαετία 1920-1930 όπου εύπορες οικογένειες και μεμονωμένοι επενδυτές παρέιχαν τα αρχικά κεφάλαια για τις επιχειρήσεις όπου αργότερα θα εξελίσσονταν σε κολοσσοί όπως οι Eastern Airlines, Xerox² και άλλες. Ορόσημο για τη μορφή αυτή χρηματοδότησης είναι το 1946 με το σχηματισμό της *ARD*, της πρώτης εταιρείας που θα παρέιχε κεφάλαια σε νέες και ταχεία αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις κυρίως με προσανατολισμό στο χώρο των κατασκευών αλλά και της τεχνολογίας. Σύμφωνα με τον Patrick Liles, η ιδέα του Venture Capital ήταν του Ralph E. Flanders, ο οποίος ήταν ο πρόεδρος της «Federal Reserve Bank of Boston». Σε μια εποχή όπου δεν υπήρχε κάποιος δημόσιος οργανισμός για τη χρηματοδότηση των μικρών επιχειρήσεων ο Flanders ήρθε σε ρήξη με την «*National Association of Security Dealers in Chicago*» αφού επιθυμούσε την απελευθέρωση των χρηματοδοτήσεων από την «Περιοριστική Πράξη» του 1940 για να δώσει τη δυνατότητα να επενδύσουν μέχρι και το 5% των στοιχείων τους σε νέες επιχειρήσεις αφού εύπορες οικογένειες όπως οι Paysons, Whitneys και οι Rockefellers, είχαν δημιουργήσει ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια με σκοπό τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών με υψηλές αποδόσεις.

Οι απόψεις του Flanders υποστηρίχθηκαν από τον στρατηγό George Doriot ο οποίος ήταν καθηγητής στο Harvard Business School. Ο

Flanders και μερικοί συνάδελφοι του πίστευαν πως στο MIT είχε αναπτυχθεί σημαντική τεχνολογία κατά τη διάρκεια του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου και η οποία θα μπορούσε να βρει εμπορικές εφαρμογές. Είχαν την ελπίδα πως θα μπορούσαν να δημιουργήσουν έναν ανεξάρτητο, ιδιωτικό οργανισμό ο οποίος χωρίς κυβερνητική βοήθεια θα μετέτρεπε αυτές τις τεχνολογικές έρευνες σε βιώσιμες επιχειρήσεις. Έτσι λοιπόν δημιουργήθηκε η *ARD* σύμφωνα με το νόμο της Μασαχουσέτης στις 6 Ιουνίου 1946 με εμφανής τις ρίζες από το MIT αφού ο Flanders & Dariot ενώθηκαν με τον επιχειρηματία Frederic C. Blackall, διευθυντή του «Federal Reserve Bank of Boston» και μέλος του MIT, τον Bradley Dewey, ιδρυτή της «Dewey & Almy Chemical Company» και πρόεδρο της «American Chemical Society», τον Horace S. Ford ταμεία του MIT, τον Carl T. Compton, πρόεδρο του MIT, τον Edward R. Gilliland, καθηγητή chemical engineering στο MIT και τον Jerome C. Hunsaker, επικεφαλή στο MIT του Department of Mechanical & Aeronautical Engineering.

Αφού συγκέντρωσαν αρχικά πέντε εκατομμύρια δολάρια για αυτή την κλειστή επένδυση η εταιρεία αποδείχθηκε μια σημαντική πρόκληση. Η πρόκληση συνίστατο στο να εντοπιστούν τα απαιτούμενα κεφάλαια, να πεισθούν οι επενδυτές να επενδύσουν, η ομάδα της διοίκησης να εργάζεται ασταμάτητα και πολλά άλλα. Τελικά με τη βοήθεια δυο επενδυτικών τραπεζών συγκεντρώθηκαν τα χρήματα με την πώληση 200,000 μετοχών αξίας \$25 έκαστη. Αξίζει να σημειωθεί πως οι βασικές πηγές της εταιρείας αντανάκλουν τους ισχυρούς δεσμούς που είχε με το MIT και το Harvard καθώς και με τις τεχνολογικές καινοτομίες που μεταμόρφωσαν το «Route 128» στη Βοστώνη. Η πρώτη της επένδυση ήταν η «*High Voltage Engineering Corporation (HVE)*» η οποία ουσιαστικά αποτέλεσε την πρώτη επιχείρηση χρηματοδοτούμενη με Venture Capital εισηγμένη αργότερα στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (N.Y.S.E).

Ακολούθησε η «*Tracerlab & Circo Products*» και μέχρι το τέλος του 1947 η *ARD* είχε χρηματοδοτήσει έξι καινούργιες επιχειρήσεις και είχε σε εξέλιξη δυο σχέδια Venture Capital. Η ανάπτυξη συνεχίστηκε έως το 1950 όπου συνέβη το αναπόφευκτο, δηλαδή αρνητικές ταμειακές ροές,

πρόβλημα με τη ρευστότητα και την κερδοφορία, έλλειψη κερδών με αποτέλεσμα την μη πληρωμή μερισμάτων.

Έχοντας να αντιμετωπίσουν αυτά τα προβλήματα τα στελέχη της άρχισαν να ξεφεύγουν από τα στενά πλαίσια του συντηρητισμού που τα διακατείχε και προσέφεραν έναντι αμοιβής τις επενδυτικές τους συμβουλές στις εταιρείες που χρηματοδοτούσαν καταφέροντας τελικά να αναστρέψουν την κατάσταση. Η καμπύλη εμπειρίας της ARD ανά στάδιο της επένδυσης υπάρχει ακόμα και σήμερα στις εταιρείες Venture Capital. Η μόνη διαφορά εντοπίζεται στο ότι το 1946 η αξία του Venture Capital δεν είχε αποδειχθεί δημόσια. Μόλις το 1951 η ARD κατάφερε να συγκεντρώσει αρκετούς πόρους για να επενδύσει. Θα πρέπει να αναφερθεί σε αυτό το σημείο πως η πιο αποφασιστική επένδυση της ARD ήταν η «*Digital Equipment Corporation DEC*» το 1957, της οποίας η επιτυχία άλλαξε τη δομή της βιομηχανίας Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Οι δεκαετίες των ετών 1950-1980 ήταν έτη σταθμοί στην ιστορία, όπου εξαιρετικές επιχειρήσεις όπως οι *Lotus Development Corporation*, *Genetics Institute*, *Sun Microsystems*, *Compaq Computer Corporation*, *Staples Inc.* και πολλές άλλες βρήκαν πρόσφορο έδαφος και δημιουργήθηκαν. Το κοινό σημείο σε όλες αυτές τις επιχειρήσεις αλλά και πολλές άλλες ήταν η χρηματοδότηση που δέχθηκαν στο πρώιμό τους στάδιο από εταιρείες Venture Capital. Το 1958 δημιουργήθηκε η *Small Business Administration (SBA)* και η *Small Business Investment Companies (SBICs)* οι οποίες είχαν σαν παράδειγμα την επιτυχία της ARD και αναζητούσαν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες. Η νομοθεσία επέτρεπε στις εταιρίες αυτές να χρησιμοποιήσουν τέσσερα χαμηλού επιτοκίου κυβερνητικά δολάρια για κάθε δολάριο που επένδυαν, δημιουργώντας με αυτόν τον τρόπο ένα είδος μόχλευσης για τα κεφάλαια τους μαζί με αυτά που θα δανείζονταν από το κράτος.

Φυσικά ας μην ξεχνάμε πως η δεκαετία του 1960 ήταν κάποια δύσκολα χρόνια για τις Ηνωμένες Πολιτείες εξαιτίας του πόλεμου στο Βιετνάμ, οποίος επηρέασε αναμφίβολα την κάθε επιχειρηματική προσπάθεια. Η κρίση έγινε πιο έντονη από τον αποκλεισμό του

πετρελαίου στα έτη 1974-1975, γεγονός που οδήγησε στο όχι καλύτερο κλίμα για τις εταιρείες κάτω από καθεστώς χρηματοδότησης, και πόσο περισσότερο για τις εισηγμένες. Οι δημόσιες εγγραφές για μικρές επιχειρήσεις ήταν συνολικά \$16 εκατομμύρια το 1975, ενδεικτικό του αρνητικού κλίματος. Γενικά οι δεσμεύσεις κεφαλαίων στη βιομηχανία του Venture Capital μειώθηκαν με ρυθμό 50 εκατομμυρίων δολαρίων το χρόνο με αποτέλεσμα την σαφή μείωση των επαγγελματιών του χώρου.

Ιδιαίτερα βαρύ ήταν το πλήγμα για τις επιχειρήσεις που επένδυαν στο πρώτο στάδιο αφού ουσιαστικά οι θεσμικοί επενδυτές είχαν αμφιβολίες για τις αποδόσεις και τον κίνδυνο που αναλάμβαναν για τα κεφάλαια τους. Γενικά τα γεγονότα αυτά επέβαλαν την αναδιάρθρωση του κλάδου του Venture Capital, παραθέτουμε στον παρακάτω πίνακα τις κυριότερες νομολογίες των Ηνωμένων Πολιτειών από το 1958 έως το 1986.

- ↳ **Small Business Act (1958)**, η οποία αύξησε τις ευκαιρίες για χρηματοδότηση μέσω Venture Capital για τις μικρές επιχειρήσεις.
- ↳ **Employment Retirement Income Security Act (1974)**, η οποία ουσιαστικά αποθάρρυνε τα υψηλού κινδύνου επενδυτικά σχέδια με τις υψηλές αποδόσεις.
- ↳ **1978 Revenue Act**, η οποία παρείχε φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις κεφαλαίων, έχοντας ως αποτέλεσμα την αύξηση κατά 556 εκατομμύρια δολάρια από τον προηγούμενο χρόνο.
- ↳ **ERISA's "Prudent Man" Rule (1979)**, η οποία καθόρισε τις γενικές επενδυτικές οδηγίες για τους επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδιαίτερα συνταξιοδοτικών, για υψηλότερες αποδόσεις.
- ↳ **Small Business Investment Incentive Act (1980)**, η οποία ουσιαστικά όρισε τις εταιρείες Venture capital ως επενδυτικές - αναπτυξιακές επιχειρήσεις, καταργώντας την ανάγκη να εγγραφούν σε κάποιο σύμβουλο επενδύσεων.

↳ **ERISA's "Safe Harbor" Regulation (1980)**, όρισε πως οι Venture Managers δεν θα είναι αυτοί που θα ορίζουν την τύχη των στοιχείων της επιχείρησης.

↳ **Economic recovery Tax Act (1981)**, η οποία μείωσε το ποσοστό φορολογίας των κερδών από κεφάλαια, έχοντας ως αποτέλεσμα να διπλασιαστούν οι δεσμεύσεις κεφαλαίων στο \$1,3 δισεκατομμύρια το 1981.

↳ **Tax Reform Act (1986)**, η οποία ουσιαστικά μείωσε τα κίνητρα για τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη.

Πηγή : T.A. Soja and J.E. Reyes, "Investment Benchmarks & Venture Capital" (Needham, MA : Venture Economics, 1990). p. 202

Έχοντας αυτά ως δεδομένα ερχόμαστε πια στη δεκαετία του 1990 όπου ο αρχικός ενθουσιασμός για τις επιτυχίες του Venture Capital έχει σαφώς καταλαγιάσει. Το αρνητικό κλίμα που υπήρχε τα προηγούμενα χρόνια δεν μπορούσε να αναστρέψει την κατάσταση στον κλάδο αφού μέχρι τα μέσα του 1990, 159 εταιρείες του SBIC είχαν οδηγηθεί στη χρεοκοπία και στη ρευστοποίηση, χρωστώντας μάλιστα στην Αμερικανική κυβέρνηση το ποσό των 476 εκατομμυρίων δολαρίων.

Γενικά οι απώλειες ήταν τεράστιες για τις επιχειρήσεις, φτάνοντας τα 800 εκατομμύρια δολάρια. Το 2001 ήταν μια χρονιά δραματικής μείωσης των επενδυμένων κεφαλαίων αφού τα 7,1 δισεκατομμύρια δολάρια που επενδύθηκαν ήταν μόλις το ένα τρίτο αυτών του 2000 ενώ το ποσό κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν έπεσε κατά 80% από τα προηγούμενα χρόνια (4,6 δισεκατομμύρια δολάρια).

2.2 ΕΥΡΩΠΗ - ΚΑΝΑΔΑΣ

Η επιτυχία της ARD οδήγησε και σε προσπάθειες ίδρυσης εταιρείας Venture Capital από τον Doriot στην Ευρώπη τη δεκαετία του 1960 Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία της *European Enterprises Development Company S.A (E.E.D)* με γραφεία στο Λουξεμβούργο και στο Παρίσι. Ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που συμμετείχαν ήταν εντυπωσιακός και χαρακτηριστικά αναφέρουμε: Aktiebolaget (Σουηδία), Banco Espanol, Banque Nationale pour le Commerce de Paris, Continental International Finance Corporation (Σικάγο), Credit Lyonnais, Dresdner Bank A.G., Lehman Brothers, Societe Generale (Παρίσι) και πολλοί άλλοι.

Παράλληλα με την Ευρώπη δημιουργήθηκε στον Καναδά, με γραφεία στο Μόντρεαλ και στο Βανκούβερ, η *Canadian Enterprise Development Corporation Limited* όπου το κεφάλαιο της αποτελούταν από 27 θεσμικούς επενδυτές από τους οποίους ορισμένοι ήταν οι : Bank of Montreal, Dupont of Canada Limited Pension Fund, the Royal Trust Company και πολλοί άλλοι. Παρά τις προσπάθειες που έγιναν στην Ευρώπη και στον Καναδά το Venture Capital δεν αναπτύχθηκε όσο περίμεναν τις δεκαετίες 1960-1970. Η ανάπτυξη η οποία υπήρχε στην Αμερική οφείλεται κυρίως στη δημιουργία της «Security & Exchange Commission» και του National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) γεγονότα τα οποία οδήγησαν στη δημιουργία υγιών αγορών κεφαλαίου μέσω των κανονισμών που επέβαλαν, κάτι το οποίο δεν υπήρχε κάπου αλλού στον κόσμο.

Στην Ευρώπη η έννοια του Venture Capital άρχισε να αναπτύσσεται στις αρχές του 1980 αλλά η ανάπτυξη του υπήρξε ανόμοια ανάμεσα στις διάφορες χώρες. Ανάμεσα στις Ευρωπαϊκές χώρες το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν και είναι η περισσότερο ανεπτυγμένη χώρα στο χώρο του Venture Capital, όπου μετά το 1980 εντοπίζεται η μεγαλύτερη ανάπτυξη του Venture Capital στην Ευρώπη. Οι αρχές του 1990 ήταν γεμάτες με αλλαγές στην δομή της αγοράς. Ακολουθεί ένας πίνακας με τα μέλη της *British Venture Capital Association (BVCA)* έως το 1996, καθώς και τον

αριθμό αλλά και το σύνολο των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί ανά έτος.

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΛΩΝ BVCA	ΑΡΙΘΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (£ σε εκ.)
1984	34	479	190
1985	50	635	433
1986	65	708	584
1987	77	1298	1029
1988	90	1527	1394
1989	107	1569	1647
1990	120	1559	1394
1991	121	1386	1153
1992	115	1297	1434
1993	113	1202	1422
1994	117	1208	2074
1995	115	1163	2535
1996	103	1200	3239

Πηγή: BVCA, Report on Investment Activity, various issues

Είναι εμφανές από τον παραπάνω πίνακα η ανοδική πορεία που έχουν οι Βρετανικές εταιρείες Venture Capital, αφού κάθε χρόνο αυξάνουν τόσο στον αριθμό των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν αλλά και τον όγκο των κεφαλαίων που δεσμεύονται. Όπως θα παρατηρήσατε η έκρηξη αυτή του Venture Capital στην Ευρώπη οφείλεται στην αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων στην αγορά τόσο από ανεξάρτητους όσο και από θεσμικούς επενδυτές. Έχοντας ως δεδομένο το γεγονός πως ο κλάδος αυτός δεν είχε σημαντικές διαφορές στην εξέλιξη του από χώρα σε χώρα ακολουθεί ένας πίνακας των επενδύσεων των διάφορων χωρών για το έτος 1996, από τον οποίο σαν πρώτο συμπέρασμα θα μπορούσαμε να εξαγάγουμε την υπεροχή του Ηνωμένου Βασιλείου στον κλάδο αυτό, με περισσότερα συγκεντρωμένα κεφάλαια, περισσότερο αριθμό επενδύσεων τόσο σαν απόλυτο νούμερο όσο και σαν ποσοστό του Α.Ε.Π.. Φυσικά και άλλες χώρες όπως το Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία αλλά και η Γαλλία συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του Venture Capital με επενδύσεις που φτάνουν έως και το 0.19% του Α.Ε.Π τους.

ΧΩΡΑ	ΣΥΓΚΕΝΤΡ. ΚΕΦΑΛΑΙΑ (εκ. ECU)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ % Α.Ε.Π.	ΑΠΟΕΠΕ - ΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ % ΧΑΡΤΟΦ.
ΑΥΣΤΡΙΑ	75	4	0,0001	5,3
ΒΕΛΓΙΟ	1429	158	0,05	9,2
ΔΑΝΙΑ	456	38	0,02	9,7
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	331	111	0,04	10,2
ΓΑΛΛΙΑ	11697	1186	0,07	17,3
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	5168	769	0,04	12,9
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	574	65	0,07	2,6
ΙΤΑΛΙΑ	4884	198	0,05	16,6
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	3271	320	0,19	17
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	502	154	0,07	11,9
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	475	74	0,04	17,1
ΙΣΠΑΝΙΑ	1396	158	0,04	17,8
ΣΟΥΗΔΙΑ	1862	172	0,21	14,2
ΕΛΒΕΤΙΑ	789	32	0,04	6,5
ΒΡΕΤΑΝΙΑ	25653	1715	0,33	17,4

Πηγή: EVCA (1997).

Όσον αφορά τώρα τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπως όλοι γνωρίζουμε βρίσκονται σε ένα προπαρασκευαστικό στάδιο με σκοπό την είσοδο τους στις υπό ανάπτυξη οικονομίες. Φυσικά για να γίνει αυτό απαιτείται η δημιουργία επιχειρήσεων με σαφείς προσανατολισμούς στην αγορά, πράγμα που μπορεί να επιτευχθεί είτε με την είσοδο νέων επιχειρήσεων, είτε με την ιδιωτικοποίηση και την αλλαγή πλεύσης των παλαιότερων. Για την ανάπτυξη όμως ενός υγιούς ιδιωτικού τομέα απαραίτητη και αναγκαία συνθήκη είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησης τους. Ας μην ξεχνάμε πως στις χώρες αυτές το στοιχείο του δημόσιου τομέα ήταν αλλά και είναι κυρίαρχος ρυθμιστικός παράγοντας για την οικονομία της χώρας.

Στην Ουγγαρία μια έρευνα που διεξήχθη το 1991 από τον *Roman* σε 214 επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους διαπίστωσε πως αυτές οι επιχειρήσεις είχαν σημαντικότατο πρόβλημα στο να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια με σκοπό να τα επενδύσουν σε υψηλή τεχνολογία. Παρ' όλα αυτά η Ουγγρική αγορά θεωρείται η πιο ανεπτυγμένη από τις υπόλοιπες χώρες του Ανατολικού μπλοκ. Εκτιμάται από την Ουγγρική Ένωση (*Hungarian Venture Capital Association*) ότι για το 1995 οι

επενδύσεις έφτασαν τα \$400-500 εκατομμύρια ενώ η ένωση αυτή αριθμεί 17 μέλη. Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως ο κύριος όγκος των επενδυτών στην οικονομία αυτή είναι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, κυρίως τραπεζιτικοί και επενδυτικοί οργανισμοί. Αρκεί να αναφερθεί πως σχετική νομοθεσία για την προστασία του επενδυτικού κοινού δημιουργήθηκε μόλις το 1996 και εντάσσεται στη γενικότερη προσπάθεια για την ένταξη της οικονομίας στις υπό ανάπτυξη χώρες. Στην *Τσεχία* τα ποσά που αντιστοιχούσαν στην επένδυση του κλάδου έφταναν το 44% του αντίστοιχου ποσού της Ουγγαρίας. Στην *Πολωνία* ο κλάδος μοιάζει με αυτόν της Ουγγαρίας αλλά ακόμα παραμένει σε πρώιμο στάδιο. Το 1996 οι επενδύσεις στον κλάδο ήταν 750 εκατομμύρια δολάρια.

2.3 ΙΑΠΩΝΙΑ

Η ανάπτυξη αλλά και τα χαρακτηριστικά του Venture Capital στην Ιαπωνία διαφέρουν σημαντικά από αυτά των Ηνωμένων πολιτειών. Αρκεί να αναφέρουμε πως η πρώτη εταιρεία Venture Capital οργανώθηκε το 1983. Στην Ιαπωνία η δομή του κλάδου είναι περισσότερο συγκεντρωμένη και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται είναι σαφώς πολύ νεότερες των Ευρωπαϊκών. Καμία όμως από τις κορυφαίες αυτές εταιρείες επενδύσεων δεν είναι ανεξάρτητη αφού ουσιαστικά από τις 25 εταιρείες 11 είναι τράπεζες, 8 εταιρείες ομολόγων και οι υπόλοιπες κατά ένα μέρος κυβερνητικές. Στην Ιαπωνία οι εταιρείες αυτές δεν αναλαμβάνουν ένα ρυθμιστικό ρόλο στις επιχειρήσεις που επενδύουν, όπως στις περισσότερες χώρες του κόσμου, αλλά συμμετέχουν με τρόπο παράλληλο στην διοίκηση της εταιρίας με τον ίδιο τον επιχειρηματία.

2.4 ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα οι εταιρείες Venture Capital λειτουργούν υπό την επίβλεψη του νόμου 2367/29.12.1995. Σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού οι εταιρίες αυτές θα πρέπει να είναι ανώνυμες και να έχουν ως στόχο τη συμμετοχή στην κεφαλαιακή δομή επιχειρήσεων στην Ελλάδα που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Από αυτές που μπορούν να χρηματοδοτηθούν εξαιρούνται όσες ασχολούνται με κτηματικές, οικοδομικές και κατασκευαστικές δραστηριότητες, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών αντιπροσωπειών, τυχερών παιγνίων, χρηματοπιστωτικών εργασιών, σωματείων και επιχειρήσεων μέσωσ μαζικής ενημέρωσης. Οι εταιρίες Venture Capital μπορούν να επενδύσουν σε συμμετοχές στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές που εκδίδονται από επιχειρήσεις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο, να παρέχει εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις επιχειρήσεις όπου συμμετέχει καθώς και να τοποθετεί τα διαθέσιμα της σε καταθέσεις ή σε βραχυχρόνια ακίνητη περιουσία διαπραγματευόμενα όμως στη χρηματαγορά.

Το ελάχιστο κεφάλαιο που ορίζεται βάσει νόμου για την ίδρυση μιας τέτοιας επιχείρησης είναι 2.934.700 Ευρώ (ένα δισεκατομμύριο δραχμές) το οποίο θα πρέπει να καταβάλλεται μόνο σε μετρητά. Οι μετοχές της θα πρέπει να είναι ονομαστικές και να μπορούν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο αξιών, στις οποίες όμως νομικά ή φυσικά πρόσωπα δεν επιτρέπεται να κατέχουν πάνω από το 30 % του μετοχικού της κεφαλαίου. Μόνο τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν το δικαίωμα να κατέχουν το 65% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Μετά το κλείσιμο της πρώτης χρήσης υποχρεούνται να επανεπενδύει το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές που ήδη προαναφέραμε. Ο νόμος επίσης παρέχει τη δυνατότητα επιχορήγησης από το ελληνικό κράτος στις περιπτώσεις που αυτές ενδιαφέρονται να συμμετέχουν σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας (επιχορηγεί το 20% της επένδυσης) και

φυσικά τα κεφαλαιακά της κέρδη υπόκεινται σε φορολογία εισοδήματος της τάξης του 15%.

Γενικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως οι ελληνικές εταιρείες Venture Capital προσβλέπουν στη χρηματοδότηση όσο το δυνατόν μεγαλύτερων επενδύσεων με τον μικρότερο όμως κίνδυνο, αποφεύγοντας όσο είναι δυνατόν ης επικίνδυνες επενδύσεις (risk averse).

3. ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΝΝΟΙΕΣ

Μέχρι τώρα λοιπόν έχουμε αναφερθεί στην ιστορική αναδρομή του κλάδου στις Ηνωμένες Πολιτείες, Καναδά αλλά και στην Ευρώπη. Γνωρίζουμε επίσης πως όταν αναφερόμαστε στον όρο Venture Capital αναφερόμαστε σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια επενδυμένα σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πολύ υψηλό κίνδυνο, όπως είναι συνήθως οι μικρές και καινούργιες επιχειρήσεις. Φυσικά δεν είναι υποχρεωτικό τα κεφάλαια αυτά να προορίζονται για μακροπρόθεσμη χρήση, αφού ουσιαστικά η κεντρική ιδέα είναι να επενδυθούν κεφάλαια στον ισολογισμό με απώτερο στόχο την αναδιοργάνωση της δομής μιας επιχείρησης έως ότου αυτή αποκτήσει το κατάλληλο μέγεθος και αξιοπιστία ώστε να πωληθεί σε ένα οργανισμό ή πιο συνηθισμένα να εισαχθεί στο χρηματιστήριο αξιών. Έχει εκτιμηθεί πως περισσότερο από το 80% των κεφαλαίων που επενδύονται από τους Venture Capitalists στοχεύουν στην κατασκευή της κατάλληλης υποδομής που θα πρέπει να έχει η επιχείρηση για να αναπτυχθεί. Το επενδυμένο αυτό κεφάλαιο των εταιρειών συνεπάγεται και ένα σημαντικά ενεργητικό ρόλο στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. *Θα μπορούσαμε λοιπόν να χαρακτηρίσουμε το είδος αυτό της χρηματοδότησης σαν ένα συνδυασμό κεφαλαίων και επιχειρηματικών συμβουλών*, στον οποίο συμμετέχει ο Venture Capitalist και 6-12 συνεργάτες του σχηματίζοντας μια επιχειρηματική συνεργασία με σκοπό την επένδυση.

Για ποιο λόγο όμως να καταφύγει μια επιχείρηση στη χρηματοδότηση μέσω Venture Capital, ποια είναι τα βαθύτερα κίνητρα που την οδηγούν εκεί; Οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις «δυσκολεύονται» να βρουν χρηματοδότηση από τις «παραδοσιακές» πηγές είναι πρώτον η αβεβαιότητα (uncertainty), η οποία ουσιαστικά είναι ένα μέτρο των πιθανών αποτελεσμάτων της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός ορίζοντας των μελλοντικών αποτελεσμάτων τόσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος για πιθανές απώλειες από την επένδυση. Από την φύση τους οι επενδύσεις σε νέες και αναδομημένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν το μεγαλύτερο βαθμό αβεβαιότητας.

Υψηλή αβεβαιότητα σημαίνει ότι οι επενδυτές, αλλά και ο ίδιος ο επιχειρηματίας, δεν μπορούν να προβλέψουν με βεβαιότητα σε ποιο σημείο ανάπτυξης θα βρίσκεται η επιχείρησή τους στο μέλλον. Αυτό φυσικά το στοιχείο, δηλαδή η στάση που θα κρατήσει ο επενδυτής έναντι της αβεβαιότητας και συνεπώς και του κινδύνου, τον χαρακτηρίζει ως «risk averse» ή όχι ανάλογα με την προτίμησή του έναντι του κινδύνου αλλά και του ρίσκου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Ο δεύτερος λόγος αφορά την ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information) η οποία ουσιαστικά ενεργεί υπέρ του επιχειρηματία, αφού αυτός βρίσκεται εντός της επιχείρησης, και όχι υπέρ των επενδυτών, των στρατηγικών συμμάχων και των προμηθευτών. Πολλά προβλήματα μπορούν να δημιουργηθούν από αυτή τη στάση του επιχειρηματία, όπως το να υιοθετήσει αυτός μια πολύ ριψοκίνδυνη στάση όσον αφορά τις στρατηγικές του επιλογές, εν αγνοία των επενδυτών, δημιουργώντας ένα επικίνδυνο κλίμα για την ανάπτυξη της επενδυτικής ενέργειας.

Ο τρίτος λόγος είναι η ίδια η φύση των στοιχείων (the nature of their assets) των εταιρειών αυτών αφού επιχειρήσεις οι οποίες έχουν πολλά πάγια στοιχεία, όπως κτίρια, μηχανήματα, γήπεδα, φυσικά αποθέματα, μπορούν να αποκτήσουν χρηματοδότηση πολύ πιο εύκολα από μια άλλη επιχείρηση αλλά και με ευνοϊκότερους όρους δανειοδότησης. Όταν όμως τα σημαντικότερα στοιχεία της επιχείρησης είναι άυλα στοιχεία όπως εμπορικά σήματα ή εμπορικά μυστικά τότε η χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές είναι αρκετά δύσκολη.

Ο τέταρτος λόγος αφορά τις συνθήκες της αγοράς. Τόσο η αγορά προϊόντων όσο και η αγορά κεφαλαίου υπάγονται σε σημαντικές μεταβολές. Τόσο η προσφορά κεφαλαίου από τις παραδοσιακές πηγές όσο και οι όροι αυτής της συμφωνίας αλλάζουν από στιγμή σε στιγμή. Ακόμα και η φύση της αγοράς προϊόντων αλλάζει από ημέρα σε ημέρα ανάλογα με την ένταση του ανταγωνισμού ανάμεσα στους διάφορους παίκτες. Αυτό το κενό λοιπόν ανάμεσα στην ανάγκη αλλά στην προμήθεια χρηματοδότησης ήρθε να καλύψει το Venture Capital, με τον τρόπο που αναφέραμε παραπάνω.

Και οι κίνδυνοι όμως που αντιμετωπίζουν οι ίδιες οι επιχειρήσεις του Venture Capital είναι μεγάλοι. Αρχικά υπάρχει ο *κίνδυνος της αγοράς (market risk)*, ο οποίος οφείλεται στις ανταγωνιστικές δυνάμεις που αναπτύσσονται στην αγορά και εξαρτώνται κυρίως από το μέγεθος, την ανάπτυξη αλλά και την ελευθερία εισόδου σε αυτήν. Ο δεύτερος κίνδυνος είναι ο *κίνδυνος αντιπροσώπευσης (agency risk)* ο οποίος ουσιαστικά αφορά την αβεβαιότητα που αισθάνονται οι επενδυτές και οι επιχειρηματίες, ότι τα διοικητικά μέλη των οργανισμών (Managers) θα επιδιώξουν τους προσωπικούς τους στόχους ενάντια σε αυτούς του Venture Capital, υπονομεύοντας ουσιαστικά τα συμφέροντα των χρηματοδοτών τους. Υπάρχει επίσης και ο *συνολικός κίνδυνος (total risk)* ο οποίος αφορά τον κίνδυνο της αγοράς αλλά και τον κίνδυνο αντιπροσώπευσης και χωρίζεται σε δυο κατηγορίες, τον *συστηματικό και τον μη συστηματικό κίνδυνο*.

Ο συστηματικός κίνδυνος είναι ένα μέτρο του κατά πόσο η συγκεκριμένη επένδυση επηρεάζεται από την οικονομία ενώ ο μη συστηματικός κίνδυνος αφορά αποκλειστικά και μόνο τη συγκεκριμένη επένδυση. Σε αυτούς τους κινδύνους θα πρέπει να προστεθεί και ο *τεχνικός κίνδυνος (technical risk)* ο οποίος αντιπροσωπεύει την πιθανότητα τα κεφάλαια που επενδύθηκαν στην εταιρεία να καθούν κυρίως γιατί η ιδέα που χρηματοδοτήθηκε δεν είναι υλοποιήσιμη.

Βλέποντας λοιπόν τη σημασία του Venture Capital θα μπορούσαμε να πούμε πως η συμμετοχή του μπορεί να γίνει στο καθένα από τα έξι (6) στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Στο πρώτο *στάδιο της αρχικής δημιουργίας (seed money stage)* η επιχείρηση δεν έχει ακόμη δημιουργηθεί και επομένως η ανάγκη για κάποιο αρχικό κεφάλαιο είναι πολύ μεγάλη. Συνήθως σε αυτή τη φάση κυρίως λόγω έλλειψης πόρων, το marketing δεν περιλαμβάνεται στις δραστηριότητες της. Σημαντικό είναι το στοιχείο πως σε αυτό το στάδιο η εταιρεία Venture Capital διατρέχει τον μεγαλύτερο κίνδυνο αφού το συγκεκριμένο πρόγραμμα χρηματοδότησης μπορεί να αποδειχθεί ανεφάρμοστο (το 70% των προγραμμάτων εγκαταλείπονται στο τέλος αυτού του σταδίου). Φυσικά αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες Venture Capital δεν προτιμούν το στάδιο

αυτό, εφόσον από στοιχεία γνωρίζουμε πως από τα δέκα δισεκατομμύρια δολάρια που επενδύθηκαν το 1997 στον κλάδο μόλις το 6% ήταν σε αυτό το στάδιο.

Στο δεύτερο στάδιο, *αυτό της εκκίνησης (start-up stage)* η χρηματοδότηση απευθύνεται κυρίως στις επιχειρήσεις οι οποίες είτε βρίσκονται στη διαδικασία της οργάνωσης, είτε έχουν δημιουργηθεί τον τελευταίο χρόνο και δεν έχουν ξεκινήσει ακόμη να πωλούν τα προϊόντα τους. Στο στάδιο αυτό τα κεφάλαια προορίζονται για τη δημιουργία του επιχειρηματικού προγραμματισμού (Business Plan).

Κατόπιν έχουμε το *πρώτο στάδιο (first stage or first round)* το οποίο απευθύνεται σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια τους κυρίως για την ανάπτυξη ενός πρωτότυπου προϊόντος και χρειάζονται περισσότερα κεφάλαια για την παραγωγή και τις πωλήσεις. Το γεγονός πως αυτές οι επιχειρήσεις βρίσκονται στο πρώτο στάδιο της ανάπτυξης τους τις κάνει να θεωρούνται λιγότερο κερδοφόρες.

Το *δεύτερο στάδιο (second stage or second round)*, είναι η φάση κατά την οποία η επιχείρηση πουλά τα προϊόντα της αλλά επειδή βρίσκεται στο πρώτο στάδιο της παραγωγής λειτουργεί με ζημιές. Για το λόγο αυτό είναι η απαραίτητη η ύπαρξη κεφαλαίου κίνησης για αυτή.

Το *τρίτο στάδιο (third stage or third round)* απευθύνεται κυρίως σε επιχειρήσεις που λειτουργούν τουλάχιστον στο νεκρό τους σημείο (break even point) και σχεδιάζουν κάποια επέκταση των δραστηριοτήτων τους στο μέλλον. Αυτό το είδος χρηματοδότησης είναι γνωστό και ως *ευδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine financing)* και φυσικά αυτό αποτελεί χρέος μειωμένης εξασφάλισης και ουσιαστικά κατατάσσεται στις μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις.

Το *τέταρτο στάδιο (fourth stage or fourth round)* αναφέρεται σε επιχειρήσεις οι οποίες πρόκειται να εισάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο αξιών μέσα σε έξι μήνες ή ένα χρόνο. Αυτό το είδος χρηματοδότησης είναι γνωστό και ως *χρηματοδότηση σύνδεσης (bridge financing)* και ουσιαστικά οφείλει την ονομασία της στο ότι συνδέει το κενό που υπάρχει στην χρηματοδότηση της επιχείρησης από την παρούσα κατάσταση έως ότου αυτή αποκτήσει μόνιμους χρηματοδότες.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί πως οι παραπάνω φάσεις διαρκούν συνήθως 5-10 χρόνια. Ακολουθεί ένας πίνακας με τις κυριότερες επενδύσεις ανά στάδιο όπου παρατηρούμε πως κυριαρχούν οι επενδύσεις στο πρώτο στάδιο κυρίως αλλά και μετά από αυτό όταν αυτή η επένδυση πρόκειται να διαρκέσει πάνω από ένα χρόνο.

	Αποδόσεις την περίοδο 1998					
Τύπος	9 Μηνών	1 Χρόνου	3 Χρόνων	5 Χρόνων	10 Χρόνων	20 Χρόνων
Early/seed	13,6	18,6	43,4	31,4	19	16,6
Diversified	4,5	5,3	28,5	24,5	15,4	14
Later	8,4	9,4	25,3	28,1	21,6	17,2
All vent.	7,7	9,6	32,2	26,7	16,8	14,90
All buyouts	9,2	16,4	18,1	19,1	17	19,9
Mezzanine	1,9	5,1	9,7	11,1	10	10,5
Ίδια κεφάλ.	8,8	14,3	22,4	21,7	16,9	17,2
Πηγή: www.nvca.com						

Το σημείο το οποίο στοχεύουν οι Venture Capitalists είναι το μεσαίο κομμάτι της καμπύλης ζωής της επιχείρησης, δηλαδή το κομμάτι εκείνο στο οποίο η επιχείρηση έχει δημιουργήσει το προϊόν αλλά δεν έχει τους κατάλληλους πόρους για να το αναπτύξει. Αποφεύγουν συνήθως, όπως είδαμε και παραπάνω, την επένδυση στα πρώτα στάδια όπου το μέλλον είναι αβέβαιο αλλά και τα τελευταία στάδια όπου ο ανταγωνισμός είναι μεγάλος και ο ρυθμός ανάπτυξης πέφτει δραματικά. Από αυτό και μόνο μπορούμε να εξάγουμε το συμπέρασμα πως η σωστή χρονική στιγμή στην οποία θα επενδύσει η εταιρεία είναι ίσως η πιο κρίσιμη απόφαση η οποία θα επηρεάσει το μέλλον της επένδυσης.

Ποιες είναι όμως οι επιχειρήσεις που προτιμώνται από τον Venture Capitalist και τους συνεργάτες του για επένδυση. Σε αυτή την φάση της μελέτης θα μπορούσαμε να χωρίσουμε τις επιχειρήσεις αυτές σε δυο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά είτε τη χρηματοδότηση καινούργιων επιχειρήσεων είτε την ανάπτυξη υπάρχοντων επιχειρήσεων. Στις εταιρείες αυτές είτε οι μετοχές τους δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο, οπότε να έχουν με αυτό τον τρόπο τη δυνατότητα να

αντλήσουν τα αναγκαία κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό, είτε είναι εταιρείες οι οποίες αδυνατούν να αντλήσουν κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά. Αυτές είναι συνήθως νέες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, εταιρείες με παραγωγή καινοτόμων προϊόντων ή υπηρεσιών στις οποίες η αβεβαιότητα και συνεπώς το στοιχείο του κινδύνου είναι αρκετά μεγάλο. Χαρακτηριστικό αυτών των επιχειρήσεων είναι πως μπορούν να συγκεντρώσουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, πολλές φορές ξεπερνώντας σε απόλυτα νούμερα και αυτά ολόκληρου του κλάδου. Ο λόγος για τον οποίο προτιμώνται αυτές είναι απλός, οφείλεται στο γεγονός πως αυτές οι εταιρείες συγκεντρώνουν πολύ μεγάλες πιθανότητες για γρήγορη ανάπτυξη και συνεπώς δημιουργία κεφαλαιακών κερδών.

Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν οι περιπτώσεις της χρηματοδότησης για εξαγορά της επιχείρησης από την διοίκηση τους (Management Buy-Outs, MBO) στην οποία ουσιαστικά τα επενδυμένα κεφάλαια τοποθετούνται στην εξαγορά ενός μέρους ή και ολόκληρης της επιχείρησης από τα διευθυντικά της στελέχη. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός πως λόγω του έντονου ανταγωνισμού πολλές επιχειρήσεις «υποχρεώνονται» να πουλήσουν μια θυγατρική τους σε κάποιον άλλο, όπου σε αυτή την περίπτωση είναι τα ίδια της τα στελέχη. Είναι χαρακτηριστικό πως το 1995 αυτό το είδος των επενδύσεων αντιπροσώπευε το 31% των Venture Capitalists και το 73% σε όρους αξίας επενδυμένων κεφαλαίων.

Φυσικά αυτή η μορφή επένδυσης συγκεντρώνει το πλεονέκτημα ότι ουσιαστικά πρόκειται για επένδυση μετέπειτα και όχι πρώτου σταδίου οπότε έχει διαμορφωθεί μια σαφής εικόνα για τον κλάδο, επιτυγχάνοντας σημαντικά περισσότερα κεφαλαιακά κέρδη. Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο πως ένα συγγενικό είδος αυτής της μορφής είναι το «Leveraged Buy- Out» και αυτό γιατί σε αυτή την περίπτωση ένα μεγάλο μέρος των κεφαλαίων για την εξαγορά προέρχονται από δανεισμό (συνήθως το 75%). Πολλές φορές οι ίδιοι οι Venture Capitalists προσπαθούν να ηγηθούν της εξαγοράς πολύ νωρίτερα από όταν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης αντιληφθούν την ευκαιρία, κάτι που ονομάζεται «Investor-led Buy- Outs (IBOs)».

Θα πρέπει να αναφερθεί πως μια μορφή του Venture Capital είναι το *Venture Leasing*, το οποίο εμφανίστηκε στο τέλος του 1960 από επενδυτικές εταιρείες οι οποίες εντόπισαν την ευκαιρία να ενοικιάζουν όχι μόνο μηχανήματα για το ξεκίνημα των εταιρειών αλλά και κεφάλαιο κίνησης. Εφόσον οι νέες επιχειρήσεις αντιμετώπιζαν δυσκολίες στο να αποκτήσουν κεφάλαιο, αυτές χρηματοδοτούσαν την αγορά του εξοπλισμού τους με χρέος. Στις αρχές αυτή η μορφή του Venture Capital είχε τρία μέρη, αφού δεν ήταν μόνο ο ενοικιαστής και η επιχείρηση αλλά και κάποια σημαντική επιχείρηση Venture Capital, με τον ενοικιαστή να είναι υποχρεωμένος να αποπληρώσει με σταδιακές δόσεις την αξία του εξοπλισμού για όσο διαρκούσε η ζωή του. Τη δεκαετία του 1970 οι εταιρείες αυτές αντιμετώπιζαν αρκετές δυσκολίες με την αναγέννηση τους να πραγματοποιείται τη δεκαετία του 1980.

Το μέγεθος όμως της επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο όσο και το αντικείμενο της. Πιο συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερος είναι ο κλάδος και η γεωγραφική διασπορά τόσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του Venture Capital που προσελκύεται. Κυρίως τα «ιδιωτικά» Venture Capital προτιμούν να επενδύουν σε γεωγραφικά διάσπαρτες επιχειρήσεις από τις μικρές επενδυτικές επιχειρήσεις. Φυσικά δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις κατά τις οποίες οι ίδιες οι επιχειρήσεις αναζητούν ευκαιρίες για ανάπτυξη κάτι που ονομάζεται «Corporate Venture Capital».

Σε αυτή η περίπτωση η διαδικασία του Venture Capital μπορεί να χωριστεί σε εσωτερικό (Internal Venture Capital) και σε εξωτερικό (External Venture Capital) και γενικά χωρίζεται σε έξι στάδια τα οποία θα αναλυθούν παρακάτω στην αντίστοιχη ενότητα.

Οι επιχειρήσεις τις περισσότερες φορές δεν γνωρίζουν από που προέρχονται τα κεφάλαια του Venture Capital που τους χρηματοδοτούν. Αυτοί οι πόροι μπορεί να προέρχονται από ιδιώτες με μεγάλη περιουσία, η οποία ουσιαστικά αποτελεί την «παραδοσιακή» πηγή χρηματοδότησης Venture Capital. Είναι χαρακτηριστικό, όπως έχει αναφερθεί εξάλλου και παραπάνω, πως τις δεκαετίες του 1950-1960 ο κύριος όγκος των κεφαλαίων προερχόταν από εύπορες οικογένειες. Ιδιαίτερα στις δεκαετίες

αυτές οι ιδιώτες ενδιαφέρονταν κυρίως για τις επενδύσεις αυτές για φορολογικούς λόγους. Κατόπιν υπήρχαν οι ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες και εταιρείες επενδύσεων (private partnerships and corporations) οι οποίες είναι οι πιο συνηθισμένες και οργανωμένες μορφές του Venture Capital. Η κοινοπραξία αυτή αποτελείται από τους ομόρρυθμους εταίρους (general partners) οι οποίοι διοικούν και ελέγχουν την πορεία των κεφαλαίων και τους ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners) οι οποίοι προσφέρουν τη χρηματοδότηση.

Η πρώτη κατηγορία είναι οι γνωστοί «Venture Capitalists» οι οποίοι συνεισφέρουν συνήθως το 1% των επενδυμένων κεφαλαίων και εισπράττουν συνήθως το 20% των καθαρών μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών. Αυτοί θα προσπαθήσουν προσελκύσουν ένα ελάχιστο αριθμό θεσμικών αλλά και ετερόρρυθμων εταίρων και αυτό γιατί εάν δεν καταφέρουν να συγκεντρώσουν τον αναγκαίο αριθμό προς επένδυση κεφαλαίων τότε η «συμμαχία» μπορεί να διαλυθεί. Η δεύτερη κατηγορία απαρτίζεται από διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως τραπεζικοί οργανισμοί, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρείες και άλλοι (Venture Capital Trusts). Η κοινοπραξία έχει συγκεκριμένη χρονική διάρκεια η οποία είναι συνήθως 10 χρόνια με τη δυνατότητα παράτασης. Αρκεί να αναφέρουμε πως το 80% όλων των θεσμικών κεφαλαίων Venture Capital είναι οργανωμένα σαν ετερόρρυθμοι εταίροι.

Υπάρχουν φυσικά και οι ιδιώτες οι οποίοι συμμετέχουν σε μια ανεπίσημη αγορά κεφαλαίου Venture Capital και συχνά αναφέρονται σε αυτούς ως «Business Angels» η οποία μπορεί να είναι μια μικρή αγορά αλλά αποτελεί μια σημαντικότερη πηγή άντλησης κεφαλαίων. Αυτοί αποτελούνται από άτομα με σημαντικούς πόρους προς επένδυση απευθείας στην κεφαλαιακή δομή εταιρειών μη εισηγμένων σε κάποιο χρηματιστήριο αλλά και σε έργα στα οποία δεν είχαν κάποια προηγούμενη συμμετοχή. Από μια έρευνα που διεξήχθη το 1997 στην Μεγάλη Βρετανία από τους Mason & Harrison σε 85 Business Angels, διαπιστώθηκε πως τα τελευταία τρία χρόνια αυτοί κατάφεραν να εντοπίσουν 2.500 επενδυτικές ευκαιρίες, από τις οποίες το 17% εξετάστηκε λεπτομερειακά προς επένδυση και τελικά το 8%

πραγματοποιήθηκε (172 επενδυτικά σχέδια) συνολικού ποσού 3,1 εκατομμυρίων λιρών. Επίσης οι ίδιοι οι συγγραφείς διαπίστωσαν πως μόνο το 9% αφορούσε επενδύσεις σε επιχειρήσεις πριν τη δημιουργία τους (pre-start-up stage) και το 40% αφορούσε επενδύσεις σε επιχειρήσεις στα πρώτα στάδια της ζωής τους (start-up & early stage). Ο κλάδος των κατασκευών αντιπροσώπευε το ένα τρίτο των συνολικών επενδύσεων.

Οι ίδιοι συγγραφείς ανέφεραν πως είναι δυνατόν αυτοί οι επενδυτές να αποτελούν την πιο υπομονετική μορφή επένδυσης από τους «επίσημους» Venture Capitalists, αφού διαπίστωσαν πως από τις επενδύσεις που πραγματοποίησαν οι Business Angels σε μισές από αυτές αναμενόταν να εξέλθουν στα 3-5 χρόνια και στο ένα τέταρτο από αυτές στα 6-10 χρόνια. Τέλος αξίζει να αναφερθεί πως ο περισσότερος συνηθισμένος τρόπος αποχώρησης από τις επιχειρήσεις ήταν η πώληση τους (σε ποσοστό 29%) και η εισαγωγή τους σε κάποιο χρηματιστήριο (σε ποσοστό 25%) με τον πλέον συνηθισμένο χρόνο αποχώρησης τα έξι χρόνια. Φυσικά κανείς δεν θα πρέπει να αφήσει εκτός του παιχνιδιού τις θυγατρικές ξένων χρηματοπιστωτικών και μη εταιρειών, οι οποίες αναπτύσσουν διεθνή δράση αναζητώντας ευκαιρίες. Τέλος δεν θα μπορούσαμε να αποκλείσουμε τις εταιρείες οι οποίες χρησιμοποιούν κρατική χρηματοδότηση μέσω των διαφόρων επιδοτήσεων. Στις Ηνωμένες Πολιτείες η κυβέρνηση παρέχει δάνεια με χαμηλούς τόκους στις εταιρείες SBIC's και οι οποίες καλύπτουν ένα μικρό αλλά εξειδικευμένο τμήμα της αγοράς.

4. Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Φυσικά δεν είναι δυνατόν να εξετάσουμε την πορεία αλλά και την διαδικασία που ακολουθεί το Venture Capital εάν πρώτα δεν εξετάσουμε τον κλάδο και τις δυνάμεις που τον επηρεάζουν. Όπως όλοι γνωρίζουμε υπάρχουν δυο ειδών δυνάμεις που επηρεάζουν και μεταμορφώνουν έναν κλάδο, οι εξωτερικές και οι εσωτερικές δυνάμεις, κάτι το οποίο ισχύει και σε αυτή την περίπτωση. Σκοπός αυτών των δυνάμεων είναι η αλλαγή του κλάδου προς το καλύτερο, δυνάμεις ικανές να οδηγήσουν τον κλάδο στον απαιτητικό εικοστό πρώτο αιώνα.

Ας ξεκινήσουμε λοιπόν την αναφορά μας από *τις εσωτερικές δυνάμεις (internal forces)*, οι οποίες ουσιαστικά αναφέρονται στις στρατηγικές αλλά και στις δομές του κλάδου. Σαν πρώτο σημείο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την μεταστροφή των εταιρειών Venture Capital στα πρώτα στάδια ανάπτυξης (early stage) των εταιρειών, κάτι το οποίο μπορεί να βρήκε πρόσφορο έδαφος στο γεγονός πως σε αυτό το στάδιο οι εταιρείες μπορούν και έχουν την ικανότητα να μεταβάλουν τον τρόπο αλλά και τον ρυθμό που εργάζονται προς όφελος της ανάπτυξης τους. Παρ' όλα αυτά η στροφή αυτή των εταιρειών επηρεάστηκε ιδιαίτερα από τα τεράστια κεφάλαια που επενδύονταν, όπως όλοι γνωρίζουμε, σε εξαγορές αλλά και σε συγχωνεύσεις, το οποίο συνεχίζεται έως τις ημέρες μας. Σημαντικό παραμένει ίο γεγονός πως ο κλάδος επιμένει «πεισματικά» να επενδύει σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και ιδιαίτερα αυτές του κλάδου των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Ακολουθεί ένας πίνακας με τις κυριότερες επενδύσεις ανά κλάδο το 2002 όπου είναι εμφανής η υπεροχή του κλάδου της υψηλής τεχνολογίας στις προτιμήσεις των επενδύσεων Venture Capital .

Κλάδος	Επένδυση (%)	Επένδυση (σε εκατ.\$)
Computer Software & Tech.	33.9	5428.5
Επικοινωνίες	17.3	2763.5
Ιατρική	13.9	2221.2
Άλλα προϊόντα και υπηρεσίες	10.1	1622.5
Καταναλωτικά προϊόντα	6.8	1085.5
Βιοτεχνολογία	6.4	1022.5
Ημιαγωγοί	5.2	833.9
Computer hardware	4.5	727.3
Ενέργεια / Βιομηχανία	1.9	311.3

Πηγή: www.nvca.com

Οι επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούνται είναι λίγο έως πολύ οι ίδιες τα τελευταία χρόνια. Αυτό που είναι όμως σημαντικό να αναφερθεί είναι ο χρονικός ορίζοντας που δεσμεύει τις εταιρείες αυτές, αφού έχει πλέον καθιερωθεί η δεκαετής συνεργασία με την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Σημαντικός είναι και ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στις εταιρείες αυτές, αφού ουσιαστικά πλέον αποτελούν την κυριότερη πηγή χρηματοδότησης τους. Αυτό έχει ουσιαστικά ως αποτέλεσμα αυτά τα νομικά και φυσικά πρόσωπα να απαιτούν σημαντικά περισσότερες αποδόσεις με δυσκολότερους όρους, τόσο για τις εταιρείες Venture Capital όσο και για τις χρηματοδοτούμενες εταιρείες. Ακόμα και αυτές οι στρατηγικές εξόδου αλλά και «συγκομιδής» των κεφαλαίων έχουν αλλάξει με κυρίαρχο ρόλο να διαδραματίζουν οι εισαγωγές σε κάποιο χρηματιστήριο (TPO).

Όσον αφορά τις εξωτερικές δυνάμεις (external forces) του κλάδου αυτές δεν θα μπορούσαν παρά να οφείλονται στα οικονομικά αποτελέσματα της παγκοσμιοποίησης, με σημαντική τη παγκόσμια ανάπτυξη του κλάδου κυρίως λόγω της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων ανά τον κόσμο. Αυτό με τη σειρά του είχε ως αποτέλεσμα την «έκρηξη» των διαθέσιμων κεφαλαίων για τη χρήση Venture Capital και κυρίως από την κυριαρχία των θεσμικών επενδυτών όπως έχουμε προαναφέρει. Τόσο το πλήθος των νέων εταιρειών όσο και η ανάγκη για χρηματοδότηση έχει οδηγήσει όχι μόνο στην παγκόσμια ανάπτυξη των εταιρειών αυτών

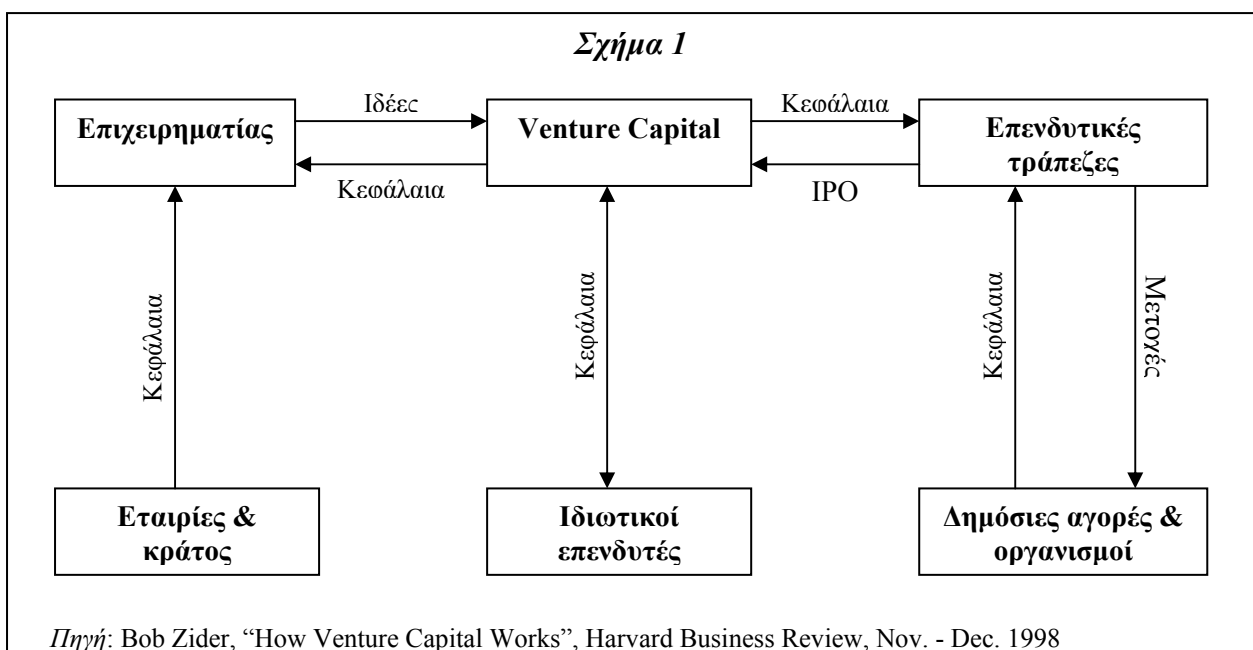
αλλά και στην προσπάθεια τους να συνεχίζουν την χρηματοδότηση και μετά το πέρας των δέκα ετών με πολλαπλούς γύρους χρηματοδότησης.

Σαν συμπέρασμα θα μπορούσαμε να πούμε πως στον εικοστό αιώνα, υπάρχουν τέσσερα κυρίαρχα χαρακτηριστικά του κλάδου. Πρώτο από όλα είναι το μέγεθος της εταιρείας που παίζει σημαντικό ρόλο ως επενδυτικό κριτήριο, αφού ουσιαστικά οι εταιρείες Venture Capital είναι μικρές επιχειρήσεις για τις οποίες μάλιστα δεν υπάρχει κάποιο επίσημο πρόγραμμα με σκοπό την εκπαίδευση των μελών της.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό είναι η προσήλωση που δείχνουν στο μέγεθος της συμφωνίας χρηματοδότησης ανάλογα με το στάδιο της ανάπτυξης που βρίσκεται η εταιρεία με ιδιαίτερη προτίμηση στις επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια.

Το τρίτο χαρακτηριστικό αφορά τους κλάδους που προτιμούνται, με ιδιαίτερη προτίμηση τους κλάδους υψηλής τεχνολογίας, και τέταρτο χαρακτηριστικό τους είναι η συνεχής προσπάθεια που κάνουν για πολλαπλούς γύρους Venture Capital στην ίδια επιχείρηση με σκοπό την επιτυχημένη πορεία της στην κορυφή.

Το τελευταίο χαρακτηριστικό αφορά την μεγάλη αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τον κλάδο με αποτέλεσμα να μην γνωρίζουν οι επενδυτές καθημερινά που οδεύουν οι επενδύσεις τους. Δηλαδή εν ολίγοις οι επενδύσεις Venture Capital δεν είναι «Market to market». Ακολουθεί ένα σχήμα με τα διαφορά μέρη του κλάδου του Venture Capital αλλά και τον τρόπο που συνδέονται αυτά μεταξύ τους.



Ένας άλλος τρόπος για να εξετάσουμε τις δυνάμεις που αλληλεπιδρούν πάνω σε ένα κλάδο είναι να λάβουμε υπόψη μας τις πέντε δυνάμεις του Porter. Σαν πρώτη δύναμη αναφέρεται ο *ανταγωνισμός ανάμεσα στις επιχειρήσεις (rivalry between firms)*, τόσο για την κατοχύρωση των επενδυτικών ευκαιριών όσο και την εξασφάλιση των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών που επιθυμούν. Πολλοί είναι φυσικά εκείνοι που επιθυμούν να επενδύσουν σε μια εταιρεία στα τελευταία στάδια της αναπτυξιακής πορείας και άλλοι που προτιμούν τα αρχικά στάδια, δημιουργώντας ένα πρωτότυπο είδος ανταγωνισμού μεταξύ τους.

Η δεύτερη δύναμη του Porter είναι η *δύναμη των προμηθευτών (power of suppliers)*. Σε αυτή την περίπτωση ως προμηθευτές ορίζουμε τους προμηθευτές κεφαλαίου προς την εταιρεία Venture Capital, οι οποίοι μπορεί να είναι τράπεζες, θεσμικοί επενδυτές, ιδιώτες και πολλοί άλλοι. Φυσικά, όπως όλοι γνωρίζουμε, η δύναμη των προμηθευτών αποτελεί κυρίαρχο παράγοντα επιρροής των δραστηριοτήτων του Venture Capital, αφού εφόσον παρέχουν τα κεφάλαια τους προς επένδυση απαιτούν, όπως είναι λογικό, να καλυφθούν έναντι κάθε μορφής κινδύνου. Αυτό το καταφέρνουν όχι μόνο με το να συμμετέχουν έως ένα βαθμό στην επιλογή των προς επένδυση εταιρειών, αλλά με το να απαιτούν σε πολλές περιπτώσεις υψηλούς ρυθμούς απόδοσης των κεφαλαίων τους δημιουργώντας προβλήματα στην σωστή διεξαγωγή του Venture Capital.

Η επόμενη δύναμη αφορά την *δύναμη των πελατών (power of customers)*. Με αυτή εννοούμε τη δύναμη των επενδυτριών εταιρειών, οι οποίες ουσιαστικά έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν όχι μόνο τον κλάδο αλλά και τις ίδιες τις επιχειρήσεις με τις οποίες συνεργάζονται. Και αυτό γιατί διαθέτουν δυο πολύ ισχυρά όπλα, την διοικητική ομάδα η οποία θα εκτελέσει αλλά και θα επιλέξει σε μεγάλο βαθμό την στρατηγική που θα ακολουθήσουν, αλλά και τον ρόλο που διαδραματίζουν οι ενδιαμέσοι οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να αποκαλύπτουν τις επενδυτικές ευκαιρίες στα ενδιαφερόμενα μέλη.

Η τέταρτη δύναμη αφορά την *απειλή εισόδου νέων ανταγωνιστών (threat of new entrants)* η οποία δύναμη δεν θα μπορούσε να επηρεάσει

σημαντικά τον κλάδο, εξαιτίας κυρίως του γεγονότος πως πρόκειται για κλάδο εντάσεως κεφαλαίου και για να εισέλθει μια νέα εταιρεία σε αυτόν απαιτούνται σημαντικά κεφάλαια.

Η πέμπτη και τελευταία δύναμη είναι η *απειλή από υποκατάστατα προϊόντα (threat of substitutes)* που αφορά τον ανταγωνισμό ανάμεσα στις εταιρείες Venture Capital και σε άλλες μορφές χρηματοδότησης. Αυτοί μπορεί να είναι οι Business Angels, τράπεζες, θεσμικοί επενδυτές και άλλοι. Σε αυτή την περίπτωση θα επικρατήσει εκείνος ο επενδυτής ο οποίος θα αποδείξει ότι θα καταφέρει να αναπτύξει την εταιρεία με τον καλύτερο δυνατό τρόπο.

Όπως γίνεται κατανοητό, ο κλάδος υπόκειται σε τεράστιες δυνάμεις αλλαγής, οι οποίες ασκούν μια τεράστια πίεση, ανάλογη των εξελίξεων στους διάφορους κλάδους επένδυσης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εταιρείες Venture Capital αντί να προσπαθούν να εντοπίσουν νέες επενδυτικές ευκαιρίες, να επιλέγουν απλά να αυξήσουν το μέγεθος των υφιστάμενων επενδύσεων. Με αυτό τον τρόπο ο ίδιος αριθμός managers θα διοικεί χαρακτηριστικά μεγαλύτερα κεφάλαια. Οι εν λόγω αλλαγές επηρεάζουν όχι μόνο τη δομή αλλά και τις πρακτικές του κλάδου.

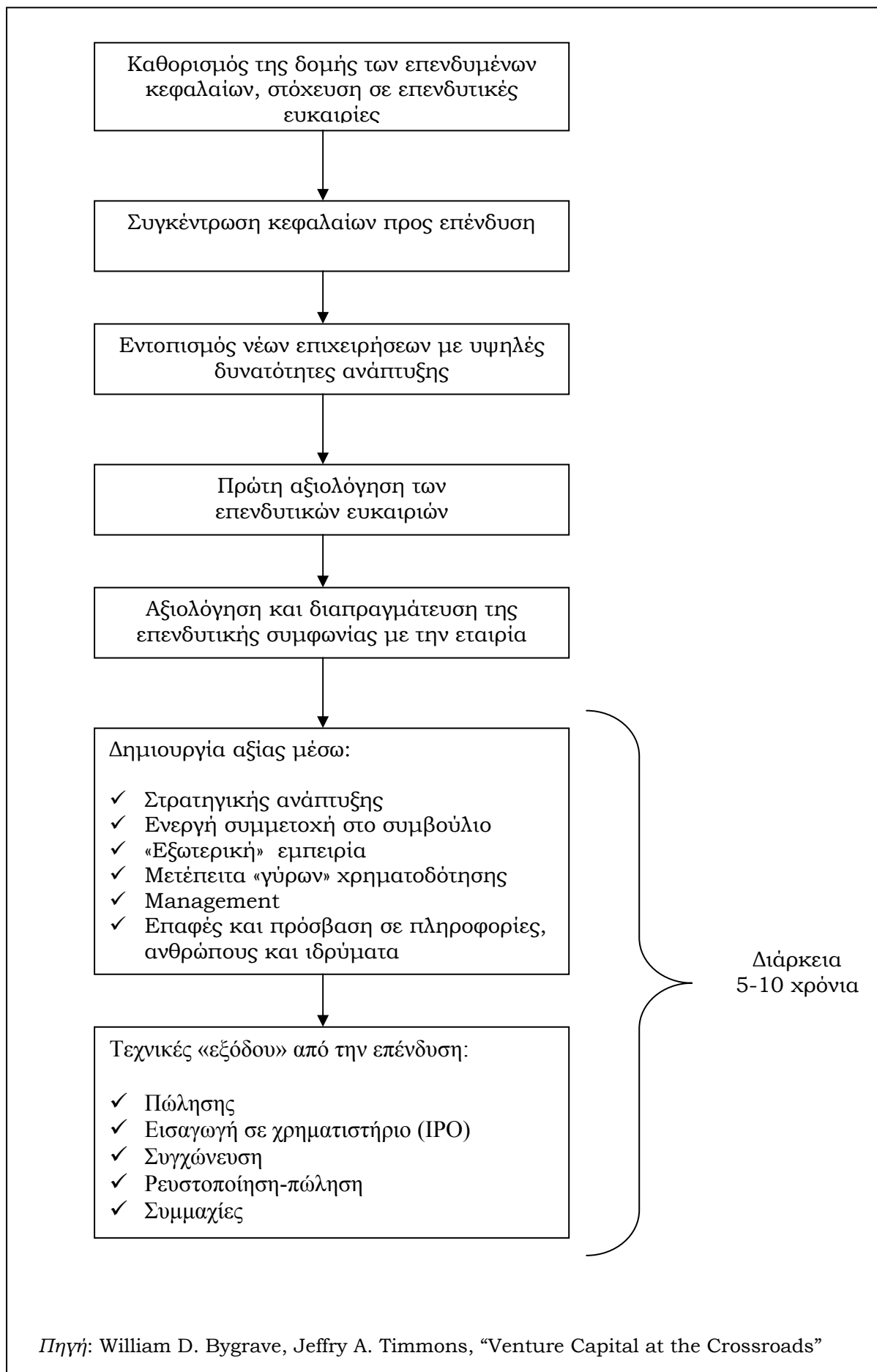
5. ΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Γενικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως το Venture Capital, παρά το γεγονός πως διαφοροποιείται από τα χαρακτηριστικά των υπόλοιπων επενδύσεων σε κάποια επιχείρηση, δεν παύει να είναι και αυτό μια επένδυση και να χωρίζεται σε τρία στάδια:

- ↪ την συγκέντρωση χρημάτων (fundraising),
- ↪ την επένδυση (investing) και
- ↪ την αποχώρηση από την επιχείρηση (exiting).

Σε αυτό το σημείο θα ήταν χρήσιμο να αναφέρουμε την «κλασική» διαδικασία την οποία ακολουθούν οι εταιρείες Venture Capital, κάτι το οποίο μπορεί να γίνει κατανοητό με το παρακάτω σχήμα (σχήμα 2). Όσον αφορά το πρώτο στάδιο θα μπορούσαμε να πούμε πως ιδιωτικοί φορείς συγκεντρώνουν κεφάλαια από διάφορες πηγές, όπως τράπεζες και οργανισμούς με σκοπό την επένδυση τους σε επιχειρήσεις εντός αλλά και εκτός συνόρων. Σημαντικό παράγοντα για την επιλογή ενός επενδυτικού σχεδίου αποτελούν οι σύμβουλοι επενδύσεων, οι οποίοι διαδραματίζουν το ρόλο των «Gatekeepers».

Στο δεύτερο στάδιο η επένδυση μπορεί να πάρει τη μορφή του Venture Capital και να καταλήξει στην εξαγορά ή στην εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών ή στην ρευστοποίηση της ή στη συγχώνευση της συγκεκριμένης επιχείρησης. Από τα παραπάνω, ο Venture Capitalist μεγαλύτερη προτίμηση δείχνει στην ρευστοποίηση έναντι της εισαγωγής σε χρηματιστήριο. Η εταιρεία Venture Capital, στην περίπτωση που επιλέξει να εισάγει την χρηματοδοτούμενη εταιρεία στο χρηματιστήριο, δεν θα πουλήσει τις μετοχές της αμέσως με σκοπό να εισπράξει την απόδοση, αλλά θα τις κρατήσει για ένα εύλογο χρονικό διάστημα.



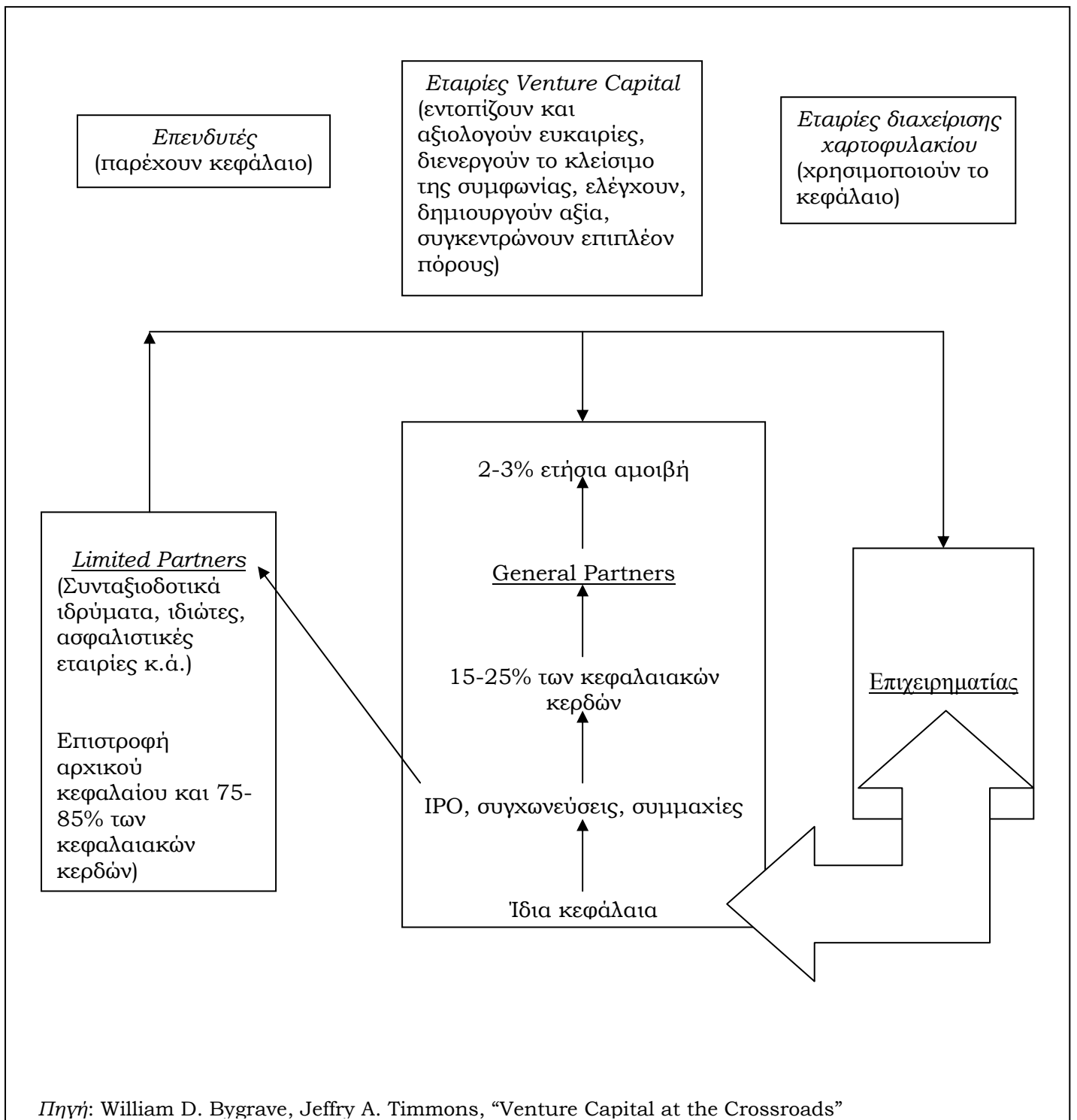
Στο στάδιο της επένδυσης ο Venture Capitalist μπορεί να επενδύσει έως και τρία εκατομμύρια δολάρια για την απόκτηση του 40% των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Σε αυτό το σημείο η επένδυση μπορεί να αποκτήσει τη μορφή των Management Buy-Outs και Investor Buy-Outs που αναφέρθηκαν παραπάνω. Τέλος, στο τελευταίο στάδιο η επιχείρηση μπορεί να πωληθεί, να συγχωνευθεί, να εισαχθεί στο χρηματιστήριο αξιών ή να οδηγηθεί σε κάποια μορφή συμμαχίας (Corporate Venture Capital). Το τελευταίο στάδιο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την επένδυση με κυριότερο στόχο του Venture Capitalist να εισάγει την επιχείρηση σε κάποιο χρηματιστήριο (IPO). Και αυτό γιατί οι εταιρείες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο μπορούν να αποκτήσουν σχετικά πιο εύκολα πόρους από το επενδυτικό κοινό.

Ένα σημαντικό στερεότυπο που ακολουθεί συνήθως τη διαδικασία, του Venture Capital είναι το γεγονός ότι πολλοί πιστεύουν πως ακολουθεί μια οργανωμένη και θεωρητικά ακολουθούμενη διαδικασία του σύγχρονου επενδυτικού επιχειρείν. Η αλήθεια φυσικά είναι πως ο συγκεκριμένος κλάδος εξελίχθηκε σημαντικά μέσω του σωστού - λάθους (trial & error). Η διαδικασία λοιπόν ξεκινά από τους Venture Capitalists, οι οποίοι είτε είναι κερδοσήμενοι είτε ζημιωμένοι από προηγούμενες επενδύσεις, στοχεύουν σε μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας για τους ίδιους. Έχοντας αυτό ως δεδομένο, «υιοθετούν» και προσπαθούν να διοικήσουν μια επιχείρηση με τους κινδύνους που αυτές οι ενέργειες συνεπάγονται.

Αυτό το είδος των επενδυτών-επιχειρηματιών συναντάται κυρίως σε εταιρείες με υψηλό κίνδυνο, όπως νέες και ταχέως αναπτυσσόμενες του κλάδου της υψηλής τεχνολογίας και όχι μόνο. Κύριο χαρακτηριστικό των εταιρειών αυτών είναι, όπως έχει ήδη προαναφερθεί, η υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης που διαθέτουν αλλά και η εμφανής αδυναμία τους στη συγκέντρωση των απαραίτητων κεφαλαίων.

Στο παρακάτω σχήμα εμφανίζονται οι ροές κεφαλαίων στη διαδικασία του Venture capital (σχήμα 3). Παρατηρούμε πως οι ροές χρηματικών κεφαλαίων υπάρχουν κυρίως ανάμεσα στον επιχειρηματία, την εταιρεία Venture Capital και στους ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners) οι

οποίοι ουσιαστικά χορηγούν τα κεφάλαια Είναι φανερό πως ανάμεσα στις ροές κεφαλαίων υπάρχει μια «σύγκρουση» του επιχειρηματία, των επενδυτών και των κεφαλαιούχων. Με αυτό το θέμα όμως, θα ασχοληθούμε αναλυτικά σε επόμενη ενότητα.



Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως σημαντικό στοιχείο για την αρχή αλλά και την ομαλή πορεία μιας επένδυσης αποτελεί η πρόσβαση σε πηγές πληροφόρησης με σκοπό την απόκτηση της καλύτερης δυνατής άποψης για την εταιρεία αλλά και την αποφυγή του ανταγωνισμού από άλλες πηγές χρηματοδότησης. Αυτή η διαδικασία είναι στενά συνδεδεμένη με τις στρατηγικές επιλογές τόσο της εταιρείας Venture Capital όσο και με αυτές της εταιρείας στόχου. Σημαντική παρ'όλα αυτά είναι η προσπάθεια που κάνουν και οι ίδιοι οι επενδυτές να ελέγξουν τους Venture capitalists, προσπάθεια που δυσχεραίνεται ιδιαίτερα από την δομή αλλά και τη φύση των στοιχείων της. Δεν μπορούν να την ελέγξουν μέσω της σύγκρισης με κάποια άλλη εφόσον πολλές φορές αποτελούνται από μια συμμαχία εταιρειών. Ο μόνος τρόπος, λοιπόν, για να διασφαλίσουν ότι τα κεφάλαια τους επενδύθηκαν σωστά είναι το χρηματιστήριο όπου σε αυτό το σημείο αποκαλύπτεται η πραγματική αξία της επένδυσης που ανέλαβαν.

Φυσικά οι επενδύσεις που αναλαμβάνουν έχουν μεταξύ τους κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Το πρώτο χαρακτηριστικό αφορά την *συνέχεια (sequentially)*, αφού κάθε χρηματική μονάδα που αφιερώνεται στην επένδυση ισοδυναμεί με την αγορά ενός option για τη συμμετοχή στην μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Έχοντας αυτό ως δεδομένο, η εταιρεία μπορεί να αναλάβει πολλαπλούς γύρους χρηματοδότησης και των μελλοντικών σχεδίων της εταιρείας που επενδύει.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό είναι η *αντιστρεψιμότητα (irreversibility)* αφού, ειδικά στα αρχικά στάδια της επένδυσης, η έναρξη της διαδικασίας του Venture Capital είναι μη αντιστρέψιμη.

Το τρίτο χαρακτηριστικό είναι η *αναβολή ή ο τερματισμός (postponement or termination)* του σχεδίου. Φυσικά η έναρξη της διαδικασίας δεν σημαίνει πως κάποια στάδια δεν μπορούν να αναβληθούν ή ακόμα και να καταργηθούν ανάλογα με τις αποφάσεις των διοικούντων-επενδυτών.

6. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Σε αυτό το σημείο θα εξετάσουμε με ποιο τρόπο επιλέγουν οι εταιρείες Venture Capital τις επιχειρήσεις στις οποίες θα επενδύσουν, πάντα με τη χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων. Ας μην ξεχνάμε πως οι εταιρείες αυτές μπορεί να προσφέρουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου, δεν παύουν όμως να αποτελούν κερδοσκοπικούς οργανισμούς με απώτερο στόχο την επίτευξη της μέγιστης δυνατής απόδοσης των κεφαλαίων τους.

Έχοντας λοιπόν ως δεδομένα τα παραπάνω μπορούμε να αρχίσουμε την αναφορά μας κατατάσσοντας τους τρόπους αξιολόγησης των επενδύσεων στόχων στις παρακάτω κατηγορίες, εξετάζοντας τον κάθε τρόπο με βάση τα πλεονεκτήματα αλλά και τα μειονεκτήματα που συγκεντρώνει.

1) Συγκρίσεις (Comparables)

Αποτελεί μια μέθοδο κατά την οποία παρέχεται ένας γρήγορος και εύκολος τρόπος για τη δημιουργία μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας από τη σύγκριση της επιχείρησης με μια άλλη. Φυσικά, οι δύο συγκρινόμενες επιχειρήσεις θα πρέπει να παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά αξίας. Λέγοντας χαρακτηριστικά αξίας (Value Characteristics²⁵) εννοούμε *τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει η εταιρεία, το ρυθμό ανάπτυξής της, τη κεφαλαιακή διάρθρωσή της, το μέγεθος και το χρόνο των ταμειακών ροών*, οι οποίες θα πρέπει να σημειωθεί πως δεν είναι πάντα βέβαιο πως θα μπορέσουν υπολογιστούν.

Φυσικά αυτός ο τρόπος αξιολόγησης παρουσιάζει κάποια προβλήματα αφού με τη «μέθοδο της σύγκρισης» δεν γνωρίζουμε ακριβώς ποια χαρακτηριστικά έχουν αντιστοιχιστεί σε κάθε εταιρεία, με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να συγκρίνουμε τις εταιρείες εφόσον αυτές δεν είναι όμοιες. Πολλές φορές επίσης οι λογιστικές αλλά και άλλες πληροφορίες (π.χ. ισολογισμοί, καταστάσεις χρήσης κ.λ.π.) δεν είναι διαθέσιμες με αποτέλεσμα οι αντιπροσωπευτικοί δείκτες της κάθε

εταιρείας να μην μπορούν να υπολογιστούν με ακρίβεια. Υπάρχει φυσικά και η πιθανότητα τα συμπεράσματα που θα βγάλουμε με αυτή την μέθοδο να είναι παραπλανητικά, αφού πολλές φορές επιχειρήσεις αξιολογούνται σε τιμές οι οποίες δεν συμβαδίζουν με τις ταμειακές ροές τους.

Έχοντας, λοιπόν, ως δεδομένα τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος αυτή, θα πρέπει να κυριαρχούν τόσο η λογική όσο και η κρίση του στελέχους. Παρ' όλα αυτά οι σημαντικότεροι δείκτες που μπορεί να χρησιμοποιήσει κάποιος, όταν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, είναι ο *P-E ratio*, ο οποίος ουσιαστικά δεν αποτελεί τίποτε περισσότερο από την διαίρεση της τιμής της μετοχής με τα μερίσματα τα οποία αυτή μοιράζει ανά μετοχή. Υπάρχει επίσης ο δείκτης που προκύπτει από τη διαίρεση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης με τα συνολικά της έσοδα από τη λειτουργία της (πώληση εμπορευμάτων ή υπηρεσιών), ο *Market-to-book ratio*, ο οποίος προκύπτει από τη διαίρεση της αγοραίας αξίας της εταιρείας με το μετοχικό της κεφάλαιο. Παρ' όλα αυτά ακόμα και οι δείκτες αυτοί μπορεί να είναι παραπλανητικοί ειδικά στον υπολογισμό των καθαρών κερδών από την αφαίρεση ή μη των φόρων.

Αυτοί λοιπόν οι «λογιστικοί» δείκτες, οι οποίοι σημειωτέον δεν είναι όλοι όσοι θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας αλλά οι περισσότερο γνωστοί, δεν είναι εμφανώς κατάλληλοι για την αξιολόγηση επιχειρήσεων που είναι ζημιογόνες και έχουν πολύ γρήγορη ανάπτυξη.

2) Payback period

Η μέθοδος αυτή συνίσταται στον υπολογισμό της χρονικής περιόδου η οποία απαιτείται για την «αποπληρωμή» της αρχικής επένδυσης, δηλαδή το χρόνο που χρειάζεται ώστε να εισπράξουμε τα χρήματα που έχουμε επενδύσει στην συγκεκριμένη εταιρεία. Αυτή φυσικά η μέθοδος στηρίζεται στο γεγονός πως ο επενδυτής χρειάζεται να αξιολογήσει και συνεπώς να επιλέξει ανάμεσα σε δυο τουλάχιστον επενδυτικά σχέδια, κάτι το οποίο δεν είναι άτοπο εφόσον λάβουμε υπόψη μας το κόστος

ευκαιρίας που υπάρχει από την εγκατάλειψη ενός σχεδίου και την υιοθέτηση κάποιου άλλου. Στηρίζεται δε στον τύπο :

$$\text{Payback} = \text{Year before full recovery} + \frac{\text{Unrecovered cost at start of year}}{\text{Cash during year}}$$

Είναι φυσικό πως όσο μικρότερη είναι η περίοδος αποπληρωμής τόσο περισσότερο συμφέρει η υιοθέτηση του συγκεκριμένου επενδυτικού σχεδίου. Φυσικά αυτή η μέθοδος υποθέτει πως τα δύο ή περισσότερα επενδυτικά σχέδια είναι αμοιβαίως αποκλειόμενα, το οποίο σημαίνει πως ο επενδυτής δεν μπορεί αν υιοθετήσει δύο ή περισσότερα από το σύνολο που έχει παρά μόνο ένα, κάτι το οποίο δεν συμβαίνει συχνά στην κεφαλαιαγορά, κυρίως λόγω της προσπάθειας που κάνουν οι επιχειρήσεις για όσο το δυνατόν περισσότερη μόχλευση κεφαλαίων με σκοπό να αποφύγουν τη συγκέντρωση των κεφαλαίων τους και συνεπώς και του κινδύνου ενός και μόνου επενδυτικού σχεδίου.

3) Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσα Αξίας (Net Present Value)

Αυτή ουσιαστικά αποτελεί την πιο γνωστή μέθοδο υπολογισμού και αξιολόγησης των ταμειακών ροών από την επένδυση. Η μέθοδος αυτή ενσωματώνει τα πλεονεκτήματα της φορολογικής απαλλαγής από την αφαίρεση των τόκων για την αποπληρωμή της επένδυσης. Ο τρόπος υπολογισμού είναι ο εξής:

$$CF_t = EBIT^*(1-\tau) + DEPR_t - CAPEX_t - \Delta NWC_t + other_t$$

Όπου :

CF_t = Ταμειακές ροές

EBIT = Κέρδη προ φόρων και τόκων

τ = Εταιρικός φορολογικός συντελεστής

DEPR = Αποσβέσεις

CAPEX = Έξοδα κεφαλαίου

ΔNWC = Αύξηση στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Other = Αυξήσεις στους φόρους πληρωτέους, μισθούς πληρωτέους
κ.λ.π

Κατόπιν πρέπει να υπολογιστεί η Τελική Αξία (*Terminal Value*) χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της διηνεκούς ράντας, υποθέτοντας πως έχουμε ένα ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του g με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο r . Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί πως οι ταμειακές ροές αλλά και το επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι ονομαστικό, δηλαδή μη προσαρμοσμένο στις μεταβολές του ρυθμού πληθωρισμού. Επομένως ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι:

$$TV_t = CF_t * (1 - g) / r - g$$

Τελικά η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Κ.Π.Α.) ολοκληρώνεται με τον τύπο:

$$NPV = [CF_1 / (1 + r)] + [CF_2 / (1 + r)^2] + \dots + [CF_t / (1 + r)^t]$$

Η λογική της συγκεκριμένης μεθόδου είναι απλή, αφού εάν οι ταμειακές ροές ενός σχεδίου είναι μηδέν τότε αυτές επαρκούν ακριβώς για την αποπληρωμή του αρχικού ποσού της επένδυσης, ενώ εάν είναι αρνητικές σημαίνει πως η επένδυση αυτή θα έχει αρνητικές ταμειακές ροές και συνεπώς ζημιές.

4) Η Προσαρμοσμένη Καθαρή Παρούσα Αξία (Adjusted Net Present Value)

Αυτή η μέθοδος είναι μια παραλλαγή της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας και συνήθως προτιμάται από την προηγούμενη μέθοδο όταν η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης αλλάζει ή όταν έχει καθαρές λειτουργικές ζημιές (Net Operating Loses) οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για φορολογικές απαλλαγές. Και αυτό γιατί η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας υποθέτει ότι η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης παραμένει σταθερή για μια δεδομένη περίοδο χρόνου σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο. Αυτό φυσικά δεν είναι συνηθισμένο ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των «Leverage Buy-outs» όπου αρχικά η κεφαλαιακή δομή είναι υψηλά μοχλευμένη αλλά το επίπεδο του χρέους μειώνεται όσο αυτό αποπληρώνεται. Σε αυτή την περίπτωση η κεφαλαιακή δομή αλλάζει με την πάροδο του χρόνου, αφού το χρέος (Debt) μειώνεται με τις πληρωμές.

Η μέθοδος αυτή χωρίζεται σε τρία βήματα. Πρώτα από όλα υπολογίζονται οι ταμειακές ροές αγνοώντας την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Οι ταμειακές αυτές ροές προεξοφλούνται με τον ίδιο τρόπο της Καθαρής Παρούσας Αξίας αλλά με διαφορετικό προεξοφλητικό επιτόκιο. Και αυτό γιατί υποθέτει πως η εταιρεία χρηματοδοτείται ολοκληρωτικά με ίδια κεφάλαια. Αυτό υπονοεί πως το προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας συντελεστή βήτα (β) απαλλαγμένο από μόχλευση, σύμφωνα με το Capital Asset Pricing Model. Στο δεύτερο στάδιο υπολογίζονται τα φορολογικά πλεονεκτήματα τα οποία σχετίζονται με την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Η καθαρή παρούσα αξία των φορολογικών απαλλαγών από τόκους πρέπει να υπολογίζονται από την εταιρεία και οι οποίοι μπορούν να αλλάξουν με το πέρασμα του χρόνου όσο το χρέος αυξάνει ή μειώνεται. Το τελευταίο στάδιο είναι ο υπολογισμός των λειτουργικών ζημιών για την επιχείρηση καθώς και η προεξόφληση τους με τη χρήση του φορολογικού συντελεστή σαν προεξοφλητικό επιτόκιο, κάτι το οποίο είναι λογικό κυρίως λόγω των φορολογικών απαλλαγών

που μπορούν να επιτευχθούν εάν αυτές οι ζημιές μεταφερθούν λογιστικά στο μέλλον.

5) Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return)

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται σημαντικά στην μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας, αφού χρησιμοποιεί ουσιαστικά τον ίδιο τύπο αλλά με διαφορετικό τρόπο. Σε αυτή την περίπτωση έχουμε :

$$\text{NPV} = 0, \text{ δηλαδή } [CF_1 / (1+r)] + [CF_2 / (1+r)^2] + \dots + [CF_t / (1+r)^t] = 0$$

Η μέθοδος αυτή ουσιαστικά προσπαθεί να εντοπίσει την αναμενόμενη απόδοση του σχεδίου και όταν τη βρει τη συγκρίνει με το κόστος κεφαλαίου. Εάν η απόδοση του σχεδίου είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου τότε η επένδυση προκρίνεται ενώ στην αντίθετη περίπτωση απορρίπτεται.

Το σημαντικότερο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής εκτός από την δυσκολία υπολογισμού της είναι το γεγονός πως σε πολλές περιπτώσεις υπάρχει πλέον του ενός εσωτερικοί βαθμοί απόδοσης κάτι που δυσκολεύει την επιλογή με αυτό τον τρόπο.

6) Monte Carlo Simulation

Όταν υπολογίζουμε αξίες με τη χρήση ηλεκτρονικού υπολογιστή φτάνουμε σε μια και μοναδική αξία για την επιχείρηση, ακόμα και όταν κάνουμε ανάλυση ευαισθησίας (Sensitivity Analysis) απλά αλλάζοντας τις μεταβλητές και υπολογίζοντας την αλλαγή στο αποτέλεσμα. Η Monte Carlo Simulation είναι πολύ απλά μια βελτίωση της απλής ανάλυσης ευαισθησίας επειδή λαμβάνει υπόψη όλους τους πιθανούς συνδυασμούς εισερχόμενων μεταβλητών. Ο χρήστης ορίζει την κατανομή πιθανοτήτων που επιθυμεί η κάθε μεταβλητή να ακολουθήσει και το πρόγραμμα υπολογίζει μια κατανομή πιθανοτήτων περιγράφοντας το πιθανό αποτέλεσμα.

Το πρόγραμμα λειτουργεί με την καταχώρηση πρώτα της βασικής περίπτωσης κατόπιν εισάγουμε τις υποθέσεις και τις μεταβλητές με τις

σχέσεις που επιθυμούμε να έχουν αυτές μεταξύ τους. Ο χρήστης χρειάζεται να επιλέξει μια συγκεκριμένη κατανομή και να εκτιμήσει τις κεντρικές παραμέτρους (μέσο, τυπική απόκλιση κ.λ.π.). Είναι γεγονός πως η ευκολία χειρισμού αλλά και η πρόσβαση σε αυτά, τα καθιστά σαν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο αφού ουσιαστικά επιτρέπει μια πολύ λεπτομερειακή ανάλυση των πιθανών αποτελεσμάτων. Παρ' όλα αυτά ο χρήστης θα πρέπει να έχει στο μυαλό του πως το πρόγραμμα μπορεί να πλησιάσει τόσο κοντά στην πραγματικότητα όσο αυτός επιθυμεί.

7) Η μέθοδος του Venture Capital (The Venture Capital Method)

Αυτή η μέθοδος αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται συχνά στον κλάδο της κεφαλαιαγοράς. Όπως όλοι γνωρίζουμε οι επενδύσεις κεφαλαίων αποτελούνται συνήθως από αρνητικές ταμειακές ροές αλλά και από κεφαλαιακά κέρδη τα οποία είναι αβέβαια στο μέλλον. Η μέθοδος αυτή, χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές, αξιολογώντας την επιχείρηση στο μέλλον ανάλογα με τη χρονική στιγμή που θα παράγει θετικές ταμειακές ροές. Η τελικά αυτή αξία προεξοφλείται στο παρόν χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο ανάμεσα στο 40-75%. Χρησιμοποιώντας την προεξοφλημένη τελική αξία αλλά και το μέγεθος της επενδυτικής πρότασης υπολογίζεται το επιθυμητό επίπεδο ιδιοκτησίας της εταιρείας.

Συνολικά αυτή η μέθοδος έχει τέσσερα βήματα. Στο πρώτο βήμα υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης σε κάποιο μελλοντικό επιθυμητό επίπεδο, συνήθως μια περίοδο λίγο πριν ο Venture Capitalist εισάγει την επιχείρηση σε κάποιο χρηματιστήριο. Η τελική αξία υπολογίζεται χρησιμοποιώντας ένα γινόμενο ενός προ κερδών δείκτη με το προβλεπόμενο καθαρό εισόδημα της επιχείρησης την στιγμή της εξόδου του επενδυτή. Στο δεύτερο στάδιο υπολογίζεται η προεξοφλημένη τελικά αξία αφού έχουμε καθορίσει το προεξοφλητικό επιτόκιο ανάλογα με τον επιθυμητό στόχο. Αυτός είναι η απόδοση όπου επιθυμεί ο Venture Capitalist ανάλογα με τον κίνδυνο της συγκεκριμένης επένδυσης. Δηλαδή :

$$\text{Discounted Terminal Value} = \text{Terminal Value} \cdot (1 + \text{Target Value})^{\text{years}}$$

Στο τρίτο στάδιο υπολογίζεται το απαιτούμενο επιθυμητό επίπεδο ιδιοκτησίας το οποίο υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{Required Final Percent Ownership} = \text{Investment} / \text{Discounted Terminal Value}$$

Στο τέταρτο και τελευταίο στάδιο υπολογίζεται το απαιτούμενο παροντικό επίπεδο ιδιοκτησίας ανάλογα με το μελλοντικό επίπεδο ψευδαισθησης σύμφωνα με τον Ποσοστό Παρακράτησης (Retention Ratio), δηλαδή το ποσοστό των κερδών της επιχείρησης που δε θα διατεθούν στους κατόχους της. Αυτός ο δείκτης ουσιαστικά ισοσταθμεί την μελλοντική ψευδαισθηση με τη δυνατότητα πολλαπλών γύρων χρηματοδότησης κάτω από την ιδιοκτησία του Venture Capital. Οπότε έχουμε τον τύπο:

$$\text{Required Current Percent Ownership} = \text{Required Final Percent Ownership} / \text{Retention Ratio}$$

Η μεγαλύτερη κριτική την οποία έχει δεχθεί αυτή η μέθοδος αφορά τη χρήση πολύ υψηλών προεξοφλητικών επιτοκίων αφού αυτά ουσιαστικά κυμαίνονται ανάμεσα στο 40-75%. Οι εταιρείες Venture Capital δικαιολογούν αυτούς τους υψηλούς στόχους απόδοσης σε κάποια λογική βάση. Πρώτον αυτές οι αποδόσεις χρησιμοποιούνται ως αντιστάθμισμα για την έλλειψη ρευστότητας των συγκεκριμένων εταιρειών³⁰. Και αυτό διότι τα ίδια κεφάλαια των μη εισηγμένων εταιρειών είναι λιγότερο εμπορεύσιμα από αυτά των εταιριών που διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο και οι επενδυτές απαιτούν υψηλές αποδόσεις για την έλλειψη αυτή της εμπορευσιμότητας.

Δεύτερον οι εταιρείες Venture Capital θεωρούν πως προσφέρουν σημαντικές υπηρεσίες και θεωρούν αυτές τις υψηλές αποδόσεις σαν αμοιβή για τις υπηρεσίες τους. Αυτή η σκέψη φυσικά δεν στερείται λογικής, εφόσον προσφέρουν στρατηγικές συμβουλές, παρέχουν πιστότητα στην εταιρεία αλλά και πρόσβαση σε διακεκριμένους

μεσάζοντες όπως δικηγόρους και επενδυτικές τράπεζες. Τέλος πιστεύουν ότι οι προβλέψεις που παρουσιάζονται στους επιχειρηματίες είναι υπέρ του δέοντος αισιόδοξες και οι υψηλές αποδόσεις αντισταθμίζουν αυτές τις «πληθωριστικές» προβλέψεις.

Οι οικονομικοί αναλυτές προτείνουν όμως, παρά το γεγονός ότι οι απόψεις των εταιριών Venture Capital είναι καθ' όλα λογικές, αυτές δεν θα έπρεπε να εκφράζονται μέσω ενός πολύ υψηλού προεξοφλητικού επιτοκίου. Έχοντας αυτό ως δεδομένο προτείνουν ότι το κάθε επιχείρημα που προτείνεται προς την εταιρεία για τους υψηλούς ρυθμούς απόδοσης θα πρέπει να αξιολογείται χωριστά χρησιμοποιώντας περισσότερο αντικειμενικές τεχνικές. Πρώτα από όλα η έλλειψη εμπορευσιμότητας εκ μέρους της εταιρείας που χρηματοδοτείται έχει απόλυτο νόημα αλλά το premium που πρέπει να πληρώσει για αυτό είναι υπερβολικά υψηλό εφόσον στην αγορά υπάρχουν επενδυτές με μακροχρόνιους ορίζοντες όπως ιδρύματα αλλά και ανεξάρτητοι επενδυτές.

Κατά δεύτερο λόγο οι επενδυτικοί αναλυτές υποστηρίζουν πως οι υπηρεσίες που προσφέρουν οι εταιρείες Venture Capital θα πρέπει να αξιολογούνται στη βάση του πόσο θα μπορούσαν να πληρώσουν οι επιχειρήσεις εάν αναζητούσαν τις αντίστοιχες υπηρεσίες στην αγορά. Μόλις εντοπιστεί στην αγορά η προσφορά για αυτές τις υπηρεσίες τότε θα μπορούμε αντικειμενικά να αμειφθούν οι υπηρεσίες που προσφέρονται.

Τέλος οι οικονομικοί αναλυτές πιστεύουν πως το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν θα πρέπει να προσαυξάνεται ανάλογα με τις αισιόδοξες προβλέψεις του επιχειρηματία, αλλά θα μπορούσαν με τη χρήση σεναρίων να υπολογίσουν την πιθανότητα αυτό το συγκεκριμένο σενάριο να πραγματοποιηθεί, το οποίο θα οδηγήσει σε ταμειακές ροές απαλλαγμένες από κάθε παρέμβαση.

Είναι κατανοητό πως η χρήση υψηλών προεξοφλητικών' επιτοκίων υποδηλώνει μια έννοια «Arbitrage» στην προσέγγιση του Venture Capitalist να αξιολογήσει την εταιρεία στόχο. Ένας σαφώς καλύτερος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό είναι να εγκαταλειφθούν οι προβλέψεις και να διενεργείται συνεχώς ένας «έλεγχος πραγματικότητας»³¹ ανάλογα με την απόδοση που επιτυγχάνουν παρόμοιες εταιρείες, ποιο θα είναι το

μερίδιο της αγοράς με το οποίο η συγκεκριμένη εταιρεία επιτυγχάνει τις προβλέψεις τις, ποιοι είναι οι κυριότεροι κίνδυνοι που θα αντιμετωπίσουν και άλλες παρόμοιες ερωτήσεις. Θα πρέπει να συμφωνήσουμε πως αυτός ο τρόπος αξιολόγησης είναι περισσότερο αξιοκρατικός από το να υιοθετούμε τις προβλέψεις του επιχειρηματία και να προσαυξάνουμε το προεξοφλητικό επιτόκιο.

8.Ανάλυση Δικαιωμάτων (Optional Analysis)

Πολλές φορές είναι αναγκαίο να χρησιμοποιηθούν τεχνικές αποτίμησης *option* για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων. Οι μέθοδοι, όπως η Καθαρά αλλά και η Προσαρμοσμένη Παρούσα Αξία είναι τελείως αναποτελεσματικές στην περίπτωση που το στέλεχος έχει κάποια ευελιξία ως προς τη δυνατότητα, για παράδειγμα, να αυξάνει ή να μειώνει τον όγκο της παραγωγής, να εγκαταλείπει ή να υιοθετεί αυθαίρετα κάποιο project³². Ένα είδος, όμως, ευελιξίας είναι αυτό που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τον Venture Capitalist και έχει να κάνει με τη δυνατότητα του για συνεχείς επενδύσεις (*follow-on investments*). Αυτό που τον απασχολεί ιδιαίτερα είναι το πώς να προσελκύσει τον επιχειρηματία να αναλάβει πολλούς γύρους χρηματοδότησης μειώνοντας ταυτόχρονα τα κεφάλαια που επενδύει η εταιρεία σε άλλα σχέδια.

Το δικαίωμα να αναλάβει κάποιος πολλούς γύρους χρηματοδότησης είναι παρόμοιο με τη χρήση ενός *δικαιώματος αγοράς (call option)* για την αγορά μετοχών μιας εταιρείας. Και αυτό γιατί και οι δυο τρόποι χρηματοδότησης αναγνωρίζουν το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση στην επένδυση κάποιων κεφαλαίων σε κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για κάποιον ο οποίος αποφασίζει να αναβάλει την επένδυση των κεφαλαίων του μέχρι να συγκεντρώσει περισσότερες πληροφορίες για το επενδυτικό αυτό σχέδιο.

Με αυτό ως δεδομένο στη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας αλλοιώνεται ο ορίζοντας της αναμενόμενης απόδοσης αφού το κόστος κεφαλαίου αλλάζει συνεχώς. Απαιτούνται λοιπόν στην περίπτωση αυτή οι μέθοδοι αποτίμησης *option*, κάτι το οποίο γίνεται με τη χρήση του μοντέλου Black-Scholes για Ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα. Ο Myron

Scholes και ο Robert Menon πήραν το 1997 το βραβείο Nobel in Economics και ο Fisher Black θα βρισκόταν μαζί τους εάν ζούσε. Η δουλειά τους προσέφερε αναλυτικά εργαλεία και μεθόδους οι οποίες χρησιμοποιούνται ευρύτατα σήμερα για την επίλυση πολλών προβλημάτων .

Η μέθοδος αυτή εμφανίστηκε το 1973 από την ταχύτατη ανάπτυξη της αγοράς των δικαιωμάτων. Για να γίνει όμως κατανοητή η χρήση του μοντέλου των Fisher Black και Myron Scholes θα πρέπει να αναφερθούν οι βασικές τους υποθέσεις. Προκειμένου να γίνουν όμως αυτές περισσότερο κατανοητές θα χρησιμοποιήσουμε στα παραδείγματα μας μια μετοχή αντί των πολλαπλών γύρων χρηματοδότησης. Οι υποθέσεις αυτές είναι ότι

- ↳ η μετοχή η οποία είναι υποκείμενη στο call option δεν δίνει μερίσματα ή άλλη διανομή κατά τη διάρκεια ζωής του συμβολαίου,
- ↳ δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής (transaction costs) για την αγορά ή πώληση της μετοχής ή του option,
- ↳ το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο είναι απαλλαγμένο από τον κίνδυνο (risk free interest), είναι γνωστό και σταθερό κατά τη διάρκεια ζωής του option,
- ↳ οποιοσδήποτε αγοραστής “security” μπορεί να δανείζεται οποιοδήποτε ποσοστό της τιμής στο προηγούμενο επιτόκιο,
- ↳ η βραχεία πώληση (short selling) επιτρέπεται,
- ↳ ο πωλητής θα λάβει αμέσως τα έσοδα της ημέρας,
- ↳ το συμβόλαιο είναι μόνο ευρωπαϊκού τύπου,
- ↳ η αγοροπωλησία τίτλων γίνεται συνέχεια και
- ↳ η τιμή της μετοχής κινείται τυχαία.

Το υπόδειγμα στηρίζεται σε μία βασική ιδέα αντιστάθμισης κινδύνου. Αγοράζοντας μετοχές και ταυτόχρονα πουλώντας ένα call option στη μετοχή, ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει μία θέση χωρίς κίνδυνο, όπου τα κέρδη της μετοχής θα αντισταθμίσουν τις απώλειες στο δικαίωμα. Η ακίνδυνη αυτή θέση θα πρέπει να κερδίζει, όμως, μία απόδοση ίση με το risk-free rate, αλλιώς μπορεί να δοθεί στον

οποιοδήποτε η ευκαιρία για τη διενέργεια arbitrage οδηγώντας την τιμή του δικαιώματος στο επίπεδο ισορροπίας (equilibrium level), όπως αναφέρει το μοντέλο.

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, η θεωρία αποτίμησης δικαιωμάτων είναι χρήσιμη όταν το στέλεχος έχει τη δυνατότητα να ελιχθεί μέσα στην εταιρία και να συγκεντρώσει περισσότερες πληροφορίες για χρηματοδότηση και έπειτα να αποφασίσει για το μέλλον της. Μπορούμε να αναφέρουμε τρία μειονεκτήματα για τη μέθοδο αυτή.

- Πρώτα, δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στον επιχειρηματικό κόσμο της κεφαλαιαγοράς.
- Δεύτερον, ενέχει τη δυσκολία να μετατρέψει τις επενδυτικές ευκαιρίες του πραγματικού κόσμου σε απλές μεταβλητές, οι οποίες θα πρέπει μάλιστα να αξιολογηθούν.
- Εάν το μοντέλο δεν χρησιμοποιηθεί σωστά τότε μπορεί να διογκώσει την αποτίμηση πολύ περισσότερο από τις άλλες μεθόδους.
- Ως τελευταίο μειονέκτημα αναφέρεται το γεγονός ότι δεν είναι αποτελεσματική στην περίπτωση που για τη άσκηση δικαιώματος απαιτείται η άσκηση κάποιου άλλου (nested call option), κάτι που επιβάλλει τη χρήση τεχνικών προσομοίωσης.

Τελικά, όπως παρατηρείται, καμία μέθοδος δεν εσωκλείει το σύνολο των χαρακτηριστικών που θα την καθιστούσαν τέλεια, γεγονός αναμενόμενο, καθώς όλες χρησιμοποιούν και στηρίζονται λίγο έως πολύ σε κάποιες απλουστευτικές υποθέσεις στην προσπάθειά τους να ερμηνεύσουν την πραγματικότητα. Το καλύτερο, λοιπόν, που θα μπορούσε να κάνει μία εταιρία Venture Capital και προτείνεται εξάλλου σε κάθε επιχείρηση, είναι ο συνδυασμός μεθόδων με σκοπό την αποφυγή παρερμηνειών για κάποιο επενδυτικό σχέδιο. Παρακάτω ακολουθεί ένας συνοπτικός πίνακας των κυριότερων μεθόδων μαζί με τα θετικά και αρνητικά χαρακτηριστικά τους.

ΜΕΘΟΔΟΣ	Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα
Comparables	<ul style="list-style-type: none"> • Γρήγορα στη χρήση • Απλά στην κατανόηση • Χρησιμοποιείται συχνά στον κλάδο • Βασίζεται στην αγορά 	<ul style="list-style-type: none"> • Δύσκολο να βρεθούν ιδιωτικές εταιρίες με παρόμοια χαρακτηριστικά • Ανάγκη προσαρμογής αν χρησιμοποιηθούν δημόσιες εταιρίες
Payback Period	<ul style="list-style-type: none"> • Απλό στη χρήση • Παρέχει ένδειξη ρευστότητας 	<ul style="list-style-type: none"> • Αγνοεί το κόστος κεφαλαίου • Δεν λαμβάνει υπόψη τις ροές μετά το νεκρό σημείο
Net Present Value	<ul style="list-style-type: none"> • Θεωρητικά σωστή 	<ul style="list-style-type: none"> • Οι ταμειακές ροές υπολογίζονται δύσκολα • Ο συντελεστής β εντοπίζεται δύσκολα • Το WACC υποθέτει σταθερή κεφαλαιακή δομή και φορολογικό συντελεστή
Adjusted Net Present Value	<ul style="list-style-type: none"> • Θεωρητικά σωστή • Κατάλληλη και απλή στη χρήση, όταν αλλάζει η κεφαλαιακή δομή και ο φορολογικός συντελεστής 	<ul style="list-style-type: none"> • Περισσότερο πολύπλοκη από την N.P.V. • Όμοια μειονεκτήματα με αυτά της N.P.V.
Internal Rate of Return	<ul style="list-style-type: none"> • Θεωρητικά σωστή 	<ul style="list-style-type: none"> • Δύσκολη στον υπολογισμό • Πολλαπλοί βαθμοί

		απόδοσης • Στηρίζεται στην NPV
Monte Carlo Stimulation	<ul style="list-style-type: none"> • Ευκολία προσβασιμότητας στο μοντέλο • Πιο λεπτομερής ανάλυση • Δηλώνει τις σχέσεις των διαφόρων μεταβλητών 	<ul style="list-style-type: none"> • Δύσκολος εντοπισμός μεταβλητών και διατύπωσης σχέσεων
The Venture Capital Method	<ul style="list-style-type: none"> • Απλή στην κατανόηση • Γρήγορη στη χρήση • Συχνά χρησιμοποιούμενη 	<ul style="list-style-type: none"> • Στηρίζεται σε τελικές αξίες και αποτελέσματα άλλων μεθόδων • Υπεραπλουστευτική • Χρησιμοποιεί υψηλά προεξοφλητικά επιτόκια
Asset Option	<ul style="list-style-type: none"> • Θεωρητικά σωστή • Αποφεύγει τα προβλήματα των N.P.V. & A.P.V., όταν το στέλεχος έχει ευελιξία 	<ul style="list-style-type: none"> • Δε χρησιμοποιείται συχνά • Δύσκολη στην κατανόηση • Υπεραπλουστευτική • Περιορισμοί μοντέλου Black-Scholes

Πηγή: Josh Lerner, "Venture Capital & Private Equity", JohnWiley & Sons, U.S.A., 2000

7. ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι εταιρείες Venture Capital συμμετέχουν ενεργά όχι μόνο στο κεφάλαιο της επιχείρησης που επενδύουν αλλά και στη διοίκηση της (active governance). Και αυτό συμβαίνει όχι μόνο για λόγους ευθύνης έναντι του επενδυτικού κοινού, το οποίο τους εμπιστεύτηκε τα κεφάλαια του, αλλά και για να διασφαλίσουν οι ίδιοι τόσο τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων όσο και την ομαλή μετάβαση της εταιρείας από τα αρχικά στα «υψηλά» στάδια ανάπτυξης της. Αφού, ας μην ξεχνάμε πως οι εταιρείες στις οποίες επενδύονται κεφάλαια Venture Capital είναι ουσιαστικά επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου και γρήγορης ανάπτυξης. Έχοντας αυτά ως δεδομένα θα προσπαθήσουμε σε αυτή την ενότητα να αναλύσουμε τον τρόπο που ασκείται αυτή η διοίκηση των επενδύσεων καθώς και τα πιθανά προβλήματα που ενδεχομένως να αντιμετωπίσει ο Venture Capitalist στην προσπάθεια του αυτή.

Αρχικά θα μπορούσαμε να τονίσουμε τη σημασία που επιδεικνύουν οι εταιρείες Venture Capital στις υπηρεσίες που προσφέρουν, αφού έρευνες έχουν δείξει ότι αφιερώνονται έως και 113 ώρες ετησίως ανά επενδυμένη εταιρεία. Παρακάτω ακολουθεί ένας αναλυτικός πίνακας με τις ώρες που δαπανούν ανά χώρα και ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της επένδυσης οι Venture Capitalists.

Ώρες	Μεγάλη Βρετανία	Γαλλία	Ολλανδία	Μέσος όρος
<i>High innovation</i>	156,58	78,36	88,95	125,7
<i>Low innovation</i>	136,71	68,94	61,79	90,27
<i>Early stage</i>	189,42	68,33	104	152,21
<i>Late stage</i>	138,11	80,76	70,47	103,81
<i>No startup exper.</i>	134,03	83,72	83,37	109,45
<i>Previous startup</i>	212,65	69,28	52,4	124,61

<i>exp.</i>				
<i>Low industry</i>				
<i>exp.</i>	140,65	82,64	75,48	109,16
<i>High industry</i>	164,45	75,23	74,37	118,41
<i>exp.</i>				
<i>Χώρα (μέσος όρος)</i>	151,61	79,02	75	-

Πηγή: James W. Kolari, "Venture Capital Financing", Enholmes Hall, England, 1994

Από αυτό τον πίνακα παρατηρούμε πως οι Ευρωπαίοι Venture Capitalists δαπανούν 39% περισσότερο χρόνο σε εταιρείες υψηλής καινοτομίας (High innovative firms), ενώ αφιερώνουν περισσότερο χρόνο σε επενδύσεις όταν η εταιρεία βρίσκεται στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξης της (Early stage). Αξιοπερίεργο είναι το γεγονός πως αφιερώνουν περισσότερο χρόνο στις εταιρείες στις οποίες οι διοικούντες είχαν κάποια προηγούμενη εμπειρία και συγκεκριμένα 59% περισσότερο χρόνο από όταν αυτοί δεν έχουν προηγούμενη εμπειρία. Από αυτό και μόνο τον πίνακα μπορούμε να συνάγουμε το συμπέρασμα ότι οι Venture Capitalists ενδιαφέρονται ιδιαίτερα και για αυτό το λόγο συμμετέχουν ενεργά στις χρηματοδοτούμενες εταιρείες.

Όπως έχουμε λοιπόν αναφέρει οι Venture Capitalists δεν προσφέρουν μόνο τα κεφάλαια τους στην επιχείρηση που χρηματοδοτούν αλλά ακόμα σημαντικό είναι το γεγονός πως προσθέτουν αξία σε αυτήν με το να συμμετέχουν ενεργά στην επιτυχία της. Ο ολοκληρωμένος σύμβουλος Venture Capital κατά την διάρκεια των πρώτων σταδίων της επένδυσης μπορεί να επηρεάσει ενεργά την επιτυχία ή την αποτυχία του εγχειρήματος. Η πιο σημαντική αλλά και ανέξοδη προσφορά στην εταιρεία είναι η στρατολόγηση της καταλληλότερης ομάδας διοίκησης (management team) και ιδιαίτερα σημαντικό είναι αυτοί να καταλάβουν θέσεις κλειδιά στην επιχείρηση, όπως στο τμήμα Marketing και αλλού.

Η ομάδα αυτή δεν μπορεί να είναι μια τυχαία ομάδα. Για την ύπαρξη της εντός αλλά και εκτός της επιχείρησης είναι απαραίτητο να γνωρίζει

πλήρως την δομή αλλά και τις δυνάμεις που επηρεάζουν τον συγκεκριμένο κλάδο που επενδύει. Η συνεισφορά της θα είναι πολύτιμη όχι μόνο για την επιτυχία της επιχείρησης αλλά και για την εκπαίδευση του ίδιου του επιχειρηματία στην νέα πραγματικότητα, όπως τα εμπόδια που θα πρέπει να υπερνικήσει, την κατανόηση των αναγκών των πελατών και άλλα.

Ένας απλός αλλά και αποτελεσματικός τρόπος για την υιοθέτηση αλλά και την διάδοση αυτής της γνώσης είναι η επίσκεψη και η επικοινωνία με άλλα στελέχη του ίδιου κλάδου, κάτι το οποίο είναι δύσκολο έως ακατόρθωτο για έναν νέο επιχειρηματία ο οποίος μόλις εισήχθη σε ένα κλάδο. Σε αυτό το σημείο επεμβαίνει ο Venture Capitalist ο οποίος με τις γνωριμίες του θα καταφέρει να πραγματοποιήσει αυτή την επικοινωνία. Πολλές φορές ο Venture Capitalist χρειάζεται να διαδραματίσει το ρόλο του «*δικηγόρου του διαβόλου*», αφού στα πρώτα βήματα μιας επιχείρησης η κριτική που θα δεχθούν τα σχέδια που θα παρουσιαστούν ίσως γλιτώσουν τον επιχειρηματία αλλά και την εταιρεία Venture Capital από σημαντικά ζημιογόνα λάθη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως όταν μια διοικητική ομάδα, σε αυτή την περίπτωση του επιχειρηματία, εργάζεται πολύ στενά αντιμετωπίζει τα θέματα με την ίδια ακριβώς οπτική γωνία και έτσι οι ιδέες που έχουν φαίνονται σαν να έχουν προέλθει από το ίδιο άτομο. Αυτό μπορεί να αποτελέσει τόσο πλεονέκτημα όσο και αδυναμία, αφού πολλές φορές αδυνατούν να αντιδράσουν στα προβλήματα που εμφανίζονται προκειμένου να μην χάσουν την αίσθηση της πλειοψηφίας.

Δεν είναι λίγες όμως οι περιπτώσεις στις οποίες ο ιδρυτής της εταιρείας παραγκωνίζεται με σκοπό να προσληφθεί ένας εξωτερικός σύμβουλος με απώτερο στόχο την διασφάλιση της απόδοσης της επένδυσης. Αρκεί να αναφερθεί πως από το σύνολο των επενδύσεων συνήθως μόνο το 40% των ιδρυτών της επιχείρησης έχει ενεργό ρόλο στην διακυβέρνησή της, καταλαμβάνοντας ρόλο είτε στο συμβούλιο είτε σε κάποια νευραλγική για την πορεία της εταιρείας θέση.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν χρήσιμο να αναφέρουμε πως ο Venture Capitalist έχει πολλαπλά επίπεδα ελέγχου της εταιρείας που επενδύει.

Αρχικά έχει τον έλεγχο των οικονομικών και της χρηματοδότησης εφόσον την πραγματοποιεί σε στάδια και όχι εξολοκλήρου από την αρχή. Η χρηματοδότηση του επόμενου σταδίου θα πραγματοποιηθεί μόνο εάν το προηγούμενο στάδιο είχε ικανοποιητική απόδοση. Εάν δεν πραγματοποιηθούν οι προβλέψεις του τότε έχει να πάρει μια πολύ σημαντική απόφαση: την αλλαγή της στρατηγικής της επιχείρησης. Ακόμα και εάν επιλέξει να προχωρήσει στην περαιτέρω χρηματοδότηση τότε ο επιχειρηματίας θα πληρώσει κάποια τιμή η οποία είναι ένα μεγαλύτερο μερίδιο από τις μετοχές της εταιρείας. Ένας ακόμα τρόπος ελέγχου είναι το γεγονός πως ο Venture Capitalist έχει στα χέρια του μετατρέψιμα αξιόγραφα (προνομιούχες μετοχές, δικαιώματα συμμετοχής στο συμβούλιο και άλλα), κάτι το οποίο έχει διπλό ρόλο. Αρχικά προσθέτει κύρος στον Venture Capitalist και κατά δεύτερο λόγο τον ωθεί στο να εργαστεί περισσότερο μεθοδικά για να προσθέσει αξία στην εταιρεία που επενδύει.

Θα μπορούσαμε να παραδεχτούμε πως ένα από τα δυσκολότερα σημεία του Venture Capital είναι να δημιουργήσει τα κατάλληλα κίνητρα στον επιχειρηματία με σκοπό να εργαστεί προς το όφελος τόσο δικό του αλλά όσο και των Venture Capitalists. Αυτό γίνεται ακόμη δυσκολότερο όταν η ομάδα της διοίκησης έχει στρατολογηθεί από καταξιωμένες επιχειρήσεις, οπότε και οι απαιτήσεις τους είναι αρκετά δύσκολο να ικανοποιηθούν. Η επιτυχία του όλου εγχειρήματος μπορεί να καθυστερήσει και έως το σημείο εκείνο ο Venture Capitalist είναι αυτός που παρέχει τα κεφάλαια για αυτή την πρόοδο έχοντας τη γενναιότητα και την υπομονή να διανύσει ένα τεράστιο χρονικό διάστημα έως επιτύχουν.

Μια σημαντική συνεισφορά του Venture Capital είναι η εξασφάλιση σημαντικών πελατών αλλά και προμηθευτών για την συγκεκριμένη εταιρεία. Αναμφισβήτητα, η ύπαρξη σημαντικών και μεγάλων πελατών είναι τεράστιας σημασίας για τα πρώτα βήματα μιας επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως πολλές φορές οι Venture Capitalists μπορούν να μεταδώσουν στην αγορά τους σκοπούς της εταιρείας με μεγαλύτερη επιτυχία από ότι οι ιδιοκτήτες της, είτε γιατί πολύ απλά γνωρίζουν σε

ποιους ανθρώπους θα απευθυνθούν είτε γιατί γνωρίζουν επακριβώς τους κατάλληλους χειρισμούς για να τους προσεγγίσουν. Όλες αυτές τις δραστηριότητες τα μέλη της ομάδας του Venture Capital μπορούν να τις επιτύχουν ως εξωτερικοί διοικητές αλλά και με συχνές επαφές με την ομάδα του επιχειρηματία και ιδιαίτερα σε αποφάσεις μέσω των οποίων μπορεί να υπάρξει αλλαγή της επιτυχημένης πορείας της επιχείρησης.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως ένα σημαντικό πρόβλημα με το οποίο θα πρέπει να ασχοληθεί η εταιρεία του Venture capital είναι το θέμα της διακυβέρνησης (governance) τόσο ανάμεσα στον προμηθευτή κεφαλαίων και στην ίδια αλλά και ανάμεσα σε αυτήν και την χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Τόσο στην πρώτη όσο και στη δεύτερη περίπτωση εντοπίζουμε το ζήτημα του *principal-agent relationship* το οποίο πηγάζει κυρίως από την διαφορά συμφερόντων ανάμεσα στα διάφορα μέρη, τόσο τον επιχειρηματία και το Venture Capital, όσο και ανάμεσα στα διάφορα μέρη του Venture Capital (general-limited partners). Τα συμφέροντα αυτά ουσιαστικά οδηγούν σε προσπάθειες για την καλύτερη πραγματοποίηση τους από την κάθε πλευρά με τελικό αποτέλεσμα την αναπόφευκτη σύγκρουση ανάμεσα στα μέρη που θίγονται από τις ενέργειες αυτές. Η σύγκρουση εντός του Venture Capital πηγάζει από τον έλεγχο που ασκούν οι επενδυτές-κάτοχοι των κεφαλαίων στους Venture Capitalists και μπορεί να αφορούν ζητήματα όπως το ότι δεν αφιερώνουν όσο χρόνο χρειάζεται στην εταιρεία, δεν ελέγχουν τον επιχειρηματία και γενικά δεν προασπίζουν τα συμφέροντα τους.

Έχοντας το παραπάνω ως δεδομένο τα διάφορα μέρη οδηγούνται με συστηματικές ενέργειες στην υιοθέτηση πρακτικών με σκοπό την καλύτερη αξιοποίηση των συμφερόντων τους. Όπως είναι φυσικό το κάθε μέρος επιθυμεί να διασφαλίσει όσο το δυνατόν περισσότερο τα συμφέροντα του και εάν είναι δυνατόν να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του. Αυτές οι ενέργειες μπορεί να σχετίζονται με σημαντικές αποφάσεις τις οποίες καλείται να λάβει το άτομο και σαν σκοπό έχουν την προώθηση των προσωπικών του συμφερόντων. Ένα παράδειγμα είναι η περίπτωση της αγοράς εξοπλισμού από μια επιχείρηση η οποία δεν

πραγματοποιείται γιατί το στέλεχος εάν την πραγματοποιήσει θα αλλοιώσει τα αποτελέσματα της χρονιάς του και συνεπώς η αμοιβή του θα είναι μειωμένη. Όσον αφορά την δεύτερη κατηγορία προβλημάτων σε αυτή την περίπτωση οι λύσεις είναι πολλές, από την μείωση της επενδυμένης ζωής μέχρι την σύνδεση της αμοιβής του Venture Capitalist με την απόδοση της εταιρείας.

Από ότι γίνεται κατανοητό είναι εξαιρετικά δύσκολο να πεισθεί ένα στέλεχος να εργαστεί με σκοπό την πιθανή καταστρατήγηση των προσωπικών του συμφερόντων με σκοπό την προώθηση των συμφερόντων του συνόλου. Δεν είναι άτοπο να υποστηριχθεί πως η πηγή του προβλήματος πηγάζει από το δικαιολογημένο πολλές φορές άγχος του στελέχους πως τα συμφέροντα του καταστρατηγούνται. Υπάρχει όμως παράλληλα και κάποιο άλλο πρόβλημα και αυτό πηγάζει από την απροθυμία του στελέχους να εργαστεί συστηματικά προς όφελος της επιχείρησης. Πολλοί είναι οι τρόποι που έχουν προταθεί για την επίλυση αυτών των προβλημάτων. Αυτοί οι τρόποι αποτελούνται από μηχανισμούς εντοπισμού κινήτρων για τα στελέχη και για την εταιρεία Venture Capital, συμφωνίες περιορισμένου χρόνου με στόχο την διασφάλιση των συμφερόντων του, σύνδεση της απόδοσης του με την απόδοση της επιχείρησης έτσι ώστε να εργάζεται συστηματικά με σκοπό την απόδοση της επιχείρησης και συνεπώς και της δικιάς του.

Μια μορφή του παραπάνω προβλήματος είναι το *κόστος διαμεσολάβησης (agency cost)* το οποίο μπορεί να υπάρξει τόσο στην αρχή όσο και στο τέλος της συμφωνίας. Στην αρχή μπορεί να υπάρξει λόγω του εντοπισμού της ευκαιρίας και στο τέλος λόγω της πιθανής εισαγωγής της εταιρείας στο χρηματιστήριο αξιών. Σε αυτή την περίπτωση η εισαγωγή μηχανισμών σύνδεσης της απόδοσης της εταιρείας με το σύστημα αμοιβών κρίνεται περισσότερο από αναγκαία.

Τα παραπάνω προβλήματα πηγάζουν από το θέμα της ασύμμετρης πληροφόρησης που έχουμε αναλύσει νωρίτερα. Σε αυτό το σημείο μια περισσότερο λεπτομερειακή ανάλυση θα ήταν χρήσιμη. Το ζήτημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν αφορά μόνο την εταιρεία και το Venture Capital αλλά και το επενδυτικό κοινό το οποίο όταν η εταιρεία επιλέξει

να εισαχθεί σε κάποιο χρηματιστήριο τότε η εταιρεία Venture Capital θα έχει τον πρώτο λόγο και τις κατάλληλες πληροφορίες για να τις χρησιμοποιήσει χειραγωγώντας την αγορά. Το δεύτερο θέμα πηγάζει από τον κίνδυνο ότι η επιχείρηση που χρηματοδοτούν δεν θα αποδώσει σύμφωνα με τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Παρ' όλα αυτά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως δεν είναι τρομερά δύσκολο να συγκεντρωθούν οι απαραίτητες πληροφορίες με την συμβολή του επιχειρηματία αλλά και των άλλων πηγών που σχετίζονται με τον κλάδο. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως δεν είναι δυνατόν να έχουμε στη διάθεση μας όλες τις απαραίτητες και αναγκαίες πληροφορίες για την διεξαγωγή μιας επένδυσης, γιατί εάν συνέβαινε αυτό όλες οι επενδύσεις μας θα διεξάγονταν κάτω από καθεστώς απόλυτης βεβαιότητας με μηδενικό κίνδυνο και φυσικά ελάχιστες αποδόσεις. Συνεπώς η ασυμμετρία των πληροφοριών έχει οδηγήσει με τα χρόνια στη λογική των πιστώσεων και των αποδόσεων.

8. CORPORATE VENTURE CAPITAL

Αρχικά θα πρέπει να δώσουμε ένα σύντομο ορισμό της έννοιας Corporate Venture Capital, το οποίο είναι η περίπτωση όπου μεγάλες, μη επενδυτικές επιχειρήσεις αγοράζουν δικαιώματα μειοψηφίας σε μικρές μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες με σκοπό να επωφεληθούν και οι δυο από αυτή την συνεργασία. Είναι γενικά αποδεκτό πως ειδικά σήμερα υπάρχει μια μεγάλη δυσκολία στο να δημιουργηθούν αλλά και να υλοποιηθούν εμπορικά βιώσιμες ιδέες, κάτι το οποίο προέρχεται είτε από τις «εσωτερικές αντιδράσεις» των στελεχών είτε από την αδυναμία εκτέλεσης της αρχικής ιδέας. Όπως είναι γνωστό η συμφωνία συνεργασίας ανάμεσα, σε δυο ή περισσότερες επιχειρήσεις αποτελεί μια από τις σημαντικότερες επιχειρησιακές στρατηγικές ανάπτυξης όχι μόνο για την εξασφάλιση της συγκεκριμένης θέσης που κατέχουν στην αγορά, αλλά ακόμα σημαντικότερη είναι η καλύτερη δυνατότητα που έχουν για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού. Ειδικά οι μεγάλοι οργανισμοί πάντα ενδιαφέρονταν για την πρόσβαση στην υψηλή τεχνολογία με στρατηγικές βλέψεις για τον κλάδο. Όπως αναφέρει ο Paul Gompers, καθηγητής του Harvard, αυτή η μορφή του Venture Capital μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να καταφέρνει να επιτύχει υψηλότερα ποσοστά επιτυχίας από τους ανεξάρτητους Venture Capitalists.

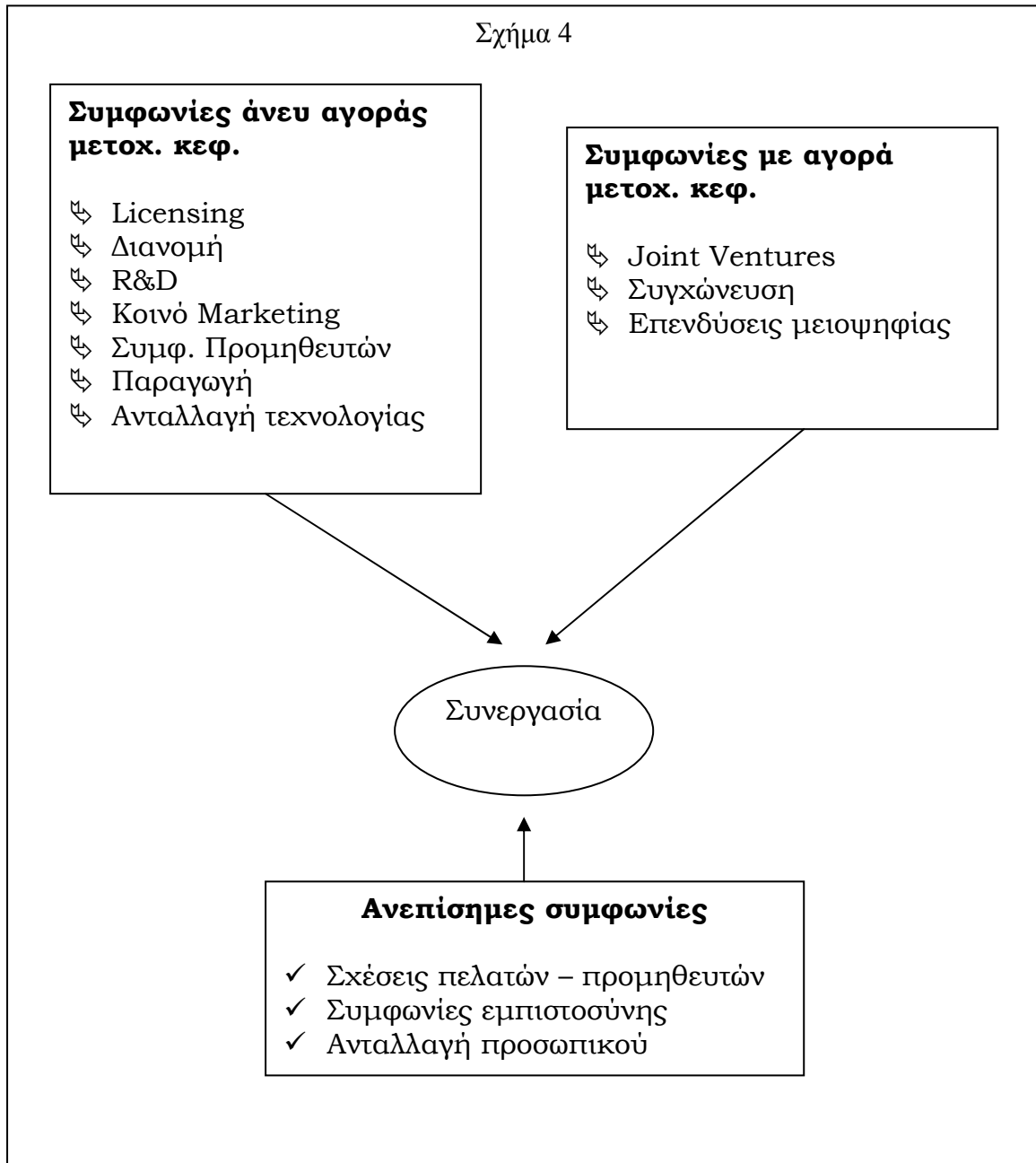
Ας εξετάσουμε όμως πως δημιουργήθηκε η έννοια του Corporate Venture Capital στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η πρώτη εταιρεία Corporate Venture Capital δημιουργήθηκε τη δεκαετία του 1960, ενώ μέχρι εκείνη την περίοδο είχε ξεπεράσει τρεις κύκλους ανάπτυξης και παρακμής. Έχοντας αυτό ως δεδομένο οι εταιρείες άρχισαν να μπαίνουν στον κλάδο μετά από τις πρώτες επιτυχίες. Από τις εταιρείες που χρηματοδοτήθηκαν με αυτή την μέθοδο, στα χρόνια 1960-1970, το 25% αυτών βρισκόταν στο δείκτη του Fortune 500. Το 1973, μετά την σημαντική πτώση των εταιρειών Venture Capital, ο κλάδος άρχισε να αναπτύσσεται με γεωμετρικούς ρυθμούς λαμβάνοντας σημαντικό μερίδιο από τον κύκλο των χρηματοδοτήσεων. Η ανάπτυξη συνεχίστηκε με γοργό ρυθμό και

κατά τη δεκαετία του 1980, κυρίως προκαλούμενη από τη νωθρή πορεία του χρηματιστηρίου αλλά και των ανεξάρτητων Venture Capitalists. Τη δεκαετία του 1990, εξαιτίας της τεράστιας ανάπτυξης του κλάδου των τηλεπικοινωνιών, οδηγήθηκε σε μια τρομακτική ανάπτυξη εκτός των ορίων των «παραδοσιακών» χρηματοδοτήσεων. Ακολουθεί ένας ενδεικτικός πίνακας της πορείας του κλάδου ανά έτος συναρτήσει του αριθμού χρηματοδοτήσεων.

Έτος	Αριθμός χρηματοδοτήσεων
1983	53
1984	91
1985	139
1986	129
1987	152
1988	179
1989	202
1990	233
1991	249
1992	214
1993	198
1994	193
1995	65
1996	101
1997	229
1998	391
1999	936

Αυτή η στρατηγική συμμαχία μπορεί να πάρει τη μορφή της από κοινού δραστηριότητας των λειτουργιών (έρευνα και ανάπτυξη, διανομή, ανάπτυξη προϊόντος και άλλα) των δυο επιχειρήσεων χωρίς να αλλάξει όμως το νομικό καθεστώς σε κάποια από αυτές. Η συνεργασία αυτών των επιχειρήσεων μπορεί να είναι οριζόντια, με τη διενέργεια κοινών λειτουργιών ή και κάθετη με την χρήση των ίδιων προμηθευτών και καναλιών διανομής. Οι τρεις κυριότεροι τύποι συμμαχιών συνοψίζονται στο παρακάτω σχήμα (σχήμα 4).

Σχήμα 4



Η πρώτη κατηγορία αφορά τις συμφωνίες χωρίς όμως να έχει προηγηθεί αγορά μεριδίου από τη μια εταιρεία στην άλλη. Αντίθετα υπάρχουν συμφωνίες συνεργασίας οι οποίες απαιτούν την αγορά ενός μεριδίου των ιδίων κεφαλαίων από τη μια επιχείρηση στην άλλη. Η περισσότερο όμως ενδιαφέρουσα κατηγορία είναι η τρίτη με τις ανεπίσημες συμφωνίες οι οποίες φυσικά δεν ανακοινώνονται και συνεπώς καλύπτονται από ένα καθεστώς μυστηρίου κάνοντας ουσιαστικά αδύνατο τον εντοπισμό τους. Σε αυτή την τελευταία περίπτωση η συμφωνία μπορεί να πάρει τη μορφή συμφωνιών για τις τιμές (σε

ολιγοπωλιακές καταστάσεις) και συμφωνίες πελατών και προμηθευτών όπου και τα δυο μέρη λαμβάνουν υπόψη τους τα συμφέροντα του άλλου. Αρκεί να παρατηρήσουμε πως αυτή η μορφή συνεργασίας λαμβάνει χώρα στα μεσαία επίπεδα της διοίκησης και όχι στα ανώτερα όπως οι άλλες μορφές.

Ακολουθεί ένας πίνακας αποτελούμενος από τις σημαντικότερες επιχειρήσεις που έχουν διεξάγει επιτυχημένα Corporate Venture Capital. Από αυτό τον πίνακα παρατηρούμε πως οι επενδύσεις προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους και όχι μόνο από αυτόν της υψηλής τεχνολογίας, ενώ τα κεφάλαια που δαπανώνται είναι τεράστια.

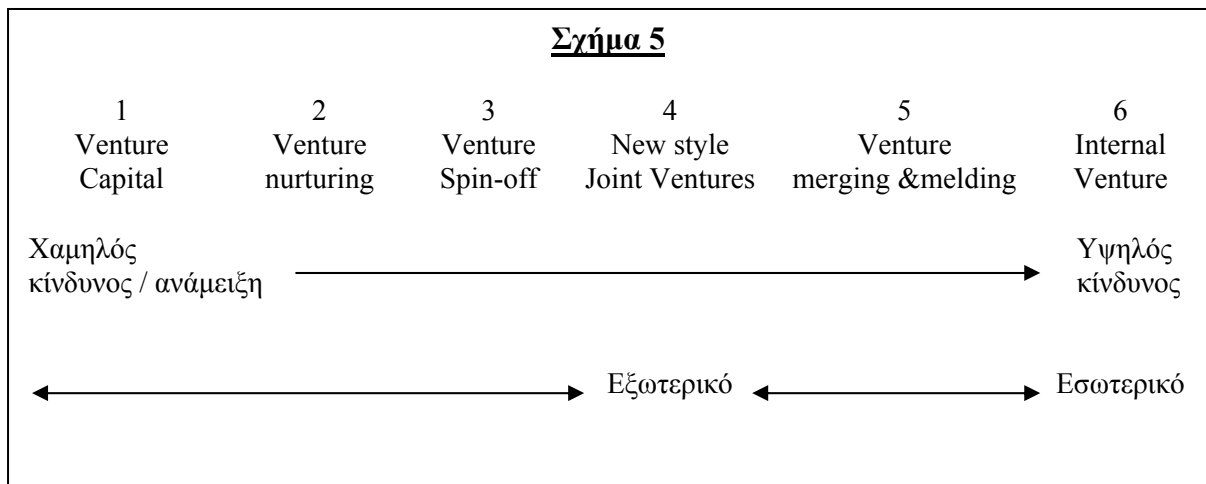
Εταιρικός χορηγός	Κεφάλαιο (σε εκ. \$)
Electronic Data Systems	1.500
General Electric	1.500
Andersen Consulting	1.000
Comdisco	500
Time Warner	500
Times Mirror	500
Visa International	500
Intel Corporation	450
AT&T	348
Hikari Tsushin	322
News Corporation	300
Value Vision International	300
Comcast	250
PECO Energy	225
Siemens	210

Σημαντικό σε αυτό το σημείο είναι να εξετάσουμε για ποιο λόγο υπάρχουν αυτές οι συμφωνίες. Αρχικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως ένας σημαντικός λόγος είναι το κόστος ανάπτυξης νέων προϊόντων το οποίο είναι υπερβολικά μεγάλο και απαιτεί τη συμμετοχή πολλών

εταιρειών για την πραγματοποίησή του. Ιδιαίτερα στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας το κόστος ανάπτυξης ενός νέου προϊόντος είναι δυσβάστακτο και ο κίνδυνος αποτυχίας μεγάλος. Αυτός είναι και ο δεύτερος λόγος, η μείωση δηλαδή του κινδύνου αποτυχίας του έργου.

Ο τρίτος και καθ' όλα σημαντικός λόγος είναι η δυνατότητα καλύτερης πρόσβασης στην αγορά αλλά και στην υψηλή τεχνολογία με σκοπό την προώθηση του νέου προϊόντος. Τέλος δεν θα μπορούσαμε να αφηγήσουμε την δυναμική των οικονομιών κλίμακας και την κάθετη ολοκλήρωση από τις συμμαχίες αυτές.

Το Corporate Venture Capital μπορεί να πάρει πολλές μορφές ανάλογα με τον τρόπο που θα επιλεγεί για να αναπτυχθεί και μπορεί να διακριθεί όπως το κλασσικό Venture Capital σε εσωτερικό και εξωτερικό και χωρίζεται όπως έχει προαναφερθεί σε έξι στάδια σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα (σχήμα 5)



Κατά το πρώτο στάδιο μεγάλες επιχειρήσεις επενδύουν κεφάλαια σε μικρές επιχειρήσεις και ονομάζεται Venture Capital και ουσιαστικά ανήκει στο εξωτερικό περιβάλλον της χρηματοδότησης με χαμηλό κίνδυνο αλλά και συμμετοχή στην εταιρεία η οποία αυξάνει σταδιακά όσο ανεβαίνουν τα στάδια.

Το δεύτερο στάδιο είναι παρόμοιο του πρώτου μόνο που σε αυτό η διοικητική συμμετοχή στην εταιρεία αυξάνει και ονομάζεται «Venture Nurturing». Στο τρίτο στάδιο που ονομάζεται «Venture Spin-off» η

επιχείρηση ουσιαστικά «εκτοξεύει» μια μικρή επιχείρηση με οικονομική ενίσχυση.

Το τέταρτο στάδιο ονομάζεται «New style joint venture» και ουσιαστικά μικρές αλλά και μεγάλες επιχειρήσεις συμμετέχουν στην ανεύρεση επενδυτικών ευκαιριών. Το πέμπτο στάδιο ονομάζεται «Venture merging and melding» και ουσιαστικά αποτελεί ένα συνδυασμό των σταδίων που έχουμε αναφέρει έως τώρα και τέλος το έκτο στάδιο που ονομάζεται «Internal Venture» αποτελεί εσωτερικό στάδιο και αναφέρεται στη δημιουργία μιας εσωτερικής επιχειρηματικής μονάδας. Στο τελευταίο στάδιο ο βαθμός του κινδύνου αλλά και της συμμετοχής στην εταιρεία είναι πολύ μεγάλος, εφόσον η συμμετοχή σε αυτή και το επίπεδο δέσμευσης είναι εξίσου αρκετά μεγάλο.

Ένας άλλος διαχωρισμός του Corporate Venture Capital είναι ανάλογα με το εάν η συγκεκριμένη εταιρεία συμμετέχει ήδη σε κάποιους πόρους Venture Capital, γεγονός που της δίνει τη δυνατότητα να εντοπίζει επενδυτικές ευκαιρίες, το οποίο ονομάζεται *Indirect Corporate Venture Capital*. Αντίθετα υπάρχει το *Direct Corporate Venture Capital* στο οποίο οι επενδύσεις διοικούνται εσωτερικά και υπάρχει άμεση επαφή του επενδυτή με την εταιρεία προσφέροντας περισσότερες στρατηγικές επιλογές από την προηγούμενη μορφή. Αυτή η μορφή χρησιμοποιείται κυρίως όταν η επιχείρηση αναζητά καινούργιες αγορές για τα προϊόντα της ενώ αντίθετα το *Indirect Corporate Venture Capital* κινητοποιείται κυρίως από αισθήματα κοινωνικής υπευθυνότητας και την επιθυμία να μάθει περισσότερα πράγματα για τη χρηματοδότηση μέσω Venture Capital και για αυτό απευθύνεται στην αγορά με σκοπό να επιτύχει τους στόχους της.

Το θέμα λοιπόν είναι να μπορέσουμε να αναγνωρίσουμε την διαδικασία με την οποία αυτή η μορφή της επένδυσης λειτουργεί. Φυσικά όπως γνωρίζουμε και από την προηγούμενη αναφορά μας στο Venture Capital δεν υπάρχει μια συγκεκριμένη διαδικασία με την οποία να είναι οργανωμένη η λειτουργία του, όσον αφορά τους στόχους, τις ανάγκες και τις δυνατότητες του οργανισμού. Κοινό σημείο αναφοράς όπως γνωρίζουμε αποτελεί η μεγιστοποίηση της απόδοσης των

επενδυμένων κεφαλαίων, κάτι που υπάρχει εξάλλου σε όλες τις μορφές των επενδύσεων. Στην περίπτωση του Corporate Venture Capital, είτε αυτό είναι άμεσο είτε έμμεσο, η διαδικασία μπορεί να γίνει εσωτερικά ή μέσω κάποιας θυγατρικής.

Έχοντας υπόψη μια διαδικασία με την οποία η εταιρεία Corporate Venture Capital θα μπορεί να προχωρήσει σε μια επένδυση, υπάρχουν αρκετές επιλογές όσον αφορά την υιοθέτηση της. Σε πρώτη φάση θα πρέπει να πάρει την έγκριση από το συμβούλιο της η οποία μπορεί να μην δοθεί ποτέ, να δοθεί για καθαρά τυπικούς λόγους ή να απαιτείται μόνο για συμφωνίες συγκεκριμένου μεγέθους. Το Indirect Corporate Venture Capital απαιτεί μια συστηματική αξιολόγηση των εξωτερικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων του Venture Capital αφού η αναγνώριση των πόρων οι οποίοι είναι απαραίτητοι για τις ανάγκες της επιχείρησης είναι ύψιστης σημασίας για το μέλλον της.

Οι επιχειρήσεις που επενδύουν με στόχο την κοινωνική υπευθυνότητα και για εκπαιδευτικούς λόγους είναι περισσότερο συγκεντρωμένες σε «γεωγραφικές» επενδύσεις με σκοπό να συγκεντρώσουν όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες για τις χώρες που ενδιαφέρονται. Σε αυτή την περίπτωση πολύ σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η επικοινωνία που έχει εγκατασταθεί ανάμεσα στις εταιρείες Corporate Venture Capital και στους εξωτερικούς διαχειριστές των κεφαλαίων.

Όσον αφορά το Direct Corporate Venture Capital η ευθύνη για τον εντοπισμό των επενδυτικών ευκαιριών ανήκει στους εξωτερικούς συμβούλους, και την εταιρεία Venture Capital. Αυτή με την σειρά της καταφέρνει να εντοπίσει αυτές τις ευκαιρίες είτε μέσω ενδιάμεσων είτε μέσω συνεχούς παρακολούθησης της αγοράς. Ένας σημαντικά προσοδοφόρος τρόπος για εκμάθηση αλλά και για επιτυχημένες επενδύσεις είναι η «*παράλληλη επένδυση (parallel investment)*» με κάποια εταιρεία Venture Capital. Για να επενδύσει μια μεγάλη επιχείρηση σε μια μικρότερη, μεγάλη σημασία θα διαδραματίσουν τα προϊόντα της μικρής καθώς και οι αγορές στις οποίες τα διαθέτει. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να σημειώσουμε πως τα εταιρικά χαρακτηριστικά

είναι περισσότερο σημαντικά από αυτά της διοικητικής ομάδας αλλά και του επιχειρηματία. Σημαντική και σε αυτή τη μορφή του Corporate Venture Capital είναι η επικοινωνία ανάμεσα στην επιχείρηση και στην χρηματοδοτούμενη εταιρεία.

Έχουμε ήδη αναφέρει, πως το Indirect Corporate Venture Capital είναι ουσιαστικά εξωτερικά διαχειριζόμενοι πόροι από μια εταιρεία Venture Capital και με αυτό τον τρόπο συμμετέχει στα ίδια κεφάλαια μιας άλλης επιχείρησης ως ένας ετερόρρυθμος εταίρος. Ο εντοπισμός αυτών των εταιρειών, οι οποίες δεν είναι επενδυτικές αλλά επιθυμούν να επενδύσουν σε κάποια άλλη επιχείρηση έχοντας ως απώτερο στόχο την μελλοντική τους συνεργασία, αποτελούν την κυριότερη πηγή συγκέντρωσης πόρων από τις εταιρείες Venture Capital.

Αυτοί οι διαθέσιμοι πόροι μπορούν να διαχειριστούν ως μέρος ενός ευρύτερου κεφαλαίου προς επένδυση είτε σε πελατειακή βάση. Αυτή η μορφή έχει πολλά σημαντικά πλεονεκτήματα για τον επενδυτή ο οποίος μπορεί να έχει στη διάθεση του την εμπειρία και τις γνώσεις της εταιρείας Venture Capital, το οποίο συνεπάγεται περισσότερες ταμειακές ροές και σαφή μείωση του κινδύνου μέσω της διασποράς του. Σημαντικό είναι το γεγονός πως οι μη επενδυτικές εταιρείες δεν καταφέρνουν να κατανοήσουν τις αρχές και τον τρόπο λειτουργίας του Venture Capital ώστε να τολμήσουν και οι ίδιες αυτό το εγχείρημα.

Τα πλεονεκτήματα επίσης για την επενδυμένη εταιρεία είναι αρκετά μεγάλα, εφόσον προστίθεται σε αυτές αξία από τον επενδυτή, όπως γνώσεις, τεχνολογία, δίκτυα διανομής και πολλά άλλα. Η συμμετοχή αυτή στο κεφάλαιο της, της επιτρέπει να βελτιώσει τα προϊόντα και να ανταγωνιστεί στην αγορά υπό ίσους όρους.

Τα πλεονεκτήματα του Indirect Corporate Venture Capital δεν είναι λίγα, αφού ουσιαστικά αποτρέπει τις εταιρείες με στρατηγικό σχεδιασμό και πλάνο για το μέλλον να έλθουν σε επικοινωνία με επιχειρήσεις που τους ενδιαφέρουν για την μελλοντική αναπτυξιακή τους πορεία. Ιδιαίτερα όταν οι επενδύσεις των κεφαλαίων της γίνονται μέσω συσσωρευμένων κεφαλαίων από πολλές επιχειρήσεις τότε μπορεί να έχει

ελάχιστο έως καθόλου έλεγχο στην αξιολόγηση και επιλογή της επένδυσης.

Αντίστοιχα με τα πλεονεκτήματα υπάρχουν και σημαντικά μειονεκτήματα για την εταιρεία στην οποία επενδύουν. Αρχικά τα προβλήματα ξεκινούν από την αβεβαιότητα που νιώθουν και οι δυο πλευρές της επένδυσης, οδηγώντας ουσιαστικά την συνεργασία σε ένα πρόωρο τέλος. Στην επενδυμένη εταιρεία έντονη είναι η ανησυχία για την εξαγορά της ή ακόμα και για χρησιμοποίηση των δικτύων της για τους σκοπούς της άλλης εταιρείας. Παρατηρούμε λοιπόν πως δεν είναι δυνατόν πάντα να υπάρχουν θετικά στοιχεία σε μια επιχείρηση χωρίς την παρουσία του αντίποδα, δηλαδή των μειονεκτημάτων της.

ΜΕΡΟΣ Β΄

1. Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Είδαμε μέχρι τώρα την πορεία αλλά και την διαδικασία που ακολουθεί η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με τη μορφή του Venture Capital. Σε κάθε στάδιο της ανάλυσης αυτής έγινε συστηματική προσπάθεια να διερευνηθούν τα πλεονεκτήματα αλλά πολύ περισσότερο τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου χρηματοδότησης. Το καίριο θέμα όμως εδώ είναι όχι τι συμβαίνει στις περισσότερο ανεπτυγμένες χώρες ανά τον κόσμο όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Μεγάλη Βρετανία αλλά ποια είναι η πορεία αυτού του κλάδου στην Ελλάδα. Φυσικά κάποια ιστορικά στοιχεία έχουν δοθεί στην ιστορική αναδρομή αλλά όλα τα υπόλοιπα αφορούν τη διεθνή πρακτική. Πως λοιπόν δραστηριοποιούνται αυτές οι επιχειρήσεις στον ελληνικό χώρο και ποιες δυσκολίες αντιμετωπίζουν για αυτή τους την επιλογή, δηλαδή να εισέλθουν σε ένα κλάδο χρηματοδότησης ο οποίος διαφέρει αισθητά από τον «παραδοσιακό».

Αυτή η έρευνα όμως για να πραγματοποιηθεί αλλά και να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα θα πρέπει να γίνει μόνο με την μαρτυρία των συγκεκριμένων εταιρειών. Αυτό θα είναι και το τελευταίο μέρος αυτής της εργασίας, δηλαδή μια έρευνα στον ελληνικό κλάδο του Venture Capital αναλύοντας αρχικά τις δραστηριότητες των ελληνικών επιχειρήσεων και επισημαίνοντας τα σημαντικότερα σημεία του ελληνικού κλάδου. Οι εταιρείες αυτές επιλέχθηκαν για τη μακροχρόνια παρουσία τους στον κλάδο αυτό, παρά το γεγονός πως σης περισσότερες περιπτώσεις οι εταιρείες που δημιουργούνται για αυτό το σκοπό διαλύονται αμέσως μετά το πέρας μιας καθορισμένης ημερομηνίας. Ορισμένες από αυτές επιλέχθηκαν σκόπιμα στο να είναι θυγατρικές μεγάλων οργανισμών και άλλες ανεξάρτητες με σκοπό να διερευνήσουμε τον τρόπο με τον οποίο δραστηριοποιούνται αυτές οι δυο διαφορετικές επιχειρησιακές οντότητες.

Έχοντας αυτά ως δεδομένα οι εταιρείες που επιλέχθηκαν είναι η Alpha Trust, η Bank of Cyprus Ventures, η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων, η Global Finance, και η VECTIS CAPITAL.

1.1 ALPHA TRUST

Η Alpha Trust ξεκίνησε τις δραστηριότητες της στο χώρο του Venture Capital στην Ελλάδα τον Απρίλιο του 2000, αποτελώντας ουσιαστικά τη νεότερη επιχείρηση που εισήλθε στον κλάδο αυτό. Ως κύριο στόχο της έχει να επενδύει σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε καινοτομικά προϊόντα και υπηρεσίες, εμφανίζοντας όμως παράλληλα υψηλές προοπτικές ανάπτυξης ανεξαρτήτως κλάδου. Σαν ένα πρώτο και σχετικά πρώιμο συμπέρασμα θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε πως η Alpha Trust αποφασίζει να μη περιορίσει τις δραστηριότητες της επενδύοντας σε κάποιους προεπιλεγμένους κλάδους δραστηριότητας, αλλά επιλέγει να έχει την απαραίτητη ευελιξία ώστε να παρέχει χρηματοδότηση σε οποιαδήποτε επιχείρηση έχει προοπτικές να εμφανίσει ανάπτυξη στο μέλλον ανεξαρτήτως κλάδου. Φυσικά εξαιτίας του γεγονότος πως πρόκειται για μια νεοσύστατη εταιρεία έχει χρηματοδοτήσει μέχρι σήμερα μόνο 2-8 επιχειρήσεις, διατηρώντας το ρόλο του επενδυτή σε 2-8 από αυτές. Αυτό είναι απόλυτα φυσιολογικά εάν αναγνωρίσουμε ως ένα μέσο χρονικό ορίζοντα πραγματοποίησης μιας επένδυσης τα 6-8 χρόνια, η Alpha Trust βρίσκεται ακόμα σε ένα αρχικό στάδιο αυτών.

Σχετικά λίγα θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε τα στελέχη τα οποία ασχολούνται με τη διενέργεια Venture Capital στην Alpha Trust αφού αυτά δεν ξεπερνούν τα 1-2 άτομα με το καθένα να ασχολείται με 3-4 υποθέσεις επενδύσεων. Και σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να αναλογιστούμε το σχετικά σύντομο χρονικό ορίζοντα λειτουργίας της. Φυσικά όπως θα διαπιστωθεί και αργότερα και από τις υπόλοιπες

εξεταζόμενες επιχειρήσεις τα κεφάλαια που διατίθενται δεν ξεπερνούν τα 30 εκατομμύρια Ευρώ, νούμερα κατά γενική ομολογία εξωπραγματικά για τα ελληνικά δεδομένα με τα κεφάλαια της να προέρχονται στη σύνθεση τους κατά 100% από τα ίδια κεφάλαια της.

Αυτό το στοιχείο μπορεί να δείχνει την οικονομική της ευρωστία αλλά παράλληλα δεν επιτρέπει στους επενδυτές να συμμετέχουν σε αυτές τις επενδύσεις, προκαλώντας μια σχετικά μικρή αλλά ουσιαστική διασπορά κινδύνου για τα επενδυμένα αυτά κεφάλαια.

Με βάση τα παραπάνω οι αναμενόμενες αποδόσεις από το *σύνολο* των επενδυτικών σχεδίων βρίσκονται στο ύψος του 21-25%. Σε αυτό το σημείο θα ήταν σκόπιμο να κάνουμε κάποιες διευκρινήσεις. Το γεγονός πως η Alpha Trust ιδρύθηκε περίπου στα μισά του 2000 δεν της έχει αφήσει τα χρονικά περιθώρια ώστε να ολοκληρώσει κάποιες επενδυτικές της ευκαιρίες. Το σύνολο (100%) των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει παραμένει ανεκπλήρωτο, γεγονός που δε μας επιτρέπει να κάνουμε κάποιες εκτιμήσεις όσον αφορά τόσο για τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις, όσο και για το ποσοστό των επενδυτικών σχεδίων που πιθανώς να εμφάνισαν αρνητικές ταμειακές ροές αλλά και του τρόπου που επιλέγει αυτή να αποχωρήσει από τη συγκεκριμένη επένδυση. Ένας επιπλέον λόγος για αυτό είναι και το γεγονός πως η Alpha Trust έχει επιλέξει σαν μέση χρονική περίοδο πραγματοποίησης μιας επένδυσης τα 5-6 χρόνια. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα πρέπει να αναφέρουμε πως η συγκεκριμένη εταιρεία βρίσκεται ως επενδυτής σε αυτές τις επιχειρήσεις μόλις 1-2 χρόνια.

Συνοψίζοντας θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως σύμφωνα και με τις μαρτυρίες των στελεχών της, οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν σταδιακά από τα μέσα του 2000 με χρονικό ορίζοντα πέντε περίπου ετών χωρίς να έχουν φτάσει ακόμα στο στάδιο της αποεπένδυσης τους.

Παρ' όλα αυτά σημαντικό θα ήταν να εξετάσουμε τον τρόπο που επιλέγει η Alpha Trust τις διάφορες επενδυτικές ευκαιρίες. Σημαντικότερο ρόλο στις επιλογές της διαδραματίζουν κατά 20% η προσωπικότητα του επιχειρηματία, η οποία κατέχει εξέχουσα θέση στην πραγματοποίηση αλλά και ομαλή πορεία του επενδυτικού εγχειρήματος.

Η Alpha Trust θεωρεί τον επιχειρηματία παράγοντα κλειδί για την επιτυχία του σχεδίου και για αυτό το λόγο προσπαθεί όσο το δυνατόν να κάνει την καλύτερη επιλογή ώστε να μη χρειαστεί αργότερα να «παραμερίσει» κάποιον από αυτούς με σκοπό την αποφυγή συγκρούσεων και την καλύτερη εφαρμογή των συμφωνηθέντων.

Με ποσοστό 20% σημαντικότητας θεωρείται πως επηρεάζει η δυνατότητα εξόδου από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αφού ως μην ξεχνάμε πως η Alpha Trust έχει επιλέξει να επενδύει σε καινοτομικές επιχειρήσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από το σύνολο του επενδυτικού κόσμου ως εταιρείες υψηλού κινδύνου αλλά και υψηλών αποδόσεων. Αυτό συμβαίνει διότι σε καμιά περίπτωση η Alpha Trust δεν επιθυμεί να εμπλακεί σε μια επένδυση από την οποία δε θα μπορεί να εξέλθει με τους πλέον συνηθισμένους τρόπους, όπως εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο, εξαγορά από κάποια άλλη επιχείρηση ή ακόμα και Management Buy-Out.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως κατά τη γενική ομολογία των περισσότερων στελεχών του κλάδου στην Ελλάδα δεν υπάρχουν πολλές επενδυτικές ευκαιρίες για εταιρείες υψηλής καινοτομίας όπως θα μπορούσαμε να εντοπίσουμε σε κάποιες άλλες χώρες. Αυτός ίσως είναι και ο λόγος που πολλές ελληνικές επιχειρήσεις προσπαθούν να χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις του εξωτερικού.

Ως τρίτος λόγος και αυτός με ποσοστό 20% αναφέρονται οι προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης τόσο της ίδιας της επιχείρησης όσο και του κλάδου. Θα πρέπει να υπενθυμίσουμε πως η Alpha Trust επέλεξε να δραστηριοποιηθεί επενδύοντας σε επιχειρήσεις ανεξαρτήτως κλάδου, οι οποίοι όμως θα εμφανίζουν προοπτικές ανάπτυξης. Σαν τέταρτος και πέμπτος λόγος με ποσοστό 15% αντίστοιχα εμφανίζεται η χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών, όπως η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, αλλά και των λογιστικών δεικτών όπως Ισολογισμών και Κατάσταση Ταμειακών Ροών. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως από το σύνολο των χρηματοοικονομικών εργαλείων ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return) χρησιμοποιείται περισσότερο από τα υπόλοιπα

χρηματοοικονομικά, εργαλεία παρά το γεγονός πως τόσο τα χρηματοοικονομικά όσο και τα λογιστικά εργαλεία χαρακτηρίζονται ως όχι και τόσο μεγάλης σημασίας για την ανάλυση της, εφόσον λαμβάνουν μια βαθμολογία 2 στα 5 στη σχετική αξιολόγηση.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως σαν έκτος λόγος εμφανίζεται με ποσοστό 10% οι δυσκολίες που πιθανώς θα αντιμετωπίσει κάποια επιχείρηση για να εισέλθει στον κλάδο δραστηριοποίησης της. Αυτός ο λόγος είναι σίγουρα κατά την άποψη μου άκρως σημαντικός για την επιτυχημένη πορεία του επενδυτικού σχεδίου. Και αυτό διότι τόσο η φύση των επιχειρήσεων υψηλής καινοτομίας όσο και το όλο επενδυτικό εγχείρημα πιθανόν να δώσουν «τροφή για σκέψη» σε κάποιους οι οποίοι να εκμεταλλευτούν στο έπακρο τόσο την προσπάθεια όσο και την ιδέα αυτών των ατόμων. Για αυτούς τους λόγους, οι οποίοι σημειωτέον δεν είναι καθόλου εξωπραγματικοί από τα «παιγνίδια στρατηγικής», θα πρέπει να υπάρχουν κάποιες μορφής εμπόδια εισόδου, ώστε να παρεμποδιστούν τα συγκεκριμένα άτομα. Αυτός ο λόγος, θα πρέπει να σημειωθεί πως λανθασμένα δε λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση διαφόρων επενδυτικών σχεδίων. Και αυτό γιατί δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου μια εταιρεία ουσιαστικά δημιούργησε άθελα της πρόσφορο έδαφος ώστε να εισέλθει μια άλλη και να κατακτήσει την αγορά.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η Alpha Trust είναι η νεότερη εταιρεία του κλάδου του Venture Capital έχοντας στη διάθεση της ένα σημαντικό επενδυτικό κεφάλαιο. Η συγκεκριμένη επιχείρηση διατηρεί ένα σημαντικό διαφορετικό προφίλ επενδύσεων, και αυτό γιατί κύριο μέλημα της είναι να επενδύει σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε καινοτομικά προϊόντα και υπηρεσίες, εμφανίζοντας υψηλές προοπτικές ανάπτυξης ανεξαρτήτως κλάδου.

1.2 Bank of Cyprus VENTURES

Η BOC Ventures ξεκίνησε τις επιχειρηματικές τις δραστηριότητες στο χώρο του Venture Capital στα έτη 2001-2003 ως θυγατρική της Τράπεζας Κύπρου. Μέσα σε αυτό το ομολογουμένως σύντομο χρονικό διάστημα έχει καταφέρει να χρηματοδοτήσει 16-22 επιχειρήσεις προερχόμενες κυρίως από τον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας, στοιχείο το οποίο μας δίνει μια πρώτη εικόνα για τις έντονες επενδυτικές δραστηριότητες της. Φυσικά εφόσον ουσιαστικά αναφερόμαστε σε μια νεοσύστατη δραστηριότητα της τράπεζας, είναι απόλυτα κατανοητό πως σε ένα μεγάλο ποσοστό των επενδύσεων της δεν έχει αποχωρήσει ακόμα και για αυτό το λόγο και στις 16-22 επιχειρήσεις που έχει χρηματοδοτήσει έχει ακόμα το ρόλο του επενδυτή.

Παρατηρούμε πως η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει προβεί στη διενέργεια ενός μεγάλου αριθμού χρηματοδοτήσεων, δημιουργώντας εύλογα ερωτήματα τόσο για την ποιότητα όσο και για την πηγή άντλησης πληροφοριών για αυτές. Στη συγκεκριμένη τράπεζα απασχολούνται με τη διενέργεια του Venture Capital περισσότερα από 8 στελέχη ενώ το καθένα ασχολείται συνήθως με την αξιολόγηση 3-4 επενδυτικών προσπαθειών ανάλογα με τις ανάγκες της τράπεζας.

Φυσικά και σε αυτή την επιχείρηση το ποσό των κεφαλαίων που δεσμεύουν ανά επενδυτικό σχέδιο δεν ξεπερνά τα 30 εκατομμύρια Ευρώ, επιβεβαιώνοντας τους αρχικούς μας ισχυρισμούς πως δεν υπάρχει κάποια ελληνική επιχείρηση η οποία να διαθέτει κάποιο ανώτερο ποσό για χρηματοδότηση. Φυσικά εφόσον η συγκεκριμένη δραστηριότητα υπάγεται στο γενικότερο επενδυτικό κλίμα της Τράπεζας Κύπρου, η μητρική εταιρεία δεν επιθυμεί να συμπράξει με τρίτα άτομα για αυτές τις επενδύσεις και για αυτό το λόγο η χρηματοδότηση της προέρχεται εξολοκλήρου από ίδια κεφάλαια ενώ η αναμενόμενη απόδοση για αυτά κυμαίνεται ανάμεσα στο 21-30% ανάλογα με την επένδυση.

Αξιοπερίεργο είναι το γεγονός πως σε καμία περίπτωση οι αναμενόμενες αποδόσεις δεν διέφεραν από τις πραγματοποιηθείσες ενώ

δεν υπήρχαν περιπτώσεις όπου η συγκεκριμένη επιχείρηση πραγματοποίησε ζημιές κατά τη διενέργεια του Venture Capital. Αυτό θα μπορούσε να οφείλεται στο γεγονός πως ένα μεγάλο σύνολο των επενδυτικών σχεδίων δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμα και συνεπώς δεν μπορούν να υπολογιστούν οι πραγματοποιηθείσες ζημιές ή κέρδη.

Σύμφωνα όμως με τις εκτιμήσεις των στελεχών οι πραγματοποιηθείσες αποδόσεις δεν αναμένονται σε καμιά περίπτωση να ξεπερνούν το 11-15%, ανοίγοντας ουσιαστικά μια τεράστια ψαλίδα με τις αναμενόμενες αποδόσεις, επιβεβαιώνοντας τον κανόνα που θέλει το σύνολο των εταιρειών να έχουν αυτές τις υψηλές αποδόσεις συγκρινόμενες με τις υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης.

Σύμφωνα με τις απαντήσεις των στελεχών της η μέση χρονική περίοδος πραγματοποίησης της επένδυσης είναι 5-6 χρόνια ενώ στο 31-35% των επενδύσεων της δεν έχει αποχωρήσει ακόμα. Αυτό είναι απόλυτα κατανοητό εάν αναλογιστεί κανείς την ημερομηνία δημιουργίας του συγκεκριμένου τμήματος Venture Capital στην Τράπεζα Κύπρου. Από τις επενδύσεις από τις οποίες δεν έχει αποχωρήσει ακόμα βρίσκεται ήδη 3-4 χρόνια σε αυτές ενώ οι κύριοι λόγοι για τους οποίους παραμένει σε αυτές είναι το ελκυστικό σύνολο προϊόντων ή υπηρεσιών που προσφέρει στην αγορά (σε ποσοστό 70%), το χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού όπου υπάρχει στον κλάδο (σε ποσοστό 10%), η αναγνωρισιμότητα, δηλαδή η φήμη η οποία έχει στην αγορά η συγκεκριμένη επιχείρηση (σε ποσοστό 10%) και τέλος η δύναμη που έχει αυτή στον κλάδο (σε ποσοστό 5%).

Αυτά τα στοιχεία με τη σειρά τους μας οδηγούν στο συμπέρασμα πως η Τράπεζα Κύπρου δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στην ανάπτυξη της επιχείρησης, διενεργώντας με τον καλύτερο τρόπο ώστε αυτή να εξελιχθεί σε σημαντική δύναμη του κλάδου.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν χρήσιμο να προσπαθήσουμε να κατανοήσουμε τους τρόπους τους οποίους χρησιμοποιεί η Τράπεζα Κύπρου για την αξιολόγηση και επιλογή των επενδυτικών της ευκαιριών. Σημαντικό ρόλο λοιπόν για την αξιολόγηση των επενδύσεων καταλαμβάνουν με ποσοστό 20% οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, όπως ο

Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης και η μέθοδος της Καθαρής Παρούσα Αξίας και με ποσοστό 20% οι λογιστικοί δείκτες, όπως Ισολογισμοί και Κατάσταση Ταμειακών Ροών.

Ο κλάδος δραστηριότητας της συγκεκριμένης επιχείρησης και οι προοπτικές μελλοντικής της ανάπτυξης λαμβάνουν και αυτοί ένα ποσοστό 20% για την σπουδαιότητα τους όσον αφορά την ανάλυση.

Τέλος με ποσοστό 15% επηρεάζει την αξιολόγηση η φήμη της εταιρείας στην αγορά ενώ με ποσοστό 5% αξιολογούν τις επενδύσεις τους με άλλους τρόπους. Με μια πρώτη ματιά θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε πως η συγκεκριμένη επιχείρηση διενεργεί ένα λεπτομερή και προσεκτικό έλεγχο με σκοπό την καλύτερη αξιολόγηση και αξιοποίηση των επενδυτικών της ευκαιριών. Σύμφωνα με τη χρήση των χρηματοοικονομικών εργαλείων ανάλυσης ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return) χρησιμοποιείται κυρίως για αυτές τις αξιολογήσεις. Γενικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως τα στελέχη της Τράπεζας Κύπρου θεωρούν ιδιαίτερα σημαντική τόσο τη χρήση χρηματοοικονομικών όσο και τη χρήση λογιστικών εργαλείων για την αξιολόγηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Όπως έχουμε τονίσει και προηγουμένως ένας σημαντικός αλλά και τις περισσότερες φορές αφανής παράγοντας για την επιτυχία μιας τέτοιας επένδυσης είναι η συμμετοχή του ίδιου του επιχειρηματία - ιδιοκτήτη τόσο στη διοίκηση όσο και στην πορεία της εταιρείας του. Σε πολλές περιπτώσεις ο επιχειρηματίας «παραμερίζεται» με σκοπό είτε την αποφυγή συγκρούσεων είτε την καλύτερη εφαρμογή των συμφωνηθέντων. Αυτές οι περιπτώσεις στην Τράπεζα Κύπρου ανέρχονται στο 21-25% του συνόλου των επενδύσεων της, ένα ποσοστό ομολογουμένως υψηλό για τέτοιας μορφής επενδύσεις όπου θα μπορούσαμε να το αποδώσουμε στο «νεαρό» της ηλικίας της αλλά και στην ελλιπή αξιολόγηση των χαρακτηριστικών του επιχειρηματία όπως κάνουν οι υπόλοιποι οργανισμοί.

Γενικά θα μπορούσαμε να σημειώσουμε πως το σημαντικότερο ίσως σημείο της επιτυχίας ενός τέτοιου εγχειρήματος είναι ο τρόπος με τον οποίο επιλέγει ο οργανισμός να αποχωρήσει από την επένδυση αυτή.

Στην Τράπεζα Κύπρου λοιπόν επιλέγουν κυρίως την εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο (Initial Public Offering) με ποσοστό 25%, το οποίο όπως γνωρίζουμε προσφέρει στα οφέλη της επένδυσης της γρήγορη συγκομιδή των αποδόσεων και τη εξασφάλιση ενός υγιούς τρόπου χρηματοδότησης για την επιχείρηση. Με ποσοστό 15% επιλέγεται η εξαγορά από μια άλλη επιχείρηση, τρόπος ο οποίος είναι ιδανικός στην περίπτωση όπου δεν μπορεί η επιχείρηση να εισαχθεί στο χρηματιστήριο αλλά έχει αποκτήσει αξία και φήμη στην αγορά ώστε να πωληθεί.

Με ποσοστό επίσης 15% επιλέγεται η ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, τρόπος έσχατος αλλά αναγκαίος στην περίπτωση όπου το επενδυτικό σχέδιο δεν αποδώσει σύμφωνα με τις απαιτούμενες προβλέψεις. Τέλος με ποσοστό 15% επιλέγεται η συγκώνευση με κάποια άλλη επιχείρηση, τρόπος ιδιαίτερα δημοφιλής σε περιπτώσεις επιθυμίας συνεργασίας δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η Τράπεζα Κύπρου ως νεοσύστατη τράπεζα στον κλάδο του Venture Capital χρησιμοποιεί όλους τους αναγκαίους και απαραίτητους τρόπους με σκοπό να πετύχει την καλύτερη αξιοποίηση των κεφαλαίων της και τη δημιουργία ενός στιβαρού ονόματος στην αγορά των χρηματοδοτήσεων. Έχοντας αυτό ως δεδομένο αναζητεί και επιλέγει όσο το δυνατόν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες έχοντας ως κύριο στόχο τις ελκυστικές αποδόσεις του κλάδου. Επιθυμώντας λοιπόν τις αποδόσεις και την καταξίωση δεν έχει σταθεροποιηθεί ακόμα όσον αφορά τόσο τον τρόπο αξιολόγησης των ευκαιριών όσο και τον τρόπο αποχώρησης από τις εταιρείες αυτές, προσδίδοντας έναν αέρα ευελιξίας μεν, σπασμωδικών κινήσεων όμως δε για το δρόμο της επιτυχίας. Σημαντικότερο σημείο προς βελτίωση θα μπορούσε να θεωρηθεί η καλύτερη αξιολόγηση του επιχειρηματία, η οποία θα της επέτρεπε να συνεργάζεται καλύτερα και ουσιαστικότερα μαζί τους αποφεύγοντας τις συγκρούσεις, θέτοντας σε κίνδυνο το μέλλον του όλου εγχειρήματος.

1.3 ΕΘΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Η Εθνική Τράπεζα ξεκίνησε τις δραστηριότητες της στο χώρο του Venture Capital στα χρόνια του 1996-2000 με αρχικό κεφάλαιο 45 εκατομμύρια Ευρώ, αρκετά νωρίτερα ομολογουμένως από τις δυο προηγούμενες επιχειρήσεις αλλά έχοντας στη διάθεση της ένα σημαντικό επενδυτικό κεφάλαιο. Αυτό το γεγονός μπορεί να δικαιολογηθεί από τις απαιτήσεις που είχε μέχρι τότε η ελληνική επιχειρηματική κοινότητα, οι οποίες δεν είχαν προβλέψει σε καμιά περίπτωση τη χρηματοδότηση τους μέσω αυτού του θεσμού. Οι κλάδοι που προτιμώνται συνήθως από την Εθνική Τράπεζα για αυτές τις χρηματοδοτήσεις είναι ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας, ο κλάδος της βιομηχανίας και του εμπορίου.

Ο λόγος για την επιλογή τους αυτή είναι προφανής, επιδιώκουν την υψηλή ρευστοποίηση αλλά και τα κέρδη του πρώτου κλάδου με τη σιγουριά και την αξιοπιστία, από την άποψη της εξασφάλισης των αναγκαίων κερδών, του βιομηχανικού και εμπορικού κλάδου. Μέχρι σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει χρηματοδοτήσει 9-15 επιχειρήσεις. Η Εθνική αυτή τη στιγμή βρίσκεται σαν επενδυτής ακόμα σε 9-15 εταιρείες, χρηματοδοτώντας αυτές μέσω του θεσμού του Venture Capital.

Είναι χαρακτηριστικό πως το κάθε στέλεχος αξιολογεί και επιλέγει σε περίπου 7-8 επενδυτικές προτάσεις, ενώ υπάρχουν περισσότερα από οκτώ στελέχη τα οποία ασχολούνται με τη διενέργεια του Venture Capital. Αυτό το στοιχείο μας δίνει μια πρώτη τάξη μεγέθους για το ποσοστό των επενδυτικών ευκαιριών που απορρίπτονται από την Εθνική Τράπεζα ως ασύμφωρες, δίνοντας μας εν τέλει το τελικό σχετικά μικρό νούμερο των 9-15 χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων έως σήμερα. Ίσως είναι σχετικά νωρίς να αναφέρουμε ως πρώτο συμπέρασμα πως η συγκεκριμένη επιχείρηση αναλύει σε σημαντικό βαθμό τις προτάσεις προς επένδυση και επιλέγει προσεκτικά τις χρηματοδοτούμενες εταιρείες.

Η επιχείρηση αυτή δεσμεύει συνήθως 1-30 εκατομμύρια Ευρώ ανά επενδυτικό σχέδιο ενώ τα κεφάλαια αυτά προέρχονται κατά 10% από διάφορους θεσμικούς επενδυτές, 10% από συνχρηματοδότηση με άλλες τράπεζες και το 80% από τα κεφάλαια της μητρικής εταιρείας.

Παρατηρούμε πως η επιχείρηση αυτή ως κλασική πλέον ελληνική τράπεζα δεν επιτρέπει τη συμμετοχή σε μεγάλο ποσοστό στα επενδυτικά κεφάλαια από κάποιον άλλο, κάτι το οποίο γίνεται στο εξωτερικό ως αντιστάθμιση κινδύνου από την απώλεια των επενδυμένων κεφαλαίων. Η αναμενόμενη απόδοση από αυτές τις επενδύσεις βρίσκεται στο 31-35%, κάτι το οποίο βρίσκεται πολύ κοντά στα ευρωπαϊκά και αμερικάνικα πρότυπα. Αναμενόμενο φυσικά είναι το γεγονός πως οι πραγματοποιηθείσες από τις αναμενόμενες αποδόσεις διαφέρουν σημαντικά ενώ έκπληξη προκαλεί το γεγονός πως δεν υπήρχαν περιπτώσεις επενδυτικών σχεδίων όπου να έχουν ζημιωθεί. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί μερικώς από το στοιχείο πως η συγκεκριμένη επιχείρηση ασχολείται διεξοδικά με τη μελέτη και την προσεκτική αξιολόγηση των προτεινόμενων επενδυτικών ευκαιριών. Θα μπορούσαμε να πούμε πως αυτό είναι εκ των ουκ άνευ από τη στιγμή που το 80% των κεφαλαίων της προέρχονται από την μητρική εταιρεία. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μια αυξημένη αίσθηση ευθύνης από την πλευρά της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών για τη σωστή και αποδοτική αξιοποίηση των κεφαλαίων αυτών.

Έχοντας τα παραπάνω ως δεδομένα η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών δεσμεύεται χρονικά κατά μέσο όρο 3-4 χρόνια σε κάθε επενδυτικό σχέδιο. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως αυτή η χρονική περίοδος αναφέρεται από την έναρξη έως και την αποχώρηση της επιχείρησης από τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Φυσικά σίγουρα υπάρχουν και περιπτώσεις επενδύσεων από τις οποίες δεν έχουν αποχωρήσει ακόμα. Αυτό το ποσοστό ανέρχεται σε περισσότερο από 40% ενώ σε αυτές τις περιπτώσεις βρίσκονται μόλις 1-2 χρόνια. Αυτό μπορεί να μας οδηγήσει μόνο στο συμπέρασμα πως πρόκειται για νέες επενδύσεις στις οποίες δεν έχει «ωριμάσει» ακόμα η περίοδος αποχώρησης. Ο κύριος λόγος για το παραπάνω είναι το γεγονός

πως οι εταιρείες αυτές βρίσκονται σε μια περίοδο αύξησης των πωλήσεων και των κερδών τους οπότε η αποδοτικότερη χρονική στιγμή για την έξοδο μετατοπίζεται στο μέλλον

Σημαντικό στοιχείο για την κατανόηση της λειτουργίας της συγκεκριμένης επιχείρησης αποτελεί η διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο αξιολογούνται τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια. Σύμφωνα με την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών το μεγαλύτερο ποσοστό στην αξιολόγηση αυτή, με 30% αποτελεί η ποιότητα του επιχειρηματία, τη σημασία του οποίου θα εξετάσουμε παρακάτω. Με ποσοστό 20% συμμετέχουν οι Χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης μαζί με τις προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης της συγκεκριμένης εταιρείας όπου λαμβάνουν και αυτοί 20%. Η φήμη και η αξιοπιστία της εταιρείας έρχονται στην επόμενη θέση με 15% ενώ οι λογιστικοί δείκτες όπως η Κατάσταση Ταμειακών Ροών, ισολογισμοί και άλλοι λαμβάνουν μόλις το 10%. Τέλος 5% λαμβάνει ο κλάδος δραστηριοποίησης της συγκεκριμένης εταιρείας.

Αξιοπρόσεκτο σε αυτό το σημείο θα μπορούσε να θεωρηθεί το γεγονός πως το 30% της αξιολόγησης της επένδυσης αναφέρεται στην ποιότητα του επιχειρηματία, γεγονός που δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα όχι μόνο στη χρηματοδότηση αλλά και στη διοικητική συμμετοχή της Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών στην εν λόγω εταιρεία. Ας μην ξεχνάμε πως ένα σημαντικό στοιχείο διαφοροποίησης της χρηματοδότησης Venture Capital από τις υπόλοιπες είναι η ενεργή διοικητική συμμετοχή στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Φυσικό είναι σύμφωνα με τα παραπάνω ο ρόλος του επιχειρηματία να είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την ομαλή και αποδοτική εξέλιξη της χρηματοδότησης αυτής. Δεν θα ήταν αφύσικο σε κάποιες επιχειρήσεις ο επιχειρηματίας να «παραμεριστεί» με σκοπό την καλύτερη εφαρμογή των συμφωνηθέντων ή για την αποφυγή συγκρούσεων. Αυτό το ποσοστό στην Εθνικής Επιχειρηματικών Συμμετοχών ανέρχεται μόλις στο 1-5% του συνόλου των επενδύσεων, δείχνοντας για άλλη μια φορά το βαθμό στον οποίο εξετάζονται οι επενδύσεις πριν αυτές πραγματοποιηθούν.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως από την πλειάδα των χρηματοοικονομικών εργαλείων, των οποίων η σημασία κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική και τα οποία έχουν αναλυθεί λεπτομερώς προηγουμένως, μόνο ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return) θεωρείται ο περισσότερο κατάλληλος για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων. Φυσικά κανείς δεν απορρίπτει τη χρήση των λογιστικών εργαλείων των οποίων η αξία κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική για την αξιολόγηση αλλά μερικές φορές και για τη πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά η συγκεκριμένη επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί κατά την αξιολόγηση των επενδύσεων της «Θεωρία Χαρτοφυλακίου» αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο και μεγιστοποιώντας τις αποδόσεις της, ενώ σε καμιά περίπτωση δεν υπολογίζει το κόστος κεφαλαίου της. Η απάντηση στο τελευταίο θα μπορούσε να αναζητηθεί στο γεγονός πως τα προς επένδυση κεφάλαια της προέρχονται ως επί το πλείστον από τη μητρική της εταιρεία.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως κατά την αποχώρηση από τις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις, η ελληνική πρακτική δεν διαφέρει αισθητά από αυτήν της υπόλοιπης Ευρώπης και Αμερικής αφού η επιλογή της εισαγωγής σε κάποιο χρηματιστήριο (Initial Public Offering) αποτελεί κυρίαρχο τρόπο εξόδου σε ποσοστό 80% του συνόλου των επενδύσεων. Αυτός ο τρόπος παρέχει όπως έχουμε παρατηρήσει τη δυνατότητα άμεσης συγκομιδής των επενδυμένων κεφαλαίων ενώ δίνει την ευκαιρία στην επιχείρηση να κρατήσει την τύχη της στα χέρια της.

Αυτό αναφέρεται στο γεγονός πως με 15% του συνόλου των επενδύσεων η αποχώρηση γίνεται μέσω εξαγοράς από κάποια άλλη επιχείρηση ενώ το 5% αναφέρεται σε συγχώνευση με κάποια άλλη, στοιχεία που μειώνουν σαφώς τις δυνατότητες αυτόνομης διακυβέρνησης της εταιρείας.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε για την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών πως αποτελώντας μια από τις θυγατρικές της Εθνικής Τράπεζας χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της μητρικής με τρόπο ώστε να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή επένδυση με το χαμηλότερο κίνδυνο, μέσω της χρήσης χρηματοοικονομικών και ποιοτικών στοιχείων

για την αξιολόγηση τους. Ο χρόνος συμμετοχής είναι ιδιαίτερα μικρός αλλά οι αποδόσεις εξασφαλίζονται τόσο με την ενεργή συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας αλλά τόσο και με τον τρόπο εξόδου από αυτήν μέσω της εισαγωγής της σε κάποιο χρηματιστήριο.

1.4 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων αποτελεί ίσως την παλαιότερη επιχείρηση στο χώρο του Venture Capital με έτος ίδρυσης στα έτη 1986-1990. Ως παλαιότερη επιχείρηση αναμένουμε τα αποτελέσματα από την ερευνά μας να είναι ιδιαίτερα ενδιαφέροντα. Η εταιρεία αυτή προτιμά για τις επενδύσεις αρχικά τον κλάδο της βιομηχανίας, ο οποίος έχει το πλεονέκτημα της σταθερότητας αλλά και του μεγάλου όγκου των πωλήσεων.

Σαν δεύτερος κλάδος προτίμησης, και σε αυτό το σημείο συναντάμε την πρώτη έκπληξη, είναι ο κλάδος του τουρισμού ο οποίος σε μια μεσογειακή χώρα όπως η Ελλάδα αποτελεί ίσως το σημαντικότερο στοιχείο του Εθνικού Εγχώριου Προϊόντος. Η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων δεν άφησε λοιπόν να πάνε χαμένες αυτές οι επενδυτικές ευκαιρίες και συμμετέχει ενεργά στην ανάπτυξη γενικά της ελληνικής οικονομίας με αυτό τον τρόπο. Παρόλα αυτά θα πρέπει να αναφερθεί πως η συγκεκριμένη επιχείρηση προτιμά ιδιαίτερα τις συναλλαγατοφόρες επιχειρήσεις, εταιρείες δηλαδή όπου με έδρα το εξωτερικό πληρώνουν και συναλλάσσονται σε συνάλλαγμα, εκτός της ζώνης του Ευρώ.

Όπως είναι φυσικό κυρίως λόγω του έτους ίδρυσης της, η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων έχει χρηματοδοτήσει περισσότερες από 28 επιχειρήσεις στην Ελλάδα διατηρώντας ακόμα το ρόλο του επενδυτή σε 9-15 από αυτές. Θα μπορούσαμε να πούμε πως η εμπειρία της συγκεκριμένης εταιρείας έχει δημιουργήσει μια σημαντικότερη φήμη στην αγορά κεφαλαίου με αποτέλεσμα να προτιμάται από τις επιχειρήσεις. Αυτό με τη σειρά του έχει ως αποτέλεσμα να

απασχολούνται σε αυτήν περισσότερο από 8 στελέχη αναλαμβάνοντας το καθένα 3-4 υποθέσεις χρηματοδότησης μέσω Venture Capital. Φυσικά όπως έχουμε επισημάνει από την αρχή αυτής της έρευνας και η συγκεκριμένη επιχείρηση διαθέτει 1-30 εκατομμύρια Ευρώ ανά επενδυτικό σχέδιο.

Σημαντικό σε αυτό το σημείο είναι να δούμε τον τρόπο που δομούνται τα κεφάλαια της συγκεκριμένης επιχείρησης. Το 40% αποτελούν ίδια κεφάλαια της επενδυτικής εταιρείας, για να υπάρχει όμως κάποιας μορφής διασπορά κινδύνου στα κεφάλαια αυτά συμμετέχουν κατά 20% θεσμικοί επενδυτές, κατά 20% συγχρηματοδοτούνται με άλλες τράπεζες και κατά 20% από κρατική επιχορήγηση. Παρατηρούμε πως η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων έχει καταφέρει όχι μόνο να χρηματοδοτεί έναν ομολογουμένως μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων αλλά παράλληλα να αντλεί αυτά τα κεφάλαια από ένα σημαντικό αριθμό επενδυτών κάθε μορφής.

Η αναμενόμενη απόδοση από αυτά τα επενδυτικά σχέδια μπορεί να μην είναι ιδιαίτερα ελκυστική, αφού προσεγγίζει συνήθως μόλις το 6-10%, αλλά η διαβεβαίωση της απόδοσης είναι περισσότερο σημαντική. Φυσικά οι αναμενόμενες αποδόσεις, όπως γνωρίζουμε, σε πολύ λίγες περιπτώσεις ταυτίζονται με τις πραγματικές, και με αυτή την περίπτωση να μην αποτελεί εξαίρεση.

Γενικά στον κόσμο των επιτυχημένων επενδυτικών ευκαιριών επικρατεί η αντίληψη πως «δεν είναι δυνατόν να βγάλεις χρήματα εάν δεν χάσεις μερικά». Και σε αυτή την περίπτωση υπήρχαν περιπτώσεις όπου η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων ζημιώθηκε κατά τη διενέργεια κάποιας επένδυσης με το ποσοστό αυτών να βρίσκεται, σε πολύ χαμηλά ποσοστά της τάξης του 1-10%. Φυσικά από τα επενδυτικά σχέδια όπου ήταν κερδοφόρα τις περισσότερες φορές οι αποδόσεις ήταν σχεδόν ταυτόσημες της τάξης του 6-10%. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως η μέση χρονική περίοδος πραγματοποίησης μιας επένδυσης είναι τα 5-6 χρόνια.

Φυσικά στο πλήθος των επενδύσεων όπου έχει πραγματοποιήσει υπάρχουν περιπτώσεις που δεν έχει αποχωρήσει ακόμα και σε αυτή την

περίπτωση το ποσοστό αυτό αποτελεί το 16-20% του συνόλου των επενδυτικών της σχεδίων. Σε αυτές τις επιχειρήσεις βρίσκεται κυρίως μέχρι τώρα για 3-4 χρόνια ενώ πολλοί είναι οι λόγοι για τους οποίους δεν έχει αποχωρήσει ακόμα. Αρχικά ο σημαντικότερος λόγος σε ποσοστό 40% είναι το γεγονός πως δεν έχουν ακόμα προσφέρει το κατάλληλο έδαφος για ικανοποιητική κερδοφορία οπότε δεν έχει έλθει ακόμα η κατάλληλη στιγμή για να αποχωρήσουν.

Ο δεύτερος λόγος με 30% οφείλεται στη σημαντική δύναμη που έχει αυτή η επιχείρηση στον κλάδο, στοιχείο που είναι άκρως ενδιαφέρον ιδιαίτερα στην περίπτωση όπου η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων αποφασίσει να έχει ένα σημαντικό μέρος των πωλήσεων ως ισότιμος εταίρος στις επιχειρήσεις αυτές. Ως τρίτος λόγος με ποσοστό 10% αντιτίθεται το ελκυστικό σύνολο προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρει ενώ αντίστοιχα το προϊοντικό μείγμα το ολοκληρώνει με ποσοστό 10% η αναγνωρισιμότητα της επιχείρησης στην αγορά. Αυτά τα δυο στοιχεία αποτελούν ίσως τα σημαντικότερα στοιχεία για την επικράτηση της επιχείρησης στην αγορά και συνεπώς αποφυγή αποχώρησης από αυτήν με σκοπό τη συμμετοχή στα κέρδη. Τέλος σαν πέμπτος λόγος με 10% και αυτός προβάλλεται το χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού στον κλάδο.

Το επόμενο στοιχείο όπου καλούμαστε να διερευνήσουμε σε αυτή την περίπτωση είναι ο τρόπος με τον οποίο αξιολογεί η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων τις επενδυτικές τις ευκαιρίες. Ιδιαίτερα σημαντικό σε πρώτη φάση αναδεικνύεται με ποσοστό 30% οι προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης της συγκεκριμένης εταιρείας, στοιχείο το οποίο εάν το συνδυάσουμε με τους παραπάνω λόγους για τους οποίους δεν έχει αποχωρήσει ακόμα από αυτές φτάνουμε στο συμπέρασμα πως η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων ενδιαφέρεται κυρίως για επιχειρήσεις με μέλλον στην αγορά παρά για το γρήγορο κέρδος από αυτές.

Ο δεύτερος τρόπος που αξιολογεί τις επενδυτικές ευκαιρίες και αυτός με ποσοστό 30% είναι οι λογιστικοί δείκτες όπως οι Ισολογισμοί και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Σημαντικό στοιχείο για την

αξιολόγηση της με ποσοστό 20%, αποτελεί η φήμη που έχει η συγκεκριμένη εταιρεία στην αγορά, στοιχείο το οποίο επιβεβαιώνει τους αρχικούς ισχυρισμούς μας πως η συγκεκριμένη επενδυτική επιχείρηση δεν ενδιαφέρεται μόνο για την απόδοση των επενδύσεων της αλλά πολλές φορές επιζητά να συμμετέχει ως εταίρος στην επιτυχημένη τους πορεία όταν είναι αυτό δυνατό.

Τέλος με ποσοστό μόλις 10% συμμετέχουν στην όλη αξιολόγηση οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία, και ο κλάδος δραστηριοποίησης αντίστοιχα. Με την ευκαιρία αυτή θα πρέπει να σημειώσουμε πως για να μπορέσει μια επιχείρηση να πετύχει και να αναπτυχθεί στο δύσκολο χώρο των επενδύσεων θα πρέπει να επηρεάζεται όσο το δυνατόν λιγότερο από τον κλάδο δραστηριοποίησης της επιχείρησης που ενδιαφέρεται. Φυσικά η ενασχόληση με κάποιο κλάδο προσδίδει εμπειρία και γνώσεις αλλά στερεί τις πιθανές ευκαιρίες για μεγάλες αποδόσεις από άλλους κλάδους.

Θα πρέπει να σημειώσουμε πως τα στελέχη της Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων θεωρούν πως τα χρηματοοικονομικά εργαλεία δεν διευκολύνουν ιδιαίτερα την ανάλυση τους ενώ εάν πρέπει να επιλέξουν ανάμεσα σε κάποια θα επέλεγαν τις συγκρίσεις με κάποιο παρόμοιο επενδυτικό πρόγραμμα, τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value), τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (Internal Rate of Return) και την Περίοδο Αποπληρωμής (Payback Period).

Αντίθετα τα λογιστικά στοιχεία και οι αντίστοιχες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται έχουν τεράστια σημασία για την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων. Η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων δίνει τεράστια προσοχή στο θέμα του επιχειρηματία μιας και τον θεωρεί ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο στην επιτυχημένη πορεία του επενδυτικού σχεδίου. Ενδεικτικό αυτής της προσοχής που δείχνει αποτελεί το γεγονός πως σε καμία περίπτωση έως σήμερα δε χρειάστηκε να «παραμερίσει» τον επιχειρηματία με σκοπό την αποφυγή συγκρούσεων ή κάποιον άλλο λόγο.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως επιλέγει για να αποχωρήσει από τις επενδύσεις της κυρίως με την εισαγωγή τους σε κάποιο

χρηματιστήριο (Initial Public Offerings) έχοντας τα γενικότερα οφέλη που έχουμε αναφέρει όπως άμεση συγκομιδή των κερδών, δίνοντας τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλήσει υγιή κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε πως η Ελληνική Αναπτυξιακή Εταιρεία Επενδύσεων αποτελεί ίσως την πιο παλιά εταιρεία στο χώρο του Venture Capital με δραστηριότητες στο χώρο της βιομηχανία αλλά και του τουρισμού. Ο χώρος του Venture Capital αποτελεί ένα σημαντικό χώρο δραστηριότητας για αυτή εάν κρίνουμε από τα στελέχη που απασχολούνται σε αυτόν ενώ παράλληλα με τα ίδια της κεφάλαια αντλεί κεφάλαια για τις επενδύσεις της και από θεσμικούς και διάφορους επενδυτές. Συνήθως μένει 5-6 χρόνια στις εταιρείες που επενδύει με απόδοση 6-10% για τα κεφάλαια της. Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους δεν έχει αποχωρήσεις ακόμα από ορισμένες με το σημαντικότερο να είναι η έλλειψη ικανοποιητικής κερδοφορίας. Γενικά δεν χρησιμοποιούν ιδιαίτερα τα χρηματοοικονομικά εργαλεία αλλά αντίθετα θεωρούν υψίστης σημασίας την ποιότητα του επιχειρηματία όπου θα συναλλάσσονται. Τέλος αποφασίζουν κυρίως να αποχωρούν από τις επενδύσεις τους με την εισαγωγή της εταιρείας σε κάποιο χρηματιστήριο.

1.5 ETBA BANK

Η ETBA ξεκίνησε τις δραστηριότητες της στο χώρο του Venture Capital το 1996-2000. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως σύμφωνα με τη μαρτυρία των ερωτώμενων η τράπεζα είχε και στο παρελθόν ξεκινήσει τη συμμετοχή της σε αυτόν τον κλάδο αλλά μόνο μέσω των συμμετοχών της σε διάφορες κοινοπραξίες χρηματοδοτήσεων με άλλους οργανισμούς, οι οποίες χρηματοδοτήσεις δεν θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν τότε Venture Capital με την αυστηρή έννοια του όρου. Ακόμα και σήμερα η ETBA συνεχίζει τη συμμετοχή της σε διάφορα Venture Capital Funds με σκοπό τη διασπορά του κινδύνου αλλά και την καλύτερη εύρεση και αξιοποίηση επενδυτικών ευκαιριών.

Ο κλάδος ο οποίος προτιμάται έως σήμερα είναι αυτός του εμπορίου και ο κύριος λόγος για αυτό είναι το γεγονός πως σύμφωνα με τις απόψεις των ερωτώμενων στην Ελλάδα δεν υπάρχουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στους κλάδους της υψηλής τεχνολογίας, η οποία στην Ελλάδα βρίσκεται στα πρώτα της βήματα, της βιομηχανίας αλλά και της ναυτιλίας όπου ο κίνδυνος είναι αρκετά μεγάλος.

Μέχρι σήμερα η ETBA έχει χρηματοδοτήσει 2-8 επιχειρήσεις από τις οποίες δεν έχει αποχωρήσει ακόμα ως επενδυτής. Σε αυτό το σημείο θα ήταν σκόπιμο να αναφερθεί πως στο τμήμα του Venture Capital εργάζονται 3-4 στελέχη ενώ το κάθε ένα από αυτά ασχολείται συνήθως με 1-2 επενδυτικές προτάσεις. Θα ήταν σκόπιμο να επισημάνουμε το στοιχείο πως η συγκεκριμένη τράπεζα δεν έχει καταφέρει να εντοπίσει και να αξιοποιήσει επενδυτικές ευκαιρίες όσο θα άρμοζε τόσο στο όνομα της όσο και στα κεφάλαια της. Ο κύριος λόγος για αυτό θα πρέπει ως επί το πλείστον να αναζητηθεί στην συνχρηματοδότησή της με άλλες τράπεζες. Το ποσό των κεφαλαίων της το οποίο δεσμεύει έως τώρα ανήκει στην κατηγορία του 1-30 εκατομμυρίων Ευρώ, ενώ σύμφωνα με τη μαρτυρία των στελεχών με πολύ μεγάλη δυσκολία θα βρισκόταν μια επιχείρηση η οποία να διαθέσει ανώτερο ποσό στην Ελλάδα. Τα κεφάλαια αυτά προέρχονται σε ποσοστό 50% από τα ίδια της κεφάλαια

και το 50% με συνχρηματοδότησή με άλλες τράπεζες όπως προαναφέραμε. Τα ίδια αυτά κεφάλαια δεν επιτρέπονται να χρηματοδοτήσουν κάποιο σχέδιο εάν ξεπερνούν το 1-2% του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της μητρικής τράπεζας.

Σύμφωνα με τα στελέχη της όταν ξεκίνησε η συγκεκριμένη τράπεζα τη δραστηριότητα της στο χώρο του Venture Capital είχε την πεποίθηση ότι θα πετύχαινε αποδόσεις της τάξης του 25%, το οποίο τελικά κατέστη αδύνατο έχοντας σήμερα ως αναμενόμενη απόδοση το 11-15%. Φυσικά όπως έχουμε κατανοήσει αλλά και όπως συμβαίνει σε όλες τις επενδύσεις οι αναμενόμενες αποδόσεις ήταν τελείως διαφορετικές από τις πραγματοποιηθείσες ενώ σε καμιά περίπτωση η τράπεζα δεν ζημιώθηκε από τις επιλογές της. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως η μέση χρονική περίοδος πραγματοποίησης της επένδυσης είναι τα 7-8 χρόνια, κάτι το οποίο συμβαίνει κατά κύριο λόγο και στο εξωτερικό. Λόγω του ότι ο μέσος χρόνος όπως προαναφέραμε ήταν 7-8 χρόνια και η επιχείρηση ξεκίνησε τις δραστηριότητες της στον κλάδο το 1996-2000 είναι λογικό πως δεν έχει αποχωρήσει ακόμα από αυτές τις εταιρείες. Στις συγκεκριμένες εταιρείες η ETBA βρίσκεται ως επενδυτής μόλις 3-4 χρόνια ενώ δεν έχουν αποχωρήσει ακόμα διότι η συγκεκριμένες επενδύσεις δεν έχουν ωριμάσει ακόμα.

Σημαντικά συμπεράσματα για την ερευνά μας συγκεντρώθηκαν κατά την εξέταση του τρόπου που αξιολογούν τα προτεινόμενα επενδυτικά σχέδια. Σύμφωνα με τα στελέχη σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση τους έχουν οι προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης της συγκεκριμένης επιχείρησης, με ποσοστό 50%, ενώ 20% λαμβάνουν η σημασία του κλάδου δραστηριοποίησης αλλά και η φήμη της στην αγορά αντίστοιχα. Στη συγκεκριμένη τράπεζα υπάρχει κάποια εταιρεία η οποία διαχειρίζεται τα περιουσιακά της στοιχεία (Asset Management) αλλά σε καμιά περίπτωση δεν χρησιμοποιούν μοντέλα «Θεωρίας Χαρτοφυλακίου» για την αντιστάθμιση του κινδύνου των επενδύσεων της. Όσον αφορά το κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιούν το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων δημοσίου (Treasury Bills) ενώ σε καμιά περίπτωση δεν το χρησιμοποιούν αυτό ως εναλλακτικό κόστος επένδυσης, δηλαδή ως

κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που θα έχαναν εάν δεν έκαναν τη συγκεκριμένη επένδυση έναντι κάποιας άλλης. Περισσότερο χρησιμοποιείται κατά τον υπολογισμό διαφόρων δεικτών παρά ως κόστος ευκαιρίας.

Με 10% χρησιμοποιούνται λογιστικοί δείκτες όπως Ισολογισμοί και Κατάσταση Ταμειακών Ροών. Σύμφωνα όμως με τα στελέχη καμία μέθοδος δεν προσφέρει ασφαλή συμπεράσματα όσον αφορά την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων. Μια περισσότερο ασφαλής ένδειξη θα μπορούσε να αποτελέσει η διαχρονική μελέτη του κύκλου εργασιών αλλά και των πωλήσεων της. Γενικά πάντως θα πρέπει να αναφερθεί πως τα χρηματοοικονομικά εργαλεία δεν θεωρούνται και ύψιστης σημασίας στην αξιολόγηση των προτάσεων εφόσον στη σχετική ερώτηση βαθμολογήθηκαν με 3 στην πενταβάθμια κλίμακα ενώ τα λογιστικά εργαλεία στην ίδια αξιολόγηση βαθμολογήθηκαν μόλις με 2.

Ένα στοιχείο το οποίο έχει επισημανθεί έως τώρα πολλές φορές από όλες τις επιχειρήσεις τονίσθηκε ιδιαίτερα και σε αυτή την επιχείρηση. Αυτό αναφέρεται στον ιδιαίτερο ρόλο που έχει ο ίδιος ο επιχειρηματίας στο όλο εγχείρημα. Και αυτό γιατί η ποιότητα του επιχειρηματία θα διαδραματίσει ιδιαίτερο ρόλο τόσο κατά την αξιολόγηση του επενδυτικού σχεδίου αλλά όσο και για την ομαλή διεξαγωγή και αποπεράτωση του. Αρκεί να αναφέρουμε πως στο 1-5% του συνόλου των επενδύσεων ο επιχειρηματίας χρειάστηκε να «παραμεριστεί» λόγω διαφωνιών ή για την αποφυγή συγκρούσεων.

Σε αυτό το σημείο θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τον τρόπο με τον οποίο η συγκεκριμένη επιχείρηση επιλέγει να αποχωρήσει από τις χρηματοδοτήσεις αυτές όπου η συγκεκριμένη επιχείρηση πρωτοτυπεί. Αρχικά θα πρέπει να σημειώσουμε πως ο κύριος τρόπος για την αποχώρηση, όπως και σε όλες τις άλλες, ήταν αλλά και θα είναι η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο (Initial Public Offering) με ποσοστό 50%. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει η συγκεκριμένη μέθοδος επιτρέπει σε αυτόν που χρηματοδοτεί να αποχωρήσει έχοντας τις αποδόσεις που επιθυμεί αλλά και δίνει τη δυνατότητα στην ίδια την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση να συνεχίζει να αντλεί υγιείς πόρους από το επενδυτικό κοινό

χωρίς το φόβο πλέον απώλειας της επιχείρησης. Με ποσοστό 30% προκρίνεται η λύση της εξαγοράς από μια άλλη επιχείρηση. Αυτή η λύση ενδείκνυται στην περίπτωση όπου η επένδυση δεν είχε και δεν πρόκειται να αποδώσει τα συμφωνηθέντα για διάφορους λόγους. Σε αυτή την περίπτωση όπου ο επιχειρηματίας δεν έχει τους απαραίτητους πόρους για να αποπληρώσει τη χρηματοδότηση καταφεύγουμε στην εξαγορά. Φυσικά κανείς δεν αποκλείει το γεγονός ο ίδιος ο επιχειρηματίας να επιθυμεί να εξαγοραστεί η επιχείρηση του, δηλαδή να μην επιθυμεί πλέον να παραμείνει στη διοίκηση της.

Τέλος σύμφωνα με τα στελέχη της ETBA ,με ποσοστό 20%, υπάρχει και η λύση του Management Buy-Out, της εξαγοράς δηλαδή της επιχείρησης από τον ίδιο τον επιχειρηματία, με σκοπό να την οδηγήσει ο ίδιος στην επιτυχία. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως για να συμβεί κάτι τέτοιο θα πρέπει ο επιχειρηματίας να έχει τα απαιτούμενα κεφάλαια για να εξαγοράσει την εταιρεία του είτε άμεσα από την τράπεζα είτε έμμεσα με την αγορά του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της κατά την εισαγωγή της σε κάποιο χρηματιστήριο. Για να συμβεί αυτό και για να έχει ο ίδιος πλεόνασμα τόσων κεφαλαίων, θα πρέπει ουσιαστικά να έχει καταφύγει στη χρήση του Venture Capital με σκοπό την επέκταση της επιχείρησης του με ξένα κεφάλαια, έχοντας προφανώς κάποιο εναλλακτικό κόστος κεφαλαίου για τα ίδια.

Ανακεφαλαιώνοντας θα μπορούσαμε να πούμε πως η ETBA ως ελληνική τράπεζα μετέχει κυρίως στο όλο εγχείρημα συμμετέχοντας σε κάποιο Venture Capital Fund και όχι ανεξάρτητα όπως κάνουν οι περισσότερες ελληνικές τράπεζες. Για αυτό το λόγο κατά την εκτίμηση μου δεν έχει αναλάβει έως τώρα και κάποιο σημαντικό αριθμό επενδύσεων. Γενικά προσδοκούν να συμμετέχουν στις εταιρείες 7-8 χρόνια αναμένοντας μια απόδοση της τάξης του 11-15%, κυρίως λόγω του χρόνου επένδυσης οι περισσότερες από αυτές δεν έχουν ολοκληρωθεί ακόμα. Η εταιρεία για την αξιολόγηση της δεν χρησιμοποιεί ιδιαίτερα λογιστικά και χρηματοοικονομικά εργαλεία, εφόσον πιστεύουν πως κανένα από αυτά δεν προσφέρει μια ολοκληρωμένη άποψη για το μέλλον της επένδυσης. Αντί αυτού θεωρούν

πως η ποιότητα του επιχειρηματία αποτελεί το σημαντικότερο στοιχείο για την επιλογή της επένδυσης της και την ομαλή διεξαγωγή της. Τέλος θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως αποχωρούν από τις επενδύσεις τους είτε μέσω εισαγωγής της εταιρείας σε κάποιο χρηματιστήριο είτε μέσω της εξαγοράς της από κάποια άλλη επιχείρηση αλλά και ακόμα και τον ίδιο τον επιχειρηματία.

1.6 GLOBAL FINANCE

Η Global Finance αποτελεί τη δεύτερη παλαιότερη επιχείρηση δραστηριοποιούμενη στο χώρο του Venture Capital, με έτος ίδρυσης το 1991, έχοντας ένα αρχικό επενδυτικό κεφάλαιο της τάξης των 20 εκατομμυρίων δολαρίων. Οι κλάδοι οι οποίοι συνήθως επιλέγονται για επένδυση είναι αυτοί του εμπορίου, κυρίως λόγω του όγκου πωλήσεων των εταιρειών αλλά και αυτός της βιομηχανίας κυρίως λόγω της σταθερότητας των πωλήσεων σε αυτόν. Ιδιαίτερη προτίμηση επίσης δίνουν στους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, των υπηρεσιών και του τουρισμού. Μέχρι σήμερα έχει χρηματοδοτήσει περισσότερες από 40 ελληνικές επιχειρήσεις, αριθμό ρεκόρ για τα ελληνικά δεδομένα, ενώ διατηρεί το ρόλο του επενδυτή σε περισσότερες από 28 με σύνολο δεσμευμένων κεφαλαίων της τάξης των 100 εκατομμυρίων δολαρίων. Στην Global Finance απασχολούνται περισσότερα από 8 στελέχη ενώ το καθένα από αυτά ασχολείται 3-4 υποθέσεις Venture Capital. Κατά μέσο όρο η Global Finance δεσμεύει, φυσικά ανάλογα με την επένδυση, 10 εκατομμύρια Ευρώ τα οποία αποτελούνται στη σύνθεση του κατά 60% από θεσμικούς επενδυτές, κατά 20% από διάφορα αμοιβαία κεφάλαια και κατά 20% από διάφορους επενδυτές (Private Investors). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να παρατηρήσουμε πως τα στελέχη της μας τόνισαν ιδιαίτερα πως κύριο μέλημα της εταιρείας είναι η σωστή διαχείριση των κεφαλαίων που τους εμπιστεύονται τρίτα άτομα και πολύ σπάνια συμμετέχουν σε κάποια επένδυση με δικά τους κεφάλαια.

Εφόσον κύριο μέλημα της Global Finance είναι να διαχειρίζεται κεφάλαια τρίτων είναι πολύ φυσικό η απόδοση να εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από τη σύνθεση και τις απαιτήσεις του Fund, και συνήθως κυμαίνεται ανάμεσα στο 26-45%. Φυσικά όπως σε όλες τις μεγάλες επιχειρήσεις έτσι και εδώ, επικρατεί η αντίληψη του ότι «εάν δεν καθούν κάποια χρήματα δεν πρόκειται να δημιουργηθούν νέα». Η Global Finance λοιπόν είχε κατά τη διάρκεια των επενδύσεων της και ζημιές οι οποίες ήταν ένα πολύ μικρό ποσοστό του συνόλου των

επενδύσεων της, ανερχόμενες στο 1-10% αυτών. Φυσικά εξαιτίας της πολύ λεπτομερούς μελέτης την οποία κάνουν για την αξιολόγηση των επενδυτικών ευκαιριών, στο 92% των επενδύσεων τους οι αναμενόμενες αποδόσεις ταυτίζονταν με τις πραγματοποιούμενες. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε πως η μέση χρονική περίοδος στην οποία επενδύουν σε μια εταιρία είναι τα 3-6 έτη με επικρατέστερη αυτή των 5 ετών.

Γενικά όπως έχουμε αναφέρει μέχρι τώρα, λόγω του ότι η Global Finance επενδύει και διαχειρίζεται κεφάλαια τρίτων δεν έχει την «πολυτέλεια» να μην αποχωρεί από μια εταιρεία επειδή δεν έχει έλθει η κατάλληλη στιγμή. Οι επενδύσεις της έχουν όλες αυτό τον χαρακτήρα, δηλαδή της επένδυσης και της αποχώρησης σε προκαθορισμένες από την αρχή χρονικές στιγμές. Παρ' όλα αυτά υπάρχουν και κάποιες περιπτώσεις εταιρειών στις οποίες κατέχουν ακόμα το ρόλο του επενδυτή.

Οι κύριοι λόγοι για αυτό είναι κατά πρώτον με ποσοστό 40% το ελκυστικό σύνολο προϊόντων ή υπηρεσιών που προσφέρουν στην αγορά, δίνοντας σαν εταιρεία σαφή δείγματα γραφής για το μέλλον της. Ο δεύτερος λόγος με ποσοστό 35% αναφέρεται στο ρόλο της διοίκησης (Management) ο οποίος θα αναλυθεί περισσότερο στη συνέχεια. Ο τρίτος και τελευταίος λόγος με ποσοστό 25% αναφέρεται στη δύναμη που έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση στον κλάδο, ένα στοιχείο το οποίο θα «προδώσει» τις μελλοντικές τις προοπτικές.

Ενδιαφέρον θα ήταν κατόπιν να εξετάσουμε τον τρόπο με τον οποίο αξιολογεί η Global Finance τις επενδυτικές ευκαιρίες. Σημαντικό στοιχείο στην ανάλυση τους έχουν με ποσοστό 30% οι χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης ενώ επίσης με ποσοστό 30% χρησιμοποιούνται και οι λογιστικοί δείκτες όπως Ισολογισμοί και Κατάσταση Ταμειακών Ροών οι οποίοι λαμβάνουν στη σχετική τους αξιολόγηση 4 στα 5. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται, όπως έχει γίνει κατανοητό, και στις προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης της εταιρείας η οποία και αυτή αξιολογείται με το ποσοστό του 30% και τέλος με ποσοστό 10% αξιολογούνται με βάση τον κλάδο δραστηριοποίησης,

χωρίς να είναι αυτό όμως δεσμευτικό για την επιλογή των επενδύσεων της. Γενικά η Global Finance δίνει πολύ μεγάλη σημασία στους χρηματοοικονομικούς δείκτες χρησιμοποιώντας κυρίως κατά ποσοστό 40% την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας και με ποσοστό 40% τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης. Ορισμένες φορές ανάλογα με τις απαιτήσεις της επένδυσης χρησιμοποιούν σε ποσοστό 20% τεχνικές προσομοίωσης όπως Monte Carlo Simulation και άλλες.

Η Global Finance δίνει τεράστια βάση στον παράγοντα «άνθρωπο» κατά την επιλογή και εκτέλεση των επενδύσεων της. Θεωρεί το ρόλο του επιχειρηματία ιδιαίτερα σημαντικό και για αυτό το λόγο δεν υπήρχαν μέχρι τώρα περιπτώσεις επενδύσεων όπου χρειάστηκαν να τον «απομακρύνουν».

Ο τρόπος που το πετυχαίνουν αυτό είναι πολύ συγκεκριμένος και έχει να κάνει με την αξιολόγηση, τη σωστή επιλογή και κατόπιν την υποστήριξη της επενδυτικής τους προσπάθειας. Αρχικά προσπαθούν να εντοπίσουν επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες θα έχουν τις προοπτικές για εξαιρετική μελλοντική ανάπτυξη. Ο δεύτερος σημαντικότερος παράγοντας είναι η συγκεκριμένη επιχείρηση να έχει μια ικανότατη ομάδα διοίκησης (Management Team) η οποία θα έχει ως διπλό στόχο της τόσο την ανάπτυξη της εταιρείας της όσο και την υποστήριξη των στόχων της Global Finance. Πολλές φορές η ίδια η Global Finance επιθυμεί να συμμετέχει ως επενδυτής μειοψηφίας (Minority Partner) σε εταιρείες οι οποίες έχουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά αλλά δεν επιθυμούν να χρηματοδοτηθούν μέσω του Venture Capital.

Αυτό το οποίο κάνουν λοιπόν μόλις αναλάβουν μια επένδυση Venture Capital είναι να προχωρήσουν στην προ-δραστική αναδιοργάνωση του οργανισμού (Proactive Corporate Restructuring), έχοντας ως στόχο την καλύτερη επικοινωνία αλλά και συνεργασία των στελεχών της με την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Δεν είναι λίγες οι φορές οι οποίες η Global Finance εμπιστεύτηκε τόσο πολύ μια επιχείρηση ώστε δέχτηκε να χρηματοδοτήσει και την είσοδο της σε κάποιες αγορές του εξωτερικού. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως από ότι έχει ειπωθεί έως τώρα η Global Finance

επενδύει όχι μόνο στην εταιρεία αλλά και στις ανθρώπινες σχέσεις, ας μην ξεχνάμε πως ήταν η πρώτη εταιρεία η οποία εισήγαγε στην Ελλάδα τους όρους του Management Buy- Out (M.B.O) και Management Buy-In (M.B.I) προσφέροντας νέες ευκαιρίες στους επιχειρηματίες.

Σκοπός της Global Finance είναι η υποστήριξη της επιχείρησης με στόχο τη δημιουργία αξίας. Αυτό το πετυχαίνει με το να συμμετέχει ενεργά στη διοίκηση της εταιρίας με σκοπό την επίτευξη κοινών στόχων. Αυτή η δημιουργία αξίας εκτείνεται ακόμα και στην υποβοήθηση της διοίκησης της εταιρείας στην αντιμετώπιση δύσκολων και επικίνδυνων καταστάσεων για το μέλλον της. Μέσα σε όλα αυτά παρέχει τη δυνατότητα στον επιχειρηματία να χρησιμοποιήσει το οργανωμένο δίκτυο συνεργατών της Global Finance όπως προμηθευτές και πελάτες, συμβούλους επιχειρήσεων και πιθανούς επιχειρησιακούς εταίρους.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως όταν έλθει η συμφωνημένη χρονική στιγμή για να αποχωρήσει από την επιχείρηση τότε έχει να επιλέξει ανάμεσα σε τρεις κατά κύριο λόγο τρόπους. Σαν πρώτος τρόπος με ποσοστό 40% προτιμάται η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο με τα γνωστά οφέλη της γρήγορης συγκομιδής των κεφαλαίων της. Σαν δεύτερος τρόπος με ποσοστό 30% προκρίνεται στην περίπτωση όπου η εταιρεία δεν έχει τις δυνατότητες να εισαχθεί σε κάποιο χρηματιστήριο η εξαγορά της από μια άλλη επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά με ποσοστό 30% υπάρχει και η δυνατότητα συγκώνευσης με κάποια άλλη εταιρεία με σκοπό να εκμεταλλευτούν τις πιθανές μελλοντικές δυνατότητες μιας συνεργασίας τους.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η Global Finance αποτελεί την καλύτερα οργανωμένη εταιρεία στο χώρο του Venture Capital στην Ελλάδα. Μόνο από το άκουσμα των επενδύσεων της όπως Goody's, Chipita, η Mark Allen, Baby land, Γερμανός, Γρηγόρης, Δωδώνη, Μπουτάρη και πολλοί άλλοι δίνεται μια αίσθηση της δυναμικής αυτής της επιχείρησης. Η Global Finance αποτελεί μια παγκόσμια εταιρεία η οποία στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στις πρακτικές του Venture Capital του εξωτερικού με διαφοροποιήσεις στην Ελλάδα ανάλογα με τις επενδύσεις που προκρίνονται. Ο ρόλος της ως

διαχειριστής κεφαλαίων τρίτων δε μειώνει στο ελάχιστο τις πραγματικές δυνατότητες και την ενεργή συμμετοχή της στην επιτυχημένη πορεία των επενδύσεων της. Και όλα αυτά γίνονται καθαρά επαγγελματικά με αυστηρή συναίσθηση των υποχρεώσεων της έναντι των κεφαλαιούχων αλλά και των εκατομμυρίων Ευρώ που διαχειρίζεται.

1.7 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Η Τράπεζα Πειραιώς ξεκίνησε την ενασχόληση της με τον κλάδο του Venture Capital στα έτη 1996-2000 έχοντας αρχικό κεφάλαιο επενδύσεων το ποσό των δυο δισεκατομμυρίων δραχμών (5,784,526.4 Ευρώ). Η συγκεκριμένη τράπεζα αποτελεί ίσως μια εξαίρεση στο σύνολο των επιχειρήσεων που έχουμε εξετάσει έως τώρα από την άποψη του ότι δεν έχει κάποια συγκεκριμένη προτίμηση όσον αφορά τον κλάδο δραστηριότητας όπου θα επενδύσει, τα κεφάλαια της. Αντίθετα εξετάζει προσεκτικά τις ευκαιρίες όπου τις έχουν παρουσιαστεί και επιλέγει την καλύτερη δυνατή. Είναι χαρακτηριστικό πως μέχρι σήμερα έχει χρηματοδοτήσει 2-8 επιχειρήσεις ενώ κατέχει ακόμα το ρόλο του επενδυτή στο ίδιο νούμερο.

Στην Τράπεζα Πειραιώς ασχολούνται με τη διενέργεια Venture Capital 3-4 στελέχη τα οποία απασχολούνται στις επενδύσεις ανάλογα με τις ανάγκες της τράπεζας. Φυσικά δεν θα μπορούσε και αυτή η επιχείρηση να αποτελέσει εξαίρεση στο σύνολο των ελληνικών εταιρειών δεσμεύοντας ποσό 1-30 εκατομμυρίων Ευρώ, το οποίο σύμφωνα με τις απόψεις των στελεχών της είναι ουσιαστικά υπερβολικό για τα ελληνικά δεδομένα.

Ως γνήσια θυγατρική ελληνικής τράπεζας είναι απόλυτα φυσιολογικό το 100% των επενδυμένων κεφαλαίων να προέρχονται από τα ίδια κεφάλαια της μητρικής τράπεζας. Η αναμενόμενη απόδοση για αυτές τις επενδύσεις βρίσκεται στο 26-30% ενώ εξαιτίας των υψηλών αποδόσεων είναι απόλυτα φυσιολογικό το γεγονός πως υπάρχουν αποκλίσεις από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Σε αυτό το σημείο θα ήταν χρήσιμο να σημειώσουμε πως η Τράπεζα Πειραιώς ως νεοσύστατη επιχείρηση στον κλάδο του Venture Capital έχει προβεί σε κάποιες επενδυτικές ενέργειες οι οποίες όπως είναι φυσικό δεν έχουν ωριμάσει ακόμη λόγω του «νεαρού της ηλικίας τους». Επομένως δεν μπορούν να γίνουν υπολογισμοί για απώλειες ή για κέρδη από τις επενδύσεις αυτές.

Σύμφωνα με αυτά υπολογίζουν να έχουν πραγματοποιήσει τις επενδύσεις αυτές σε μια μέση χρονική περίοδο των 5-6 ετών ενώ κατά μέσο όρο βρίσκονται σε αυτές τις εταιρείες έχοντας το ρόλο του επενδυτή για 1-4 χρόνια, ενώ από τις επιχειρήσεις τις οποίες έχουν χρηματοδοτήσει δεν έχουν αποχωρήσει, στοιχείο του οποίου η αξία θα φανεί αργότερα. Σημαντικό θα ήταν να εξετάσουμε τους λόγους για τους οποίους δεν έχουν αποχωρήσει ακόμα.

Αρχικά σαν περισσότερο σημαντικός λόγος με ποσοστό 40% προβάλλει το ελκυστικό σύνολο προϊόντων ή υπηρεσιών που προσφέρει στην αγορά, δημιουργώντας ευνοϊκές συνθήκες για μελλοντική της ανάπτυξη. Σαν δεύτερος λόγος με ποσοστό 30% προβάλλεται το χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού στον κλάδο, στοιχείο το οποίο θα μπορούσε να δημιουργήσει μελλοντικές ευνοϊκές συνθήκες για επικράτηση της στην αγορά. Εδώ θα πρέπει να θυμηθούμε πως η Τράπεζα Πειραιώς διαφοροποιείται από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις από το στοιχείο πως δεν έχει κάποια συγκεκριμένη προτίμηση όσον αφορά τον κλάδο δραστηριότητας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Αυτό ίσως να δίνει μια αίσθηση ευελιξίας στην τράπεζα ώστε να αναζητεί και να αξιοποιεί όλες τις επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες θα της φανούν ελκυστικές.

Τρίτος λόγος τέλος με ποσοστό 30% αναθέτεται στη διοίκηση (Management) της επιχείρησης όπου χρηματοδοτείται. Φτάνοντας στο σημείο όπου θα πρέπει να αναφερθούμε στον τρόπο με τον οποίο η τράπεζα αξιολογεί τις επενδυτικές ευκαιρίες που της παρουσιάζονται. Αρχικά θα πρέπει να αναφέρουμε πως και σε αυτή την περίπτωση δεν γίνεται χρήση της θεωρίας καρτοφυλακίου για τη διασπορά του κινδύνου, ίσως εξαιτίας του μικρού αριθμού των επενδύσεων όπου έχουν πραγματοποιηθεί.

Θα ήταν χρήσιμο να σημειώσουμε πως η Τράπεζα Πειραιώς θα μπορούσε, ως νεοεισερχόμενη τράπεζα στον κλάδο του Venture Capital, να κάνει χρήση της θεωρίας καρτοφυλακίου για τη διασπορά του κινδύνου εφόσον είναι σχετικά άπειρη σε αυτό τον τρόπο χρηματοδοτήσεων. Πολλά είναι σύμφωνα με την τράπεζα τα στοιχεία με τα οποία αξιολογεί τις επενδυτικές ευκαιρίες που τις παρουσιάζονται. Οι

χρηματοοικονομικοί δείκτες (ποσοστό 20%) όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία και ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης χρησιμοποιούνται σημαντικά ενώ η χρήση τους θεωρείται ιδιαίτερης σημασίας στην αξιολόγηση αυτή.

Αντίστοιχα οι λογιστικοί δείκτες (ποσοστό 20%) όπως Ισολογισμοί, Κατάσταση Ταμειακών Ροών και άλλοι θεωρούνται και πάλι επέχουσας σημασίας για την αξιολόγηση των επενδυτικών ευκαιριών. Φυσικά τόσο ο κλάδος δραστηριοποίησης (ποσοστό 20%) όσο και η φήμη της εταιρείας στην αγορά (ποσοστό 20%) επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την ανάλυση τους εφόσον η τράπεζα αξιολογεί και επιλέγει τις επενδύσεις της και με βάση τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης (ποσοστό 20%) τόσο του κλάδου όσο και της ίδιας της εταιρείας

Ένα ακόμα στοιχείο διαφοροποίησης της Τράπεζας Πειραιώς από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που έχουμε εξετάσει είναι το είδος των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιεί για την ανάλυση της.

Αρχικά θα πρέπει να αναφέρουμε πως δεν υπάρχει κάποιος συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου της παρά μόνο ο καθορισμός ενός ελάχιστου επιπέδου απόδοσης που αναμένουν σύμφωνα με τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου (Treasury Bills). Σε μια πρώτη βάση ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return) χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων ενώ η διαφοροποίηση έρχεται στη δεύτερη βάση ανάλυσης όπου χρησιμοποιείται η Venture Capital Method. Αυτό το στοιχείο σίγουρα αποτελεί μια εξαίρεση στον κανόνα εφόσον το σύνολο των επιχειρήσεων που έχουμε εξετάσει δεν έχει επιλέξει τη συγκεκριμένη μέθοδο. Με βάση τα παραπάνω γίνεται φανερό πως η Τράπεζα Πειραιώς αποτελεί την πλέον ευέλικτη επενδυτική τράπεζα στο χώρο του Venture Capital.

Όπως έχει γίνει ιδιαίτερα φανερό η Τράπεζα Πειραιώς θεωρεί ιδιαίτερα σημαντικό το ρόλο του επιχειρηματία στο όλο της εγχείρημα. Και αυτό γιατί ο επιχειρηματίας είναι αυτός ο οποίος με τη συμπεριφορά του μέσα στην επιχείρηση θα αποτελέσει το βαρόμετρο της επιτυχίας ή όχι του όλου εγχειρήματος. Στην συγκεκριμένη περίπτωση κυρίως εξαιτίας των ομολογουμένως λίγων επενδύσεων αλλά και του γεγονότος πως αυτές δεν έχουν ωριμάσει μας δίνει μια πρώτη ένδειξη για την αιτία

όπου δεν έχει «παραμεριστεί» κάποιος από τους ιδιοκτήτες έως τώρα. Αυτό ίσως να οφείλεται στο γεγονός πως η εξέταση των επενδυτικών ευκαιριών είναι αρκετά σχολαστική και πολύπλευρη καλύπτοντας κάθε πτυχή κάποιας επενδυτικής αποτυχίας. Φυσικά εφόσον δεν έχουν ολοκληρωθεί ακόμα οι επενδύσεις ακόμα από καμία εταιρεία δεν είναι δυνατόν να γνωρίζουν τον τρόπο με τον οποίο θα αποχωρήσουν από αυτές.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η Τράπεζα Πειραιώς είναι μια νεοεισερχόμενη επιχείρηση στον κλάδο του Venture Capital με πολλά νεωτεριστικά στοιχεία. Αρχικά δεν έχει κάποια εμμονή με κάποιο συγκεκριμένο επενδυτικό κλάδο ώστε να δραστηριοποιηθεί σε κάποια αντίστοιχη επιχείρηση. Αυτό το στοιχείο μπορεί να φαίνεται ασήμαντο αλλά της προσδίδει έναν αέρα ευελιξίας στη δραστηριότητα της ενώ η ενασχόληση της με πολλούς κλάδους της επιτρέπει να αποκτήσει τις απαραίτητες γνώσεις και εμπειρίες οι οποίες θα της χρησιμεύσουν στο μέλλον. Χαρακτηριστικό στοιχείο της ευελιξίας της αποτελεί το σημείο όπου το κάθε στέλεχος που βρίσκεται στο χώρο του Venture Capital ασχολείται με ανάλογα με τις επενδυτικές ευκαιρίες που έχει να αντιμετωπίσει η τράπεζα.

Φυσικά ως νεοεισερχόμενη τράπεζα στον κλάδο του Venture Capital δεν έχει αποχωρήσει ακόμα από τις επενδυτικές της δραστηριότητες. Για την επιλογή τους όμως χρησιμοποιείται και εδώ μια νέα μέθοδος με τη χρήση της Venture Capital Method δίνοντας ένα στοιχείο νεωτερισμού στις δραστηριότητες της, το οποίο σε συνδυασμό με τα υπόλοιπα στοιχεία όπου εξετάζονται, όπως οι προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης του κλάδου αλλά και της ίδιας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, διαφοροποιεί αισθητά την Τράπεζα Πειραιώς από την πεπατημένη. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα επιχείρησης χρηματοδοτούμενης από την Τράπεζα Πειραιώς είναι η Aegean Airlines, μια νεοσύστατη αλλά άκρως δυναμική εταιρεία στο χώρο των αερομεταφορών.

1.8 VECTIS CAPITAL SA

Η Vectis Capital ιδρύθηκε και αυτή, όπως και οι περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου, στα έτη 1996-2000 έχοντας 27 εκατομμύρια Ευρώ ως αρχικό κεφάλαιο προς επένδυση. Οι κλάδοι οι οποίοι συνήθως προτιμώνται από αυτήν προς επένδυση είναι ο κλάδος του εμπορίου και της βιομηχανίας όπως έχουμε αναφέρει και προηγουμένως αυτοί οι δυο κλάδοι προσφέρουν όχι μόνο υψηλούς ρυθμούς πωλήσεων αλλά και την αναγκαία σταθερότητα που απαιτεί μια τέτοια επένδυση. Μέχρι σήμερα λοιπόν η Vectis Capital έχει χρηματοδοτήσει 9-15 επιχειρήσεις ενώ διατηρεί το ρόλο του επενδυτή σε 9-15 από αυτές.

Στη συγκεκριμένη εταιρεία ασχολούνται 3-4 στελέχη για τη διενέργεια του Venture Capital ενώ το καθένα από αυτά εξετάζει περισσότερες από 12 επενδυτικές προτάσεις ετησίως. Αυτός ο αριθμός τόσο των στελεχών όσο και των επενδυτικών προσπαθειών που αξιολογούν και τελικώς επιλέγουν τις επενδύσεις φανερώνει πως η Vectis Capital διενεργεί ένα πολύ λεπτομερή έλεγχο όσον αφορά τις επενδυτικές προσπάθειες που θα αναλάβει. Φυσικά όπως και στις υπόλοιπες ελληνικές επιχειρήσεις έτσι και εδώ το κεφάλαιο που δεσμεύεται ανά επένδυση δεν ξεπερνά τα 30 εκατομμύρια Ευρώ. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί πως τα επενδυτικά της κεφαλαία προέρχονται κατά 40% από διάφορα αμοιβαία κεφάλαια, κατά 30% από θεσμικούς επενδυτές, κατά 20% από τα ίδια της κεφάλαια και κατά 10% από συνχρηματοδότηση με άλλους οργανισμούς.

Όπως παρατηρούμε λοιπόν η Vectis Capital λειτουργεί ουσιαστικά ως διαχειριστής τρίτων κεφαλαίων. Η συγκεκριμένη επιχείρηση, όπως έχουμε παρατηρήσει από παραπάνω, προσπαθεί να αξιολογήσει όσο το δυνατόν καλύτερα τις επενδυτικές της προσπάθειες, και έχοντας αυτό ως δεδομένο προσπαθεί να επιτύχει στην πράξη μια αναμενόμενη απόδοση της τάξης του 26-30%. Φυσικά το σύνολο των επενδύσεων της δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμα και συνεπώς δε θα μπορούσαμε να γνωρίζουμε τόσο

την πραγματική τους απόδοση όσο και τις πιθανές ζημιές που θα πραγματοποιούσαν. Η Vectis Capital πραγματοποιεί τις επενδύσεις σε μια μέση χρονική περίοδο των 5-6 ετών ενώ όπως ήδη έχουμε αναφέρει δεν έχει αποχωρήσει από το σύνολο των επενδύσεών της. Σε αυτές τις επιχειρήσεις βρίσκεται μόλις 1-2 χρόνια ενώ ο κυριότερος λόγος για τον οποίο δεν έχει αποχωρήσει ακόμα είναι γιατί δεν έχει υπάρξει ακόμα η κατάλληλη οικονομική συγκυρία ενώ οι περισσότερες από αυτές είναι σχετικά πρόσφατες σαν επενδύσεις και συνεπώς χρειάζονται περισσότερο χρόνο για να καρποφορήσουν.

Σημαντικό σε αυτό το σημείο θα ήταν να εξετάσουμε τον τρόπο με τον οποίο η Vectis Capital αξιολογεί τις επενδύσεις της. Σε αυτήν της την αξιολόγηση σημαντικό μερίδιο λαμβάνει με ποσοστό 40% οι προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης τόσο του κλάδου όσο και της ίδιας της εταιρείας, ενώ με ποσοστό 20% λαμβάνονται υπόψη οι λογιστικοί δείκτες και ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρείας.

Τέλος με ποσοστό 10% χρησιμοποιούνται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αλλά και η φήμη της συγκεκριμένης εταιρείας στην αγορά. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί πως παρά το γεγονός ότι το περισσότερο κατάλληλο χρηματοοικονομικό εργαλείο για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων είναι ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return), γενικά τα χρηματοοικονομικά εργαλεία δεν θεωρούνται ιδιαίτερα σημαντικά από τη Vectis Capital σε αντίθεση με τα λογιστικά εργαλεία που θεωρούνται ιδιαίτερα σημαντικά.

Ο ρόλος του επιχειρηματία αποτελεί ίσως το σημαντικότερο κλειδί της επιτυχίας του όλου εγχειρήματος. Έτσι και στη Vectis Capital ο ρόλος του επιχειρηματία θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός ενώ δεν έχει αναφερθεί κάποια συγκεκριμένη περίπτωση όπου αυτός χρειάστηκε να αποχωρήσει απλό την εταιρεία.

Το τελευταίο σημείο στο οποίο θα πρέπει να αναφερθούμε αφορά τον τρόπο με τον οποίο θα αποχωρήσει αυτή από τις επενδύσεις της. Προς μεγάλη μας έκπληξη διαπιστώνουμε πως η Vectis Capital προτιμά με ποσοστό 60% να προχωρεί στην εξαγορά της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης από κάποια άλλη. Αυτό το στοιχείο ίσως φανερώνει τις

προθέσεις της διοίκησης της να χρηματοδοτεί κάποια επιχείρηση με σκοπό να δημιουργήσει μια επιχειρηματική οντότητα η οποία θα «πωληθεί» αργότερα σε κάποια άλλη. Ακόμα και η δεύτερη επιλογή της ε ποσοστό 30% αφορά τη συγκώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση ενώ μόλις στην τρίτη θέση με ποσοστό 10% βρίσκεται η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η Vectis Capital αποτελεί μια νέα επιχείρηση στο χώρο του Venture Capital έχοντα χρηματοδοτήσει μέχρι σήμερα 9-15 επιχειρήσεις, ενώ κυρίως λόγω του νεαρού της ηλικίας της διατηρεί ακόμα το ρόλο του επενδυτή σε αυτές. Για την αξιολόγηση των επενδυτικών της προτάσεων λαμβάνει υπόψη της κυρίως λογιστικά εργαλεία αλλά και τις προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης του κλάδου αλλά και της ίδιας της επιχείρησης.

Θα πρέπει να σημειωθεί πως στην πρώτη θέση των προτιμήσεων της όσον αφορά τον τρόπο με τον οποίο αποχωρεί από τα επενδυτικά της σχέδια βρίσκεται η εξαγορά από κάποια επιχείρηση αποτελώντας ουσιαστικά την πρώτη εταιρεία που χρησιμοποιεί σαν πρώτη επιλογή της αυτόν τον τρόπο. Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως η Vectis Capital έχει χρηματοδοτήσει έως σήμερα στην Ελλάδα την Pizza Fan, τα συστήματα Ideal και πολλές άλλες επιχειρήσεις.

2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ **VENTURE CAPITAL**

Στις προηγούμενες ενότητες αναλύσαμε σε σημαντικό βαθμό τα στοιχεία εκείνα τα οποία επιτρέπουν στις ελληνικές επιχειρήσεις Venture Capital να δραστηριοποιούνται σε αυτό τον κλάδο. Περισσότερο σημαντικό όμως είναι να διαπιστώσουμε τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτού του κλάδου ώστε να αντλήσουμε κάποια χρήσιμα συμπεράσματα τόσο για τη λειτουργία όσο και τις τεχνικές του ελληνικού κλάδου του Venture Capital.

Το πρώτο μας συμπέρασμα όσον αφορά τον ελληνικό κλάδο αφορά τη χρονολογία ίδρυσης του. Σύμφωνα με τον πίνακα των συχνοτήτων παρατηρούμε πως οι περισσότερες επιχειρήσεις ιδρύθηκαν στα έτη 1996-2000, με ποσοστό 62.5%, ενώ στις υπόλοιπες χρονολογίες υπάρχει ουσιαστικά μια ισοψηφία με ποσοστό 12.5% έκαστη.

Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
1986-1990	1	12.5	12.5	12.5
1991-1995	1	12.5	12.5	25.0
1996-2000	5	62.5	62.5	87.5
2001-2003	1	12.5	12.5	100
Total	8	100.0	100.0	

Βλέπουμε και σχηματικά πως οι ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου προτιμούν ως έτος σταθμό το 1996-2000. Ένας λόγος για αυτή την καθυστέρηση θα μπορούσε να αποδοθεί στις ανάγκες χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων, οι οποίες μέχρι και τη δεκαετία του 1990 δεν θεωρούσαν πως υπήρχε ανάγκη ύπαρξης για το Venture capital στην Ελλάδα. Ακόμα και σήμερα, σύμφωνα με απόψεις στελεχών, ελάχιστες

ελληνικές επιχειρήσεις γνωρίζουν για αυτό το είδος χρηματοδότησης, ενώ αντίστοιχα ελάχιστος είναι και ο αριθμός αυτών που το χρησιμοποιούν δίνοντας μια σχετική ιδέα για τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει ο κλάδος.

Σημαντικό στοιχείο είναι να μπορέσουμε να αναλύσουμε τους κλάδους τους οποίους επιλέγουν για να επενδύσουν μεμονωμένα αλλά και συγκριτικά μεταξύ τους με σκοπό να ανακαλύψουμε τον πλέον δημοφιλή. Αρχικά θα πρέπει να αναφέρουμε πως ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας (HIGH-TECH) δεν προτιμάται συνήθως από τις επιχειρήσεις εφόσον το 62.5 % δεν τον επιλέγουν για να επενδύσουν σε αυτόν. Αυτό ήταν κάτι το αναμενόμενο εφόσον στην Ελλάδα ο κλάδος αυτός δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένος, αφήνοντας ουσιαστικά στις ελληνικές επιχειρήσεις το ρόλο του «δέκτη» της τεχνολογίας.

Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
YES	3	37,5	37,5	37,5
NO	5	62,5	62,5	100,0
Total	8	100,0	100,0	

Ο κύριος λόγος για αυτό, σύμφωνα με τις μαρτυρίες των στελεχών, είναι πως στην Ελλάδα υπάρχουν ελάχιστες επιχειρήσεις οι οποίες να δραστηριοποιούνται στο αντικείμενο αυτό. Αυτή η έλλειψη επιχειρήσεων δημιουργεί αμφιβολίες κυρίως όσον αφορά την εμπειρία αλλά και τις προοπτικές εξέλιξης του συγκεκριμένου κλάδου. Οι ελληνικές επιχειρήσεις του Venture Capital δεν διακινδυνεύουν στο να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε κάποιο κλάδο ο οποίος μόλις τώρα αναπτύσσεται, θέλοντας με αυτό τον τρόπο να αποφύγουν όσο το δυνατόν περισσότερο τις ζημιές των πρώτων σταδίων. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως στο εξωτερικό, τόσο στην Ευρώπη αλλά περισσότερο στην Αμερική, ο κλάδος του Venture Capital στηρίζει ιδιαίτερα τον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας εφόσον τον θεωρεί ως τον πλέον κατάλληλο για υψηλές αποδόσεις. Φυσικά στο εξωτερικό οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται έχουν το ρόλο των ηγετών και

πρωτοπόρων της τεχνολογίας όχι μόνο στις χώρες τους αλλά και παγκόσμια.

Παρόμοια εικόνα όμως δεν συναντάμε στους δυο επόμενους κλάδους δραστηριότητας, τη βιομηχανία (INDUSTRY) και το εμπόριο (MERCHANT). Και στις δυο αυτές περιπτώσεις οι δυο αυτοί κλάδοι επιλέγονται τουλάχιστον από τις μισές επιχειρήσεις στοιχείο το οποίο είναι ενδεικτικό της προτίμησης για αυτές τις δραστηριότητες.

MERCHANT				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
YES	4	50,0	50,0	50,0
NO	4	50,0	50,0	100,0
Total	8	100,0	100,0	

INDUSTRY				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
YES	4	50,0	50,0	50,0
NO	4	50,0	50,0	100,0
Total	8	100,0	100,0	

Ένας λόγος για αυτό είναι πως το εμπόριο μπορεί να έχει υψηλές πωλήσεις αλλά αυτές δεν είναι εξασφαλισμένες στο μέλλον, δημιουργώντας δηλαδή αμφιβολίες όσον αφορά τη διατήρηση της κερδοφορίας, ενώ για τη βιομηχανία ο συγκεκριμένος κλάδος απορροφά σημαντικά κεφάλαια επενδύσεων αλλά συνήθως στρέφεται σε κάποιες άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως ο δανεισμός ή η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο. Παρ' όλα αυτά και ελλείψει προτιμήσεως του κλάδου της υψηλής τεχνολογίας, οι δυο αυτοί κλάδοι αναλαμβάνουν να ικανοποιήσουν τις προσπάθειες των στελεχών του Venture Capital για ικανοποιητική κερδοφορία.

Όσον αφορά τον κλάδο της ναυτιλίας (NAUTICAL) παρατηρούμε πως υπάρχει ένα ισχυρό όχι των ελληνικών επιχειρήσεων Venture Capital σε αυτό τον κλάδο παρά το γεγονός πως είμαστε παραδοσιακά ναυτική χώρα. Ένας λόγος για αυτό θα πρέπει να αναζητηθεί στα χαμηλά

επίπεδα κερδών των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων αλλά και στα σχετικά πρόσφατα σκάνδαλα τα οποία συγκλόνισαν τον κλάδο. Η Ελλάδα μπορεί να προσφέρει τη δυνατότητα της ανεπτυγμένης ναυτιλίας τόσο παράκτιας όσο και υπερπόντιας, δεν προσφέρει όμως το κατάλληλο ελκυστικό σύνολο αποδόσεων ώστε να προσελκύσει τις επιχειρήσεις του κλάδου.

NAUTICAL				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
NO	8	100,0	100,0	100,0

Όσον αφορά την προτίμηση τους σε κάποιον άλλο κλάδο (OTHER BRA.) το οποίο μας δίνει ένα ποσοστό προτίμησης 50% οφείλεται στο γεγονός πως κάποιες από τις επιχειρήσεις δεν έχουν κάποια συγκεκριμένη προτίμηση κλάδου παρά μόνο επενδύουν σε εταιρείες οι οποίες εμφανίζουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης στο μέλλον ενώ μια από αυτές αρέσκει να επενδύει στον τουρισμό. Γενικά θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε πως ο ελληνικός κλάδος Venture Capital δεν έχει κατασταλάξει ακόμα όσον αφορά τις επιχειρήσεις τις οποίες θα στοχεύει ως επενδύσεις, κάτι το οποίο ενδεχομένως να οφείλεται και στο νεαρό της ηλικίας του. Ένα ακόμα στοιχείο είναι πως οι ελληνικές επιχειρήσεις δυσκολεύονται στο να αναλάβουν σχετικά ριψοκίνδυνες επενδύσεις για δυο κυρίως λόγους. Ο πρώτος θα γίνει περισσότερο κατανοητός στη συνέχεια και έχει να κάνει με τη σύνθεση των κεφαλαίων τους και συνεπώς τις απαιτήσεις από αυτά σαν αποδόσεις. Ο δεύτερος έχει να κάνει με το νεαρό της ηλικίας του κλάδου στην Ελλάδα αλλά και την απουσία δελεαστικών προτάσεων όπως θα μπορούσε να προσφέρει ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας.

OTHER BRANCH				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
YES	4	50,0	50,0	50,0
NO	4	50,0	50,0	100,0
Total	8	100,0	100,0	

Εφόσον αναλύσαμε παραπάνω τους κλάδους δραστηριοποίησης, χρήσιμο θα ήταν να αναφέρουμε τον αριθμό των επιχειρήσεων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τον κλάδο (INVEST TO). Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα το 37.5% των επιχειρήσεων έχει χρηματοδοτήσει μόλις 2-8 επιχειρήσεις, στοιχείο το οποίο θα μπορούσε να αποδοθεί στην ημερομηνία ίδρυσης τους αλλά και το σχετικό δισταγμό λόγω απειρίας τους. Σημαντικό είναι και το στοιχείο πως ποσοστό 25% έχει χρηματοδοτήσει περισσότερες από 28 επιχειρήσεις από την ίδρυση της, επιβεβαιώνοντας τους αρχικούς ισχυρισμούς πως πρόκειται για τις παλαιότερες εταιρείες του κλάδου. Τέλος με ποσοστό 25% επιλέγονται οι 9-15 και με ποσοστό 12.5% οι 16-22 επιχειρήσεις για μέχρι τώρα χρηματοδότηση.

INVEST TO				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
2-8	3	37,5	37,5	37,5
9-15	2	25,0	25,0	62,5
16-22	1	12,5	12,5	75,0
>28	2	25,0	25,0	100,0
Total	3	100,0	100,0	

Στην συνέχεια της έρευνας σκοπός μας είναι να διαπιστώσουμε τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στο έτος ίδρυσης κάποιας επιχείρησης και του αριθμού των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει μέχρι σήμερα. Παρατηρούμε γενικά πως το 62.5% έχει ιδρυθεί το 1996-2000 και έχει χρηματοδοτήσει 2-15 επιχειρήσεις. Από αυτές το 37.5% έχει χρηματοδοτήσει μόλις 2-8 επιχειρήσεις ενώ το υπόλοιπο 25% έχει χρηματοδοτήσει 9-15 επιχειρήσεις- Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως μόλις το 25% αυτών που έχουν ιδρυθεί το 1986-1995 έχει χρηματοδοτήσει περισσότερες από 28 επιχειρήσεις, επιβεβαιώνοντας ουσιαστικά τις υποθέσεις μας πως όσο παλαιότερη είναι μια επιχείρηση τόσο περισσότερες εταιρείες θα έχει χρηματοδοτήσει. Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως οι ελληνικές επιχειρήσεις συμβαδίζουν με την άποψη που θέλει τις παλιότερες να

είναι και οι περισσότερο δραστήριες, επενδύοντας συνολικά σε περισσότερες επιχειρήσεις.

Σημαντικά συμπεράσματα θα μπορούσαμε να βγάλουμε και από το ποσοστό των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν ακόμα το ρόλο του επενδυτή (STILL INV.). Σε αυτό το σημείο παρατηρούμε πως το 75% έχει ακόμα το ρόλο του επενδυτή σε 2-15 επιχειρήσεις, στοιχείο το οποίο σχετίζεται άμεσα με τις εταιρείες Venture Capital οι οποίες έχουν επενδύσει έως τώρα και έχουν ιδρυθεί μετά το 1995. Οι εταιρείες αυτές δεν έχουν καταφέρει ακόμα να αποχωρήσουν από τις επενδύσεις αυτές για λόγους τους οποίους θα αναλύσουμε παρακάτω.

Ως δεύτερη επιλογή αυτών με ποσοστό 12.5% αναφέρονται οι 16-22 και περισσότερες από 28 αντίστοιχα. Παρατηρούμε σύμφωνα και με μαρτυρίες στελεχών, πως οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν να παραμένουν ως επενδυτές στις εταιρείες αυτές με σκοπό να επωφεληθούν από την υψηλή τους κερδοφορία και ανάπτυξη, συμμετέχοντα ως ισότιμοι εταίροι τόσο στη διακυβέρνηση όσο και στη πορεία αυτών την οποία οι ίδιοι χρηματοδότησαν.

Το επόμενο ενδιαφέρον στοιχείο έχει να κάνει με τη σύνθεση της διοίκησης μιας επιχείρησης Venture Capital στην Ελλάδα, δηλαδή πόσα στελέχη δραστηριοποιούνται σε κάθε επιχείρηση αλλά και τον ακριβή αριθμό των επενδύσεων που αξιολογεί το καθένα. Όσον αφορά τον αριθμό των στελεχών παρατηρούμε πως το 50% των επιχειρήσεων έχουν περισσότερα από 8 στελέχη να ασχολούνται με το αντικείμενο. Στη δεύτερη κατηγορία έρχεται με ποσοστό 37.5% η ενασχόληση 3-4 στελεχών με το χώρο του Venture Capital ενώ τέλος 1-2 στελέχη ασχολούνται μόνο στο 12.5% των περιπτώσεων.

Σημαντικό είναι να δούμε και τον αριθμό των επενδυτικών προσπαθειών με τις οποίες ασχολείται το κάθε στέλεχος. Ο μεγαλύτερος αριθμός επενδύσεων ανά στέλεχος είναι οι 3-4 επενδυτικές υποθέσεις με ποσοστό 50% ενώ οι κατηγορίες 1-2 επενδύσεις, 7-8 επενδύσεις, 9-10 και περισσότερες από 12 επενδύσεις ισοβαθμούν με ποσοστό 12.5%.

Χαρακτηριστικός θα μπορούσαμε να πούμε πως είναι για τον ελληνικό κλάδο τόσο ο αριθμός των στελεχών όπου ασχολούνται με το

αντικείμενο ανά επιχείρηση, αφού το λιγότερο 8 στελέχη δραστηριοποιούνται στη διενέργεια Venture Capital, όσο και των επενδυτικών προσπαθειών (3-4) όπου αναλαμβάνει το κάθε στέλεχος.

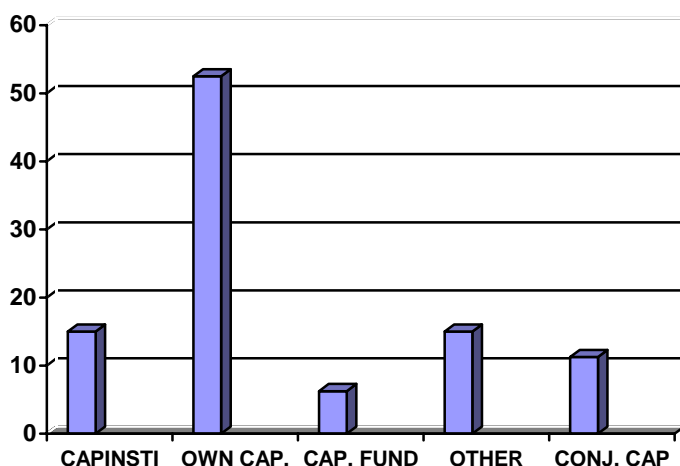
Ένα από τα σημαντικότερα στοιχεία στα οποία πρέπει να θα πρέπει να αναζητηθεί η λύση πολλών ερωτημάτων στον κλάδο είναι ο τρόπος με τον οποίο συγκεντρώνονται τα απαιτούμενα κεφάλαια για τη διενέργεια του Venture Capital. Δε θα πρέπει να αγνοήσουμε το γεγονός πως σύμφωνα με τη μαρτυρία όλων των στελεχών δεν υπάρχει στον ελληνικό χώρο επιχείρηση η οποία να χρηματοδοτήσει με κεφάλαια άνω των 30 εκατομμυρίων Ευρώ κάποια επιχείρηση. Σε αυτό το σημείο διακρίνουμε μια ακόμη διαφορά με το εξωτερικό όπου οι επενδύσεις πολλές φορές ξεπερνούν το ποσό των 25 εκατομμυρίων δολαρίων. Με αυτό ως δεδομένο θα προσπαθήσουμε να αναζητήσουμε τους λόγους για αυτό το στοιχείο

Όπως όλοι γνωρίζουμε υπάρχουν πέντε συνολικά τρόποι για να συγκεντρωθούν αυτά, οι θεσμικοί επενδυτές (CAPINSTI), από ίδια κεφάλαια (OWN CAP.), από αμοιβαία κεφάλαια (CAP.FUND), από συνχρηματοδότηση με άλλες τράπεζες (CONJ.CAP) ή τέλος με κάποιον άλλο τρόπο (OTHER).

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από το παρακάτω διάγραμμα οι περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους από τα ίδια κεφάλαια τους, με ποσοστό 52.25%, γεγονός το οποίο ενισχύεται από το στοιχείο πως η πλειονότητα αυτών αποτελούν θυγατρικές μεγάλων ελληνικών τραπεζών και επομένως η κύηση αυτή είναι επιβεβλημένη. Στη δεύτερη θέση των προτιμήσεων τους με ποσοστό 15% έρχονται διάφοροι άλλοι τρόποι αλλά και η συγκέντρωση κεφαλαίων μέσω θεσμικών επενδυτών. Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως στην επομένη θέση των προτιμήσεων τους με ποσοστό 11,25% έρχεται η συνχρηματοδότηση με άλλες τράπεζες ενώ στην τελευταία θέση με ελάχιστο ποσοστό έρχεται η χρηματοδότηση με αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 7 5%.

Γενικά παρατηρούμε πως πολλές είναι οι περιπτώσεις όπου τα ίδια κεφάλαια επιλέγονται σαν αποκλειστική προτίμηση, εφόσον λαμβάνουν

σαν μέγιστη τιμή το 100% σε αντίθεση με τους υπόλοιπους τρόπους όπου δεν λαμβάνουν περισσότερο από 60% .Από αυτό συμπεραίνουμε πως οι ελληνικές επιχειρήσει προτιμούν να επενδύουν με τα ίδια τους κεφάλαια εξασφαλίζοντας με αυτό τον τρόπο μεγαλύτερα κέρδη αλλά και κίνδυνο για τον εαυτό τους.



Παρατηρώντας και συγκεντρωτικά τα στοιχεία καταλήγουμε στα συμπεράσματα πως όντως η χρηματοδότηση των επενδύσεων με ίδια κεφάλαια αποτελεί το δημοφιλέστερο τρόπο μαζί με τη συνχρηματοδότηση με άλλες τράπεζες και τους θεσμικούς επενδυτές για άντληση κεφαλαίων για τη διενέργεια του Venture Capital. Παρά το γεγονός πως υπάρχουν πολλοί τρόποι ώστε και οι ίδιες οι επιχειρήσεις να αντλήσουν και αυτές κεφάλαια, προτιμούν να καταφύγουν στα ίδια τους κεφάλαια. Αυτό οδηγεί τα στελέχη στο να υφίστανται μια τεράστια πίεση από τις μητρικές για αποδόσεις αλλά και περισσότερο σίγουρες τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους αποφεύγοντας συστηματικά επενδύσεις με τις μεγαλύτερες όμως αποδόσεις. Αυτό ουσιαστικά τους οδηγεί στο να αποφεύγουν να επενδύουν σε κάποιους κλάδους οι οποίοι είναι μέχρι τώρα νεοεμφανιζόμενοι στην Ελλάδα, όπως χαρακτηριστικά αυτός της τεχνολογίας.

Το επόμενο στοιχείο το οποίο θα αναλύσουμε αφορά την αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων αυτών (EXPRETUR) αλλά και το

κατά πόσο διαφέρουν αυτές από τις πραγματοποιηθείσες (EXPEDIFRE). Παρατηρούμε λοιπόν αρχικά πως με ποσοστό 37,5% προτιμούν σαν αναμενόμενη απόδοση το 26-30%, ενώ οι αποδόσεις των 6-15%, 21-25% και 31-40% προτιμώνται εξίσου με ποσοστό 12,5%. Οι αποδόσεις λοιπόν που ακολουθούν οι ελληνικές επιχειρήσεις πλησιάζουν σε σημαντικό βαθμό αυτές των επιχειρήσεων του εξωτερικού.

EXPRETUR				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
06-10%	1	12.5	12.5	12.5
11-15%	1	12.5	12.5	25.0
21-25%	1	12.5	12.5	37.5
26-30%	3	37.5	37.5	75.0
31-35%	1	12.5	12.5	87.5
36-40%	1	12.5	12.5	100.0
Total	8	100.0	100.0	

Το δεύτερο στοιχείο το οποίο θα πρέπει να αναφέρουμε όσον αφορά τις αποδόσεις είναι ότι σε πολύ ελάχιστες περιπτώσεις αυτές συμβαδίζουν με τις πραγματοποιηθείσες, στοιχείο το οποίο θα καταστήσει ενδιαφέρον να δούμε τι ποσοστό εκφράζουν αυτές. Παρατηρούμε πως στο 85,7% των επιχειρήσεων οι αναμενόμενες αποδόσεις διαφέρουν από τις πραγματοποιηθείσες ενώ μόλις στο 14,3% δεν διαφέρουν. Φυσικά το ποσοστό αυτών που διέφεραν σημαντικά όχι μόνο σαν ποσοστό κέρδους αλλά και στην πραγματοποίηση ζημιών.

Ένα άλλο σημαντικό ερώτημα είναι εάν οι εταιρίες Venture Capital ζημιώθηκαν σε κάποιο επενδυτικό σχέδιο (LOOSING) και εάν όντως ζημιώθηκαν να αναγνωρίσουμε τι ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων αντιπροσωπεύει αυτό (PERC.LOOSE). Παρατηρούμε προς μεγάλη μας έκπληξη πως γενικά με ποσοστό 57.1% οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν έχουν ζημιωθεί κατά τη διενέργεια του Venture Capital. Παρ' όλα αυτά θα πρέπει να παρατηρήσουμε πως σε πάρα πολλές περιπτώσεις των εξεταζόμενων επιχειρήσεων ένας εύλογος αριθμός επενδυτικών σχεδίων βρισκόταν υπό εξέλιξη και επομένως δε θα μπορούσαν να γνωρίζουν εάν

έχουν ζημιωθεί ή όχι. Αυτό το ποσοστό ανέρχεται στο 12.5% του δείγματος μας.

LOOSING				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
YES	3	37.5	42.9	42.9
NO	4	50.0	57.1	100.0
Total	7	87.5	100.0	
Missing system	1	12.5		
Total	8	100		

Δεν θα ήταν όμως άστοχο να σημειώσουμε πως το ποσοστό αυτών που απάντησαν πως ζημιώθηκαν δεν είναι και μικρό εφόσον σχεδόν το 43% αυτών έχουν ζημιωθεί από τη διενέργεια του Venture Capital. Από αυτές όμως που όντως ζημιώθηκαν θα πρέπει να σημειώσουμε πως το 66.7% αναφέρει πως αυτά τα επενδυτικά σχέδια αντιπροσώπευαν το 1-10% του συνόλου των επενδύσεων, ενώ ένα ποσοστό 33.3% το 11-20 % του συνόλου των επενδύσεων. Με βάση τα παραπάνω παρατηρούμε πως γενικά ο κλάδος του Venture Capital στην Ελλάδα, δεν έχει να αναφέρει αξιοσημείωτες ζημιές, ενώ όταν αυτές πραγματοποιούνται τότε καταλαμβάνουν ένα πολύ μικρό ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων τους.

Όπως έχουμε αναφέρει και νωρίτερα ένας σημαντικός αριθμός επενδύσεων δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμα, επομένως αντιμετωπίζονται κάποιες δυσκολίες όσον αφορά τον ακριβή προσδιορισμό τόσο των πραγματικών αποδόσεων, όσο και των πιθανών ζημιών από το όλο εγχείρημα. Παρ' όλα αυτά θα προσπαθήσουμε να αναφέρουμε από το σύνολο των επενδύσεων που έχουν ολοκληρωθεί τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Παρατηρούμε ότι το 50% απολαμβάνει μια πραγματική απόδοση της τάξης του 6-10% ενώ με ποσοστό 25% απολαμβάνουν απόδοση 31-40%. Παρά το γεγονός πως η περισσότερες φορές επιλεγμένη αναμενόμενη απόδοση βρισκόταν στο 36-30%, η πραγματική απόδοση βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα στο 6-10%.

Θα πρέπει να παρατηρήσουμε πως σύμφωνα με μαρτυρίες πολλών στελεχών οι εταιρείες τους ξεκίνησαν με τις αναμενόμενες αποδόσεις ανάμεσα στο 36-35% αλλά οι πραγματικές δεν κινήθηκαν παρά σε ελάχιστες αποδόσεις άνω του 15%. Αυτό το στοιχείο μα δίνει μια σαφή ένδειξη του λόγο για τον οποίο ο ελληνικός κλάδος Venture Capital αριθμεί πολύ λίγες επιχειρήσεις, με αυτόν να εντοπίζεται σε σημαντικό βαθμό στις χαμηλές αποδόσεις που προσφέρει. Θα πρέπει να αναφέρουμε πως ενώ οι αναμενόμενες αποδόσεις πλησιάζουν τα ευρωπαϊκά πρότυπα, οι πραγματικές ανοίγουν μια τεράστια ψαλίδα τόσο ανάμεσα στις εγχώριες όσο και στις ευρωπαϊκές αγορές.

Ένα ακόμα σημείο το οποίο θα πρέπει να εξεταστεί αφορά τη μέση χρονική περίοδο πραγματοποίησης μιας επένδυσης του κλάδου (INV./YEARS) η οποία ουσιαστικά αφορά την περίοδο από την έναρξη της επένδυσης έως την αποχώρηση τους από την εταιρεία. Βλέποντας τον σχετικό πίνακα παρατηρούμε πως με ποσοστό 75% αυτές παραμένουν στις εταιρείες 5-6 χρόνια ενώ με ποσοστό 12.5% έκαστο παραμένουν 3-4 και ορισμένες φορές 7-8 χρόνια.

INV./YEARS				
Valid	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
3-4 YEARS	1	12.5	12.5	12.5
5-6 YEARS	6	75.0	75.0	87.5
7-8 YEARS	1	12.5	12.5	100.0
Total	8	100.0	100.0	

Η χρονική αυτή περίοδος συμβαδίζει μερικώς με τον κλάδο του εξωτερικού στον οποίο η μέση αντίστοιχη χρονική περίοδος ανέρχεται στα 7-10 χρόνια. Ο ελληνικός κλάδος ορμώμενος ουσιαστικά από το νεαρό της ηλικίας του παραμένει λιγότερο χρονικό διάστημα στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις. Ένας λόγος για αυτό θα μπορούσε να αναζητηθεί στην απειρία αλλά και τον κίνδυνο τον οποίο έχει να

αντιμετωπίσει καθώς και την ίδια τη φύση των επενδύσεων αυτών ανάλογα με τον κλάδο και τις προοπτικές του.

Ιδιαίτερα σημαντικά είναι τα επόμενα χαρακτηριστικά του κλάδου που ακολουθούν και αναφέρονται στο εάν υπάρχουν εταιρείες από τις οποίες δεν έχουν αποχωρήσει ακόμα, το ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων που καταλαμβάνουν αυτές, τον αριθμό των ετών που βρίσκονται ως επενδυτές στις συγκεκριμένες εταιρείες καθώς και τους λόγους που συμβαίνει αυτό. Όσον αφορά το πρώτο χαρακτηριστικό θα πρέπει να αναφέρουμε πως το 87,5% δεν έχει αποχωρήσει ακόμα από κάποιες επενδύσεις ενώ μόλις το 12.5% έχει αποχωρήσει από όλες τις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει.

Σχετικά μεγάλο ποσοστό λοιπόν δεν έχει αποχωρήσει, στοιχείο το οποίο επιβεβαιώνει τους προηγούμενους ισχυρισμούς μας περί δυσκολίας εντοπισμού των πραγματικών αποδόσεων από τις επενδύσεις αυτές. Από αυτούς που δεν έχουν αποχωρήσει, οι επενδύσεις αυτές αποτελούν με ποσοστό 71.4% ένα σύνολο της τάξεως άνω του 40% του συνόλου των επενδυτικών τους σχεδίων. Με ποσοστό αντίστοιχα 14,3% το σύνολο των επενδύσεων που δεν έχουν αποχωρήσει ανέρχεται στο 16-20% και 31-35% αντίστοιχα.

Από το σύνολο των επενδύσεων σημαντικό θα ήταν να εξετάσουμε τη χρονική διάρκεια της επένδυσης. Έχοντας αυτό ως δεδομένο το 57.1% του κλάδου έχει παραμείνει στις συγκεκριμένες επιχειρήσεις 3-4 έτη ενώ αντίστοιχα το 42.9% έχει παραμείνει 1-2 έτη. Αυτό το στοιχείο δε μπορεί παρά να μας οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι αναφερόμαστε σε νέες επενδύσεις στις οποίες δεν έχει έλθει ακόμα ο κατάλληλος χρόνος για την αποχώρηση από αυτές

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως ένα σημαντικό ποσοστό των πραγματοποιούμενων επενδύσεων, άνω του 40% του συνόλου των επενδυτικών τους σχεδίων, δεν έχει ολοκληρωθεί για διάφορους λόγους οι οποίοι θα αναλυθούν στη συνέχεια. Παρ' όλα αυτά θα πρέπει να αναφέρουμε πως οι επενδύσεις αυτές βρίσκονται σε ένα πρώιμο στάδιο ανάπτυξης για να υπάρξει αποχώρηση από αυτές.

Το επόμενο στοιχείο το οποίο καλούμαστε να εξετάσουμε είναι οι λόγοι για τους οποίους δεν έχουν αποχωρήσει ακόμα οι εταιρείες από τις επενδύσεις αυτές. Οι λόγοι αυτοί είναι συνολικά πέντε και είναι το ελκυστικό σύνολο προϊόντων ή υπηρεσιών που προσφέρουν στην αγορά αυτές (REASON1), το χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού του κλάδου (REASON2), η αναγνωρισιμότητα της επιχείρησης και των προϊόντων της στην αγορά (REASON3), η δύναμη που έχει αυτή στον κλάδο (REASON4) και τέλος κάποιος άλλος λόγος (REASON5).

Ο κυρίαρχος λόγος, με ποσοστό 66.25% είναι ο πέμπτος λόγος (REASON5) ο οποίος αναλύεται στην αντιμετώπιση που έχει η επιχείρηση Venture Capital από τη διοίκηση της εταιρεία και σε άλλες περιπτώσεις στο γεγονός πως σε πολλές επενδύσεις οι εταιρείες βρίσκονται σε χρονική στιγμή αύξησης των πωλήσεων της και επομένως δεν έχει έλθει ακόμα η χρονική στιγμή της αποχώρησης. Αρκεί αν αναφέρουμε πως ο συγκεκριμένος πέμπτος λόγος μη αποχώρησης δεν έχει λάβει τιμή μικρότερη από 5% αλλά έχει επιλεγεί και ως αποκλειστικός λόγος, στοιχείο το οποίο αποδεικνύει πως προτιμήθηκε από όλους τους ερωτώμενους.

Ο δεύτερος ιεραρχικά λόγος για τον οποίο δεν έχουν αποχωρήσει αναφέρεται με ποσοστό 20% στο ελκυστικό επίπεδο προϊόντων και υπηρεσιών που έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση (REASON 1), ο οποίος δεν έχει λάβει ποσοστό περισσότερο από 70% από το δείγμα μας. Παρ' όλα αυτά τα διάστημα το οποίο μεσολαβεί ανάμεσα στους δυο πρώτους ιεραρχικά λόγους είναι χαοτικό και η συνέχεια είναι ανάλογη.

Τρίτοι κατά σειρά σπουδαιότητας λόγοι είναι με ποσοστό 7.5% είναι η δύναμη που έχει η συγκεκριμένη επιχείρηση στον κλάδο (REASON4) ενώ με ποσοστό 3.75% έχουμε τον τέταρτο κατά σειρά σπουδαιότητας λόγο, το χαμηλό επίπεδο ανταγωνισμού στον κλάδο (REASOX2). Τέλος με ποσοστό 2.5% αναφέρεται ο τελευταίος κατά σειρά λόγος μη αποχώρησης ο οποίος είναι η αναγνωρισιμότητα της επιχείρησης (REASON3), δίνοντας μας το στοιχείο πως ο κλάδος του Venture Capital δεν επηρεάζεται από τη φήμη μιας εταιρείας στην αγορά. Αυτοί οι λόγοι μας οδηγούν σε ένα και μοναδικό συμπέρασμα, πως οι επιχειρήσεις του

κλάδου θεωρούν το σημαντικότερο λόγο για να μην αποχωρήσουν από μια επένδυση τη συνεισφορά της διοικητικής ομάδας της εταιρείας στην πορεία του έργου, δίνοντας παράλληλα και την αίσθηση της ευθύνης που αναλαμβάνουν αυτοί. Αυτή η συνεισφορά μπορεί να μεταφράζεται στις ενέργειες στις οποίες θα προβεί η διοικητική ομάδα με στόχο την προάσπιση των συμφερόντων του οργανισμού και την αποτελεσματική και ουσιαστική συμβολή της στην επιτυχή μένη πορεία του όλου εγχειρήματος χωρίς άσκοπες αντιδράσεις και συγκρούσεις.

Ένα στοιχείο το οποίο είναι άκρως ενδιαφέρον είναι να εξετάσουμε τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις του κλάδου αξιολογούν τις προς επένδυση προτάσεις. Συνολικά οι τρόποι αυτοί είναι έξι και αναφέρονται στα χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, στους λογιστικούς δείκτες όπως η Κατάσταση Ταμειακών Ροών και ο Ισολογισμός, ο κλάδος δραστηριοποίησης της επιχείρησης, η φήμη της εταιρείας στην αγορά, οι προοπτικές της μελλοντικής της ανάπτυξης και τέλος οποιοδήποτε άλλοι τρόποι.

Στην πρώτη θέση της προτίμησης με ποσοστό 28.75% βρίσκονται οι προοπτικές μελλοντικής εξέλιξης της εταιρείας, στοιχείο το οποίο τονίστηκε ιδιαίτερα από όλα τα στελέχη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως καμία μέθοδος δεν παρέχει πλήρη και ακριβή πρόβλεψη για το τι θα συμβεί στο μέλλον. Οι προοπτικές εξέλιξης τόσο της επιχείρησης όσο και του κλάδου μας δίνουν όμως μια περισσότερο σαφή εικόνα για το τι να περιμένουμε από τη συγκεκριμένη εταιρεία. Στη δεύτερη σειρά των προτιμήσεων με ποσοστό 19,37% βρίσκονται οι λογιστικοί δείκτες οι οποίοι στηριζόμενοι σε διαχρονικά στοιχεία μπορούν να μας δώσουν σαφή εικόνα για την πορεία της εταιρείας τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον.

Στην τρίτη θέση της προτίμησής τους με ποσοστό 15.63% βρίσκονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ενώ στην τέταρτη με ποσοστό 13.13% βρίσκεται ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρείας. Στην πέμπτη θέση βρίσκεται με ποσοστό 12.5% η φήμη της εταιρείας στην αγορά και συνεπώς η πελατεία η οποία συγκεντρώνει λόγω του ονόματός της ενώ

στην έκτη άλλοι τρόποι με ποσοστό 10 63% όπως η ποιότητα του επιχειρηματία, δυσκολίες εισόδου αλλά και εξόδου από αυτήν.

Το τελευταίο στοιχείο του κλάδου το οποίο θα εξετάσουμε αφορά τον τρόπο με τον οποίο αποφασίζουν οι επιχειρήσεις να αποχωρήσουν από τις επενδύσεις τους. Αυτοί οι τρόποι αναλύονται στην εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο, την εξαγορά της εταιρείας από κάποια άλλη επιχείρηση, τη συγχώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση, τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων ή με κάποιον άλλο τρόπο.

Παρατηρούμε πως ο κυριότερος τρόπος αποχώρησης από αυτές τις επενδύσεις είναι όπως είναι φυσικό η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο με ποσοστό 65.8%, το οποίο δεν έχει λάβει τιμή μικρότερη από 10% και επομένως επιλέχθηκε από όλες τις επιχειρήσεις του δείγματος μας. Στη δεύτερη θέση των προτιμήσεων τους έρχεται η εξαγορά από κάποια άλλη επιχείρηση με ποσοστό 25%. Στην τρίτη θέση με ποσοστό 13.33% έρχεται η συγχώνευση με κάποια άλλη επιχείρηση ενώ με ποσοστό 8.33% άλλοι τρόποι για αποχώρηση όπως Management Buy-Out. Τέλος με ποσοστό 2.5% έρχεται η ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων σαν τελευταία εναλλακτική λύση. Συνοψίζοντας θα πρέπει να παρατηρήσουμε πως η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο αποτελεί στην Ελλάδα, όπως και στο εξωτερικό, τον καλύτερο τρόπο για αποχώρηση από το επενδυτικό σχέδιο.

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο τελευταίο μέρος της εργασίας αυτής θα προσπαθήσουμε να συνοψίσουμε τα κυριότερα συμπεράσματα από τη μελέτη αυτή. Για να γίνει όμως αυτό θα ήταν χρήσιμο να αντιπαραβάλουμε τη διεθνή εμπειρία με τα στοιχεία που συγκεντρώσαμε από τον ελληνικά κλάδο του Venture Capital.

Αρχικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πως η πρώτη χρηματοδότηση του Venture Capital έγινε το 1946 στην Αμερική με την ίδρυση της ARD ενώ στην Ευρώπη δημιουργήθηκε ο κλάδος το 1960 στη Μεγάλη Βρετανία με την ίδρυση της European Enterprises Development Company. Στην Ελλάδα οι περισσότερες επιχειρήσεις του κλάδου ιδρύθηκαν ανάμεσα στα έτη 1996-2000, στοιχείο το οποίο υποδηλώνει πως στο παρελθόν δεν υπήρχε κάποια εξεζητημένη ανάγκη για τη χρήση αυτής της χρηματοδότησης. Ο κλάδος από το 1960 που μεταφέρθηκε στην Ευρώπη, έχει αναπτυχθεί μέσα από επιτυχίες αλλά και σημαντικότερες αποτυχίες. Οι κυριότεροι λόγοι οι οποίοι συντέλεσαν στη στάση του επενδυτικού κοινού να επενδύσει στη νέα αυτή μορφή χρηματοδότησης θα πρέπει να αναζητηθούν στην αβεβαιότητα της αγοράς, την ασύμμετρη πληροφόρηση και τη φύση των στοιχείων των επιχειρήσεων οι οποίοι δεν τους επέτρεπαν αποκτήσουν χρηματοδότηση με κάποιον άλλο τρόπο.

Σε αυτό το σημείο και για να καλυφθεί αυτό το κενό στην αγορά εμφανίζεται η χρήση του Venture Capital με την οποία χρηματοδοτούνται μικρές και ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις οι οποίες όμως συγκεντρώνουν υψηλά ποσοστά κινδύνου.

Ο κυριότερος κλάδος προτίμησης ήταν αλλά και παραμένει στο εξωτερικό ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας, κάτι το οποίο δε συμβαίνει στον ελληνικό κλάδο όπου ακόμα οι επιχειρήσεις δεν έχουν καταλήξει σε ποιο κλάδο θα επενδύουν τα κεφάλαια τους, εφόσον οι μισές από τις επιχειρήσεις επιλέγουν είτε τη βιομηχανία, είτε το εμπόριο, είτε κάποιον άλλο κλάδο. Φυσικά σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως ο

ελληνικός κλάδος έχει ιδρυθεί μόλις λίγα χρόνια, στοιχείο το οποίο του δίνει σίγουρα μια πίστωση χρόνου για να κατασταλάξει στις επιλογές του. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε πως σύμφωνα με μαρτυρίες των στελεχών δεν υπάρχει στην Ελλάδα ανεπτυγμένος κλάδος υψηλής τεχνολογίας, στοιχείο το οποίο εξηγεί την απόρριψη του ως κλάδο δραστηριοποίησης. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως έως σήμερα δεν έχουν χρηματοδοτηθεί περισσότερες από 2-8 επιχειρήσεις ενώ σε ελάχιστες περιπτώσεις αυτές ξεπερνούν τις 12 επιχειρήσεις ανά εταιρεία Venture Capital.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε πως στον ευρωπαϊκό χώρο υπήρξε μια σαφής μείωση των κεφαλαίων για Venture Capital από 544 εκατομμύρια Ευρώ το 2001 σε 337 εκατομμύρια Ευρώ το 2002. Ακόμα και ο αριθμός των επενδύσεων μειώθηκε από 474 το 2001 σε 377 το 2002 με το 54% των επενδύσεων να αφορούν αρχικά στάδια (start-ups) και το 41% σε επεκτάσεις επιχειρήσεων. Οι κυριότεροι κλάδοι που προτιμήθηκαν ήταν αυτοί της υψηλής τεχνολογίας, καταναλωτικών προϊόντων, βιοτεχνολογίας και συσκευών τηλεπικοινωνιών.

Χαρακτηριστικό στοιχείο για την Ελλάδα αποτελεί η μέση δαπάνη ανά επένδυση η οποία σε καμιά περίπτωση δεν ξεπέρασε τα 30 εκατομμύρια Ευρώ με περισσότερο συνηθισμένο ποσό τα 500,000 έως 5 εκατομμύρια Ευρώ σε αντίθεση με το εξωτερικό όπου η μέση επένδυση μπορεί να φτάσει τα 15 εκατομμύρια δολάρια ενώ δεν είναι λίγες οι φορές όπου αυτές φτάνουν τα 100 εκατομμύρια δολάρια.

Η χρηματοδότηση στον ελληνικό κλάδο γίνεται ως επί το πλείστον με τα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων αποτρέποντας ουσιαστικά τους επενδυτές να συμμετέχουν ενεργά στις επενδύσεις μοχλεύοντας τα κεφάλαια τους. Κάτι αντίστοιχο όμως δε συμβαίνει στο εξωτερικό όπου το σημαντικότερο λόγο τον έχουν τα διάφορα Funds στα οποία συμμετέχουν όχι μόνο θεσμικοί αλλά και ιδιώτες επενδυτές. Οι αναμενόμενες αποδόσεις παρ' όλα αυτά δεν διαφέρουν αισθητά από το εξωτερικό και κυμαίνονται ανάμεσα στο 26-30%, αυτές όμως που διαφέρουν σημαντικά είναι οι πραγματικές όπου στο εξωτερικό ξεπερνούν κυρίως το φράγμα του 20% ενώ στην Ελλάδα βρίσκονται

μόλις στο 6-10%. Αντίστοιχος είναι και ο κύκλος ζωής για αυτές τις επενδύσεις όπου και στις δυο περιπτώσεις κυμαίνεται στα 6-10 χρόνια ενώ όπως και στο εξωτερικό έτσι και στην Ελλάδα οι εταιρείες του κλάδου προσπαθούν να επιτύχουν πολλαπλούς γύρους χρηματοδότησης με σκοπό να συνεχιστεί η χρηματοδότηση αυτή στο μέλλον.

Η απόδοση των επενδύσεων αυτών εξαρτάται κυρίως από δυο παράγοντες, την πορεία της οικονομίας στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση αλλά και στην πορεία της κεφαλαιαγοράς κυρίως όσον αφορά την έξοδο της από το εγχείρημα αυτό.

Ένα στοιχείο το οποίο διαφοροποιεί σημαντικά το Venture Capital από τις κλασσικές μορφές χρηματοδότησης είναι η ενεργή συμμετοχή μιας διοικητικής ομάδας του οργανισμού στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Ο κυριότερος λόγος για αυτή την παρεμβολή είναι πως το κυριότερο μέλημα του οργανισμού είναι η δημιουργία αξίας για την επιχείρηση μέσω είτε της δημιουργίας μιας ικανής ομάδας Management είτε ακόμα και με τη συνεργασία με διάφορους πελάτες και προμηθευτές. Και στην Ελλάδα ο ρόλος του επιχειρηματία κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικός για την επιτυχημένη πορεία του επενδυτικού σχεδίου και για αυτό το λόγο μόλις το 1-5% αυτών έχει αναγκαστεί να «παραμεριστεί» από την εταιρεία του, τη στιγμή που το ποσοστό αυτό στο εξωτερικό κυμαίνεται γύρω στο 60%.

Ένα στοιχείο το οποίο συναντά κανείς και στην Ελλάδα αφορά την επιλογή της επένδυσης ανάλογα και με τις προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου αλλά και της ίδιας της επιχείρησης. Στην Ελλάδα συναντάμε το παράδοξο να θεωρούν οι επιχειρήσεις του κλάδου σημαντική τη χρήση λογιστικών αλλά και χρηματοοικονομικών εργαλείων για την αξιολόγηση των επενδύσεων τους αλλά να μην τα χρησιμοποιούν στη πράξη. Παρ' όλα αυτά σημαντικό είναι να αναφερθεί πως από όλα τα χρηματοοικονομικά εργαλεία μόνο ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (Internal Rate of Return) θεωρείται αξιόπιστος τρόπος για τη μερική αξιολόγηση των επενδύσεων τους. Τέλος θα πρέπει να αναφερθεί πως όπως στο εξωτερικό έτσι και εδώ ο καλύτερος τρόπος για να αποχωρήσει

μια εταιρεία Venture Capital από μια επένδυση είναι η εισαγωγή της χρηματοδοτούμενης σε κάποιο χρηματιστήριο.

Εν κατακλείδι θα πρέπει να σημειώσουμε πως ο ελληνικός κλάδος του Venture capital μπορεί να έχει σημαντικότερες διαφορές από αυτόν του εξωτερικού αλλά θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας πως αυτός δημιουργήθηκε τα τελευταία χρόνια στη χώρα μας και αυτό του δίνει μια περίοδο χάριτος και προσαρμογής στα ευρωπαϊκά δεδομένα. Εξάλλου οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται στην Ελλάδα είναι πολύ μικρές σε μέγεθος κεφαλαίου και πολύ προσεκτικά επιλεγμένες ώστε ελάχιστοι γνωρίζουν για αυτές. Ίσως το σημαντικότερο μέλημα του ελληνικού κλάδου θα ήταν να κάνει γνωστό στο ελληνικό επενδυτικό και επιχειρηματικό κόσμο πως υπάρχει και στην Ελλάδα αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης με τα αντίστοιχα οφέλη που συγκεντρώνει. Γιατί είναι θλιβερό, σύμφωνα με τις μαρτυρίες των στελεχών, να υπάρχουν σήμερα επιχειρηματίες που να μην γνωρίζουν στην Ελλάδα το Venture Capital.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΜΕΡΙΚΑ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΝΤΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

Παράδειγμα 1

☞ Το 1957, η American Research & Development (ARD) επένδυσε 70.000\$ για το 77% των κοινών μετοχών μιας εταιρείας που είχε δημιουργηθεί από τέσσερις απόφοιτους του MIT. Το 1960 η ARD κατάφερε να πείσει τους Lehman Brothers να γίνουν ανάδοχοι στην προσφορά των \$74.10 ανά μετοχή, η οποία ήταν μια πολύ καλή πρόταση εάν αναλογιστεί κανείς πως η ίδια μετοχή το 1947 άξιζε \$25. Τα υπόλοιπα δέκα χρόνια η μετοχή της DEC έφτασε στα ουράνια και το 1971 η επένδυση αυτή αποτιμήθηκε στα 355 εκατομμύρια δολάρια, όπου και τελικά πωλήθηκε ένα χρόνο μετά στην Tectron Inc., και η οποία σήμερα είναι ο παγκόσμιος ηγέτης στην βιομηχανία των ηλεκτρονικών υπολογιστών.

☞ Το 1975 ο Arthur Rock κατά την αναζήτηση του για καινοτόμα σχέδια τα οποία θα άλλαζαν τον τρόπο που ζουν και εργάζονται οι άνθρωποι επένδυσε 1,5 εκατομμύρια δολάρια για το «ξεκίνημα» της *Apple Computers, Inc.* Και κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της στο χρηματιστήριο αυτή άξιζε \$100 εκατομμύρια.

☞ Μετά από μηνιαίες απώλειες της τάξης του ενός εκατομμυρίου δολαρίων και για περισσότερο από 29 μήνες δημιουργήθηκε η εταιρεία που έμελλε να αλλάξει την αυθημερόν παράδοση δεμάτων, η *Federal Express*, της οποίας η αρχική επένδυση των \$25 εκατομμυρίων άξιζε 1,2 δισεκατομμύρια δολάρια όταν αυτή εισήχθηκε στο χρηματιστήριο αξιών.

Πηγή : William D. Hygrave & Jeffrey A Timmons, "Venture Capital at the Crossroads", Harvard Business School, Press Boston. 1992, pages 1-2, 20-21.

Παράδειγμα 2

Δυο άτομα που είχαν σαν χόμπι τους μικροϋπολογιστές, ο *Steven Jobs* και ο *Stephan Wozniak*, οι οποίοι ήταν καλοί φίλοι από τη θητεία τους στη Silicon Valley, είχαν σαν στόχο να φτιάξουν έναν υπολογιστή. Ο Wozniak είχε κατασκευάσει τον SAT ο οποίος είχε κερδίσει το πρώτο βραβείο σε έναν επιστημονικό διαγωνισμό. Και οι δυο δεν είχαν καταφέρει να ολοκληρώσουν τις σπουδές τους αλλά ο Jobs είχε καταφέρει να βρει εργασία στην Atari, την πιο δημοφιλή εταιρεία ηλεκτρονικών παιχνιδιών στον κόσμο. Ο υπολογιστής που κατασκεύασαν και οι δυο μαζί, ο Apple I, ήταν μια άμεση επιτυχία για του ειδικούς του προϊόντος. Το Byte Shop, το πρώτο κατάστημα πλήρους ωραρίου με υπολογιστές στον κόσμο ξεκίνησε να λειτουργεί στη Silicon Valley τον Δεκέμβρη του 1975 παραγγέλλοντας 25 υπολογιστές Apple τον Ιούνιο του 1976. Επειδή ο υπολογιστής που είχαν κατασκευάσει οι δυο φίλοι έβγαине σε κομμάτια και όχι σε ενιαία συσκευασία, ο ιδιοκτήτης του μαγαζιού τους πρότεινε και αυτή τη λύση. Στα επόμενα χρόνια το Byte Shop είχε 75 καταστήματα, κάτι το οποίο οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στη ζήτηση που δημιούργησαν οι δυο φίλοι.

Η Apple σύντομα ξεπέρασε τις παραγωγικές της ικανότητες στο χώρο στάθμευσης του Jobs και υπήρχε ανάγκη για κεφάλαια. Μετά από την πώληση διάφορων περιουσιακών στοιχείων (αυτοκίνητα κ.λ.π.) των δυο φίλων συγκεντρώθηκαν μόλις \$1.300 τα οποία δεν επαρκούσαν. Έχοντας αυτό ως δεδομένο στράφηκαν προς τις Hewlett-Packard και Atari για την κατασκευή του Apple II αλλά αυτοί αρνήθηκαν. Μετά από πολλές προσπάθειες κατάφεραν το φθινόπωρο του 1976 να συνεργαστούν με τον Don Valentine μέσω του Venture Capital ο οποίος τους σύστησε στον Mike Markkula ο οποίος είχε αποχωρήσει από την Intel πολύ πλούσιος. Τελικά επείσθη να επενδύσει το ποσό των \$91.000 και σε συνεργασία με την Bank of America συγκέντρωσε ακόμα \$600.000 Venture Capital. Μάλιστα ένας από τους επενδυτές ήταν ο Rock, ο Venture Capitalist της Intel. Πολύ σύντομα η αξία της Apple εκτοξεύτηκε από 2,5 εκατομμύρια δολάρια το 1977 σε 15 εκατομμύρια δολάρια το 1978. Το 1982 η αξία της έφτασε τα 583 εκατομμύρια δολάρια.

Πηγή : Rogers & Larsen, Silicon Valley fever, p.11.

Παράδειγμα 3

Η IBM αποφάσισε να μιμηθεί τον τρόπο χρηματοδότησης που ακολουθούσαν οι υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου και να καταφύγει και αυτή στο Venture Capital. Εγκατέστησε λοιπόν τους προσωπικούς της υπολογιστές στο Boca Raton της Φλόριδα και άρχισε να συνεργάζεται με μικρές εταιρείες αγοράζοντας προϊόντα από αυτές. Πολλοί από τους προμηθευτές της IBM ήταν χρηματοδοτημένες από Venture Capital. Η συνεργασία με την Intel ήταν τόσο καλή που το 1983 η IBM επένδυσε σε αυτήν αγοράζοντας το 20% της εταιρείας. Χαρακτηριστικός είναι ο ρόλος που διαδραμάτισε η IBM στη δημιουργία του κλάδου των ηλεκτρονικών υπολογιστών αφού συνεργάστηκε στενά με εταιρείες Venture Capital αφού είχε επενδύσει σχεδόν σε όλες μέσω του θεσμού αυτού.

Η IBM κατανόησε πολύ νωρίς πως το μέλλον των ηλεκτρονικών υπολογιστών ήταν τα προγράμματα (software), για αυτό το λόγο στράφηκε προς μια μικρή εταιρεία χρηματοδοτούμενη από Venture Capital, την Microsoft. Ο Bill Gates ήταν ένας φοιτητής του Harvard όπου είχε αναπτύξει τη γλώσσα προγραμματισμού BASIC-8. Εγκατέλειψε τις σπουδές του για να δημιουργήσει την Microsoft όπου το πρώτο του προϊόν ήταν σημαντικό για την επιτυχία της Apple. Όταν η IBM διάλεξε το MS-DOS σύστημα, το μέλλον της Microsoft ήταν διασφαλισμένο.

Ένας άλλος Venture Capitalist που συμμετείχε στην επιτυχία της IBM ήταν ο Mitch Kapor της Lotus Development Corporation ο οποίος με την εισοδο του 1-2-3 τον Ιανουάριο του 1983 βοήθησε στην άνοδο της IBM.

Πηγή: Rogers & Larsen, Silicon Valley fever, p. 18

Παράδειγμα 4

Η εταιρεία βιοτεχνολογίας *Genentech* είναι ουσιαστικά «παιδί» του Venture Capital. Ο διευθύνων σύμβουλος και συνιδρυτής της Robert Swanson ήταν συνεργάτης στην Kleiner Perkins. Αποφάσισε λοιπόν κάποια στιγμή να παραιτηθεί και να ξεκινήσει μια δική του εταιρεία βιοτεχνολογίας. Κατάφερε να επικοινωνήσει με τους καλύτερους επιστήμονες του κλάδου και να τους προσκαλέσει να εργαστούν στην επιχείρησή του. Ωστόσο, η απάντηση που έλαβε ήταν πως θα χρειαζόνταν τουλάχιστον δέκα χρόνια έως ότου καταφέρει να αναπτυχθεί.

Έχοντας αυτό ως δεδομένο επικοινωνήσε με τον καθηγητή Hebert Boyer, ο οποίος συμμετείχε και σε μια εταιρεία επενδύσεων. Συμφώνησαν το 1976 να εκμεταλλευτούν τις δυνατότητες της βιοτεχνολογίας μέσω του Venture Capital. Κατάφερε να πείσει την Kleiner Perkins, με το επιχειρηματικό πλάνο που δημιούργησε, να επενδύσει \$100,000 στη νέα του εταιρεία, κατέχοντας το 25% του μετοχικού της κεφαλαίου. Μετά από εννέα μήνες το Venture Capital τον χρηματοδότησε με \$850,000 για τα επόμενα 25% του μετοχικού του κεφαλαίου. Σε 16 μήνες η αξία της *Genentech* εκτοξεύτηκε από τα \$400,000 στα \$11,000,000 με αποτέλεσμα το 1980 να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, συγκεντρώνοντας επιπλέον 36 εκατομμύρια δολάρια για το 12% του μετοχικού κεφαλαίου.

Μετά από τέσσερα χρόνια από την ίδρυση της οι επενδυτές την αξιολογούσαν στα 300 εκατομμύρια δολάρια. Ας μην ξεχνάμε πως οι εταιρείες βιοτεχνολογίας αναγκάζονται συχνά να συγκεντρώνουν σημαντικά κεφάλαια για την έρευνα και ανάπτυξη (R & D) που διεξάγουν ως τρόπο ανάπτυξης και διατήρησης της θέσης τους στον κλάδο. Το 1990 λοιπόν με ετήσιες πωλήσεις 400 εκατομμυρίων δολαρίων και κερδών 44 εκατομμυρίων δολαρίων η *Genentech* πούλησε το 60% του μετοχικού της κεφαλαίου στην Ελβετική Roche Holdings προς 2,1 δισεκατομμύρια δολάρια.

Πηγή : Doerflinger & Rivkin, "Risk and Reward"

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Βασιλείου Δημήτριος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Ο.Π.Α 2001
- 2) Lerner Josh, «Venture Capital & Private Equity» John Wiley & Sons, U.S.A., 2000
- 3) Wright Mike & Ken Robbie, «Managements Bay-outs and Venture Capital» Edward Elgar Publishing, U.S.A., 1999.
- 4) Kolari W. James, «Venture Capital Financing» ,Enholms Hall, 1994
- 5) www.evca.com