

ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΠΡΩΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΝΕΛΛΑΔΙΚΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Εισαγωγή

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

Τα οφέλη από τη χρησιμοποίηση του VC ως μέσου χρηματοδότησης είναι πολλαπλά και, όπως αναφέρουν οι συγγραφείς Γκανέτσου και Φρονίστα (“Venture capital – Μια ανασκόπηση”, *Δελτίον της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Σεπτέμβριος 1995, σελ. 78-84), μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο επίπεδα: (1) στην οικονομία μιας χώρας, (2) στην αναπτυσσόμενη επιχείρηση. Σε επίπεδο οικονομίας, οι δύο συγγραφείς αναφέρουν ότι το VC διευκολύνει την ίδρυση νέων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα υποκινεί την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό υπαρχουσών επιχειρήσεων, βοηθώντας με τον τρόπο αυτό στην οικονομική ανάπτυξη και καταπολέμηση της ανεργίας. Ως παραδείγματα αναφέρουν δύο χώρες, τις ΗΠΑ και τη Γαλλία. Στις ΗΠΑ το 4% των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων που χρηματοδοτήθηκαν από VC δημιούργησαν το 70%

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΖΟΠΟΥΝΙΔΗ*

Καθηγητή Πολυτεχνείου Κρήτης

ΜΑΡΙΑΣ ΜΠΑΚΑΤΣΑΚΗ-ΜΑΝΟΥΔΑΚΗ

MSc Πολυτεχνείου Κρήτης

των νέων θέσεων εργασίας. Στη Γαλλία οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν με VC πέτυχαν αύξηση 34% στις θέσεις εργασίας, 42% στις πωλήσεις, 80% στις εξαγωγές, καθώς και διπλασιασμό των επενδύσεων στη χρονική περίοδο 1987-1991. Σε επίπεδο αναπτυσσόμενης επιχείρησης, το VC επιτρέπει στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού χωρίς την επαύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου λόγω δανεισμού. Παράλληλα το VC, με τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων, προσθέτει αξία, η οποία εκφράζεται με την υποστήριξή τους σε θέματα στρατηγικού προγραμματισμού (strategic planning), μάρκετινγκ και πωλήσεων, οικονομικού προγραμματισμού (financial planning) και ελέγχου, μεταφοράς τεχνογνωσίας και εισαγωγής σύγχρονων μεθόδων διοίκησης (βλ. επίσης Zorounidis, *La Gestion du Capital-Risque, Editions Economica, Paris, 1990*).

Το VC επεμβαίνει και χρηματοδοτεί όλα τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης: ίδρυση, εκκίνηση, ανάπτυξη και εισαγωγή στην κεφαλαιαγορά. Σε κάθε στάδιο ανάπτυξης αντιστοιχούν ειδικές χρηματοδοτήσεις. Ακόμη, οι ανάγκες χρηματοδότησης και διοικητικής υποστήριξης των επιχειρήσεων

* Προέδρου του Τμήματος ΜΠΔ και Διευθυντή του Εργαστηρίου Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης του Πολυτεχνείου Κρήτης

και ο κίνδυνος που παρουσιάζουν για τους επενδυτές σε VC διαφέρουν αρκετά ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης.

Συγκρίνοντας το VC με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης (π.χ. δάνειο), είναι δυνατό να επισημανθούν οι παρακάτω τρεις διαφορές: (1) το VC επενδύεται σε σχετικά νέες επιχειρήσεις, για τις οποίες δεν διατίθενται επαρκή ιστορικά δεδομένα, (2) η επένδυση πραγματοποιείται σε μικρές επιχειρήσεις και με άμεση συμμετοχή στο κεφάλαιο, ώστε ο επενδυτής να συμμετέχει ενεργητικά στη ζωή της επιχείρησης, πράγμα που δεν συμβαίνει με τους επενδυτές μεγάλων επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο (inactive role), (3) οι επενδύσεις σε VC δεν εξασφαλίζουν βραχυπρόθεσμα ρευστότητα στον επενδυτή γιατί το κεφάλαιο βρίσκεται “παγιδευμένο” μέσα στην επιχείρηση για μια περίοδο 5 έως 10 ετών.

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

Μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων

Κατά μια πρόσφατη μεθοδολογία, η οποία έχει ήδη εφαρμοστεί με μεγάλη επιτυχία σε εταιρείες παροχής VC στις ΗΠΑ (βλ. Tyebjee and Bruno, “A model of venture capitalist investment activity”, Management Science, vol. 30, No 9, σελ. 1051-1066, 1984) και σε γαλλικές εταιρείες παροχής VC (βλ. Zorounidis, 1990), οι δραστηριότητες των εταιρειών παροχής VC περιγράφονται σε πέντε φάσεις: προέλευση των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση, προεργασία, εκτίμηση, ολοκλήρωση του συμβολαίου και μεταεπενδυτικές δραστηριότητες.

A. Η προέλευση των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση

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

B. Η προεργασία

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

Γ. Η εκτίμηση

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

Στο τέλος της φάσης της εκτίμησης πρέπει να

κατασκευαστεί ένα επιχειρησιακό μοντέλο, το οποίο θα επιτρέπει την αυτόματη αξιολόγηση κάθε επιχείρησης που ζητά τη χρηματοδότηση της εταιρείας παροχής VC. Από μελέτες που έχουν παρουσιαστεί μέχρι σήμερα τα βασικά κριτήρια απόφασης είναι τα ακόλουθα: η ομάδα των μανάτζερ της επιχείρησης (επαγγελματική εμπειρία, διοικητική μόρφωση, ποιότητα διοίκησης, ενδιαφέρον των μανάτζερ για την ανάπτυξη της επιχείρησης, κ.τ.ό.), η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση (εξέλιξη της αγοράς, ανταγωνιστική θέση πάνω στην αγορά, ανάγκες της αγοράς, κ.ο.κ.), το προϊόν της επιχείρησης, η στρατηγική μάρκετινγκ που ακολουθεί, οι χρηματοοικονομικές της επιδόσεις και το μέγεθος της επένδυσης (βλ. Zorounidis, “*Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investments*”, *The Financier*, vol. 1, no. 2, σελ. 54-64, 1994).

A. Η ολοκλήρωση του συμβολαίου

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

E. Οι μεταεπενδυτικές δραστηριότητες

Από τη στιγμή που θα υπογραφεί το συμβόλαιο συνεργασίας μεταξύ των δύο εταιρών, οι εταιρείες παροχής VC αλλάζουν καταστατικό και από απλοί επενδυτές γίνονται ενεργοί συνεργάτες των επιχειρήσεων. Έχοντας αυτό το ρόλο, παρέχουν συμβουλές στους μανάτζερ των επιχειρήσεων σε ό,τι αφορά την εξέλιξη των αγορών, τις στρατηγικές που πρέπει να εφαρμοστούν ώστε να αποκτηθούν νέα μερίδια αγορών κ.τ.ό. Η μεγάλη ανησυχία τους είναι να προστατεύσουν την επένδυση που πραγμα-

τοποίησαν και να ετοιμάσουν με ήσυχο τρόπο την έξοδό τους από την επιχείρηση (ρευστοποίηση της συμμετοχής τους). Για το λόγο αυτό, μερικές φορές οι εταιρείες παροχής VC επεμβαίνουν στη διοίκηση της επιχείρησης και μπορούν ακόμη και να προτείνουν ένα νέο διοικητικό συμβούλιο όταν το προηγούμενο διοικητικό συμβούλιο θεωρηθεί αναξιόπιστο και ανεύθυνο.

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

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

Η έρευνα του venture capital στην Ελλάδα

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται παρακάτω αποτελούν τα πρώτα αποτελέσματα μιας έρευνας βασισμένης κυρίως σε ερωτηματολόγια που στάλθηκαν σε όλες τις εταιρείες παροχής VC που υπάρχουν στην Ελλάδα και σε συνεντεύξεις που έγιναν στα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών. Το αρχικό δείγμα της έρευνάς μας, η οποία ξεκίνησε τον Ιούλιο του 2000, αποτελούνταν από 24 εταιρείες παροχής VC. Ομως μέσα σε ένα χρόνο εξαιτίας της οικονομικής κρίσης που πέρασε το ελληνικό χρηματιστήριο σταμάτησαν τις δραστηριότητές τους αρ-

κετές εταιρείες παροχής VC, κυρίως αυτές που τις διαχειρίζονταν χρηματιστηριακές εταιρείες. Μόνο 15 συνεχίζουν να λειτουργούν μέχρι σήμερα και από αυτές οι 11 θέλησαν να απαντήσουν στο ερωτηματολόγιο που τους αποστείλαμε.

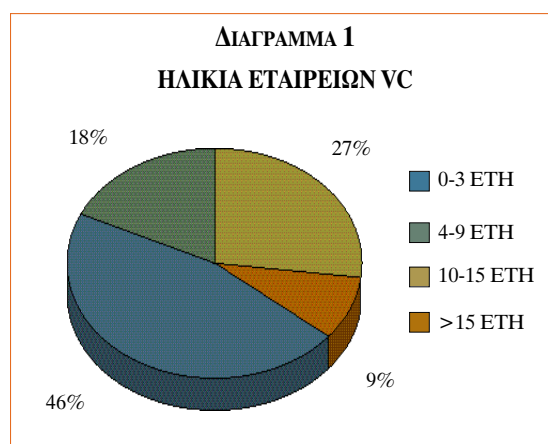
Κύριος στόχος της μελέτης είναι να σκιαγραφήσει το προφίλ και την επενδυτική πολιτική των εταιρειών παροχής VC και να προσδιορίσει τη διαδικασία που ακολουθείται για την αξιολόγηση των προτεινόμενων επιχειρηματικών σχεδίων (κατανομή του χρόνου που διαθέτουν οι εταιρείες παροχής VC στις επενδυτικές δραστηριότητες, άντληση στοιχείων, μεθοδολογική προσέγγιση, κριτήρια αξιολόγησης). Για το λόγο αυτό οι απαντήσεις που εξετάστηκαν από το ερωτηματολόγιο έχουν χωριστεί σε 3 ενότητες:

1. Προφίλ των εταιρειών παροχής VC
2. Επενδυτική πολιτική
3. Κριτήρια εκτίμησης

1. Προφίλ των εταιρειών παροχής VC

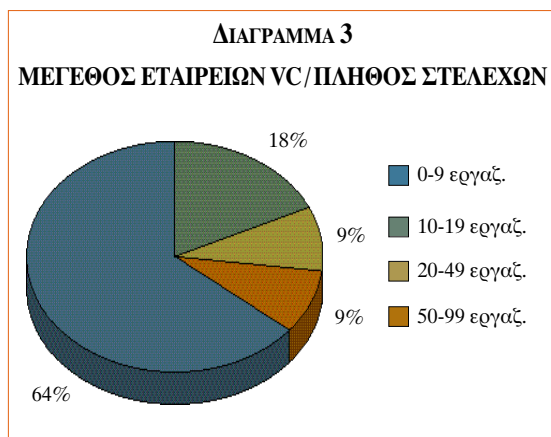
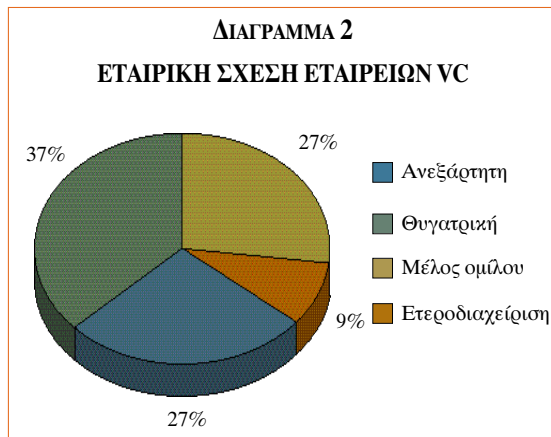
Ο θεσμός του venture capital εισήχθη στην Ελλάδα για πρώτη φορά με το νόμο υπ' αριθμ. 1775/25.5.88, σύμφωνα με τον οποίο οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) είναι ανώνυμες εταιρείες που έχουν ως κύριο σκοπό την προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Λόγω της αναποτελεσματικότητας αυτού του νόμου θεσπίστηκε νέος νόμος, ο Ν.2367/95, ο οποίος αναιρεί τον προηγούμενο μετά την πάροδο δύο ετών, στον οποίο οι ΕΠΕΚ μετονομάστηκαν σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ). Σύμφωνα με τον παραπάνω νόμο ως ΕΚΕΣ ορίζεται μια ανώνυμη εταιρεία που έχει ως σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Η ανάπτυξη του VC μετά το 1999 σχετίστηκε άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι απο-

δόσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ στο διάστημα αυτό ήταν εντυπωσιακές και υπήρχε οργασμός στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιρειών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγραφών από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το VC εξασφάλισε μεγάλες αποδόσεις ακόμη και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυναν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής τους και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο ΧΑΑ. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από την παρούσα έρευνα, όπου η πλειοψηφία των ΕΚΕΣ είναι νέες εταιρείες με ηλικία μέχρι 3 έτη (46%). Σε ποσοστό 27% η ηλικία τους κυμαίνεται μεταξύ των 10 και 15 ετών ενώ αντίστοιχα σε ποσοστό 18% και 9% βρίσκονται ΕΚΕΣ με ηλικία μεταξύ 4 και 9 ετών και μεγαλύτερη από 15 έτη αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα 1).

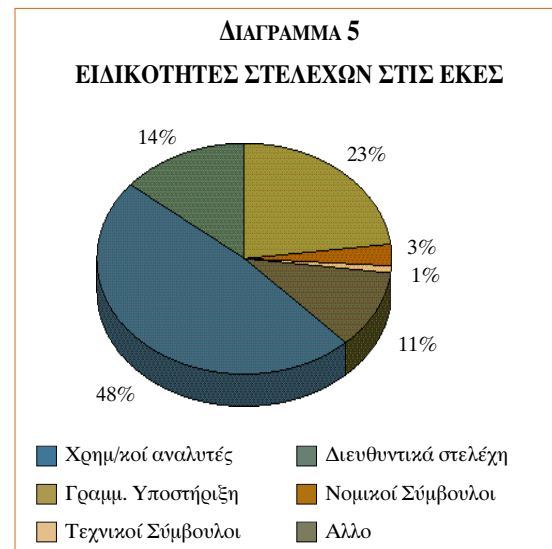
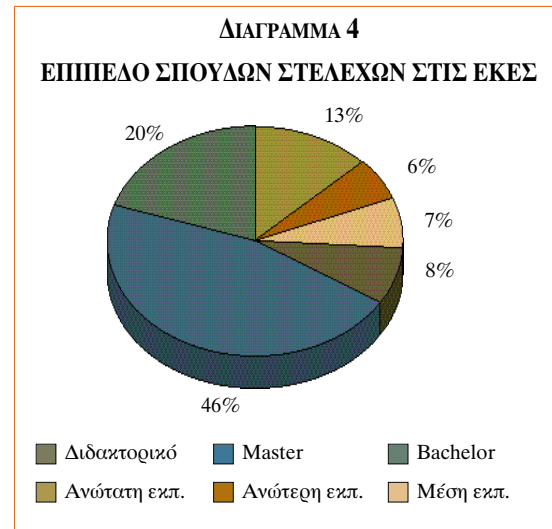


Μια μόνο ΕΚΕΣ υπόκειται σε διαχείριση από άλλη εταιρεία και χρησιμοποιεί ακόμη και το προσωπικό της χρηματιστηριακής εταιρείας (στο διάγραμμα αναφέρεται ως ετεροδιαχείριση). Οι άλλες αποτελούν μέλη ομίλων (27%) ή είναι θυγατρικές άλλων εταιρειών (κυρίως τραπεζών) σε ποσοστό 37%, ενώ το υπόλοιπο 27% είναι ανεξάρτητες (Διάγραμμα 2). Χαρακτηριστικό αποτελεί το γεγονός ότι, ακόμη και όταν είναι ανεξάρτητες, μερικές δεν έχουν καθόλου προσωπικό και αναθέτουν τη δια-

χείρισή τους σε άλλη οικονομική εταιρεία. Για το λόγο αυτό η πλειονότητα των ΕΚΕΣ έχουν ελάχιστο προσωπικό (ποσοστό 64% από 0 έως 9 άτομα). Μια μόνο ΕΚΕΣ μπορεί να χαρακτηριστεί ως μεσαία εταιρεία καθώς διαθέτει 69 άτομα (9%). Γενικότερα είναι πολύ μικρές εταιρείες, αφού αθροιστικά το 91% δεν απασχολούν παραπάνω από 50 άτομα.



Το επίπεδο μόρφωσης των στελεχών είναι πολύ υψηλό καθώς οι κάτοχοι διδακτορικού τίτλου αποτελούν το 8%, το 46% κατέχει τίτλο Master, το 13% είναι ανώτατης εκπαίδευσης, το 20% Bachelor, ενώ μόλις το 6% είναι ανώτερης εκπαίδευσης και το 7% μέσης εκπαίδευσης (Διάγραμμα 4). Από αυτούς το 48% είναι χρηματιστηριακοί αναλυτές, το 23% εργάζονται στη γραμματειακή υποστήριξη, 14% είναι διευθυντικά στελέχη και σύμβουλοι, ενώ μόλις το 3% είναι νομικοί σύμβουλοι (Διάγραμμα 5).



2. Επενδυτική πολιτική

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

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του venture capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του Ταμείου Νέας Οικονομίας ΑΕ (TANEO) με το άρθρο 28 του

N. 2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Γενικότερα στόχος της εταιρείας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς επίσης και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας.

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

Μετά από πιέσεις του ΟΟΣΑ και του European Association of Venture Capital (EVCA) για την αρχή της φορολογικής ουδετερότητας η κυβέρνηση προχώρησε τον Απρίλιο του 2002:

α) στην ψήφιση του υπ' αριθμ. 2992/20.3.2002 νομοσχεδίου για την επιχειρηματικότητα, το οποίο τροποποιεί τον προηγούμενο νόμο 2843/2000 θέτοντας ένα πιο ευέλικτο θεσμικό πλαίσιο, καθώς i) συγχρηματοδοτεί τη σύσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ), τα οποία δεν θα φορολογούνται ως οργανισμός αλλά μόνο οι μέτοχοί τους, όπως συμβαίνει σε όλη την Ευρώπη, ii) τροποποιεί τις ιδρυτικές διατάξεις του TANEΟ (Άρθρο 8) και iii) μεταχειρίζεται ευνοϊκά τις δαπάνες επιστημονικής και τεχνολογικής έρευνας των επιχειρήσεων, το ήμισυ του κόστους (50%) των οποίων θα αφαιρείται από το καθαρό εισόδημά τους κατά τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών τους και

β) στην έκδοση της υπ' αριθμ. 160979/Β.811/12.4.2002 Υπουργικής Απόφασης, με την οποία καθορίζονται οι όροι και οι προϋποθέσεις για τη συμμετοχή της ανώνυμης εταιρείας TANEΟ σε ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και άλλα αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Επιτυχία αποτελεί για την ελληνική πραγματικότητα η αναγνώριση του TANEΟ από την Ευρωπαϊκή Ένωση, γεγονός που συνέβη μόλις το Σεπτέμβριο του 2002 και σηματοδοτεί την έναρξη λειτουργίας του TANEΟ. Ο αρμόδιος επίτροπος για τα θέματα ανταγωνισμού Μάριο Μόντι αναγνωρίζει τη συμβατότητα του καθεστώτος της λειτουργίας του TANEΟ με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ενωμένη Ευρώπη, οπότε ενεργοποιείται άμεσα το πρώτο ελληνικό fund of funds.

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

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

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΓΙΑ ΤΟ 1998-2001
ΠΛΗΘΟΣ ΥΠΟΨΗΦΙΩΝ ΚΑΙ ΕΓΚΕΚΡΙΜΕΝΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΔΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ

(σε Keuro)	1998	1999	Μεταβ.(%)	2000	Μεταβ.(%)	2001	Μεταβ.(%)
Διαθέσιμα κεφάλαια VC	82.708	86.369	4,43	301.583	249,18	491.549	62,99
Επενδύσιμα κεφάλαια	23.127	44.289	91,50	133.013	200,33	52.996	-60,16
Ποσοστό επενδ. (%)	6,44%	1,72%		11,28%		8,12%	
Πλήθος υποψήφιων σχεδίων των επιχειρήσεων	167	238	42,51	907	281,09	905	-0,22
Πλήθος εγκεκριμένων σχεδίων	18	14	-22,22	47	235,71	37	-21,28
Ποσοστό εγκερ. (%)	10,77%	5,88%		5,18%		4,08%	

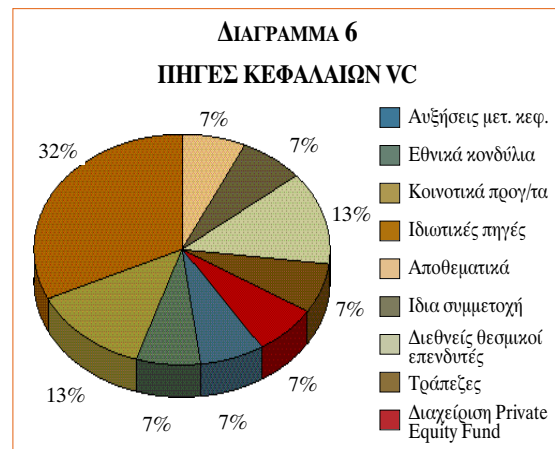
2ου Venture Capital Forum ήταν αρκετά ενθαρρυντικά, καθώς προέκυψαν δύο ελπιδοφόρες επενδύσεις σε venture capital: α) η εταιρεία υψηλής τεχνολογίας Theta Microelectronics με επενδυτή την Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών και β) η “ΩΝΙΑ NET” με επενδυτή τον Ομίλο Πουλιάδη (ο οποίος δεν είναι ΕΚΕΣ αλλά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

Με βάση τα δεδομένα του Πίνακα 1, τα διαθέσιμα και τα επενδύσιμα κεφάλαια για VC βρίσκονται σε εντυπωσιακή άνοδο την περίοδο 1998-2001 (494,32% για τα διαθέσιμα και 129,15% για τα επενδύσιμα κεφάλαια αντίστοιχα). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μετά το 1999 ιδρύθηκαν και ουσιαστικά άρχισαν να λειτουργούν από το έτος 2000 άλλες 5 νέες ΕΚΕΣ. Το 2001 όμως παρουσιάστηκε σημαντική μείωση στα επενδύσιμα κεφάλαια (-60%) παρ’ όλο που το διαθέσιμο κεφάλαιο προς επενδύσεις είχε αυξηθεί σημαντικά (63%), εξαιτίας της ανυπαρξίας αξιολογών επιχειρηματικών σχεδίων όπως είχε επισημανθεί και από τα στελέχη των ΕΚΕΣ. Ουσιαστικά όμως λόγω της συνεχούς πτώσης του χρηματιστηρίου δεν υπήρχε η δυνατότητα εξόδου των μέχρι πρότινος αξιολογών υποψήφιων επιχειρηματικών σχεδίων στο ΧΑΑ και αναγκαστικά οι ΕΚΕΣ στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις (start-ups), των οποίων οι επενδύσεις εμπεριείχον υψηλότερο ρίσκο και είναι λιγότερο δელεαστικές.

Το πλήθος των εγκεκριμένων σχεδίων επιχει-

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

Οι ΕΚΕΣ αντλούν τα επενδυτικά τους κεφάλαια κυρίως από ιδιωτικές συμμετοχές σε ποσοστό 32%, από θεσμικούς επενδυτές σε ποσοστό 13% και από κοινοτικά προγράμματα σε ποσοστό 13%, ενώ άλλη πηγή αποτελούν η αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου (7%), τα αποθεματικά τους (7%), τα ίδια κεφάλαια (7%), τα εθνικά κονδύλια (7%), η διαχείριση Private Equity Fund (7%) και οι τράπεζες (7%) (αφορά κυρίως τις εταιρείες που είναι θυγατρικές ή μέλη ομίλων τραπεζών) (Διάγραμμα 6).



Για παράδειγμα η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών διαχειρίζεται και παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες σε 3 επενδυτικούς φορείς, οι οποίοι έχουν ως μόνο μέτοχο τον όμιλο της ΕΤΕ:

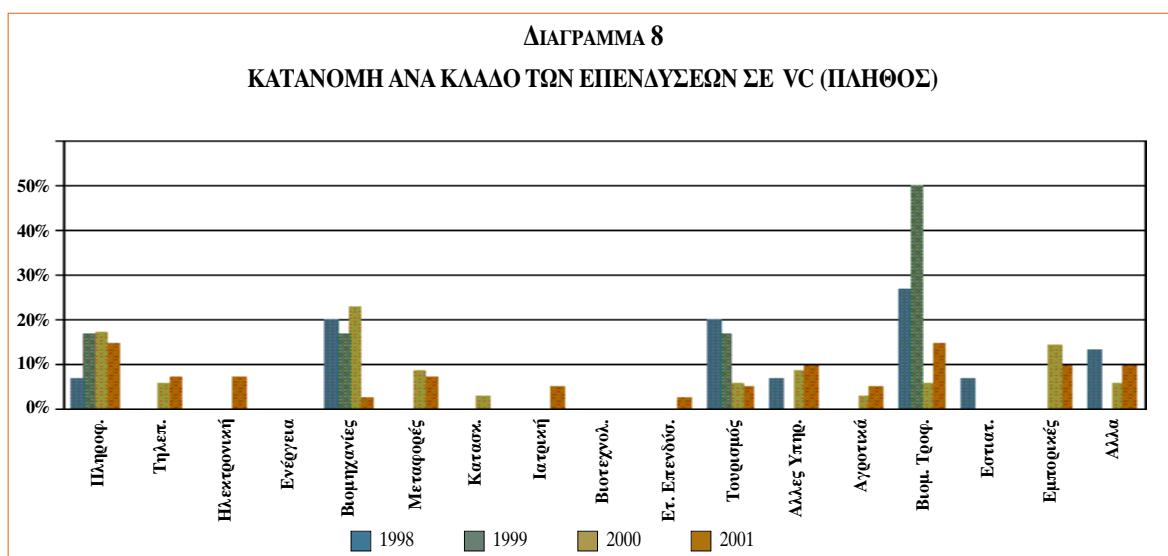
- Το NBG Greek Fund Limited που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 45 εκατ. ευρώ και επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στην Ελλάδα ή μαζί με ελληνικές επιχειρήσεις στη Δυτική Ευρώπη.
- Το NBG Balkan Fund που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 30 εκατ. ευρώ και επενδύει κυρίως μαζί με ελληνικές επιχειρήσεις στα Βαλκάνια, την Τουρκία, την Αίγυπτο και σε άλλες χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης.
- Το NBG Technology LP που έχει εγκεκριμένο κεφάλαιο 60 εκατ. ευρώ και επενδύει στις βιομηχανίες τεχνολογίας, μέσω μαζικής επικοινωνίας και τηλεπικοινωνίας κυρίως της Ελλάδας και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Στη φάση της προέλευσης των υποψήφιων επιχειρήσεων την πρωτοβουλία αναλαμβάνουν συνήθως οι υποψήφιοι επιχειρηματίες για να προσεγγίσουν τις ΕΚΕΣ σε ποσοστό 100%. Επειδή κάθε ΕΚΕΣ έχει δώσει περισσότερες από μια επιλογές προσέγγισης σχεδίων επιχειρήσεων, τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 7, όπου για παράδειγμα η επιλογή “Πρωτοβουλία του υποψή-

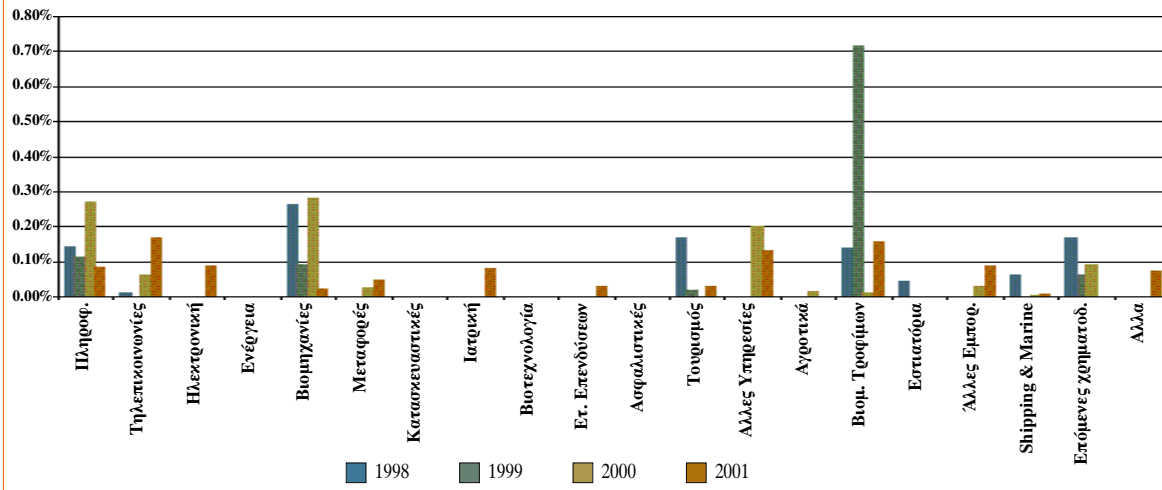


φιου επιχειρηματία” είχε προταθεί και από τις 11 ΕΚΕΣ και για το λόγο αυτό έχει 100%. Με πρωτοβουλία της ίδιας της ΕΚΕΣ ή ύστερα από σύσταση μιας άλλης ΕΚΕΣ τα ποσοστά είναι 82% αντίστοιχα και στις δύο περιπτώσεις. Από έρευνες που έγιναν στο εξωτερικό (κυρίως ΗΠΑ), η προσέγγιση των επιχειρήσεων προκύπτει από συστάσεις που κάνουν άλλες ΕΚΕΣ στην ΕΚΕΣ που κάνει την επιλογή των σχεδίων των επιχειρήσεων.

Σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις των ΕΚΕΣ, αυτές διοχετεύονται κυρίως στη βιομηχανία. Ιδιαίτερα η βιομηχανία τροφίμων το 1999 απορρόφησε το 72% των επεν-



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ VC (ΠΟΣΟ)



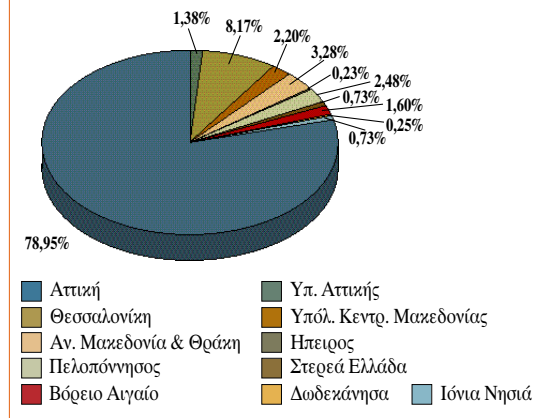
δυόμενων κεφαλαίων, έχοντας συνάψει το 50% των επενδυόμενων σχεδίων (σε πλήθος). Τα Διαγράμματα 8 και 9 δείχνουν πώς κατανέμονται οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ τόσο σε πλήθος όσο και σε ποσό.

Η γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων των ΕΚΕΣ παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 10. Η Αττική με ποσοστό 78,95% εκ του μακρόθεν δέχεται τα επενδυτικά κεφάλαια όλων των ΕΚΕΣ. Ακολουθεί με 8,17% η περιοχή της Θεσσαλονίκης. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι οι ΕΚΕΣ προτιμούν να επενδύουν σε περιοχές όπου υπάρχουν ανεπτυγμένες βιομηχανικές ζώνες.

Οι περισσότερες ΕΚΕΣ επενδύουν στο εξωτερικό (55%). Οι περιοχές του εξωτερικού που προτιμούν είναι κυρίως η Ανατολική Ευρώπη (27%) και τα γειτονικά Βαλκάνια (27%). Ακολουθούν η Κύπρος (23%) και η Δυτική Ευρώπη (18%), ενώ ελάχιστες επενδύσεις έχουν γίνει στη Βόρεια Αφρική (5%), οι οποίες προέκυψαν κατά τη συνεργασία μιας ελληνικής ΕΚΕΣ με ένα υποκατάστημά της στην Αίγυπτο για σύσταση ενός fund (βλ. Διαγράμματα 11 και 12 στην επόμενη σελίδα).

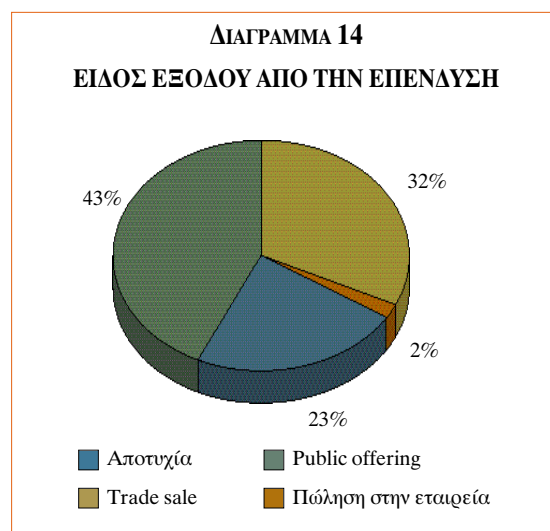
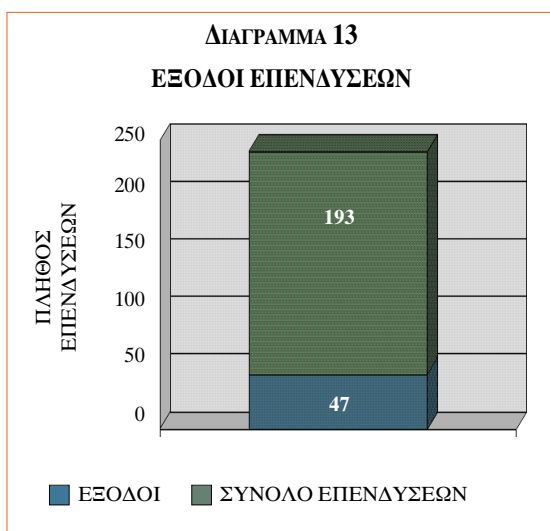
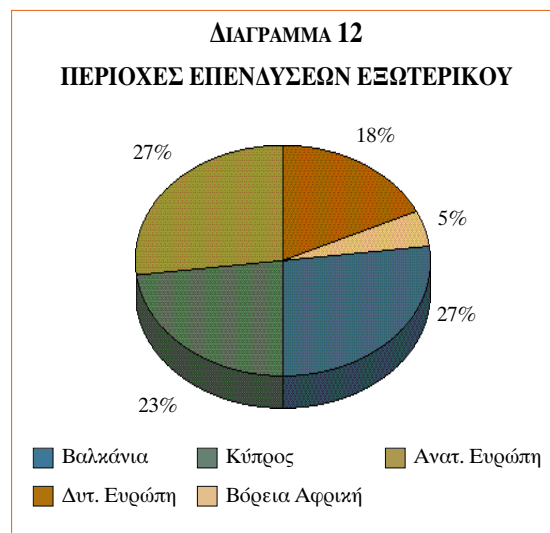
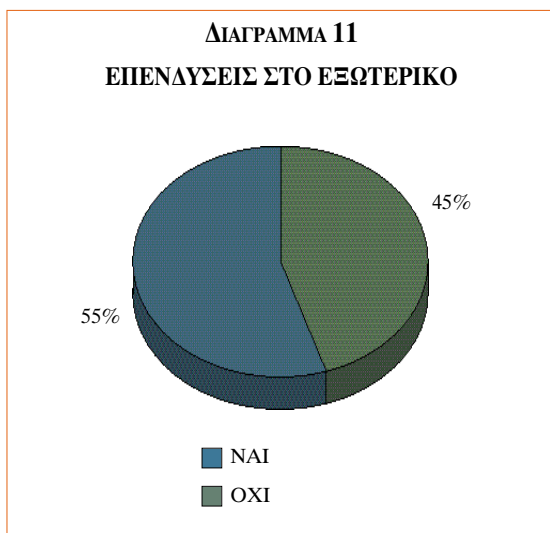
Η έξοδος της ΕΚΕΣ από την επιχείρηση γίνεται σε διάστημα 3-6 ετών. Οι ΕΚΕΣ πραγματοποιούν κατά μέσο όρο εξόδους σε ποσοστό 24,35% (47 εξόδους στο σύνολο 193 επενδύσεων) (Διάγραμμα 13

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10
ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ VC



στην επόμενη σελίδα), προτιμώντας κυρίως την πώληση της συμμετοχής τους μετά την είσοδο της επιχείρησης στο χρηματιστήριο (public offer) (43%) και λιγότερο την πώληση σε στρατηγικό επενδυτή (trade sale) (31%), ενώ πιο σπάνια (2%) την πώληση στην ομάδα του μανάτζμεντ της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Αρκετά υψηλό είναι το ποσοστό των αποτυχιών σε αυτές τις επενδύσεις, όπου σχεδόν 1 στις 4 επενδύσεις (23%) καταλήγουν σε αποτυχία (write-off) (Διάγραμμα 14 στην επόμενη σελίδα).

Ένα από τα ενδιαφέροντα θέματα που αξίζει να



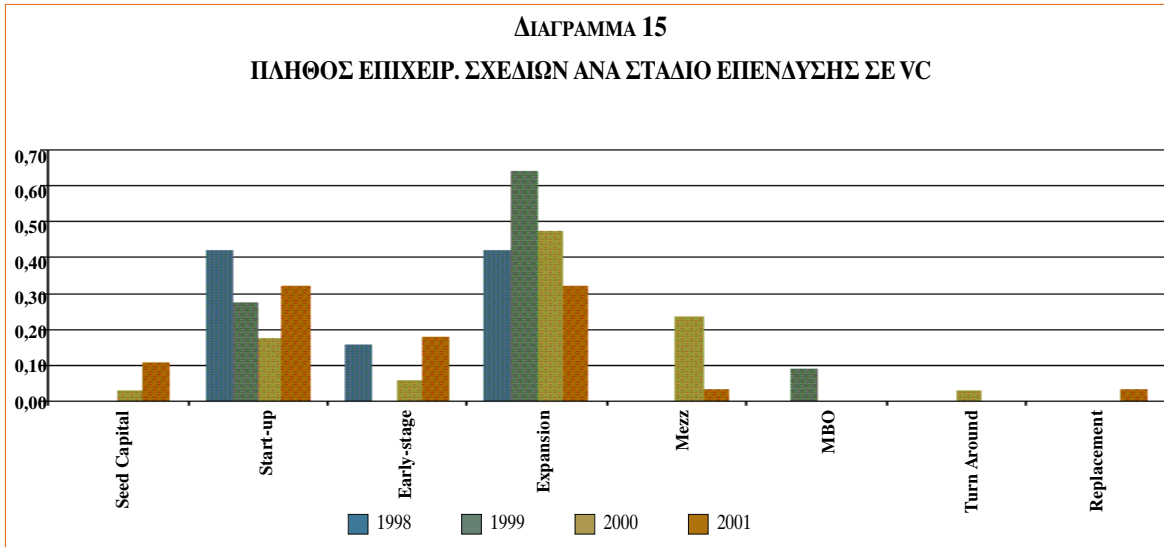
μελετηθεί σε βάθος είναι η εξέταση των αποδόσεων των επενδύσεων που πραγματοποιούν οι ΕΚΕΣ. Για να γίνει όμως αυτό χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα λειτουργίας του VC σε μια χώρα, ώστε να υπάρχουν αξιόπιστα στοιχεία.

Μορφές χρηματοδότησης σε venture capital

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

παρακάτω κατηγορίες (βλ. για μια αναλυτική παρουσίαση το άρθρο του Κ. Ζοπουνίδη, 1999, Η αξιολόγηση επενδύσεων σε επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κινδύνου: μια πολυκριτήρια προσέγγιση, Οικονομική Επιθεώρηση, 17, σελ. 22-33):

1. Πρωταρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση σποράς (*seed capital*).
2. Αρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση εκκίνησης (*start-up finance*).
3. Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου ανάπτυξης (*early-stage finance*).
4. Χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης (*development or expansion finance*).

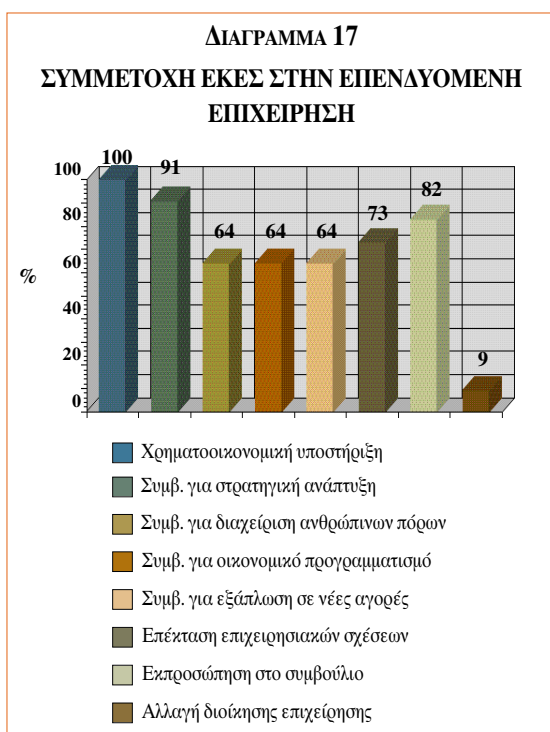
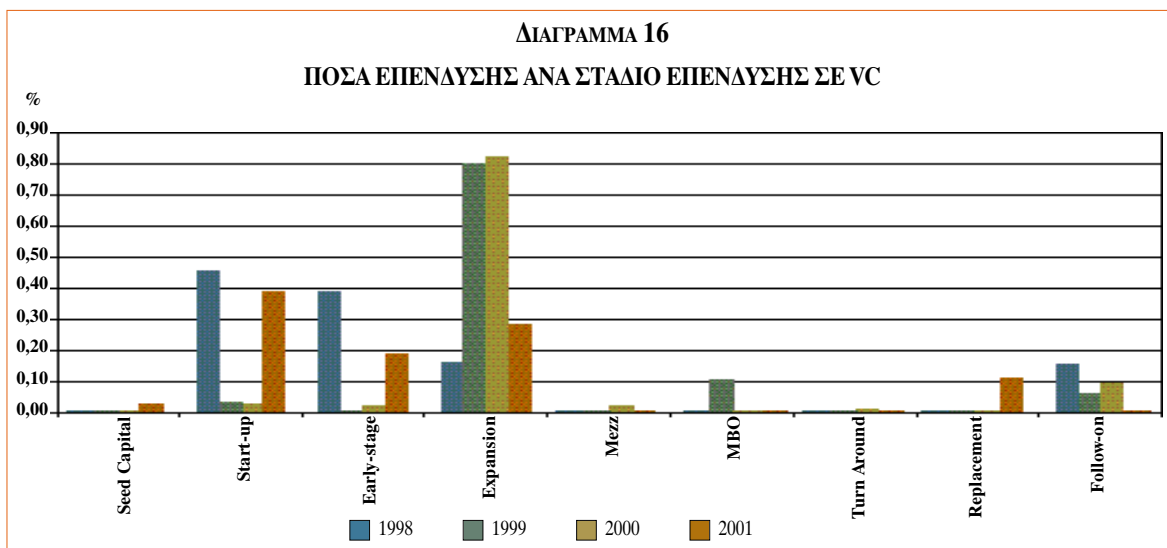


5. Ενδιάμεση χρηματοδότηση (*mezzanine (bridge) finance*).
6. Κεφάλαιο εξαγοράς *management (management buy-out/buy-in finance)*.
7. Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (*turn around or rescue finance*).
8. Χρηματοδότηση αντικατάστασης (*replacement finance*).

Στην Ελλάδα οι ΕΚΕΣ επενδύουν κυρίως στις ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη και την επέκτασή τους (σε ποσοστό 16% για το 1998, 80% για το 1999, 82% για το 2000 και 28% για το 2001), οι οποίες παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, λόγω της συνεχούς πτώσης του χρηματιστηρίου τα τρία τελευταία χρόνια, οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ άρχισαν να στρέφονται στις νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις, οι οποίες μακροπρόθεσμα δημιουργούν τις μεγαλύτερες υπεραξίες. Έτσι, ενώ το 2000 τα ποσά που διέθεταν οι ΕΚΕΣ για *seed-capital*, *start-up finance* και *early-stage* καταλάμβαναν σε ποσοστά το 0,5%, 3% και 2% αντίστοιχα των συνολικών επενδύσεων, το 2001 τα ποσοστά των επενδύμενων ποσών εκτοξεύθηκαν αντίστοιχα στο 3%, 39% και 19%. Για την αύξηση του ενδιαφέροντος των ΕΚΕΣ για τις νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις πρέπει να συνεκτιμηθεί και η συμβολή του ΤΑΝΕΟ, το οποίο χρηματοδοτεί μόνο

τα υποψήφια επιχειρηματικά σχέδια νέων επιχειρήσεων (Διάγραμμα 15). Αντίστοιχη συμπεριφορά είχε παρατηρηθεί και πριν την άνοδο του ΧΑΑ, για το 1998, οπότε διέθεταν για τις *start up-finance* και *early-stage finance* επιχειρήσεις το 45% και 38% των συνολικών επενδύμενων κεφαλαίων (Διάγραμμα 16 στην επόμενη σελίδα).

Οι ΕΚΕΣ παρέχουν στις επιχειρήσεις, εκτός από χρηματοοικονομική υποστήριξη σε ποσοστό 100%, και άλλες υπηρεσίες όπως συμβουλευτικές για τη στρατηγική και επιχειρηματική τους ανάπτυξη (91%), και επειδή η συμμετοχή τους σε αυτές συνεπάγεται υψηλό ρίσκο επιδιώκουν να εκπροσωπούνται στο συμβούλιο των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων (82%) ανάλογα με το ποσοστό μετοχών που κατέχουν. Έτσι κύριο μέλημα μιας ΕΚΕΣ είναι να βοηθήσει την επιχείρηση να έχει μια επιτυχημένη επιχειρηματική πορεία, συμβάλλοντας στην επέκταση του δικτύου επιχειρηματικών σχέσεων (73%) και παρέχοντας συμβουλές για τη διαχείριση ανθρώπινων πόρων (64%), τον οικονομικό της προγραμματισμό (64%) και την εξάπλωσή της σε νέες αγορές (64%). Ελάχιστες ΕΚΕΣ είναι που επιδιώκουν αλλαγή στη διοίκηση της υποστηριζόμενης επιχείρησης (9%) (Διάγραμμα 17 στην επόμενη σελίδα). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται ποσοστιαία σε ραβδόγραμμα, καθώς οι ερωτώμε-



νοι επέλεξαν περισσότερες από μια επιλογές στις απαντήσεις τους, οπότε το 100% στη χρηματοοικονομική υποστήριξη σημαίνει ότι όλες οι ΕΚΕΣ (11/11) παρέχουν χρηματοοικονομική υποστήριξη στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις.

3. Κριτήρια επιλογής

Με βάση τη μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων από VC που παρουσιάστηκε στην αρχή του άρθρου (προέλευση, προεργασία, εκτίμηση, ολοκλήρωση και μεταεπενδυτικές δραστηριότητες), οι ΕΚΕΣ αφιερώνουν για τις δραστηριότητες αυτές χρόνο πριν και μετά την επένδυση. Ο Πίνακας 2 δείχνει τα ποσοστά αυτά για τις ΕΚΕΣ του δείγματός μας.

Υπολογίζοντας το μέσο όρο του χρόνου, τον οποίο κατανέμουν τα στελέχη των ΕΚΕΣ πριν και μετά την επένδυση, παρατηρούνται τα ακόλουθα (Πίνακας 2):

α) Πριν από την επένδυση καταναλώνουν τον περισσότερο χρόνο τους στη φάση της εκτίμησης (evaluation phase) (35%) αλλά και στις προπαρασκευαστικές διαδικασίες μέχρι την υπογραφή των συμβολαίων (structuring) (33%), ενώ στην προεργασία (screening) αφιερώνουν λιγότερο χρόνο (28%), καθώς δεν κάνουν αυστηρή επιλογή προσπαθώντας να ξεκαθαρίσουν τα επιχειρηματικά σχέδια που παρουσιάζουν κάποιο ενδιαφέρον, ο οποίος όμως δεν είναι λίγος σχετικά με την εκτενή αξιολόγηση, επειδή συνήθως έχουν να ελέγξουν ένα μεγάλο αριθμό υποψηφίων σχεδίων.

β) Μετά την επένδυση ο περισσότερο χρόνος τους

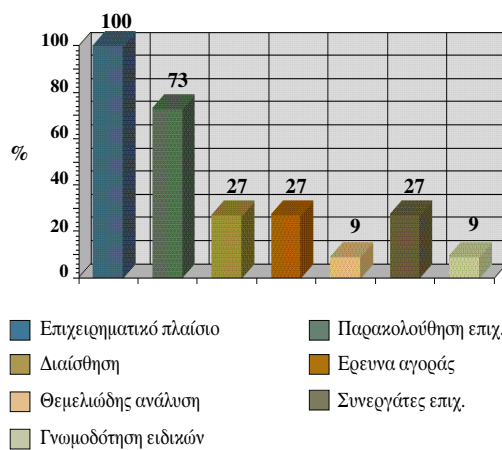
ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ (ΣΕ %) ΤΩΝ ΕΚΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ

	ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ				ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ		
	Προέλευση επιχειρήσεων	Προεργασία	Εκτίμηση	Ολοκλήρωση συμβολαίου	Συνεργασία με την επιχείρηση	Συμβουλευτικές υπηρεσίες	Εξόδοσ
ΕΚΕΣ1	5%	30%	45%	20%	30%	50%	20%
ΕΚΕΣ2	9%	25%	33%	33%	37%	26%	37%
ΕΚΕΣ3	20%	10%	40%	30%	0%	100%	0%
ΕΚΕΣ4	10%	40%	30%	20%	50%	20%	30%
ΕΚΕΣ5	20%	40%	30%	10%	70%	20%	10%
ΕΚΕΣ6	20%	25%	25%	30%	40%	30%	30%
ΕΚΕΣ7	5%	10%	20%	65%	40%	20%	40%
ΕΚΕΣ8	20%	20%	30%	30%	0%	0%	0%
ΕΚΕΣ9	20%	20%	40%	20%	50%	30%	20%
ΕΚΕΣ10	10%	40%	30%	20%	80%	20%	0%
ΕΚΕΣ11	5%	15%	30%	50%	50%	30%	20%
Μέσος χρόνος	14%	28%	35%	33%	45%	35%	21%

αφιερώνεται στη συνεργασία με την ομάδα της διοίκησης (45%), ώστε να μπορέσουν να έχουν μια επιτυχημένη ανάπτυξη της επιχείρησης, ενώ σημαντικός χρόνος (35%) αφιερώνεται επίσης και στην παροχή συμβουλευτικής υποστήριξης σε διάφορους τομείς σημαντικούς για την επιβίωση και ανάπτυξη της επιχείρησης. Ο χρόνος εξόδου (exit) είναι σχετικά χαμηλός (21%) αλλά οι μισές από τις ΕΚΕΣ είναι πολύ νέες (ιδρύθηκαν μετά το 1999-2000) οπότε δεν έχουν αρχίσει να ασχολούνται με αυτές ακόμη.

Κατά τη διάρκεια της φάσης εκτίμησης οι ΕΚΕΣ αξιολογούν τις υποψήφιες επιχειρήσεις με βάση το επιχειρηματικό πλάνο (business plan), στο οποίο δίνεται ιδιαίτερη σημασία (100%). Μερικές ΕΚΕΣ παρουσιάζουν μάλιστα μέσω της ιστοσελίδας τους μια πρότυπη μορφή του business plan και δίνουν οδηγίες για τη συμπλήρωσή του. Το Διάγραμμα 18 δείχνει από πού οι ΕΚΕΣ αντλούν στοιχεία για την αξιολόγηση των υποψήφιων σχεδίων των επιχειρήσεων. Οι περισσότερες ΕΚΕΣ (73%) πριν πάρουν οποιαδήποτε απόφαση παρακολουθούν την ανάπτυξη της υποψήφιας επιχείρησης για αρκετό χρό-

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18
ΑΝΤΛΗΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ



νικό διάστημα, ενώ ελάχιστες (27%) αφήνουν τη διάσθηση να τους παρασύρει στην επιλογή του κατάλληλου επιχειρηματικού σχεδίου. Πηγές στοιχείων αποτελούν επίσης οι συνεργάτες της υποψήφιας επιχείρησης (σύμβουλοι, λογιστές, τράπεζες κ.λπ.) (27%), μια έρευνα αγοράς (27%) ή σπανιότερα (9%) οι γνωμοδοτήσεις ειδικών ή η θεμελιώδης

ανάλυση των οικονομικών στοιχείων για περιπτώσεις χρηματοδότησης ανάπτυξης ή επέκτασης σε ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις (τα ποσοστά του Διαγράμματος 18 παρουσιάζονται σε ραβδόγραμμα επειδή τα στελέχη των ΕΚΕΣ απαντούσαν με περισσότερες από μια επιλογές στο ερώτημα της άντλησης των στοιχείων για αξιολόγηση).

Ως προς την τελική αξιολόγηση των υποψήφιων επιχειρήσεων μέσω του ερωτηματολογίου, έγινε προσπάθεια να κατανοηθεί η μεθοδολογία, με την οποία αξιολογούν οι ΕΚΕΣ. Μόνο μια ΕΚΕΣ απάντησε ότι δεν χρησιμοποιεί καμιά μεθοδολογία και άλλες δύο, ενώ απάντησαν θετικά, δεν έδωσαν καμία απάντηση στη μεθοδολογία. Το υπόλοιπο 72% του δείγματος έδωσε απαντήσεις στα στοιχεία που ζητήθηκαν και αφορούσαν τη διαδικασία αξιολόγησης των υποψήφιων επιχειρήσεων. Μερικές από τις απαντήσεις αυτών των ΕΚΕΣ είναι οι ακόλουθες.

1. “Η διαδικασία αξιολόγησης στηρίζεται σε οικονομικά στοιχεία, αγορά και διοίκηση επιχειρήσεων”.
2. “Η διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνει:
 - **Screening:**
 - Εξέταση business plan
 - Συνάντηση με επιχειρηματίες
 - Αξιολόγηση όρων συμμετοχής
 - Απόφαση ομάδας έργου
 - **Αναλυτική απόφαση:**
 - Λεπτομερής εξέταση
 - Διεξοδικές συζητήσεις
 - Αντληση εξειδικευμένων πληροφοριών
 - Αποτίμηση εταιρείας
 - Συζήτηση με άλλους venture capitalists
 - **Απόφαση συμμετοχής:**
 - Πρόταση όρων (term sheet)
 - Συμφωνία όρων
 - Εγκριση επενδυτικής πολιτικής”.
3. “Η διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνει τέσσερα διαδοχικά στάδια (αρχική αξιολόγηση, υποβολή πολυετούς επιχειρηματικού σχεδίου, αναλυτική αξιολόγηση επιχειρηματικού σχεδίου, νομικό-οικονομικό και φορολογικό έλεγχο”.

4. “Η διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνει τη λεπτομερή εξέταση των ιστορικών οικονομικών στοιχείων της εταιρείας και των προβλέψεών της για το μέλλον (τουλάχιστον 4ετή χρονικό ορίζοντα) καθώς και την αξιολόγηση του κλάδου, της αγοράς, του προϊόντος ή της υπηρεσίας αλλά και της διοίκησης και των ανώτερων στελεχών της εταιρείας”.

5. “Αρχικά πραγματοποιούμε την ‘prescreening’ διαδικασία και ακολούθως (εφόσον η επιχείρηση έχει λάβει θετική προαξιολόγηση) προχωράμε σε εκτεταμένο έλεγχο”.

6. “Προκαταρκτικές επαφές με επιχείρηση, έρευνα αγοράς, εκτεταμένος έλεγχος της επιχείρησης, λογιστική και νομοθετικό πλαίσιο αξιολόγησης”.

7. “α) Υποβολή επιχειρηματικού σχεδίου από ενδιαφερόμενη επιχείρηση-διατύπωση αιτήματος για μορφή-ύψος χρηματοδότησης, β) παρουσίαση από επιχείρηση-επαφή με management, γ) ανάλυση ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων επιχείρησης, αξιολόγηση κλάδου-θέσης της επιχείρησης σε αυτόν και αντίστοιχων προοπτικών, δ) υποβολή διευκρινιστικών ερωτήσεων-επίσκεψη σε γραφεία-εγκαταστάσεις επιχείρησης ε) εισήγηση διεύθυνσης και λήψη τελικής απόφασης από τη διοίκηση”.

8. “Υπάρχουν κριτήρια που προσδιορίζονται από το καταστατικό της εταιρείας μας και λαμβάνονται υπόψη σε κάθε απόφαση επένδυσης. Για παράδειγμα, η τοποθεσία της επιχείρησης σε παραμεθόρια περιοχή εκτός μεγάλων πόλεων, η ανάπτυξη της τεχνολογίας, η σχέση με τον τουρισμό και το να είναι συναλλαγματοφόρα ή αναπτυξιακού χαρακτήρα κ.λπ.”.

Η παραπάνω παρουσίαση δείχνει ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένο μεθοδολογικό πλαίσιο σχετικό με την αξιολόγηση των επενδύσεων σε VC. Βέβαια και στη διεθνή βιβλιογραφία και πρακτική όπου υπάρχουν εκτενείς αναφορές, οι περισσότεροι συγγραφείς δυσκολεύονται να προτείνουν κάποια συγκεκριμένη μέθοδο, καθώς οι επενδύσεις σε VC διαφέρουν ριζικά από τις τυπικές επενδύσεις στο

χρηματιστήριο και καταλήγουν και αυτοί σε εμπειρικές αξιολογήσεις. Για μια προσπάθεια τυποποίησης των μεθοδολογιών αξιολόγησης των επενδύσεων σε VC ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει σε άρθρο του Καθηγητή Κ. Ζοπουνίδη “*Venture Capital modeling: Evaluation criteria for the appraisal of investments*, The Financier: ACMT, vol. 1, no 2, σελ. 54-64”.

Στην παρούσα μελέτη, καταγράφηκαν με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία και τις συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των ΕΚΕΣ 19 κριτήρια εκτίμησης για την επιλογή των υποψήφιων σχεδίων των επιχειρήσεων. Τα κριτήρια αυτά περιγράφουν με συνολικό τρόπο το μάντζι, την αγορά, το προϊόν, οργανωτικά και τεχνικά χαρακτηριστικά της υποψήφιας προς χρηματοδότηση επιχείρησης από ΕΚΕΣ. Για να καταστεί δυνατό να εξεταστεί ποια κριτήρια είναι τα πιο σημαντικά και ουσιώδη στην αξιολόγηση σχεδίων επιχειρήσεων από ελληνικές ΕΚΕΣ, ζητήθηκε από τα στελέχη τους να ιεραρχήσουν τα 19 κριτήρια. Στη συνέχεια, με ένα απλό υπόδειγμα σταθμισμένου μέσου όρου, επετεύχθη η παρακάτω κατάταξη των κριτηρίων από το πιο σημαντικό έως το λιγότερο σημαντικό (βλ. λεπτομέρειες υπολογισμού στο άρθρο Μ. Μπακατσάκη-Μανουδάκη, Κ. Ζοπουνίδη (2002), *The venture capital investment process in Greece: Some evaluation aspects*, 15ο Εθνικό Συνέδριο Ελληνικής Εταιρείας Επιχειρησιακών Ερευνών, Τρίπολη 31 Οκτωβρίου - 2 Νοεμβρίου 2002).

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ιεράρχηση των κριτηρίων στην περίπτωση της Ελλάδας είναι ότι τα κριτήρια “αναμενόμενος βαθμός απόδοσης της επένδυσης” και οι “ικανότητες και τα χαρακτηριστικά της διοίκησης” είναι τα πιο σημαντικά για τη λήψη μιας απόφασης επένδυσης σε VC. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σε πλήρη αρμονία και συσχέτιση με τα αποτελέσματα διεθνών ερευνών. Ακολουθούν στην τρίτη και ισόβαθμη θέση “χαρακτηριστικά του κλάδου” και ο “αναμενόμενος κίνδυνος”, στην πέμπτη θέση το κριτήριο “ανάπτυξη της αγοράς”, ενώ στην έκτη θέση βρίσκεται το κριτήριο “προωτοτυπία-καινοτομία”. Τα έξι πρώ-

τα αυτά κριτήρια δείχνουν σε παγκόσμιο επίπεδο ότι τα στελέχη των ΕΚΕΣ ενδιαφέρονται πρωτίστως οι υποψήφιες επιχειρήσεις να έχουν καλή ομάδα διοίκησης, αγορά σε ανάπτυξη, καλό προϊόν και καλές χρηματοοικονομικές επιδόσεις που βασίζονται στο δίδυμο “απόδοση-κίνδυνος”.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
ΙΕΡΑΡΧΗΣΗ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ
ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΚΕΣ

ΚΡΙΤΗΡΙΑ	Βαθμολόγηση	Κατάταξη
1. Ικανότητες και χαρακτηριστικά της διοίκησης	4	2
2. Προσωπικά κίνητρα	0	17
3. Χαρακτηριστικά του κλάδου	2,8	3
4. Διαφοροποίηση του προϊόντος	1,2	8
5. Δυνατότητα ανάπτυξης	1,3	7
6. Προωτοτυπία-καινοτομία	2,1	6
7. Μέγεθος αγοράς	1,1	9
8. Ανάπτυξη αγοράς	2,2	5
9. Ανταγωνισμός	0,8	13
10. Cash-out method	0,6	14
11. Αναμενόμενος βαθμός απόδοσης	4,7	1
12. Αναμενόμενος κίνδυνος	2,8	3
13. Ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει η επιχείρηση	0	17
14. Παροχές επενδυτή	0	17
15. Μέγεθος της επένδυσης	1	10
16. Ρευστότητα	1	10
17. Συστάσεις	0,5	15
18. Στάδιο ανάπτυξης εταιρείας	0,9	12
19. Εξασφάλιση δυνατοτήτων κλάδου από χρηματοδοτούμενη επιχείρηση	0,1	16

Συμπεράσματα και μελλοντική έρευνα

Στο άρθρο αυτό παρουσιάστηκαν τα πρώτα αποτελέσματα πανελληνίας έρευνας, που αφορούν τη λειτουργία του VC και των ελληνικών ΕΚΕΣ. Η έρευνα βασίστηκε σε ερωτηματολόγια και προσωπικές προφορικές συνεντεύξεις με τα διευθυντικά τους στελέχη.

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

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

Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ είναι περισσότερο ριψοκίνδυνες από τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές και επενδύουν σε αρκετά υψηλά ποσοστά (42%) από τα συνολικά κεφάλαια στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης (για

seed-capital, start-up και early-stage finance). Η τάση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι ουσιαστικά οι ΕΚΕΣ αναγκάστηκαν να στραφούν σε νεοϊδρυθμένες καινοτόμες επιχειρήσεις, των οποίων οι επενδύσεις μακροπρόθεσμα δημιουργούν μεγαλύτερες υπεραξίες και όχι στις ώριμες επιχειρήσεις, των οποίων η έξοδος στο χρηματιστήριο είναι πλέον δύσκολη έως ακατόρθωτη λόγω της συνεχούς καθόδου του χρηματιστηρίου τα τελευταία τρία χρόνια.

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

Η μελλοντική έρευνα σε VC στην Ελλάδα πρέπει να στραφεί σε δύο κατευθύνσεις:

1. Να μελετηθούν οι αποδόσεις των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους σε όλα τα στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων.
2. Να εκπονηθεί μια ολοκληρωμένη και αποδεκτή μεθοδολογία αξιολόγησης επενδύσεων σε VC, η οποία θα γίνει αποτελεσματικό εργαλείο για τα στελέχη των ΕΚΕΣ, προκειμένου να είναι δυνατή η λήψη ορθολογικών επενδυτικών αποφάσεων σε πραγματικό χρόνο (real time).

Η ερευνητική ομάδα του Εργαστηρίου Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης έχει ήδη αναλάβει τη μελέτη των δύο αυτών σημαντικών επιστημονικών θεμάτων.

