



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (ΠΜΣ-Λ&Χ)

ΤΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΤΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ



Διπλωματική Εργασία

Θεοδωρίδου Χριστίνα

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Δημήτριος

Καθηγητής

Θεσσαλονίκη, Δεκέμβριος 2009

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	2
ΣΥΝΟΨΗ	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1- VENTURE CAPITAL: ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ, ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΠΟ ΆΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	7
Ορισμός Venture Capital	7
Ιστορική Αναδρομή	9
Διαφορά Venture Capital από Άλλες Πηγές Χρηματοδότησης	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2- VENTURE CAPITAL, BUSINESS ANGELS, PRIVATE EQUITY FUNDS ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ	17
Ο Ρόλος των Venture Capitalists	17
Venture Capital και Private Equity	18
Venture Capital και Business Angels	20
Η Συνεισφορά των Εταιρειών Venture Capital και Κοινωνική Πολιτική	22
Διαφορές Ανάμεσα σε Εταιρίες Venture Capital	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3- VENTURE CAPITAL ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	29
Θεωρία Αντιπροσώπευσης, Εταιρική Διακυβέρνηση και Venture Capital	29
Ορισμός και Βασικές Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης	31
Venture Capital και Εταιρική Διακυβέρνηση	42
Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4- ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL	51
Πού Επενδύουν τα Venture Capitals	51
Διάρκεια της Επένδυσης ενός Venture Capital	54
Τρόποι Επένδυσης Venture Capitals	54
Διαδικασία Επένδυσης Venture Capital	58

Μοντέλο Αξιολόγησης Κινδύνου για τις Εταιρίες Venture Capital και Παράγοντες Επιτυχίας και Αποτυχίας Επενδύσεων Venture Capital	66
Έξοδος από την Επένδυση	76
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5- ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΣΚΙΑΓΡΑΦΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	80
To Venture Capital στην Ελλάδα: Νομοθετικό Πλαίσιο και Σκιαγράφιση της Αγοράς	80
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6- ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΑΠΕΡΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ	86
Συμπεράσματα και Προτάσεις για Παραπέρα Διερεύνηση του Θέματος	86
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	89

Σύνοψη

Η παρούσα βιβλιογραφική εργασία έχει ως θέμα το venture capital. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το εννοιολογικό περιεχόμενό του, γίνεται μία ιστορική αναδρομή από τη σύλληψη της ιδέας του venture capital έως σήμερα και περιγράφεται ποια είναι η διαφορά του από τις άλλες πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης. Στο δεύτερο κεφάλαιο ορίζονται δύο ακόμα πολύ σημαντικές έννοιες για την επιχειρηματική δραστηριότητα, τα private equity funds και οι business angels. Παράλληλα παρουσιάζεται η σημασία που έχει το venture capital σε αυτήν. Στο επόμενο κεφάλαιο αναλύονται η θεωρία αντιπροσώπευσης και η εταιρική διακυβέρνηση μέσα από το πρίσμα του venture capital. Στο τέταρτο κεφάλαιο περιγράφεται η επενδυτική διαδικασία που ακολουθεί ο venture capitalist από την επιλογή της κατάλληλης επένδυσης έως και την επιτυχή έξοδο από αυτήν. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το νομοθετικό πλαίσιο που υπάρχει στην Ελλάδα για το venture capital και γίνεται σκιαγράφηση της ελληνικής αγοράς. Στο τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της εργασίας και δίνονται κάποιες προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος.

Εισαγωγή

Η ανάπτυξη του θεσμού του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital) έχει τις ρίζες της στη διαμόρφωση ενός νέου οικονομικού περιβάλλοντος δράσης των επιχειρήσεων. Τις τελευταίες δεκαετίες, διαπιστώθηκε από τη μια πλευρά, η παρακμή των παραδοσιακών βιομηχανιών και από την άλλη, αντίστροφα, η εμφάνιση και προαγωγή των βιομηχανιών νέας τεχνολογίας και των επιχειρήσεων παροχής υπηρεσιών.¹

Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ένα σημαντικό στοιχείο στις διεργασίες σχηματισμού κεφαλαίου, στην τεχνολογική καινοτομία και την περιφερειακή εκβιομηχάνιση. Η οικονομική θεωρία υποθέτει μια τέλεια ελεύθερη και κινητή αγορά (Stiglitz 1982) και υπό αυτήν την οπτική θα αναμέναμε το venture capital να ρέει ελεύθερα κατά μήκος του χώρου. Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών όμως αποτελεί μία μοναδική μορφή της οικονομίας, συνδυάζοντας στοιχεία τόσο της οικονομικής όσο και της βιομηχανικής αγοράς. Το κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, κίνδυνο και διφορούμενη πληροφόρηση.²

Η πρώτη φορά που χρησιμοποιήθηκε ο όρος Venture Capital, φαίνεται να ήταν το 1946 σε μια συζήτηση μεταξύ των J.H. Whitney και του Benno Schmidt.³ Ο J.H. Whitney, ο οποίος μόλις είχε κληρονομήσει 179 εκ. \$ ήθελε να προχωρήσει στην δημιουργία μιας αναπτυξιακής επενδυτικής επιχείρησης, με σκοπό να παρέχει κεφάλαιο σε κάποιους που είχαν δυσκολία να το εξασφαλίσουν από άλλες περισσότερο παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης. Όταν ο J.H. Whitney ρώτησε τον Schmidt πως θα μπορούσε να διαχωρίσει στο μυαλό του επενδυτικού κοινού από τις παραδοσιακές επενδυτικές τράπεζες, εκείνος του πρότεινε τον όρο Venture Capital. Η αρχική επιθυμία του Whitney να διαφοροποιήσει τις τακτικές του από εκείνες των τραπεζών λειτουργούσε καλά για μια αρκετά μεγάλη περίοδο. Το

¹ Μουζουλας Σ.Α., 'Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης', εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997.

² Richard Florida and Donald F. Smith, Jr., 'Venture Capital Formation, Investment, and Regional Industrialization', *Annals of the Association of American Geographers*, Vol. 83, No. 3 (Sep., 1993), pp. 434-451.

³ Cornelius B., *The institutionalization of venture capital*, *Technovation* Volume 25, Issue 6, June 2005, Pages 599-608

Venture Capital έγινε συνώνυμο των επικίνδυνων τεχνολογικών επενδύσεων με πού υψηλά αναμενόμενη απόδοση.

Ξεκινώντας στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι επιστήμονες που έγραφαν για το Venture Capital, αλλά και οι επιχειρηματίες που το ασκούσαν, άρχισαν να διαφοροποιούνται ανάμεσα στο κλασσικό ή παραδοσιακό Venture Capital και στο Venture Capital όπως πραγματοποιείται σήμερα. Η βιομηχανία λεγόταν ότι είχε μπει στην διαδικασία να γίνει περισσότερο δομημένη και λογική, περισσότερο ώριμη και αποδοτική. Το παραδοσιακό Venture Capital συνδεόταν ακόμα με ανάληψη ρίσκου με έμφαση σε νέα εγχειρήματα, κυρίως τεχνολογικά. Επρόκειτο για «ιδιωτικά χρήματα» τα οποία διαχειριζόταν επαγγελματίες, πάντα με τελικό σκοπό την ανάπτυξη του κεφαλαίου. Παρόλα αυτά, ένα «νέο είδος» επιχειρηματιών που ασκούσαν το Venture Capital έκανε την εμφάνισή του, με αποτέλεσμα, οι επενδύσεις να γίνονται σε μεταγενέστερα στάδια της επιχειρηματικής ανάπτυξης.

Μία πολύ καλή εξήγηση για την αλλαγή αυτή όσον αφορά το σημείο στο οποίο δινόταν η επιχειρηματική έμφαση, ήταν ότι η βιομηχανία του Venture Capital είχε γίνει θύμα της ίδιας της επιτυχίας. Οι επενδυτές βλέποντας τις υψηλές αποδόσεις της βιομηχανίας ήθελαν και αυτοί να λάβουν μέρος της δράσης. Τα χρήματα συνέρεαν στα χέρια των επενδυτών επιχειρηματικού κινδύνου οι οποίοι αναζήτησαν βοήθεια, θέτοντας το κεφάλαιο αυτό υπό διαχείριση. Στράφηκαν ακόμα και στα πανεπιστήμια, προκειμένου να αναζητήσουν νέες γνώσεις και τεχνικές από τους νέους που αποφοιτούσαν. Οι νέοι αυτοί που εισέρχονταν τώρα στην αγορά, εφάρμοζαν αρχές που είχαν μάθει σε τριτογενή ιδρύματα διαπραγματευόμενοι μεγαλύτερες αποδόσεις με μικρότερο ρίσκο. Επιπλέον, επειδή τα τεράστια ποσά χρημάτων απαιτούσαν ενδελεχή έλεγχο και επειδή στα συμβούλια των νέων, μικρών και αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων συμμετείχαν ελάχιστοι πραγματικά εκπαιδευμένοι επί του θέματος επιχειρηματίες, οι επενδυτές το έβρισκαν πιο εύκολο να επενδύσουν μεγαλύτερα κεφάλαια σε επενδύσεις που βρίσκονταν σε προχωρημένο στάδιο. Η μεταβολή αυτή στο Venture Capital επιταχύνθηκε και από τις προσδοκίες των πιστωτών των επενδυτικών ομάδων. Οι επενδυτές μεγάλης εμβέλειας δεν ήταν συνηθισμένοι να παίρνουν ρίσκα κι έτσι

περιορίστηκαν σε επενδύσεις που μπορούσαν να πραγματοποιηθούν με το κεφάλαιό τους⁴.

Κεφάλαιο 1- Venture Capital: Εννοιολογικό Περιεχόμενο, Ιστορική Αναδρομή και Διαφορές από Άλλες Πηγές Χρηματοδότησης

Ορισμός Venture Capital

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια ή αλλιώς venture capital funds, αποτελούν μία εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για νέες ή και υπάρχουσες επιχειρήσεις που διαθέτουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης στην αγορά που δραστηριοποιούνται. Οι επιχειρήσεις αυτές είναι συνήθως μικρομεσαίες εταιρείες με ικανό management που βρίσκονται συνήθως σε αρχικά στάδια ανάπτυξης και έχουν ανάγκη χρηματοδότησης, συμβουλευτικής υποστήριξης και δημιουργίας συμμαχιών στην αγορά προκειμένου να αναπτυχθούν περαιτέρω.

Η συνεργασία με μία εταιρία venture capital εξασφαλίζει όλα αυτά με αντάλλαγμα τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, αναλαμβάνει και αυτή μέρος του επιχειρηματικού ρίσκου επιδιώκοντας οφέλη σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η απόδοση που προσδοκά μία εταιρία venture capital εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το επίπεδο του κινδύνου που αναλαμβάνει και το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης μιας επιτυχημένης επένδυσης.

Η μέθοδος αυτή είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στο εξωτερικό έχοντας καταγράψει σημαντικές επιτυχίες. Στην Ελλάδα πολλές επιχειρήσεις έχουν ωφεληθεί από παρόμοιες συνεργασίες αλλά παρόλα αυτά γνωρίζουμε καλά ότι απαιτείται μεγαλύτερη προσπάθεια στην ενημέρωση και την κατανόηση του σύγχρονου αυτού τρόπου στήριξης της επιχειρηματικότητας.

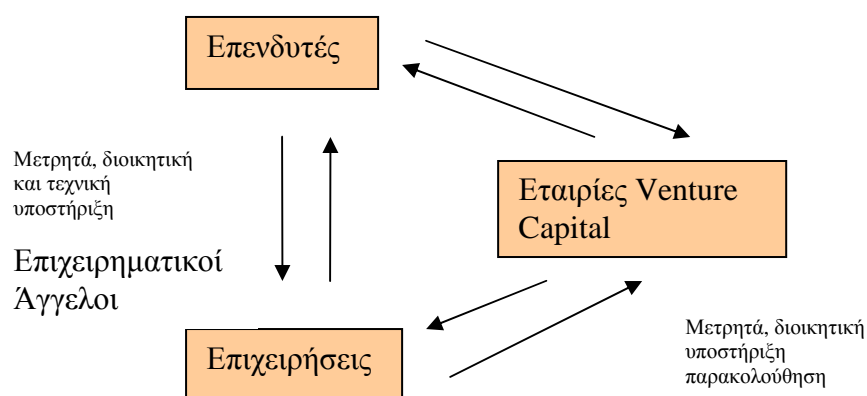
Με τον όρο επιχειρηματικό ή καινοτομικό κεφάλαιο (venture capital) χαρακτηρίζονται διεθνώς τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε υφιστάμενες ή υπό ίδρυση επιχειρήσεις από ειδικές επενδυτικές εταιρίες, αλλά και από ιδιώτες, και τα οποία περιέχουν το στοιχείο του κινδύνου. Δηλαδή το venture capital είναι μεσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις υψηλής απόδοσης και υψηλού

⁴ Cornelius B., The institutionalization of venture capital, Technovation Volume 25, Issue 6, June 2005, Pages 599-608

κινδύνου με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια νέων ή ταχέως αναπτυσσόμενων μη εισηγμένων επιχειρήσεων⁵. Εναλλακτικά η χρηματοδότηση μπορεί να γίνει με τη μορφή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Εναλλακτικά, μπορούμε να ορίσουμε το Venture Capital ως έναν τρόπο χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρείας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ως αντάλλαγμα για την παροχή χρηματοδότησης (British Venture Capital Association)⁶.

Το venture capital μπορεί να οριστεί επίσης ως επένδυση από ειδικευμένους οργανισμούς venture capital (σήμερα, διεθνώς, τη μεγαλύτερη συμμετοχή στο venture capital έχουν τα ασφαλιστικά ταμεία –pension funds- και ακολουθούν οι τράπεζες, οι ιδιώτες επενδυτές, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι εταιρίες επενδύσεων – corporate investors- οι κυβερνητικές πηγές, τα fund of funds κλπ.) σε υψηλής ανάπτυξης, σε υψηλού κινδύνου και συχνά σε υψηλής τεχνολογίας εταιρίες που χρειάζονται κεφάλαιο για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη των προϊόντων τους, και πρέπει, από τη φύση της επιχείρησης, να αποκτήσουν κεφάλαιο μέσω της συμμετοχής στα ίδια κεφάλαια παρά με χρέος.⁷



Πιο συγκεκριμένα, η ειδική επενδυτική εταιρία προσφέρει κεφάλαια με κίνδυνο συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, συγχρόνως όμως η εταιρία

⁵ www.hvca.gr

⁶ από το site: www.bvca.co.uk/

⁷ Bernard S. Black, Ronald J. Gilson, 'Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets', Journal of Financial Economics 47 (1998) 243-277

καινοτομικού κεφαλαίου δύναται να παράσχει συμβουλές στην επιχείρηση σε θέματα τεχνικά, οργανωτικά, εμπορικά και χρηματοδοτικά.⁸

Ιστορική Αναδρομή

Το VC αποτελεί μια μορφή χρηματοδότησης - κυρίως ιδιωτική - η οποία δημιουργήθηκε από τις οικονομικές ανάγκες και ιδιαίτερα τις ανάγκες δανεισμού που δημιούργησε η ταχεία ανάπτυξη της τεχνολογίας κατά το δεύτερο μισό του 20ου αιώνα. Ενώ στις εμβρυακές μορφές της αστικής οικονομίας η επιχειρηματικότητα είχε οικογενειοκρατικό χαρακτήρα λόγω της μικρής σημασίας των τεχνικών γνώσεων για την ανάπτυξη της παραγωγικής διαδικασίας, μετά τη βιομηχανική επανάσταση και ιδιαίτερα την επανάσταση της μικροηλεκτρονικής, η κατοχή της γνώσης και ιδιαίτερα της τεχνογνωσίας αύξησε τη φιλοδοξία αλλά και τη δυνατότητα συμμετοχής άλλων κοινωνικών φορέων στην εκδήλωση και ανάπτυξη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών. Η εξεύρεση συνεπώς διαθέσιμων κεφαλαίων αποτέλεσε σημαντικό ζήτημα της βιομηχανικής και τεχνολογικής επανάστασης του προηγούμενου αιώνα. Παρά ταύτα η εξεύρεση επαρκών χρηματοδοτικών πόρων κατά τρόπο ικανοποιητικό χρονικά αποδεκτό και οικονομικά αποτελεσματικό χωρίς τα ουτοπικά κριτήρια του δημόσιου δανεισμού και τη γραφειοκρατία καθώς και την καταχρηστικότητα των όρων των τραπεζικών συμβάσεων του ιδιωτικού δανεισμού, δεν ήταν ευχερής.

Λύση λοιπόν στα παραπάνω αδιέξοδα επιχείρησε να δώσει ο θεσμός του Venture Capital. Οι ρίζες του Venture Capital μπορούν να ανιχνευτούν στις δεκαετίες του 1920 - 1930 στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου πλούσιες οικογένειες και μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές επένδυσαν αρχικά κεφάλαια σε επιχειρήσεις που αργότερα έγιναν «μύθοι», όπως Eastern Airlines, Xerox, κ.ά. Όμως, οι περισσότεροι θα συμφωνούσαν ότι ως τυπικό σημείο εκκίνησης της σύγχρονης μορφής Venture Capital θεωρείται η δημιουργία από τον καθηγητή του Harvard, George Doriot, της American Research and Development (ARD), Venture Capital εταιρίας το 1946 σε συνεργασία με τον πρόεδρο του MIT Karl Compton, τον Merrill Griswold, πρόεδρο

⁸ Samuel Kortum and Josh Lerner, 'Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation', The RAND Journal of Economics, Vol. 31, No. 4 (Winter, 2000), pp. 674-692

του Massachusetts Investor Trust και τον Ral[h Flanders, πρόεδρο της Federal Bank of Boston. Εταιρίες «μύθοι», όπως οι Digital Equipment Corporation (DEC), Apple Computer Inc., Federal Express κ.λπ. οφείλουν την ύπαρξή τους στο Venture Capital. Το Venture Capital, παρά τη μακρά ιστορία του, δεν είναι ευρέως γνωστό αν και έχει διαδραματίσει ρόλο καταλύτη στη σύγχρονη διαδικασία του επιχειρείν.

Το Venture Capital έχει πρωταγωνιστήσει στη διαδικασία δημιουργίας πραγματικού οικονομικού πλούτου (αξίας), τροφοδότησης και διατήρησης υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και ανανέωσης. Σε όρους δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας, ανάπτυξης και προώθησης καινοτόμων / πρωτοποριακών προϊόντων και υπηρεσιών, ανάπτυξης της ανταγωνιστικότητας / παραγωγικότητας καθώς και τόνωσης του πιο ζωντανού επιχειρηματικού πνεύματος και γίνεσθαι της παγκόσμιας οικονομίας, το Venture Capital έχει παίξει το ρόλο του καταλύτη.

Οι νέες επιχειρήσεις και κλάδοι που στηρίχθηκαν από εταιρίες Venture Capital έχουν δραματικά αλλάξει τον τρόπο ζωής και εργασίας τα τελευταία 30 χρόνια.

Δε θα ήταν υπερβολή να λέγαμε ότι η ύπαρξη κι εξάπλωση σε παγκόσμιο επίπεδο της λεγόμενης νέας οικονομίας στηρίχθηκε και στηρίζεται, σε μεγάλο βαθμό, σε κεφάλαια τύπου venture capital.

Το πεδίο δράσης του Venture Capital καλύπτει κάθε επιχείρηση, η οποία παρουσιάζει πλεονεκτήματα τεχνολογικής, εμπορικής ή διαχειριστικής φύσεως. Οποιοδήποτε επιχειρηματικό σχέδιο, ακόμη και όταν δεν εμπίπτει άμεσα στο πεδίο των νέων τεχνολογιών (υπό τη στενή έννοια του όρου), είναι δυνατό να αποτελέσει αντικείμενο επένδυσης από το Venture Capital, αρκεί να εμπεριέχει το στοιχείο της αυθεντικότητας και να είναι σε εμπορική / βιομηχανική κλίμακα πραγματοποιήσιμο⁹.

Στην Ευρώπη η δραστηριότητα τέθηκε υπό την αιγίδα της ΕΟΚ με την ίδρυση το 1983 του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (European Venture Capital association EVCA). Ένα υποδειγματικό σχέδιο τέθηκε σε εφαρμογή το 1984 για να γίνει η αναγνώριση των προβλημάτων και στη συνέχεια προωθήθηκαν διάφορα σχέδια πολυεθνικής συνεργασίας. Η πρωτοβουλία ακολουθήθηκε σε ικανοποιητικό βαθμό και στο τέλος του 1987 είχαν δεσμευθεί περί τα 13 δισ. ECU,

⁹ Σπηλιώτης Α., Η νέα οικονομία και ο θεσμός του Venture Capital, Plant management, 2001

όπου πλέον του μισού αντιστοιχούσε στη συμβολή του Ενωμένου Βασιλείου, το 1/7 περίπου αντιστοιχούσε στο μερίδιο της Γαλλίας και ακολουθούσαν Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία κλπ¹⁰.

Ο θεσμός αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς παγκοσμίως ενώ παρατηρείται παράλληλα ότι οι εταιρείες που τον χρησιμοποιούν επιτυγχάνουν θεαματικότερα αποτελέσματα από τους ανταγωνιστές τους. Βεβαίως υπάρχουν αρκετές διαφορές ανάμεσα στο venture capital όπως υπάρχει στην Ευρώπη και όπως υπάρχει στις ΗΠΑ. Στις ΗΠΑ τα κεφάλαια προέρχονται από θεσμικούς, κυρίως, επενδυτές, όπως ταμεία συντάξεων, ενώ στην Ευρώπη κυρίως από τράπεζες. Στην Ευρώπη, η τοποθέτηση των κεφαλαίων γίνεται κυρίως στα πρώτα στάδια της πορείας της επιχείρησης, αυτά όμως είναι μόνο το 1/5 αυτών που τοποθετούνται στις ΗΠΑ. Όσον αφορά σε ποιον τομέα επενδύονται τα κεφάλαια, στην Ευρώπη βλέπουμε πως αυτά επενδύονται κυρίως σε επιχειρήσεις κατασκευής καταναλωτικών και βιομηχανικών προϊόντων, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου το αντίστοιχο ποσοστό είναι μικρότερο. Ταυτόχρονα οι επενδύσεις στις ΗΠΑ έχουν πιο ευκίνητο και δυναμικό χαρακτήρα από ότι οι αντίστοιχες της Ευρώπης. Μια άλλη διαφορά ανάμεσα στις δύο οικονομίες είναι ότι αν και η Ευρώπη επενδύει λιγότερα κεφάλαια από ότι οι ΗΠΑ, ωστόσο υποστηρίζει περισσότερες επιχειρήσεις και αυτό σημαίνει ότι τα κεφάλαια που επενδύονται σε κάθε επιχείρηση στην Ευρώπη είναι κατά μέσο όρο μικρότερα από ότι στις ΗΠΑ. Τέλος, ο αριθμός των εταιριών VC στην Ευρώπη είναι περίπου ο μισός από ότι ο αντίστοιχος στην Αμερική¹¹.

Στην Ελλάδα το VC συναντάται για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Το Σεπτέμβριο του 2003 ιδρύεται η Ένωση Ελληνικών Εταιριών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA), ως αστική, μη κερδοσκοπική εταιρεία με σκοπό την προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των ΕΚΥΚ, τη μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της και την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της. Μέλη της Ένωσης είναι 21 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο των επιχειρηματικών κεφαλαίων.¹²

¹⁰ από το site: www.evca.eu

¹¹ Bottazzi, L., Da Rin, M., Venture capital in Europe and the financing of innovative companies, Economic Policy, vol. 17, Iss. 34, pp. 229, 2002

¹² από το site: www.hvca.gr

Εταιρεία	Διεύθυνση	Τηλέφωνο	E-mail	Website
ALPHA VENTURES A.E.	Πανεπιστημίου 45, Αθήνα 106 71	+30210 3627710	mail@alphavc.gr	http://www.alpha.gr
ATTICA VENTURES A.E.	Μαυρομιχάλη 8, Αθήνα 106 79	+30210 3637663	contact@attica-ventures.gr	http://www.attica-ventures.gr
AXON MANAGEMENT A.E.	Λ.Κηφισίας 178, Χαλάνδρι 115 25	+30210 6742901	tdoumanoglou(at)axon.gr	
GLOBAL FINANCE S.A.	Πλατεία Φιλικής Εταιρείας 14, Αθήνα 106 73	+30210 8124500	office(at)globalfinance.gr	www.globalfinance.gr
GLOCAL SYSTEMS MANAGEMENT A.E.	Μπουμπούλινος 3, Άλιμος 174 56	+30210 9848560	administrator(at)glocalventurecapital.gr	www.glocalventurecapital.gr
IBG MANAGEMENT A.E.	Λ.Κηφισίας 24, Μαρούσι 151 24	+30210 8171953	msarri(at)marfinbank.gr	
I-CUBE A.E.	Λ.Συγγρού 377, Παλαιό Φάληρο	+30210 9484280	ai(at)i-cube.gr	http://www.i4g.gr/www.i-cube.gr
I4G-ΘΕΡΜΟΚΟΙΤΙΔΑ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.	Αντώνη Τρίτση 21, Πυλαία Θεσσαλονίκης, 57001	30231804800	i4greception(at)euroconsultants.com.gr	www.i4g.gr
7L Capital Partners	Μαραθωνοδρόμου 75, Μαρούσι 151 24	+30210 6146737	scc(at)7lcp.com	www.7lcp.com
NBGI PRIVATE EQUITY	Βασιλίσσης Σοφίας 23Α, Αθήνα 11674	+30210 3319560	Paschalis(at)nbgiventures.gr	www.nbgiventures.com

LIMITED A.E.				
NOTOS ASSOCIATES S.A	Ζαλοκώστα 4, Αθήνα 105 58	+30210 3390305	adoxiadis(at)notos.biz	
OXYGEN MANAGEMENT A.E.	Ερμού 7, Αθήνα 105 63	+30210 3725000	strahanis(at)oxycap.gr	
PARTHENON TRUST A.E	Λ. Αμαλίας 32, Αθήνα 105 58		zpalexas(at)parthenon.com	http://www.parthenon.com
TAMEIO ANAPTYXHS NEAS OIKONOMIAS A.E.	ΑΜΕΡΙΚΗΣ 12, ΑΘΗΝΑ 106 71	+30 210 3387110	info(at)taneo.gr	http://www.taneo.gr
THERMI VENTURES A.E.	9ο ΧΛΜ. ΘΕΣ/ΝΙΚΗΣ- ΘΕΡΜΗΣ 57001	+30 2311-999- 999	vt(at)thermi-ventures.com	www.thermi-ventures.com
VCI(VELTI CENTER FOR INNOVATION) A.E	Λ. Κηφισίας 42, 15125 Μαρούσι	+30210 6378900	vci(at)vci.gr	www.vci.gr
PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT	Βασιλίσσης Σοφίας 75, 11521, Αθήνα	+30210 3670240	skutarisa(at)piraeusbank.gr	http://www.piraeusbank.gr/ecpage.asp?id=290628&nt=96&lang=1
VECTIS CAPITAL A.E.	Μεσογείων 2- 4 (Πύργος Αθηνών), 11527 Αθήνα	3,02107E+11	mail(at)vectis.gr	www.vectis.gr
NEW MELLON	Μητροπόλεως 5, 10557, Αθήνα	+30212212 3400	contact(at)newmellon.gr	www.newmellon.gr tp://www.vectis.gr/
LOGO VENTURES	Λ. Βουλιαγμένης 128, 16674, Γλυφάδα	+30 211 212 1900	info(at)logovertures.gr	www.logovertures.gr
DIANKO	Αριστείδου 1, 10559, Αθήνα	+30210 3603255	adimitriadou(at)dianko.eu	www.dianko.eu

Διαφορά Venture Capital από Άλλες Πηγές Χρηματοδότησης

Το venture capital διαφέρει σημαντικά από την παραδοσιακή δανειακή χρηματοδότηση. Θα πρέπει, αρχικά να επισημανθεί ότι στη δανειακή χρηματοδότηση η τράπεζα ζητά σημαντικές εξασφαλίσεις (ιδιαίτερα το τελευταίο διάστημα με την χρηματοπιστωτική κρίση που υπάρχει) προκειμένου να προβεί στη χρηματοδότηση. Αντίθετα, στην περίπτωση του venture capital, ο επενδυτής όχι μόνο δεν έχει εξασφαλίσεις αλλά συμμετέχει και στον κίνδυνο. Επιπλέον η χρηματοδότηση venture capital γίνεται με τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο ή στο φαινομενικά μετοχικό κεφάλαιο και συνεπώς η εταιρία αποβλέπει στην πραγματοποίηση κερδών είτε σε μορφή μερισμάτων είτε (και το πιο σύνηθες) σε μακροχρόνιες αποδόσεις επί του κεφαλαίου σε μορφή κερδών από την ανατίμηση των μετοχών. Αυτού του είδους η επένδυση είναι και πιο μακροπρόθεσμη τυπικά διάρκειας 4 έως 7 χρόνια. Από τη φύση και μόνο της επένδυσης αυτής, προκύπτει και ακόμα ένα χαρακτηριστικό που τη διαφοροποιεί σημαντικά από την τραπεζική δανειακή χρηματοδότηση, το οποίο είναι η ενεργή ανάμειξη της εταιρίας venture capital στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Το οποίο και θα αναλυθεί παρακάτω.

Όπως καταλαβαίνουμε λοιπόν τα επιχειρηματικά κεφάλαια έχουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα έναντι των άλλων μορφών χρηματοδότησης:

- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν μεσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δημιουργώντας μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Παράλληλα έχουν τη δυνατότητα να καλύψουν τις μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και σε συνεργασία και με άλλους επενδυτές, εφόσον αυτό απαιτείται για την περαιτέρω ανάπτυξη.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων γίνονται συνέταιροι στην επιχείρηση, αφού μοιράζονται τόσο τους κινδύνους όσο και τις επιτυχίες.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν συμβουλές σε θέματα στρατηγικής, οργάνωσης και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων με βάση την εμπειρία που διαθέτουν από ομοειδείς επιχειρήσεις.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων έχουν εκτεταμένα δίκτυα επαφών σε διάφορους κλάδους, γεγονός ιδιαίτερα χρήσιμο για μια επιχείρηση σε θέματα

προσέλκυσης πελατών, πρόσληψης στελεχών, καθώς και αναζήτησης στρατηγικών συμμάχων και επενδυτών.

- Η συμμετοχή μιας εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων προσδίδει κύρος σε μια επιχείρηση και διευκολύνει την πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως π.χ. στον τραπεζικό δανεισμό.

- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διαθέτουν εμπειρία στην προετοιμασία μιας επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο καθώς και σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Το κεφάλαιο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις νέες εταιρείες, λόγω των ιδιαιτεροτήτων που παρουσιάζουν τελευταίες κατά πρώτα στάδια της ανάπτυξής τους. Καταρχήν οι οργανισμοί κεφαλαίου δραστηριοποιούνται σε νέους χώρους, όπου οι πληροφορίες σχετικά με τη φύση της αγοράς είναι σχετικά περιορισμένες. Επίσης δεν έχουν κάποιο συγκεκριμένο δόγμα (μέτρο συντήρησης), όσον αφορά την προσδοκώμενη επιτυχία της επένδυσής τους. Επειδή μεγάλο μέρος από την επιτυχία τους στηρίζεται στο μέλλον της επένδυσής, και όχι στο παρόν, τα υλικά περιουσιακά στοιχεία δεν είναι το βασικότερο οικονομικό στοιχείο για αυτούς. Οι επενδυτές VC έχοντας μεγάλα οικονομικά συμφέροντα από την εταιρεία στην οποία επενδύουν ασκούν διοίκηση - διαχείριση και αμερόληπτους Τρόπους και τεχνικές. Τον παραπάνω συνδυασμό δεν μπορούν να τον επιτύχουν οι διάφοροι άλλοι επενδυτικοί οργανισμοί, όπως παραδείγματος χάριν τράπεζες και ασφαλιστικοί όμιλοι, πολλές φορές λόγω διαφόρων νομικών περιορισμών (βλέπε Η.Π.Α.).

Οι οργανισμοί vc λοιπόν, διατηρούν στενούς δεσμούς με τις διοικήσεις των εταιρειών στις οποίες επενδύουν. Πολλές φορές μάλιστα διαδραματίζουν πολύ ενεργό ρόλο μέσα στη λειτουργία της δανειζόμενης εταιρείας, ασκώντας επιρροή σε θέματα όπως π.χ. η σχέση του με τους προμηθευτές πρώτων υλών και τους πελάτες.

Τον παραπάνω ρόλο δεν μπορούν να τον διαδραματίσουν τα τραπεζικά ιδρύματα, ακόμη και στις χώρες στις οποίες δεν υπάρχουν νομικοί περιορισμοί (π.χ. Γερμανία). Αυτό συμβαίνει διότι λόγω του μεγέθους και της ποικιλίας των υπηρεσιών που προσφέρουν τα τραπεζικά ιδρύματα, δεν υπάρχει η κατάλληλη εμπειρία πάνω σε θέματα που σχετίζονται με την διοίκηση και τις ιδιαιτερότητες των νέων επιχειρήσεων.

Σημαντική βοήθεια στις νέες επιχειρήσεις μπορούν να δώσουν και οι διάφορες οι παλαιές και μεγαλύτερες σε μέγεθος εταιρείες της αγοράς. Το μοντέλο αυτό όμως η πράξη δεν έχει δώσει πάντα θετικά αποτελέσματα, διότι οι μεγάλες εταιρείες δεν είναι πάντα ευέλικτες και γρήγορες αποφάσεις τους. Με βάση όλα τα παραπάνω λοιπόν συμπεραίνεται σε οργανισμοί VC είναι οι πιο κατάλληλοι χρηματοδότες - συνεργάτες για τις νέες επιχειρήσεις.

Κεφάλαιο 2- Venture Capital, Business Angels, Private Equity Funds και Επιχειρηματική Δραστηριότητα

Ο Ρόλος των Venture Capitalists

Ο ρόλος των venture capitalists καθορίζεται κυρίως από την ικανότητά τους να μειώνουν το κόστος της «ασύμμετρης πληροφόρησης». Αναγνωρίζονται δύο σημαντικές μορφές ασύμμετρης πληροφόρησης: οι «κρυμμένες πληροφορίες» (που οδηγούν σε δυσμενή επιλογή και η «κρυμμένη δράση» (που οδηγεί σε ηθικό κίνδυνο). Μια θεωρητική ανάλυση του θέματος προτείνει τέσσερις εμπειρικές προβλέψεις:

- i. Οι venture capitalists λειτουργούν σε περιβάλλοντα όπου η σχετική αποδοτικότητα τους στη επιλογή και τον έλεγχο των επενδύσεων, τους δίνει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων επενδυτών. Αυτό υποδηλώνει μια σημαντική επίδραση της εξέλιξης της βιομηχανίας στις venture capital επενδύσεις. Οι venture capitalists θα πρέπει να στοχεύουν σε βιομηχανίες όπου η συνεχής και επαρκής πληροφόρηση είναι σημαντική, όπως για παράδειγμα στη βιοτεχνολογία, στα λογισμικά, κ.λ.π., παρά σε συνηθισμένες επιχειρήσεις όπως οι αγορές λιανικής. Οι τελευταίες είναι επικίνδυνες, στο ότι οι αποδόσεις τους εμφανίζουν μεγάλες διακυμάνσεις, αλλά είναι σχετικά εύκολο να ελεγχθούν και από συμβατικούς επενδυτές.
- ii. Από τις επενδύσεις που οι venture capitalists έχουν πλεονέκτημα, θα προτιμήσουν αυτές όπου το κόστος ελέγχου και επιλογής είναι σχετικά χαμηλό ή αυτές όπου το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι λιγότερο σημαντικό. Κατά συνέπεια. Μέσα σε μια δεδομένη βιομηχανία όπου θα αναμένονταν να στραφούν οι venture capitalists, θα αναμέναμε επίσης να προτιμήσουν τις επιχειρήσεις εκείνες που διαθέτουν κάποια, έστω ελάχιστα, αρχεία από εκείνες που ξεκινούν τη λειτουργία τους για πρώτη φορά. Πιο αναλυτικά, ενώ παραπάνω υποστηρίζεται ότι οι venture capitalists συγκεντρώνονται περισσότερο στους τομείς που χαρακτηρίζονται από σημαντική ασυμμετρία πληροφόρησης, τώρα στην πρόβλεψη 2 τονίζεται ότι από το σύνολο των επενδυτικών ευκαιριών, οι venture capitalists θα προτιμήσουν εκείνες τις περιπτώσεις που παρέχουν τις καλύτερες πληροφορίες (όπως όλοι οι άλλοι επενδυτές). Κατά συνέπεια, οι venture capitalists

αντιλαμβάνονται τις ασυμμετρίες στην πληροφόρηση ως δαπανηρές, αλλά σε σχέση με τους άλλους επενδυτές τις θεωρούν λιγότερο δαπανηρές.

iii. Στις περιπτώσεις που εμφανίζουν μεγάλη ασυμμετρία στην πληροφόρηση, η ικανότητα του venture capitalist να βγει από την επένδυση επηρεάζεται σημαντικά. Ιδανικά, οι venture capitalists, όπως θα δούμε και πιο αναλυτικά παρακάτω, θα πουλούσαν το μερίδιό τους στην επιχείρηση αφότου αυτή θα έμπαινε στο χρηματιστήριο. Αν ωστόσο οι επενδύσεις γίνονται σε περιπτώσεις όπου η ασυμμετρία στην πληροφόρηση είναι σημαντική, τότε μπορεί να είναι δύσκολο να πουληθούν μετοχές σε μια αγορά όπου οι περισσότεροι επενδυτές είναι σχετικά απληροφόρητοι. Αυτή η ανησυχία στηρίζεται σε δύο φυσικές αντιδράσεις. Η μία είναι ότι πολλές έξοδοι πραγματοποιούνται μέσω των πωλήσεων στους ενημερωμένους επενδυτές, όπως για παράδειγμα σε άλλες εταιρίες στην ίδια βιομηχανία ή στη διοίκηση ή τους ιδιοκτήτες της ίδιας επιχείρησης. Η δεύτερη αντίδραση είναι ότι οι venture capitalists θα προσπαθούσαν να αποκτήσουν τη φήμη ότι παρουσιάζουν καλής ποιότητας επιχειρήσεις στις δημόσιες εγγραφές.

iv. Τέλος η έλλειψη κατάλληλης πληροφόρησης συνεπάγεται ότι οι ιδιοκτήτες-διοίκηση θα είναι πιο αποδοτικοί αν έχουν ένα μεγάλο μερίδιο στην επιχείρηση. Με τη λογική αυτή, οι επιχειρήσεις στις οποίες οι venture capitalists είναι κύριοι ενός μεγάλου μεριδίου θα αποδίδουν λιγότερο καλά από άλλες επιχειρήσεις. Αυτό είναι πρόβλημα «ηθικού κινδύνου», δεδομένου ότι μεγαλύτερο μερίδιο στην εταιρία venture capital μειώνει τα κίνητρα του επιχειρηματία να καταβάλει μεγαλύτερη προσπάθεια. Παρόλα αυτά, σε μια δεδομένη κατάσταση μπορεί να είναι καλύτερο για τον venture capitalist να πάρει ένα υψηλό μερίδιο ιδιοκτησίας. Εντούτοις, και σε αυτήνη περίπτωση θα αναμέναμε έναν αρνητικό συσχετισμό μεταξύ του μεριδίου της ιδιοκτησίας από τον venture capitalist και της απόδοσης της εταιρίας¹³.

Venture Capital και Private Equity

Τα private equity ή τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια παρέχουν μετοχικό κεφάλαιο σε επιχειρήσεις εκτός χρηματιστηρίου. Τα private equity μπορούν να χρησιμοποιηθούν ώστε να παραχθούν νέα προϊόντα και τεχνολογίες, να αυξηθεί το

¹³ Amit R., Brander, J. and Zott, C., Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence., Journal of Business Venturing, 13,pp441-466, 1998

κεφάλαιο κίνησης, να γίνουν εξαγορές ή να ενδυναμωθεί ο ισολογισμός μιας επιχείρησης. Μπορεί, επιπλέον, να δώσουν λύσεις σε προβλήματα ιδιοκτησίας και διοίκησης¹⁴.

Με τη μορφή αυτή χρηματοδότησης έρχονται σε επαφή οι πηγές κεφαλαίου (για την Ευρώπη: 24% είναι συνταξιοδοτικά κεφάλαια, 16% είναι τράπεζες, 15% είναι funds of funds, 10% είναι ασφαλιστές, 8% είναι κρατικές υπηρεσίες και 4% είναι εταιρικοί επενδυτές¹⁵) με τις γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις (συνήθως υψηλής τεχνολογίας) που αποζητούν κεφάλαια προκειμένου να αναπτυχθούν. Λειτουργούν δηλαδή ως οικονομικοί ενδιάμεσοι. Όπως και το venture capital έτσι και το private equity έχουν καθορισμένο χρονικό ορίζοντα επένδυσης. Οι επενδύσεις που γίνονται με private equity δεν ξεπερνούν τα 2 με 6 χρόνια.

Οι επενδυτές συχνά αντιλαμβάνονται το private equity ως μία επικίνδυνη μορφή επένδυσης. Τελικά όμως είναι πολύ λιγότερο επικίνδυνη από αυτό που θεωρείται. Μία private equity επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει άμεσες επενδύσεις, κεφάλαια, funds of funds, ή και πιο εξωτικά προϊόντα όπως τα collateralized fund obligations (CFOs)¹⁶ ή τα μεικτά χαρτοφυλάκια. Όπως παρατηρούμε δηλαδή, υπάρχουν διαφορετικά επίπεδα κινδύνου ανάλογα με τον χαρακτήρα του επενδυτή και το πόσο αποστρέφεται τον κίνδυνο¹⁷.

Οι όροι venture capital και private equity διαφέρουν κυρίως ως προς το στάδιο της ανάπτυξης στο οποίο βρίσκεται η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Το venture capital αναφέρεται σε επενδύσεις που γίνονται στα πρώιμα στάδια μιας επιχείρησης, ενώ το private equity είναι ένας ευρύτερος όρος ο οποίος περιλαμβάνει και επενδύσεις σε μεταγενέστερα στάδια των επιχειρήσεων. Επιπλέον θα πρέπει να τονιστεί ότι το private equity αναφέρεται κυρίως σε επενδύσεις που αφορούν εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Στη διεθνή βιβλιογραφία, συνήθως, οι όροι private equity και

¹⁴ από το site: www.evca.eu

¹⁵ από το site: www.evca.eu

¹⁶ Τα CFOs είναι μία μορφή χρεογραφοποίησης που αφορά τα private equity και τα hedge funds. Τα CFOs είναι μια δομημένη μορφή χρηματοδότησης για τα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια private equity, στρωματοποιώντας δόσεις του χρέους για τους κατόχους του private equity.

Aboul-Enein, S., Dionne, G., Papageorgiou, G., Performance Analysis of a Collateralized Fund Obligation (CFO) Equity Tranche, 2009

¹⁷ Weidig, T., Mathonet, P., The Risk Profile of Private Equity, 2004

venture capital αποκτούν ταυτόσημη σημασία και χρησιμοποιούνται με την ίδια σημασία¹⁸.

Venture Capital και Business Angels

Οι επιχειρηματίες μπορούν να προσελκύσουν και άτυπους επενδυτές οι οποίοι ονομάζονται επιχειρηματικοί άγγελοι. Πιο συγκεκριμένα, ως επιχειρηματικοί άγγελοι (business angels) ορίζονται μεμονωμένοι ιδιώτες οι οποίοι χρησιμοποιούν τα χρήματά τους άμεσα σε εταιρίες με τις οποίες δεν έχουν κανένα δεσμό αίματος. Η εμπλοκή των επιχειρηματικών αγγέλων σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να είναι μείζονος σημασίας στην προσέλκυση άλλων τύπων κεφαλαίων όπως για παράδειγμα χρηματοδότηση δανεισμού (debt financing) ή θεσμικού venture capital.

Προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι οι επιχειρηματικοί άγγελοι έχουν μια στάση ανατροφοδότησης απέναντι στην αξιολόγηση των επενδύσεων και στηρίζονται περισσότερο στα ένστικτά τους από ότι σε εξωτερική πληροφόρηση. Γενικά πάντως, λίγα είναι γνωστά σχετικά με το πώς οι επιχειρηματικοί άγγελοι αξιολογούν τις επενδύσεις τους.

Δε μπορεί να αμφισβητηθεί το γεγονός ότι οι επιχειρηματικοί άγγελοι αντιπροσωπεύουν μια πολύ καλή πρακτική αφού έχουν ένα υψηλό επίπεδο επενδυτικής, διοικητικής ή και επιχειρηματικής ανταγωνιστικής ικανότητας, μια μεγάλη δυνατότητα διείσδυσης στην συνεπένδυση. Είναι συχνά καθοδηγητές επενδυτές, χρησιμοποιούν προσωπικά και επαγγελματικά δίκτυα σα κύριες πηγές πληροφόρησης και δραστηριοποιούνται έντονα σε εταιρίες χαρτοφυλακίων. Για όλους αυτούς τους λόγους αυτή η ομάδα μπορεί να θεωρηθεί η πιο σημαντική κατηγορία επενδυτών η οποία μας δίνει μια εικόνα για το πώς λειτουργεί μία άτυπη αγορά venture capital.

Οι πεπειραμένοι επιχειρηματικοί άγγελοι τείνουν να επενδύουν στα πολύ αρχικά στάδια του κύκλου ζωής των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και στηρίζονται κυρίως στην εμπειρία τους από προηγούμενες επενδύσεις. Για αυτό το λόγο και εξαρτώνται από τις πληροφορίες των επενδυτικών ομάδων και ενδιαφέρονται από

¹⁸ Cumming, D., J., Johan, S., A., *Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective*, Academic Press, 2009

την πλευρά τους για την αξιοπιστία των ομάδων αυτών. Επίσης αναγνωρίζουν τις ενδιαφέρουσες ευκαιρίες επένδυσης κυρίως μέσα στην τοπική βιομηχανία ή στα εξειδικευμένα δίκτυα πληροφοριών. Οι ευκαιρίες επένδυσης αναγνωρίζονται μέσω σχετικών με την επιχείρηση ατόμων που διαθέτουν ένα δίκτυο πληροφοριών τα οποία είναι υψηλής ποιότητας και αξιοπιστίας, σε σχέση πάντα με πληροφορίες που θα ληφθούν από άλλες πηγές. Οι πεπειραμένοι επιχειρηματικοί άγγελοι αναλαμβάνουν μια πιο διεξοδική αναγνώριση και αξιολόγηση των ενδιαφερουσών προτάσεων για επένδυση.

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι παίρνουν ρίσκο επενδύοντας σε περιπτώσεις όπου:

- Ένας μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας υπάρχει σχετικά με το πώς ένα venture θα αναπτυχθεί στο πέρασμα του χρόνου.
- Οι τάσεις και οι προθέσεις του επιχειρηματία δε μπορούν να καθοδηγηθούν και να προσδιοριστούν με ακρίβεια.
- Οι χρονικοί περιορισμοί και οι χρηματικές πηγές περιορίζουν ή απαγορεύουν την ικανότητα ανάληψης εκτεταμένων δραστηριοτήτων.

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι όπως και οι venture capitalists επιλέγουν να επενδύσουν σε μια επιχείρηση η οποία προσφέρει προοπτική κεφαλαιακού κέρδους. Σε αντίθεση όμως με τους venture capitalists οι επιχειρηματικοί άγγελοι τείνουν να επενδύουν με μικρότερα ποσά και σε ιδιωτικές εταιρίες στις οποίες υπάρχει ένας μικρός αριθμός επενδυτών και κατόχων μετοχών.

Μελέτες που έχουν γίνει κατά το παρελθόν αποδεικνύουν ότι οι επιχειρηματικοί άγγελοι αναμένουν συγκεκριμένες αποδόσεις από τις επενδύσεις τους και ότι συνεργάζονται πολύ πιο έντονα από τους venture capitalists. Σε γενικές γραμμές διακρίνονται από μια μεγαλύτερη ελευθερία και ευελιξία στο σύνολο των κινήσεων και των αποφάσεών τους¹⁹.

Επιπλέον ο Fiet²⁰ παρατήρησε ότι σε σύγκριση με τους venture capitalists οι επιχειρηματικοί άγγελοι ενδιαφέρονται περισσότερο για τους ανθρώπους παρά για

¹⁹ Sorheim, R., The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol 5, pp. 337-364, 2003

²⁰ Busenitz, L., W., Fiet, J., O., Moesel, D., D., Signaling in venture capitalist--new venture team funding decisions: does it indicate long-term venture outcomes?, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2005

τον ανταγωνισμό και το ρίσκο που λαμβάνουν σε μια επένδυση όταν την αναλαμβάνουν. Επίσης έχουν την τάση να στηρίζονται περισσότερο στους εαυτούς τους παρά να απευθύνονται σε άλλους για την ανάληψη του ρίσκου της επένδυσης. Σύμφωνα με έρευνα του Landstrom η εμπλοκή των επιχειρηματικών αγγέλων παρουσιάζεται πιο πολύ σαν προσφορά βοήθειας παρά σαν ένας συνεχόμενος έλεγχος πάνω στην εταιρία. Σύμφωνα με τον Brettel²¹ παρουσιάζονται να δουλεύουν κάτω από ένα ημιτελές συμβόλαιο και να επιδιώκουν η εμπλοκή τους να είναι ουσιαστική και όχι απλά επιφανειακή σε αντίθεση με τους venture capitalists βασίζονται και ακολουθούν αυστηρά τα συμβόλαια. Στην ουσία δηλαδή οι venture capitalists βασίζονται παρά πολύ και ακολουθούν αυστηρά τα συμβόλαια ενώ οι επιχειρηματικοί άγγελοι δρουν υπό την επήρεια ενός ανολοκλήρωτου συμβολαίου²².

Η Συνεισφορά των Εταιρειών Venture Capital και Κοινωνική Πολιτική

Οι υπηρεσίες που μπορεί να προσφέρει η εταιρία καινοτομικού κεφαλαίου στην επιχείρηση καλύπτουν:

1. Την εκτίμηση της επενδυτικής ιδέας, του επενδυτικού προγράμματος και γενικότερα της στρατηγικής της επιχείρησης.
2. Την εκτίμηση και ανάπτυξη της Διοίκησης της επιχείρησης.
3. Την παροχή συμβουλών για την κεφαλαιακή δομή και τη χρηματοδότηση της επιχείρησης.
4. Την παροχή συμβουλών στην ανάπτυξη της επιχείρησης.
5. Την προετοιμασία για εισαγωγή στο Χρηματιστήριο

Η χρηματοδότηση εταιριών μέσω venture capital είναι διαφορετική από τους παραδοσιακούς τρόπους (δανειοδότηση, χρηματιστήριο). Οι εταιρίες VC επενδύουν σημαντικούς πόρους για την κατανόηση νέων τεχνολογιών και αγορών, βρίσκοντας και επενδύοντας σε κατάλληλες νέες εταιρίες (start-up), τις οποίες και καθοδηγούν κατά την ανάπτυξή τους. Για τη μελέτη των διαφορών μεταξύ εταιριών

²¹ Brettel, M., Business angels in Germany: a research note, Venture Capital, Vol 5, pp 251 – 268, 2003

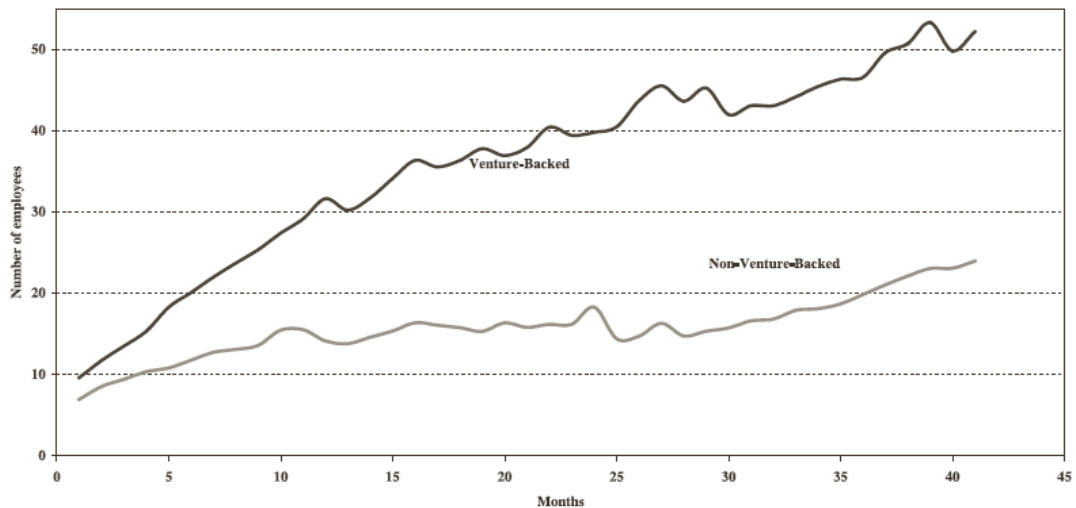
²² Kelly, P., Hay. M., Business angel contracts: the influence of context, Venture Capital, Vol 5, pp 287 – 312, 2003

χρηματοδοτούμενων και μη από VC, οι Davila et al. (2003)²³ διενήργησαν μια έρευνα την περίοδο 1994 – 2000 σε 494 νέες εταιρίες με έμφαση στην τεχνολογία και έδρα τη Silicon Valley. Πιο συγκεκριμένα οι επιλεγθείσες εταιρίες προέρχονταν από τους ακόλουθους κλάδους: τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, τον κλάδο των ηλεκτρονικών και του υλικού του υπολογιστή (computer hardware), τον κλάδο των ημιαγωγών, τον κλάδο του λογισμικού, τον κλάδο των υπηρεσιών πληροφορίας, τον κλάδο της υγειονομικής περίθαλψης και βιοτεχνολογίας και τέλος τον κλάδο των επιχειρήσεων και καταναλωτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Σύμφωνα με την έρευνα των Davila et al., οι χρηματοδοτούμενες από VC εταιρίες παρουσίασαν μεγαλύτερο αριθμό υπαλλήλων. Ο αριθμός των υπαλλήλων χρησιμοποιήθηκε ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή της ανάπτυξης μιας εταιρίας, κάτι που συνηθίζεται σε αρκετές έρευνες. Για να επαληθεύσουν την ορθότητά τους, μελέτησαν τα λογιστικά μεγέθη 74 εταιριών από το δείγμα τους για να διαπιστώσουν αν υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην αύξηση του αριθμού των υπαλλήλων και στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με την ανάλυση τους επιβεβαιώθηκε η ορθή επιλογή του αριθμού των υπαλλήλων ως μεταβλητή για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης.

Σύμφωνα με την έρευνά τους λοιπόν, οι χρηματοδοτούμενες εταιρίες από VC εμφανίζουν ένα μέσο όρο υπαλλήλων αυξημένο κατά περίπου 15 υπαλλήλους, σε σχέση με τις μη χρηματοδοτούμενες. Αναλυτικότερα, βλέπουμε ότι με την πάροδο των μηνών οι χρηματοδοτούμενες από VC εταιρίες εμφανίζουν ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης:

²³ Davila, A., Foster, G., and Gupta, M., Venture capital financing and the growth of startup firms, *Journal of Business Venturing*, 2003



Οι επενδύσεις επιχειρηματικού κινδύνου είναι μία μορφή οικονομικού παρεμβατισμού, που ταιριάζει εξαιρετικά στη δημιουργία και ανάπτυξη καινοτόμων επιχειρήσεων. Ειδικεύονται στην χρηματοδότηση νέων εταιριών σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης και δραστηριοποιούνται στο χώρο της βιομηχανίας υψηλής τεχνολογίας. Η ειδίκευση των επενδυτών επιχειρηματικού κινδύνου, η γνώση που έχουν για την αγορά και την επιχειρηματική διαδικασία, καθώς και το δίκτυο γνωριμιών τους, είναι εξαιρετικά χρήσιμα για την ανάπτυξη των νέων αυτών επιχειρήσεων. Αντίθετα, όταν το VC εφαρμόζεται σε επιχειρήσεις που βρίσκονται ήδη σε ένα αρκετά προχωρημένο στάδιο ανάπτυξης, ή σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τεχνολογικά ώριμες αγορές, τότε η πιθανότητα να παρουσιαστεί μεγάλη διαφορά είναι σημαντικά μικρότερη. Για αυτό, η οικονομική επιστήμη δίνει έμφαση στην επαρκή χρηματοδότηση επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης.

Ένας τέτοιος στόχος υιοθετείται από την κοινωνική πολιτική που δείχνει να καταλαβαίνει πως έτσι μπορεί να επιτευχθεί οικονομική ανάπτυξη καθώς και δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Οι κυβερνήσεις σε όλον τον κόσμο προσπαθούν να μιμηθούν την επιτυχία που έχουν εξασφαλίσει οι επενδύσεις venture capital στις ΗΠΑ. Οι προσπάθειες αυτές απορροφούν μεγάλα ποσά δημοσίων χρημάτων. Παρόλα αυτά πολύ λίγες πληροφορίες έχουν γίνει γνωστές σχετικά με το κατά πόσο οι πολιτικές αυτές των κυβερνήσεων μπορούν όντως να δημιουργήσουν ενεργές αγορές επιχειρήσεων επιχειρηματικού κινδύνου.

Η οικονομολογική ανάλυση έχει αναγνωρίσει διάφορες πολιτικές που μπορούν να βοηθήσουν προς αυτήν την κατεύθυνση. Η πρώτη θεωρία ισχυρίζεται πως οι καινοτόμες επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης υποφέρουν περισσότερο από πιστωτικούς περιορισμούς και αυτοί οι περιορισμοί είναι αυστηρότεροι για την υψηλή τεχνολογία και τις εταιρίες σε πρώιμο στάδιο. Τέτοιοι περιορισμοί μπορούν να ξεπεραστούν με δημόσιες επιχορηγήσεις. Αυτό θα υποκινούσε τις επενδύσεις επιχειρηματικού κινδύνου στην υψηλή τεχνολογία και τις ανερχόμενες εταιρίες με αποτέλεσμα να υπάρξουν υψηλότερα επίπεδα καινοτομίας. Οι άλλες σχετικές πολιτικές επηρεάζουν τα επίπεδα καινοτομίας μέσω του επηρεασμού των αποδόσεων των νέων επενδύσεων. Οι μεγάλες αποδόσεις μειώνουν τα επίπεδα πίστωσης και έτσι αυξάνουν τα επίπεδα καινοτομίας.

Η φορολογία επηρεάζει επίσης την απόδοση των επενδύσεων με διάφορους τρόπους. Ένας χαμηλότερος εταιρικός φόρος των κύριων κερδών αυξάνει την επιστροφή στους επενδυτές. Μία μικρότερη διαφορά μεταξύ του προσωπικού φορολογικού ποσοστού και του φορολογικού ποσοστού κύριων κερδών κάνει την εγκατάλειψη μιας θέσης εργασίας και την ενασχόληση με τις επενδύσεις ελκυστικότερη. Η χαμηλότερη φορολογία του εταιρικού εισοδήματος αυξάνει την επιστροφή και στους επενδυτές και στους επιχειρηματίες με την αύξηση της παρούσας αξίας του μελλοντικού (μετά φόρου) εταιρικού εισοδήματος.

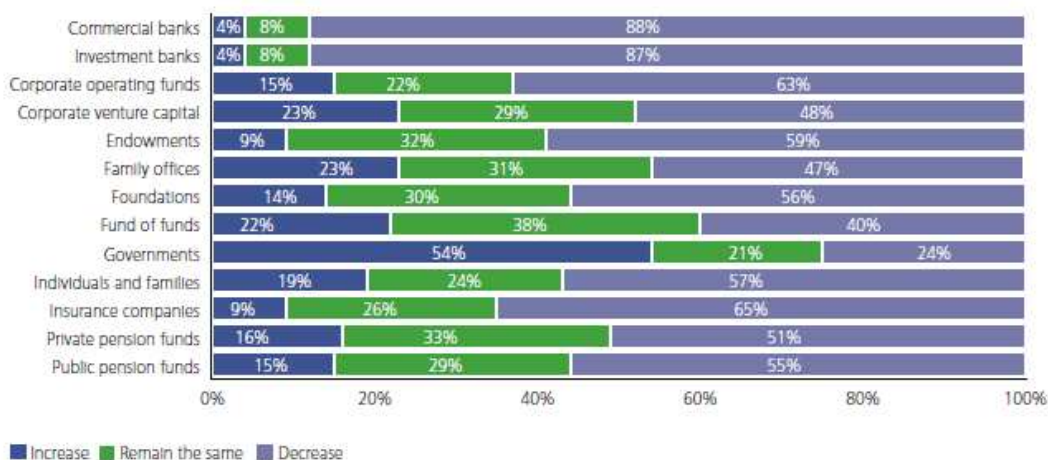
Πέρα από τη φορολογία, η ύπαρξη των βιώσιμων αγορών που αποτελούν έξοδο για τις επενδύσεις επιχειρηματικού κινδύνου, αυξάνουν επίσης την αναμενόμενη επιστροφή στους επενδυτές και τους επιχειρηματίες. Πολιτικές οι οποίες οδηγούν στη δημιουργία των κατάλληλων χρηματιστηρίων για τις επιχειρήσεις είναι αναμενόμενο να αυξήσουν τις αναλογίες καινοτομίας. Η αναμενόμενη επιστροφή στους επενδυτές και στους επιχειρηματίες μπορεί επίσης να γίνει υψηλότερη από τις επιστροφές από τις πολιτικές που αυξάνουν το απόθεμα της Έρευνας και Τεχνολογίας και να προκαλέσει τεχνολογική ανάπτυξη και πολύτιμες επιχειρηματικές ευκαιρίες.

Τέλος, η μείωση των εμποδίων επιχειρηματικότητας, όπως είναι οι περιορισμοί στην πρόσληψη και απόλυση εργαζομένων, μπορεί να μειώσει τα σταθερά κόστη των επιχειρηματικών δράσεων. Μία αυστηρή, γενική αξιολόγηση της

αποτελεσματικότητας αυτών των επεμβάσεων μπορεί να παρέχει χρήσιμες ιδέες στους σχεδιαστές των πολιτικών αυτών²⁴.

Ειδικά σήμερα, που η παγκόσμια οικονομία προσπαθεί να συνέλθει από την οικονομική κρίση, είναι ακόμα πιο σημαντικό να ερευνήσουμε αυτό το πεδίο δράσης της κοινωνικής πολιτικής. Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, το οποίο είναι από μία παγκόσμια έρευνα που διεξήγαγε η Deloitte, για να καταγράψει τις τάσεις που υπάρχουν σήμερα για το venture capital, αναμένεται να αυξηθεί η συμμετοχή των κυβερνήσεων στην επένδυση των venture capital. Κάτι το οποίο είναι λογικό, αφού οι κυβερνήσεις τώρα θα κληθούν να τονώσουν τις οικονομίες των χωρών τους, εφόσον η ιδιωτική πρωτοβουλία φθίνει λόγω της κρίσης, οι επενδυτές γίνονται πιο επιφυλακτικοί όσον αφορά τις επενδύσεις που θα χρηματοδοτήσουν, πόσο μάλλον, για τις επενδύσεις VC που εμπεριέχουν και έναν υψηλότερο κίνδυνο.

The current economic crisis will affect the following types of limited partners' willingness to invest in the venture capital asset class, over the next three years



Διαφορές Ανάμεσα σε Εταιρίες Venture Capital

Σύμφωνα με τους Elango et al (1995), η πλειοψηφία των άρθρων γύρω από τις εταιρίες venture capital τις αντιμετωπίζει ως έναν ομογενή κλάδο. Στην πραγματικότητα όμως υπάρχει σημαντική ετερογένεια. Η κατανόηση αυτής θα είναι σημαντική για τον επιχειρηματία που ψάχνει κεφάλαια, για τις εταιρίες venture capital και τις εταιρίες venture capital ώστε να δουν πώς λειτουργούν οι άλλες

²⁴ Rin, M., Nicodano, G., Sembenelli, A., Public policy and the cration of active venture capital markets, Journal of Public Economics, 2005

εταιρίες venture capital. Βάσει λοιπόν της έρευνας των Elango et al., που έγινε σε 149 εταιρίες, μπορούμε να διακρίνουμε 4 κατηγορίες εταιριών ανάλογα με:

- Στάδιο ζωής της εταιρίας όπου επενδύει το VC
- Παρεχόμενη βοήθεια από τις εταιρίες VC προς τις επενδυόμενες εταιρίες
- Μέγεθος εταιρίας venture capital
- Γεωγραφικές διαφορές ανάμεσα σε εταιρίες venture capital

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, όσο νεότερο είναι το στάδιο ζωής της εταιρίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η έμφαση που δίνει η εταιρία venture capital στα καινοτομικά προϊόντα και τις μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς. Επίσης, οι εταιρίες VC, που επενδύουν σε νέες εταιρίες δίνουν μεγαλύτερη σημασία στην αξιολόγηση και τη στελέχωση του management της εταιρίας και παρέχουν βοήθεια στον επιχειρησιακό τους σχεδιασμό. Τέλος, περιμένουν και υψηλότερες αποδόσεις, αν και αυτό δεν τεκμηριώθηκε απολύτως από την έρευνα.

Οι εταιρίες που παρέχουν μεγαλύτερη βοήθεια προς τις επενδυόμενες εταιρίες, δίνουν μεγαλύτερη σπουδαιότητα στην αναζήτηση επιπρόσθετων πηγών χρηματοδότησης, στη στελέχωση του management και στις συμβουλευτικές υπηρεσίες που αφορούν σχεδιασμό των επενδυόμενων εταιριών.

Όσον αφορά το μέγεθος των κεφαλαίων που διαχειρίζεται μία εταιρία VC, υπάρχουν και πάλι διαφορές που κινούνται γύρω από τους εξής άξονες:

- I. Όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρία venture capital, τόσο μεγαλύτερα είναι και τα κεφάλαια που επενδύει σε μια εταιρία. Δεν έχει σχέση δηλαδή με τον αριθμό των εταιριών στις οποίες επενδύει αλλά το ποσό που επενδύει σε αυτές.
- II. Οι μεγάλες εταιρίες VC προτιμούν την επένδυση σε εταιρίες που βρίσκονται σε ώριμα στάδια ζωής.
- III. Οι μικρές εταιρίες VC επενδύουν σε εταιρίες που βρίσκονται σε αρχικά στάδια ζωής.

Σχετικά με τις διαφορές που υπάρχουν ανάμεσα σε εταιρίες venture capital προερχόμενες από διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές εντοπίστηκαν δύο κυρίως σημεία διαφοροποίησης. Πρώτον, εταιρίες venture capital που προέρχονται από τεχνολογικής εντάσεως περιοχές (όπως η Silicon Valley), επενδύουν σε εταιρίες που βρίσκονται σε αρχικά στάδια ζωής. Αντίθετα εταιρίες VC, που προέρχονται από περιοχές προσανατολισμένες προς τη συγκέντρωση χρηματοοικονομικών ροών

(όπως η Νέα Υόρκη), επενδύουν σε ώριμες εταιρίες τις οποίες εξαγοράζουν. Δεύτερον, η περιοχή «καταγωγής» του venture capital. Έχει συνέπειες και στο βαθμό στενών ή όχι σχέσεων που διατηρεί με τις εταιρίες στις οποίες επενδύει. Για παράδειγμα, οι εταιρίες που προέρχονται από τη Silicon Valley διατηρούν στενές σχέσεις με τις επενδύόμενες εταιρίες, σε αντίθεση με τις εταιρίες από τη Μασαχουσέτη (που είναι πάλι περιοχή με εταιρίες εντάσεως τεχνολογίας) που διατηρούν χαλαρότερες²⁵.

Ρυθμοί ανάπτυξης χρηματοδοτούμενων και μη εταιριών από VC

Κάποιοι πιθανού λόγοι, για τους οποίους οι χρηματοδοτούμενες από VC εταιρίες εμφανίζουν καλύτερο πρόσωπο από τις μη χρηματοδοτούμενες είναι οι εξής:

- Οι εταιρίες VC συμβάλλουν στην καλύτερη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρίας, λόγω της εμπειρίας και των δυνατοτήτων που διαθέτουν.
- Οι εταιρίες VC φέρνουν ένα δίκτυο εμπειρων συνεργατών (νομικές εταιρίες, λογιστικές εταιρίες, εταιρίες έρευνας αγοράς κτλ.).
- Η φήμη και μόνο των εταιριών VC δημιουργούν ένα κλίμα που ευνοεί την ανάπτυξη της χρηματοδοτούμενης εταιρίας, από τη στιγμή που εμπλέκονται σε αυτήν.

Έτσι οι Davila et al, βασιζόμενοι στη signaling theory, διαπίστωσαν ότι η ύπαρξη VC είναι σημάδι αναγνώρισης καλής κατάστασης μιας εταιρίας, τόσο για το παρόν όσο και για το μέλλον. Βεβαίως υπάρχουν και αντίθετες απόψεις, όπως αυτές των Greethal and Larson (1982), σύμφωνα με τους οποίους η ανάμιξη της εταιρίας VC σε μια άλλη εταιρία δεν είναι πιθανόν να συμβάλλει σημαντικά στην ανάπτυξή της, αλλά απλώς να αποδώσει σημαντικές επιστροφές στους venture capitalists.

²⁵ Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. and Polonchek, A., How Venture Capitals Differ, Journal of Business Venturing, 10, pp. 157-79, (1995)

Κεφάλαιο 3- Venture Capital και Εταιρική Διακυβέρνηση

Θεωρία Αντιπροσώπευσης, Εταιρική Διακυβέρνηση και Venture Capital

Οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με το εν λόγω αντικείμενο της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι οι Berle και Means (1932), οι οποίοι έθεσαν το κλασικό πρόβλημα της θεωρίας αντιπροσώπευσης (agency theory problem), δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις και τη διερεύνηση των συνεπειών.

Το βασικό θέμα της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης, η οποία εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης, είναι η κατανόηση της λήψης αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) που δίνει εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της Διοίκησης και των μετόχων μιας επιχείρησης, όμως επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε Διοίκηση, μετόχους, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος κτλ) .

Δύο βασικά προβλήματα είναι πιθανά να προκύψουν στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου (Eisenhardt, 1989)²⁶. Το πρώτο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν α) δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου και β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της Διοίκησης (αντιπρόσωπος) από την πλευρά των μετόχων (εντολέας), δηλαδή κατά πόσο η Διοίκηση επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιροσκοπισμού (opportunism).

Σε μία ιδεατή κατάσταση θα μπορούσε κανείς να φανταστεί ότι οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις την ελαχιστοποίηση του κόστους τους και την υιοθέτηση μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι θα τις διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Συνοπτικά, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

²⁶ Eisenhardt K. M., Agency Theory: An assessment and Review, Academy of Management Review, 1989, Vol. 14, No. 1, 57-74.

Παρόλο, όμως, που ο ανταγωνισμός αποτελεί μια ισχυρή δύναμη, διατυπώνονται αμφιβολίες αναφορικά με το γεγονός ότι από μόνος του μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το συγκεκριμένο σενάριο θα ήταν λογικό εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας κάθε στιγμή σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση. Όμως, στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή.

Επομένως, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shleifer και Vishny, 1997²⁷).

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης έχει γίνει πρωταρχικής σημασίας, τόσο για τους διεθνείς και εθνικούς νομοθέτες όσο και για τις ίδιες τις εταιρίες που επιθυμούν να προσελκύσουν επενδυτές. Γιατί όμως η εταιρική διακυβέρνηση έχει γίνει ένα τέτοιο προεξέχον θέμα στις προηγούμενες δύο δεκαετίες και όχι πριν; Έρευνες του ECGI (European Corporate Governance Institute) προσδιόρισαν τους ακόλουθους λόγους (Becht, Bolton and Röell, 2002): α) το παγκόσμιο κύμα της ιδιωτικοποίησης των προηγούμενων δύο δεκαετιών, β) η μεταρρύθμιση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, γ) το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων στην δεκαετία του '80, δ) η άρση των ελέγχων και η ολοκλήρωση των κύριων αγορών, ε) η κρίση της ανατολικής Ασίας του 1998, η οποία είχε βάλει επίκεντρο στην εταιρική διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές, στ) μια σειρά των πρόσφατων σκανδάλων των ΗΠΑ και εταιρικές αποτυχίες που ενίσχυσαν αλλά δεν εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια της αγοράς μετοχών με ελπίδα ανόδου στην πρόσφατη δεκαετία του '90.

Ο στόχος των μέτρων που λαμβάνονται για την εταιρική διακυβέρνηση είναι να προστατέψουν τα συμφέροντα των κύριων μετόχων με το να δημιουργήσουν shareholder value. Αυτό φυσικά δε σημαίνει ότι παραμελούνται τα συμφέροντα των άλλων μετόχων.

²⁷ Shleifer A. and Vishny R. W., A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783

Η εταιρική διακυβέρνηση ωστόσο επικεντρώνεται στο να δημιουργεί μηχανισμούς που έχουν ως στόχο να περιορίσει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων.²⁸

Ορισμός και Βασικές Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι ορισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν πολύ. Οι περισσότεροι συγγραφείς τους χωρίζουν σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία ασχολείται με μια σειρά προτύπων συμπεριφοράς, όπως τις επιδόσεις, την αποτελεσματικότητα, την ανάπτυξη, την οικονομική δομή, και την μεταχείριση των μετόχων και άλλων ενδιαφερομένων. Η δεύτερη κατηγορία ασχολείται με το κανονιστικό πλαίσιο, σύμφωνα με το οποίο οι κανόνες με τους οποίους λειτουργούν οι επιχειρήσεις, αλληλεπιδρούν με τους κανόνες που προέρχονται από πηγές όπως το νομικό σύστημα, το δικαστικό σύστημα, οι χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι αγορές εργασίας. Μια συνολική θεώρηση μας οδηγεί στον παρακάτω ορισμό:

«Η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους τρόπους με τους οποίους οι προμηθευτές χρηματοδοτήσεων προς τις επιχειρήσεις, διασφαλίζουν την επιστροφή των επενδύσεών τους²⁹.»

Επίσης ιδιαίτερα δημοφιλής είναι ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης ως «οι δομές και οι διαδικασίες που δίνουν τις κατευθυντήριες γραμμές στις επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα ασκούν έλεγχο στην λειτουργία τους³⁰».

Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (OECD,1999³¹) η Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται ως ένα σύστημα με το οποίο παρακολουθούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις. Ο La Porta (2000)³² στον ορισμό που δίνει λέει ότι Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς, οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών (μέτοχοι και πιστωτές) ενάντια στις ατασθαλίες των εσωτερικών (Διοίκηση / μάντζερ). Σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997) η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με το πώς οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων θα πάρουν πίσω τα

²⁸ Corporate Governance and Innovation Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses

²⁹ Corporate Governance and Development - Stijn Claessens, professor of international finance policy at the University of Amsterdam, World Bank Research Observer Volume 21, Number 1 Pp. 91-122

³⁰ The time for corporate governance reform has come, Euromoney, May 2006

³¹ OECD Principles of Corporate Governance, 2004

³² La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R., Investor protection and corporate governance, Journal of Financial Economics 58 (2000) 3-27

χρήματά τους, εξασφαλίζοντας φυσικά κάποια απόδοση για την επένδυσή τους. Κατά Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ως Εταιρική Διακυβέρνηση ορίζεται το σύνολο των πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική λειτουργία της, την προστασία των μετόχων της, αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία.

Γενικά ο όρος “εταιρική διακυβέρνηση” αναφέρεται σε πολιτικές, σε διαδικασίες, σε συστήματα και σε δομές με τη βοήθεια των οποίων το Διοικητικό Συμβούλιο μιας εταιρείας επιβλέπει και διαχειρίζεται τις δραστηριότητες της εταιρείας προς όφελος των μετόχων της. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι το μέσο εκείνο που ορίζει και καθιστά αποτελεσματική τη σχέση μεταξύ των μελών του Δ.Σ. και των διευθυντών της εταιρείας και των μετόχων, των οποίων τα συμφέροντα οι πρώτοι υπηρετούν.

Η νομοθεσία, ως κωδικογράφηση αποδεκτών και απαράδεκτων πρακτικών (Carroll, 2004), μπορεί να κατευθύνει τη συμπεριφορά της επιχειρηματικής δραστηριότητας και οι εταιρίες πρέπει να προσαρμοστούν στον αυξανόμενο έλεγχο με κανονισμούς που σκοπό έχουν την πρόκληση κοινωνικά υπεύθυνης συμπεριφοράς και να αποτρέψουν την ανεύθυνη συμπεριφορά. Λαμβάνονται μέτρα ώστε οι ποινικές κυρώσεις που επιβάλλονται σε οργανισμούς να μπορούν να παρέχουν απλά τιμωρία, επαρκή αποτροπή και κίνητρα διατήρησης εσωτερικών μηχανισμών για την αποτροπή, την ανίχνευση και την αναφορά εγκληματικής συμπεριφοράς.

Έτσι, η εταιρική διακυβέρνηση αφορά ζητήματα όπως:

- Το μέγεθος, η δομή και τα μέλη του Δ.Σ. και των επιτροπών του.
- Ο τρόπος με τον οποίο εκλέγονται και διορίζονται τα διευθύνοντα στελέχη και τα μέλη των επιτροπών.
- Τα δικαιώματα και οι αρμοδιότητες των διευθυνόντων στελεχών και της διοίκησης.
- Τα δικαιώματα και οι ευθύνες των μετόχων.
- Οι πολιτικές και οι διαδικασίες αναφοράς στοιχείων που άπτονται των λογιστικών θεμάτων, του ελεγκτικού μηχανισμού και των χρηματοοικονομικών δεδομένων.

- Οι πολιτικές και οι διαδικασίες που αφορούν την αμοιβή των διευθυνόντων στελεχών.

Η σωστή και αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση λειτουργεί ως ένα σύστημα ελέγχου και διατήρησης των ισορροπιών και λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων, χωρίς να περιορίζει σε μεγάλο βαθμό το ρόλο της Διοίκησης. Τελικά, ο απώτερος σκοπός της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η μεγιστοποίηση της οικονομικής δύναμης της εταιρείας συν τω χρόνω, προς όφελος των μετόχων της. Ένας μεγάλος αριθμός πανεπιστημιακών μελετών απέδειξε ότι υπάρχει ένας σημαντικός συσχετισμός ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και στην απόδοση μιας εταιρείας. Ειδικότερα δε, αποδείχθηκε ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν τις σωστές μεθόδους εταιρικής διακυβέρνησης, αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις μακροπρόθεσμα για τους μετόχους, είναι περισσότερο κερδοφόρες και λιγότερο ευάλωτες στη χρηματοοικονομική αστάθεια των καιρών, ενώ οι πιθανότητες εξαπάτησης ή άλλων αδικημάτων που διαπράττονται στα πλαίσια μιας εταιρείας, είναι πολύ περιορισμένες. Η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας είναι ένας από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους να εκφράσουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι υπόλοιποι κύριοι μέτοχοι τις απόψεις τους στην αίθουσα συνεδριάσεων του Δ.Σ. και, συνεπώς, να προασπίσουν και να προωθήσουν τα μακροπρόθεσμα συμφέροντά τους.

Το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας (ΟΟΣΑ), με τον Κώδικα για την Εταιρική Διακυβέρνηση, δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση Εταιρικής Διακυβέρνησης ύστερα από πληθώρα συζητήσεων με διεθνείς οργανισμούς, διάφορες κυβερνήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Αυτές οι αρχές αποτελούν το θεμέλιο λίθο της Εταιρικής Διακυβέρνησης και σημείο αναφοράς όλων των χωρών στις προσπάθειές τους για την εφαρμογή της σε ολόκληρο τον κόσμο. Σκοπός αυτών των αρχών είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών αναφορικά με την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης και να παρέχουν συμβουλές/κατευθύνσεις προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (νομοθέτες, επενδυτές, φορείς της αγοράς κτλ). Οι αρχές αυτές απευθύνονται σε όλες τις χώρες του κόσμου και όχι μόνο στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ.

Λαμβάνοντας υπόψη την ύπαρξη οικονομικών, πολιτικών, νομοθετικών και κοινωνικών διαφορών από χώρα σε χώρα, ο ΟΟΣΑ προσέδωσε στις αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης μη δεσμευτικό χαρακτήρα προς διευκόλυνση κάθε χώρας στην εφαρμογή τους.

Όμως, οι έντονες εξελίξεις που σημειώθηκαν στον επιχειρηματικό κόσμο οδήγησαν στην ανάγκη για αναδιατύπωση των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, λαμβάνοντας υπ' όψιν τα νέα δεδομένα, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθούν με πιο σωστό τρόπο στις σύγχρονες προκλήσεις καθώς και στις ανάγκες των επιχειρήσεων. Συνέπεια όλων αυτών αποτέλεσε η δημοσίευση αναθεωρημένων αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης από τον ΟΟΣΑ το 2004, οι οποίες παρουσιάζονται στις επόμενες παραγράφους (OECD, 2004) .

Σύμφωνα με αυτή την αρχή το πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προάγει διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, να είναι συμβατό με το νόμο και να εκφράζει με σαφήνεια τη διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών. Το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη τις επιπτώσεις του στην απόδοση της οικονομίας, στην ακεραιότητα της αγοράς και στα κίνητρα που δημιουργεί αφενός μεν για τους διάφορους συμμετέχοντες της αγοράς, αφετέρου δε για την προώθηση διαφανών και αποτελεσματικών αγορών. Οι νομικές και ρυθμιστικές απαιτήσεις, οι οποίες επηρεάζουν τις πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να είναι σύμφωνες με το νόμο, διαφανείς και εφαρμοζόμενες. Η διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων αρχών θα πρέπει να εκφράζεται με σαφήνεια και να διασφαλίζει την εξυπηρέτηση του κοινού συμφέροντος. Τέλος, οι εποπτικές, ρυθμιστικές και εκτελεστικές αρχές θα πρέπει να έχουν την εξουσία, την ακεραιότητα και τους πόρους, ώστε να εκπληρώνουν τα καθήκοντά τους με επαγγελματικό και αντικειμενικό τρόπο. Οι αποφάσεις τους θα πρέπει να είναι έγκαιρες, διαφανείς και πλήρως αποσαφηνισμένες.

Η σωστή και αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση λειτουργεί ως ένα σύστημα ελέγχου και διατήρησης των ισορροπιών και λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των μετόχων, χωρίς να περιορίζει σε μεγάλο βαθμό το ρόλο της Διοίκησης. Τελικά, ο απώτερος σκοπός της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η μεγιστοποίηση της οικονομικής δύναμης της εταιρείας συν τω χρόνω, προς όφελος των μετόχων της.

Ένας μεγάλος αριθμός πανεπιστημιακών μελετών απέδειξε ότι υπάρχει ένας σημαντικός συσχετισμός ανάμεσα στην εταιρική διακυβέρνηση και στην απόδοση μιας εταιρείας. Ειδικότερα δε, αποδείχθηκε ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν τις σωστές μεθόδους εταιρικής διακυβέρνησης, αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις μακροπρόθεσμα για τους μετόχους, είναι περισσότερο κερδοφόρες και λιγότερο ευάλωτες στη χρηματοοικονομική αστάθεια των καιρών, ενώ οι πιθανότητες εξαπάτησης ή άλλων αδικημάτων που διαπράττονται στα πλαίσια μιας εταιρείας, είναι πολύ περιορισμένες. Η βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρείας είναι ένας από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους να εκφράσουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι υπόλοιποι κύριοι μέτοχοι τις απόψεις τους στην αίθουσα συνεδριάσεων του Δ.Σ. και, συνεπώς, να προασπίσουν και να προωθήσουν τα μακροπρόθεσμα συμφέροντά τους. Παρακάτω παρουσιάζονται οι πιο σημαντικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης για τους μετόχους:

Ανεξαρτησία και Αυτονομία

Ο ακρογωνιαίος λίθος για τη σωστή εταιρική διακυβέρνηση είναι η ύπαρξη ενός διοικητικού συμβουλίου, το οποίο δεν είναι απλώς ανεξάρτητο, αλλά έχει τόσο τη θέληση όσο και την ικανότητα να ενεργεί ανεξάρτητα από τη Διοίκηση της εταιρείας. Αυτό, μεταξύ άλλων, σημαίνει ότι η πλειοψηφία των μελών του Δ.Σ., συμπεριλαμβανομένου/ης και του/της Προέδρου του, θα πρέπει να προέρχεται “απ’ έξω”, δηλαδή να μη συνδέεται με τη Διοίκηση σε προσωπικό, οικονομικό, επιχειρηματικό ή εργασιακό επίπεδο. Στην πράξη, ο πιο σίγουρος τρόπος για να διασφαλιστεί ότι το Δ.Σ. μιας εταιρείας λειτουργεί πραγματικά ως ανεξάρτητο όργανο, είναι να διοριστούν τα μέλη του από τους μετόχους της εταιρείας και όχι από τη Διοίκησή της. Με απλά λόγια, τα μέλη του Δ.Σ. που διορίζονται ή/και επιλέγονται από τους μετόχους, είναι τα μόνα πρόσωπα που έχουν ένα πραγματικό οικονομικό κίνητρο για να υπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων με τον καλύτερο τρόπο και όχι τα συμφέροντα της Διοίκησης. Έτσι, θα πρέπει να αναζητηθούν οπωσδήποτε τα μέτρα εκείνα που θα διευρύνουν το δικαίωμα πρόσβασης και την επιρροή των μετόχων στη διαδικασία διορισμού των μελών του Δ.Σ.

Επιμέλεια και ορατικότητα

Τα συμφέροντα των μετόχων εξυπηρετούνται καλύτερα από μέλη του Δ.Σ. που όχι μόνο παρακολουθούν επιμελώς τους χειρισμούς της Διοίκησης με τη δέουσα

αντικειμενικότητα και τον δέοντα σκεπτικισμό, αλλά και καθοδηγούν και επιβλέπουν με προορατικότητα τις δραστηριότητες της εταιρείας, αποβλέποντας στη δημιουργία και στη διατήρηση μιας σταθερής και διαχρονικής αξίας. Τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης που σχεδιάστηκαν για την επίτευξη αυτών των στόχων, όπως, για παράδειγμα, ο περιορισμός του αριθμού εταιρικών συμβουλίων και επιτροπών στις οποίες συμμετέχουν μέλη του Δ.Σ., η υιοθέτηση μεταρρυθμίσεων για να ενισχυθεί η λειτουργία του εσωτερικού και του εξωτερικού ελέγχου και ο προγραμματισμός διαδοχής των βασικών διευθυνόντων στελεχών και μελών του Δ.Σ., αποσκοπούν όλα στο όφελος των μετόχων.

Διαφάνεια και Ανάλυση Ευθυνών

Τα διευθύνοντα στελέχη μπορούν να εκπροσωπήσουν καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων, όταν οι εργασίες του Δ.Σ. διέπονται από διαφάνεια και όταν οι μέτοχοι μπορούν να αποδώσουν ευθύνες στα μέλη του, σε περίπτωση που αυτά δεν φέρουν σε πέρας τα καθήκοντά τους. Για παράδειγμα, θα πρέπει να αναζητηθούν εκείνα τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης που επιβάλλουν στο Δ.Σ. να δημοσιοποιεί όλα τα στοιχεία και τα δεδομένα, καθώς και τους λόγους που οδήγησαν στις αποφάσεις διορισμού των μελών του Δ.Σ., στον καθορισμό του ύψους της αμοιβής των διευθυνόντων στελεχών και σε άλλα ζητήματα που επηρεάζουν τα συμφέροντα των μετόχων. Η ανάλυση ευθυνών από τα διευθύνοντα στελέχη, η διάρκεια της θητείας των διευθυνόντων στελεχών και των μελών των επιτροπών, η εκλογή όλων των μελών του Δ.Σ. σε ετήσια βάση και τα υπόλοιπα μέτρα, έχουν όλα σχεδιαστεί με σκοπό να διασφαλιστεί ότι τα μέλη του Δ.Σ. λογοδοτούν στους μετόχους.

Η εταιρική διακυβέρνηση, ειδικότερα, οδηγεί στην ανεύρεση των τρόπων με τους οποίους οι «προμηθευτές» κεφαλαίων (suppliers of finance) στις εταιρίες εξασφαλίζουν για τον εαυτό τους μια επωφελή απόδοση των επενδύσεων τους. Στην πραγματικότητα η εταιρική διακυβέρνηση διαλαμβάνει το σύνολο των θεσμικών και δομικών μηχανισμών και των αντίστοιχων δικαιωμάτων λήψης απόφασης, παρέμβασης και ελέγχου, που χρησιμεύουν στην επίλυση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των παραγόντων, οι οποίοι αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα και οι οποίοι καθορίζουν πως λαμβάνονται οι σημαντικές αποφάσεις στο επίπεδο της επιχείρησης, καθώς και ποιες αποφάσεις

λαμβάνονται. Ο στόχος που εξυπηρετεί δεν εξαντλείται στην διασφάλιση της ακεραιότητας και την εντιμότητα της εταιρίας. Εκτείνεται και στην προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της εταιρίας , οδηγώντας αυτή στην κερδοφορία.

Η βελτίωση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, καθίσταται ιδιαίτερα επιτακτική, εξαιτίας της ανάπτυξης των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών, της ενδυνάμωσης του ρόλου των θεσμικών επενδυτών , των πρακτικών δυσχερειών που ανακύπτουν από την ενάσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων, των εμποδίων για τις εξαγορές επιχειρήσεων και της επαύξησης της συμμετοχής των εργαζομένων στα ευρωπαϊκά κράτη.

Κίνητρα και Συμβόλαια Αποδοτικότητας των Μάνατζερ

Μια λύση που χρησιμοποιούν συχνά οι μέτοχοι για την αντιμετώπιση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης είναι η υπογραφή ενός μακροχρόνιου συμβολαίου (incentive contract) με τον μάνατζερ, το οποίο συμπεριλαμβάνει κίνητρα που σκοπό έχουν να ευθυγραμμίσουν τα προσωπικά του συμφέροντα με εκείνα των επενδυτών. Τέτοια συμβόλαια αναφέρονται σε κάποιο μετρήσιμο και επαληθεύσιμο δείκτη, που αποτελεί μέτρο της επίδοσης του μάνατζερ και της ποιότητας των αποφάσεων του. Η επίτευξη του στόχου που έχει συμφωνηθεί για αυτό το δείκτη μπορεί να οδηγήει στο να αμειφθεί ο μάνατζερ με επιπλέον χρηματική αμοιβή, με μετοχές ή δικαιώματα αγοράς μετοχών (stock options) ,καθώς και με τη διατήρηση της θέσης του. Αν το μεταβλητό κομμάτι της αμοιβής είναι αρκετά μεγάλο, μπορεί να ωθήσει τον μάνατζερ να δράσει υπέρ των συμφερόντων των μετόχων , αν και το οικονομικό κόστος για τους τελευταίους θα είναι σημαντικό.

Τα συμβόλαια αποδοτικότητας δεν είναι πάντως ακίνδυνα. Προσφέρουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας στους μάνατζερ, χάρη στην εσωτερική πληροφόρηση που αυτοί έχουν, ειδικά αν η διαπραγμάτευση γίνεται όχι με μεγαλομετόχους αλλά με διοικητικά συμβούλια που απαρτίζονται από ανθρώπους χωρίς ιδιαίτερη διάθεση ενασχόλησης. Ο μάνατζερ θα προσφύγει σε τέτοια κίνητρα όταν εκτιμά ότι η κερδοφορία της επιχείρησης θα βελτιωθεί και η τιμή της μετοχής της θα ανέβει. Αντίθετα, ο μάνατζερ θα αποφύγει τέτοια συστήματα αμοιβής αν περιμένει άσχημα νέα. Υπάρχει ακόμη ο κίνδυνος της παραποίησης στοιχείων μέσω «δημιουργικής

λογιστικής» με στόχο την αύξηση του μεταβλητού τμήματος της αμοιβής, ειδικά αν η επιχείρηση δεν διαθέτει αξιόπιστο και ανεξάρτητο από το μάνατζμεντ μηχανισμό εσωτερικού ελέγχου.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, το θεμελιώδες ερώτημα που μπορεί κανείς να θέσει είναι, γιατί κάποιος να εμπιστευτεί τα χρήματα του στα στελέχη μιας επιχείρησης, αφού τόσο η θεωρία όσο και η εμπειρική έρευνα δείχνουν ότι τα στελέχη αυτά έχουν τεράστια διακριτική ευχέρεια στην αξιοποίηση αυτών των χρημάτων. Το επιχείρημα είναι ότι οι μάνατζερ δεν εξαπατούν τους μετόχους γιατί θα αναγκαστούν στο μέλλον να προσφύγουν και πάλι στις κεφαλαιαγορές και θα χρειαστεί να πείσουν τους μελλοντικούς επενδυτές και ακόμα ότι οι επενδυτές είναι υπεραισιόδοξοι, ενθουσιάζονται με τις επιχειρήσεις και τις χρηματοδοτούν χωρίς να αναρωτιούνται πως θα πάρουν τα χρήματα τους πίσω. Ο βασικότερος ίσως λόγος που οι επενδυτές δέχονται να χρηματοδοτήσουν μια εταιρία είναι ότι σε αντάλλαγμα αποκτούν δικαιώματα ελέγχου , για την προστασία των οποίων μπορούν να προσφύγουν στα δικαστήρια.

Εμπειρικές έρευνες δείχνουν ότι όταν οι εταιρίες έχουν μεγάλους μετόχους είναι πιθανότερο να απολύσουν τα ανώτατα στελέχη όταν οι επιδόσεις τους είναι φτωχές, παρά όταν υπάρχουν μόνο μικρομέτοχοι. Επιπλέον η ύπαρξη μεγάλων μετόχων συνοδεύεται και αυτή από κάποιο κόστος. Οι μεγαλομέτοχοι προσπαθούν να ικανοποιήσουν τα δικά τους συμφέροντα εις βάρος των μικρομετόχων.

Μια περίπτωση εταιριών για τις οποίες ο δανεισμός είναι ουσιαστικά αδύνατος είναι οι νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου (π.χ. νέας τεχνολογίας, πληροφορικής) με πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία και ελάχιστα πάγια επιδεκτικά υποθήκευσης. Τέτοιες επιχειρήσεις στην αρχή δεν διαθέτουν χρηματοροές επαρκείς για την πληρωμή των δόσεων ενός δανείου. Η χρηματοδότηση τέτοιων επιχειρήσεων βασίζεται στα ίδια κεφάλαια του επιχειρηματία (entrepreneur) και στα κεφάλαια που θα εισφέρει μια εξειδικευμένη εταιρία (venture capital) με αντάλλαγμα τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας επιχείρησης και την ελπίδα μεγάλων μελλοντικών υπεραξιών από την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα των επιχειρήσεων στις οποίες απευθύνεται το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) συνιστά η προοπτική εξέλιξής τους. Η επένδυση με παροχή κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών

χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό κινδύνου, διότι η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση δεν έχει ακόμη δοκιμασθεί στην πράξη και διότι υφίσταται αβεβαιότητα ως προς τον τρόπο διαχείρισής της.

Είναι επίσης πολύ σημαντικό να δοθεί η δέουσα σημασία στο ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και τη σημασία των μη εκτελεστικών μελών του. Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι το διοικητικό συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Υιοθετώντας τις προτάσεις της Επιτροπής Cadbury της Μεγάλης Βρετανίας που περιλαμβάνονται στον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς που εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992, οι περισσότερες χώρες προέβησαν σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις που μεταξύ άλλων προβλέπουν:

(i) Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος σύμβουλου

(ii) Συμμετοχή στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών μη-εκτελεστικών μελών, δηλαδή συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων συμβούλων, δηλαδή σύμβουλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον διευθύνοντα σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.

(iii) Θέσπιση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη-εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

(iv) Θέσπιση Επιτροπής Καθορισμού Αμοιβών διευθυντικών στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη-εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

Τα διοικητικά συμβούλια αποτελούν μέρος της λύσης που προσφέρει η αγορά για τον περιορισμό του προβλήματος της αντιπροσώπευσης. Οι μέτοχοι είναι πολλοί, ελλιπώς ενημερωμένοι και χωρίς επαρκή κίνητρα για να ελέγξουν επαρκώς τους μάνατζερ. Έτσι, το ρόλο αυτό καλούνται να παίξουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Επειδή το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας έχει ένα πολύ σημαντικό ρόλο για την διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων και την επίλυση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης, ιδιαίτερη σημασία έχει η ανεξαρτησία του έναντι των ανωτέρων στελεχών (μάνατζερ) της εταιρίας. Για την διασφάλιση αυτής

της ανεξαρτησίας , θεωρείται απαραίτητη η συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο μη-εκτελεστικών μελών (non-executive directors NED) ,δηλαδή μελών που δεν έχουν σχέση με την καθημερινή διαχείριση των πραγμάτων της εταιρίας. Η ύστατη δοκιμασία για ένα διοικητικό συμβούλιο είναι η αντιπαράθεση με τον διευθύνοντα σύμβουλο (CEO) κατά τη διάρκεια μιας κρίσης και, αν αυτό είναι απαραίτητο, η αντικατάστασή του. Η τελευταία πέφτει συνήθως στους ώμους των NED, αφού τα εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου (executive directors) είναι πρόσωπα της επιλογής του CEO , ενώ οι μεμονωμένοι μέτοχοι έχουν περιορισμένο χρόνο να διαθέσουν για ενημέρωση και συμμετοχή και δεν γνωρίζουν τη δυναμική που αναπτύσσεται κατά τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου. Μόνο στους θεσμικούς επενδυτές μπορούν συνήθως να προσβλέπουν για βοήθεια οι NED στην προσπάθειά τους να απομακρύνουν έναν αναποτελεσματικό CEO.

Το άλλο θέμα που έθεσε η Επιτροπή Cadbury είναι η λειτουργία επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου, όπως η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου και η Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών. Οι επιτροπές αυτές πρέπει να στελεχώνονται από NED και να αναφέρουν στο διοικητικό συμβούλιο, εξασφαλίζοντας έτσι μια ανεξάρτητη γνώμη σε σημαντικά ζητήματα. Ο βασικός ρόλος της επιτροπής αμοιβών είναι να προτείνει το μισθό και τις άλλες αποδοχές –κυρίως τις σχετιζόμενες με την απόδοση- του CEO και των άλλων ανώτερων στελεχών. Η επιτροπή ελέγχου οφείλει να παρακολουθεί τις διαδικασίες ελέγχου της επιχείρησης και να διασφαλίζει την αλήθεια των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που αυτή δημοσιεύει.

Μια νέα προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης δίνει έμφαση στη νομική προστασία των εξωτερικών επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) από την κατάχρηση της θέσης των «εσωτερικών» μετόχων της πλειοψηφίας και ανώτερων στελεχών της εταιρίας. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση η νομοθεσία και η εφαρμογή της έχουν κεντρική θέση στην προσπάθεια κατανόησης των λόγων που οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν κεφάλαια ευκολότερα σε κάποιες χώρες από ότι σε άλλες. Οι πιθανοί μέτοχοι και πιστωτές χρηματοδοτούν μια εταιρία γιατί τα δικαιώματά τους προστατεύονται από το νόμο. Όσο καλύτερη είναι αυτή η προστασία, τόσο περισσότερο αυτοί είναι διατεθειμένοι να χρηματοδοτήσουν την εταιρία. Όσο οι εσωτερικοί καταχρώνται λιγότερα και τα ατομικά τους οφέλη μειώνονται, τόσο τα

μερίσματα που εισπράττουν οι μέτοχοι αυξάνονται και τόσο βελτιώνονται οι δυνατότητες εξωτερικής χρηματοδότησης της εταιρίας.

Οι κυβερνήσεις δέχονται πιέσεις από τις οικογένειες που ελέγχουν τις μεγάλες εταιρίες και οι οποίες αντιλαμβάνονται τη βελτίωση της νομικής προστασίας των «εξωτερικών» επενδυτών ως απειλή, αφού θα μειώσει τη δική τους δυνατότητα κατάχρησης της θέσης τους και υφαρπαγής των πόρων της εταιρίας. Η συνολική αξία μιας εταιρίας μπορεί να αυξηθεί ως αποτέλεσμα της νομικής μεταρρύθμισης, αφού οι «εξωτερικοί» θα είναι διατεθειμένοι να τη χρηματοδοτήσουν με καλύτερους όρους. Βραχυχρόνια όμως, η καλύτερη νομική προστασία θα οδηγήσει σε μεταβίβαση πλούτου από τους «εσωτερικούς» στους «εξωτερικούς».

Ο χρυσός κανόνας των θεσμικών επενδυτών λέει ότι “αυτός που έχει τον χρυσό αυτός φτιάχνει τους κανόνες”³³. Κανένας άλλος τομέας δεν μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες αντιπαραθέσεις ή σε περισσότερες καταχρήσεις από την ιδεατή επιρροή που μπορεί να εξασκήσει ένας διευθυντής Venture Capital (VC) πάνω στην επένδυσή του/της. Οι περισσότερες κριτικές σχετικά με το VC εστιάζουν στις εν δυνάμει καταχρήσεις του «χρυσού κανόνα» και συνεισφέρουν στην εικόνα τους ως «venture capitalists».

Οι καταχρήσεις του «χρυσού κανόνα» είναι περισσότερο πιθανό να συμβαίνουν όταν λαμβάνουν χώρα οι ακόλουθες συνθήκες:

A) Το VC κεφάλαιο, που προορίζονταν για το κλείσιμο της συμφωνίας, εξαντλήθηκε.

Για παράδειγμα αυτό συνέβη στην Pyxis Corporation, μια επιχείρηση με έδρα το San Diego που ασχολούνταν με προϊόντα υγειονομικής περίθαλψης, τη δεκαετία του 1980. Ο διευθύνων σύμβουλος προσωπικά χρηματοδότησε την εταιρεία για τρεις μήνες μέχρι να βρεθούν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Η Pyxis κατατάχθηκε από το περιοδικό INC. ως μία από τις πέντε πιο γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στις Η.Π.Α. .

B) Όταν “εχθρικοί” συνεργάτες VC εισέρχονται στην συμφωνία.

³³ Corporate governance among venture capitalists: Who’s watching the store? By Casparie, James W., Directorship, 01934279, Mar 1998, vol. 24, Issue 3

Οι εταιρείες VC δημιουργούν συμμαχίες με άλλες εταιρείες VC για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους. Σε δύσκολους καιρούς, θα ήταν συμφορά για τον μαχητικό διευθύνον σύμβουλο να βρει «πρόθυμη» χρηματοδότηση σε μετρητά από “εχθρικές” πηγές. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και οι περιπτώσεις κατά τις οποίες για να αποτραπούν οι εξωτερικοί επενδυτές από την εταιρεία, προτιμάται να υποτιμηθεί η αξία των μετόχων.

Γ)Όταν η εταιρεία VC πιστεύει ότι έχει δώσει ήδη αρκετά.

Στην κοινωνία των εταιριών VC η αξιολόγηση είναι πολύ υποκειμενική και συχνά καθορίζεται από όσους έχουν το μεγαλύτερο έννομο συμφέρον. Ο διευθυντής της εταιρείας VC έχει την υποχρέωση να είναι πιστός όχι μόνο στους «μετόχους» του αλλά και σε όλους τους μετόχους. Σύμφωνα με τον Michael J. Schoenbach, υψηλόβαθμο στέλεχος και πρώην πρόεδρο της AON Venture Services Group: “Όταν οι εταιρείες VC αντιλαμβάνονται ότι κυριαρχούν ή ελέγχουν μια εταιρεία χαρτοφυλακίου, δεν είναι ασυνήθιστο να προκύψουν ισχυρισμοί ότι η διοίκηση της εταιρείας VC εκμεταλλεύεται ή καταχράται την δύναμη που έχει για το δικό της συμφέρον ενώ από την άλλη πλευρά προκαλεί ζημιά στο χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης και στα υπόλοιπα συστατικά στοιχεία της...”.

Venture Capital και Εταιρική Διακυβέρνηση

Το πρώτο είδος σχέσεων αντιπροσώπευσης που παρατηρούνται στο venture capital αφορά τη σχέση του venture capitalist με τους επενδυτές που επιλέγουν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε καινοτόμες επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Στην σχέση αυτή ο venture capitalist λειτουργεί ως μεσάζοντας ή εκπρόσωπος των επενδυτών, οι οποίοι χωρίς αυτόν δεν έχουν πρόσβαση στην εταιρία χαρτοφυλακίου.

Όπως σε κάθε περίπτωση που υπάρχει εκπροσώπηση τα συμφέροντα των δύο μερών μπορεί να διαφέρουν σημαντικά. Οι επενδυτές απαιτούν από τον venture capitalist να προωθεί με κάθε τρόπο τα δικά τους συμφέροντα, έτσι ώστε να αποκομίσουν από την επένδυση το μέγιστο δυνατό όφελος. Ωστόσο, είναι σύνηθες το φαινόμενο ο venture capitalist να προωθεί τους δικούς του, προσωπικούς στόχους, προκαλώντας με τον τρόπο αυτόν την αντίδραση των επενδυτών.

Επιπροσθέτως, έντονο είναι το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, καθώς οι εξωτερικοί επενδυτές δε μπορούν εύκολα να έχουν την απαραίτητη πληροφόρηση και να παρακολουθούν σε συνεχή βάση την κάθε μεμονωμένη επένδυση. Αντίθετα ο venture capitalist βρίσκεται σε διαρκή σχέση με την εταιρία χαρτοφυλακίου και επομένως έχει πρόσβαση σε όλα τα διαθέσιμα στοιχεία.

Πέρα από τη σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ του venture capitalist και των εξωτερικών επενδυτών, αναπτύσσεται, όπως έχει προαναφερθεί, σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ του venture capitalist και του επιχειρηματία που έχει ιδρύσει την επιχείρηση στην οποία αυτός επενδύει. Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, έτσι και εδώ τα περισσότερα προβλήματα δημιουργούνται λόγω της ύπαρξης έντονης σύγκρουσης συμφερόντων και ασυμμετρίας πληροφόρησης³⁴.

Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που συναντώνται ανάμεσα στους venture capitalist, τους εξωτερικούς επενδυτές και τους επιχειρηματίες μπορούν να χωριστούν σε ορισμένες κύριες κατηγορίες. Οι κυριότερες είναι οι εξής:

Προβλήματα ηθικού κινδύνου

Τα προβλήματα αυτά προκύπτουν εξαιτίας της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και της αδυναμίας ελέγχου του venture capitalist από τους εξωτερικούς επενδυτές. Μπορεί λοιπόν, να παρατηρηθεί αποφυγή καταβολής προσπάθειας από την πλευρά του αντιπροσώπου για την επίτευξη της μεγιστοποίησης του οφέλους των επενδυτών. Από την άλλη πλευρά όμως κάτι ανάλογο μπορεί να κάνει και ο επιχειρηματίας. Η υποχρέωσή του να μοιραστεί τα κέρδη της επιχείρησης μπορεί να τον οδηγήσει στην απόφαση να μην καταβάλλει τη μέγιστη προσπάθειά του (The effort problem).

Επιπλέον, ένα άλλο πρόβλημα που μπορεί να προκύψει είναι ο venture capitalist, επηρεασμένος από την αδυναμία ελέγχου από τους εξωτερικούς επενδυτές, μπορεί να επιδιώξει την πραγματοποίηση των προσωπικών του στόχων και την αύξηση της δικής του χρησιμότητας μέσω της κατανάλωσης και μη χρηματικών οφελών. Το ίδιο βέβαια μπορεί να συμβεί και από την πλευρά του επιχειρηματία. Δηλαδή, είναι πιθανό, ο επιχειρηματίας όταν λάβει τη χρηματοδότηση, να μην τη χρησιμοποιήσει

³⁴ Arthurs, J.D., Busenitz, L.W., "The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship", *Entrepreneurship Theory and Practice*, , pp.145-62, 2003

με τρόπο ώστε να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης, αλλά για να οικειοποιηθεί ιδιωτικά, μη χρηματικά οφέλη (The Perk Consumption Problem).

Επιπροσθέτως, μπορεί να υπάρξει και πρόβλημα υποεπένδυσης (The Underinvestment Problem). Το πρόβλημα αυτό συνδέεται άμεσα με το παραπάνω πρόβλημα της άντλησης και κατανάλωσης μη χρηματικών οφελών. Αναφέρεται στην περίπτωση που ο επιχειρηματίας αποφεύγει να επενδύσει χρήματα σε επενδυτικές ευκαιρίες με θετική παρούσα αξία γιατί δεν τον ενδιαφέρει η περαιτέρω ανάπτυξη της επιχείρησής του. Επίσης, αναφέρεται σε περιπτώσεις που ο επιχειρηματίας επενδύει σε προγράμματα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, με σκοπό να ικανοποιήσει τις προσωπικές του επιθυμίες.

Προβλήματα Δυσμενούς Επιλογής

Σήμερα υπάρχουν πλέον πολλές εταιρίες venture capital, με αποτέλεσμα οι εξωτερικοί επενδυτές να αδυνατούν να γνωρίζουν ποιος venture capitalist θα μπορούσε να εξυπηρετήσει αποτελεσματικότερα τα συμφέροντά τους. Ο κατάλληλος venture capitalist πρέπει να διαθέτει τόσο τις ικανότητες, τη θέληση, την πείρα και τη δικτύωση προκειμένου να εξασφαλίσει την απαιτούμενη απόδοση στο κατάλληλο επίπεδο κινδύνου. Η ασυμμετρία όμως στην πληροφόρηση επηρεάζει και τον ίδιο τον venture capitalist ως προς την απόφαση για το σε ποια επένδυση τελικά θα πρέπει να επενδύσει.

Πρόβλημα αλλαγής της συμπεριφοράς του αντιπροσώπου έπειτα από την ολοκλήρωση της συμφωνίας

Τα προβλήματα αυτά προκύπτουν κυρίως όταν υπάρχουν στο συμβόλαιο νομικά κενά, τα οποία επιτρέπουν τον εντολοδόχο να αποφύγει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.

Σήμερα, το πρόβλημα αυτό δεν είναι τόσο έντονο, αφού λόγω της ύπαρξης πολλών εταιριών venture capital, ο ανταγωνισμός μεταξύ των venture capitalists γίνεται ολοένα και εντονότερος. Επομένως, για να μπορέσουν να επιβιώσουν στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι εταιρίες venture capital επιδιώκουν την απόκτηση καλής φήμης και τη διατήρηση άριστων σχέσεων με τους πελάτες τους, έτσι ώστε να συνεχίσουν τη συνεργασία τους. Ως αποτέλεσμα δεν προβαίνουν σε ενέργειες που να βλάπτουν τα συμφέροντα των πελατών τους, αφού η ενέργεια

αυτή μακροπρόθεσμα θα αποβεί επικίνδυνη για τους ίδιους και θα επιφέρει πλήγμα και στα δικά τους συμφέροντα.

Από την άλλη πλευρά όμως, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται ανάμεσα στον επιχειρηματία και τον venture capitalist είναι αρκετά έντονα. Από τη στιγμή που ο venture capitalist έχει δεσμεύσει τα χρήματά του στην επένδυση δε μπορεί εύκολα να υπαναχωρήσει, αφού κάτι τέτοιο θα σήμαινε απώλεια των χρημάτων. Ο επιχειρηματίας μπορεί να το εκμεταλλευτεί αυτό και να επιβάλει ορισμένες τροποποιήσεις του συμβολαίου.

Επιπλέον, ο επιχειρηματίας αποτελεί τον εμπνευστή της επιχειρηματικής ιδέας και η συμβολή του είναι καθοριστική για την ορθή πορεία της επιχείρησης. Σε περίπτωση ύπαρξης νομικών κενών, μπορεί να εκμεταλλευτεί το γεγονός αυτό για να ασκήσει πιέσεις στον venture capitalist, ο οποίος δεν έχει μεγάλα περιθώρια αντίδρασης, αφού κάτι τέτοιο θα θέσει σε κίνδυνο την έκβαση της επένδυσης.

Όπως γίνεται φανερό από όσα αναφέρθηκαν παραπάνω σχετικά με τα προβλήματα αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους venture capitalists και τους εξωτερικούς επενδυτές, τα περισσότερα από αυτά προκύπτουν εξαιτίας της ασυμμετρίας της πληροφόρησης και της δυνατότητας που αυτή παρέχει στους παραπάνω να εκμεταλλευτούν τους ανθρώπους που είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν.

Ο μόνος τρόπος, ίσως, για να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι η δημιουργία ενός τύπου συμβολαίου που θα λαμβάνει υπ' όψιν του τη θεωρία αντιπροσώπευσης. Ορισμένοι από τους όρους μπορεί να είναι οι παρακάτω³⁵:

- Οι εξωτερικοί επενδυτές διατηρούν το δικαίωμα παραίτησης από τη σύμβαση έπειτα από την αρχική εισφορά κεφαλαίων. Η παραίτηση αυτή θα επισύρει κάποιες ποινές οι οποίες θα διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση. Ωστόσο, είναι ένας τρόπος για να αντιμετωπιστούν όλα τα είδη των προβλημάτων αντιπροσώπευσης, αφού ο venture capitalist δε θα θέλει να θέσει ρίσκο τη σχέση με τον πελάτη του.

³⁵ Schertler, A., Venture Capital Contracts: A survey of the Recent Literature, Kiel Institute of World Economics, Working Paper No. 1017

- Το συμβόλαιο του venture capital και επομένως και το κεφάλαιο που σχετίζεται με αυτό έχουν συγκεκριμένη διάρκεια ζωής. Με τον τρόπο αυτό, οι εξωτερικοί επενδυτές διατηρούν το δικαίωμα να επανακτήσουν τα κεφάλαιά τους, χωρίς να είναι υποχρεωμένοι να τα επενδύσουν σε κάποια άλλη επένδυση του ίδιου venture capitalist. Επομένως, ο venture capitalist θα πρέπει να είναι προσεκτικός και να μη προβαίνει σε ενέργειες που οδηγούν στη δημιουργία προβλημάτων, γιατί με τον τρόπο αυτό βλάπτεται η φήμη. Όπως αναφέραμε και παραπάνω, λόγω του αυξανόμενου ανταγωνισμού στον κλάδο, θα πρέπει να διατηρήσει την καλή του φήμη προκειμένου να παραμείνει ανταγωνιστικός. Ένα άλλο πλεονέκτημα που θα πρέπει να σκεφτεί ο venture capitalist είναι ότι ένα καλό όνομα στην αγορά μπορεί να του διασφαλίσει συμβόλαια με πιο συμφέροντες όρους για τον ίδιο, αφού λόγω της καλής του φήμης, οι πελάτες του θα είναι πιο διατεθειμένοι να δεχτούν κάποιους πιο δυσμενείς για τους ίδιους όρους προκειμένου να επιτύχουν μια συνεργασία μαζί του.

- Οι venture capitalists δικαιούνται αμοιβή από τους εξωτερικούς επενδυτές, αφού λειτουργούν ως μεσάζοντες μεταξύ αυτών και των εταιριών επενδύσεως, αν τα ποσοστά των αμοιβών είναι ικανοποιητικά, το γεγονός αυτό θα αποτελέσει κίνητρο για την προσπάθεια μεγιστοποίησης της αξίας του χαρτοφυλακίου του επενδυτή³⁶.

Παρακάτω αναλύονται συνοπτικά ορισμένοι τρόποι αντιμετώπισης ή βελτίωσης των προβλημάτων που μπορεί να προκύψουν μεταξύ venture capitalists και επιχειρηματιών:

Σταδιακή προσφορά κεφαλαίων

Τα περισσότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης δημιουργούνται, όπως αναλύθηκε και παραπάνω, εξαιτίας της δέσμευσης του venture capitalist από την προσφορά χρημάτων προς τον επιχειρηματία της επιχείρησης. Επομένως η σταδιακή προσφορά των χρημάτων μπορεί να βοηθήσει στην επίλυση του προβλήματος.

Μέσω της σταδιακής καταβολής κεφαλαίων οι venture capitalists επιτυγχάνουν να παρέχουν κίνητρα στον επιχειρηματία για να μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησής

³⁶ Trester, J., J., Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information, Journal of Banking & Finance, vol 22, pp. 675-699, 1998

του, αφού γνωρίζει ότι διαφορετικά, δε θα είναι σε θέση να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια. Ο επιχειρηματίας γνωρίζει ότι η αποχώρηση του venture capitalist θα δημιουργήσει αρνητική προδιάθεση και σε άλλους επενδυτές και επομένως θα καταβάλει προσπάθεια να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα παρεχόμενα κεφάλαια.

Ολοκληρώνοντας, η σταδιακή χρηματοδότηση κεφαλαίων αντισταθμίζει την έλλειψη εγγυήσεων μέχρι η επιχείρηση να αποκτήσει τα δικά της περιουσιακά στοιχεία, τα οποία στη συνέχεια μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση (Neher, 1999³⁷) και βελτιώνει τόσο τα προβλήματα αλλαγής συμπεριφοράς, όσο και κάποια από τα προβλήματα ηθικού κινδύνου.

Σχηματισμός κοινοπραξίας με άλλες επιχειρήσεις venture capital

Ο σχηματισμός κοινοπραξιών μεταξύ εταιριών venture capital βοηθά τις εταιρίες αυτές να αντιμετωπίσουν τα προβλήματά τους. Πιο συγκεκριμένα, τους παρέχει τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους και να περιορίσουν το μη συστηματικό κίνδυνο, αφού πλέον μπορούν να επενδύσουν σε περισσότερες επιχειρήσεις και σε περίπτωση λανθασμένης επιλογής, οι απώλειες μοιράζονται μεταξύ περισσότερων εταιριών. Επίσης, στις κοινοπραξίες πριν από την ανάληψη ενός έργου απαιτείται η σύμφωνη γνώμη των εταιριών που συμμετέχουν, γεγονός που σημαίνει ότι τα στοιχεία και οι κίνδυνοι της επένδυσης εκτιμώνται από περισσότερες εταιρίες και, επομένως, ότι μειώνονται οι πιθανότητες αποτυχίας.

Η ενεργός συμμετοχή του venture capitalist στις εταιρίες χαρτοφυλακίου

Οι venture capitalists σε μία προσπάθεια να περιορίσουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που δημιουργούνται εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης μπορεί να επιλέξουν να συμμετέχουν ενεργά στις εταιρίες χαρτοφυλακίου. Με τον τρόπο αυτό παρέχουν στην εταιρία όχι μόνο χρηματικούς πόρους αλλά και πόρους όπως η εμπειρία και οι ικανότητές τους, συμβάλλοντας στην επιτυχή εξέλιξη των εργασιών της. Αποτελεί συνήθη πρακτική η συμμετοχή τους στο διοικητικό

³⁷ Neher, D., Staged Financing: An Agency Perspective, Review of Economic Studies, Vol. 66, 255-274, 1999

συμβούλιο τον προγραμματισμό και την ανάπτυξη των στρατηγικών της επιχείρησης και τους τρόπους χρηματοδότησης³⁸.

Το σύστημα αποζημίωσης του επιχειρηματία

Συχνά, οι venture capitalists χρησιμοποιούν ένα σύστημα αποζημίωσης του επιχειρηματία έτσι ώστε να καταφέρουν να τα συμφέροντά τους και να μετριάσουν τα προβλήματα που δημιουργούνται. Η αμοιβή του επιχειρηματία συνήθως απαρτίζεται από ένα βασικό μισθό και από τη συμμετοχή του στα κέρδη της επιχείρησης μέσω της κατοχής μετοχών ή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών.

Οι venture capitalists επιχειρούν να ελέγξουν την αμοιβή με διάφορους τρόπους. Ένας από αυτούς είναι η πρόβλεψη στους όρους του συμβολαίου ενός αρκετά μεγάλου χρονικού διαστήματος πριν από την πάροδο του οποίου ο επιχειρηματίας δε μπορεί να αποχωρήσει από την εταιρία. Επιπλέον, οι venture capitalists μπορεί να αποφασίσουν να αυξήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην επιχείρηση, περιορίζοντας με αυτόν τον τρόπο το ποσοστό συμμετοχής του επιχειρηματία/ιδρυτή της επιχείρησης. Με τους παραπάνω τρόπους, βελτιώνονται όλα τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, αφού ο επιχειρηματίας αντιλαμβάνεται ότι το προσωπικό του εισόδημα και όφελος εξαρτάται από την απόδοση της επιχείρησης.

Τύπος χρηματοδότησης

Ο τύπος χρηματοδότησης που θα επιλεγεί έχει βαρύνουσα σημασία, αφού επηρεάζει έντονα την κατανομή κερδών μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών. Στα συμβόλαια venture capital τις περισσότερες φορές χρησιμοποιούνται οι μετατρέψιμοι τίτλοι. Σύμφωνα με έρευνα που διενήργησαν κατά το 2000 οι Kaplan και Stronberg³⁹ εξετάζοντας τον τύπο χρηματοδότησης σε δείγμα εταιριών που χρηματοδοτούνται με venture capital, το 94% εκδίδουν και πωλούν μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές.

Στα συμβόλαια venture capital συνήθως προσδιορίζονται οι συνθήκες κάτω από τις οποίες θα λάβει χώρα η αυτόματη μετατροπή των τίτλων, συνήθως, κάτι τέτοιο

³⁸ Fried, V., Vance, H., CEO Dismissal in Venture Capital Backed Firms: Further Evidence From an Agency Perspective, Entrepreneurship: Theory and Practice, 2000

³⁹ Kaplan, S., N., Stronberg, P., Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, Review of Economic Studies, vol. 70, pp. 281-315, 2003

συμβαίνει με την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Είναι γεγονός ότι αυτός ο τύπος χρηματοδότησης απευθύνεται κυρίως σε εταιρίες υψηλού επιπέδου και με τον τρόπο αυτό βοηθά τον venture capitalist να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής, αφού πολλές εταιρίες που δε μπορούν να ανταποκριθούν στο υψηλό αυτό επίπεδο δε δέχονται να χρηματοδοτηθούν με αυτόν τον τρόπο⁴⁰.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης δυστυχώς δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για την μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, το management, και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική. Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της αγοράς γύρω από τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά.

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, management, και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Έρευνα της εταιρίας McKinsey⁴¹, κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για εταιρείες με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

⁴⁰ Jensen, M., C., Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, 1986

⁴¹ Global Investor Opinion Survey: Key Findings, McKinsey & Company, July 2002

Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξ' ίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να προετοιμαστούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς⁴².

Τα αποτελέσματα έρευνας της Grant Thornton στην Ελλάδα για το 2007 αποδεικνύουν για μία ακόμα φορά ότι στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις δεν έχει ωριμάσει αρκετά η ανάγκη υλοποίησης της βασικής προσέγγισης «συμμόρφωση ή εξήγηση», εφαρμογής δηλαδή, της δυνατότητας που έχουν να επιλέξουν μεταξύ είτε της συμμόρφωσης με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης είτε της δημοσιοποίησης της αιτιολόγησης των αποκλίσεών τους από αυτές.

Σίγουρα χρόνο με το χρόνο παρατηρείται πρόοδος στη συμμόρφωση με τα επιμέρους στοιχεία των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, όμως και πάλι παρατηρείται η συμμόρφωση με τα ελάχιστα απαιτούμενα στοιχεία του σχετικού νομοθετικού πλαισίου.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας :

- Οι 2 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι 7 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις.
- Παρόλα αυτά από τις 8 στις 10 που δηλώνουν ότι δεν δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μόλις οι 6 στις 10 εξηγούν το λόγο της απόκλισης⁴³.

⁴² Μητσοτάκης, Κ., Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Το Βήμα, 2001

⁴³ Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, Grant Thornton, Ιούλιος 2008

Κεφάλαιο 4- Επενδυτικό Πλαίσιο του Venture Capital

Πού Επενδύουν τα Venture Capitals

Το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις από το αρχικό στάδιο δημιουργίας (seed capital), μέχρι την πλήρη ανάπτυξη των επιχειρήσεων (growth stage). Λειτουργούσες επιχειρήσεις, οι οποίες πραγματοποιούν σε μεταγενέστερο στάδιο επέκταση ή εκσυγχρονισμό, μπορούν να ζητήσουν επιχειρηματικό κεφάλαιο το οποίο ονομάζεται αναπτυξιακό κεφάλαιο (development capital), και το οποίο είναι μια μερικότερη μορφή καινοτομικού κεφαλαίου.

Το κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου επενδύεται πρώτιστα σε νέες επιχειρήσεις με σημαντικό αναπτυξιακό δυναμικό. Η εστίαση της βιομηχανίας γίνεται συνήθως στην τεχνολογία ή τις βιολογικές επιστήμες, αν και μεγάλες επενδύσεις έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια στο ηλεκτρονικό εμπόριο και σε ορισμένους τύπους επιχειρήσεων υπηρεσιών όπως οι μεταφορές. Τέτοιες επενδύσεις γίνονται κυρίως στους παρακάτω τομείς:

- Λογισμικό.
- Βιοτεχνολογία.
- Τηλεπικοινωνίες.
- Δικτύωση και εξοπλισμός.
- Ιατρικές συσκευές και εξοπλισμός.
- Ημιαγωγοί.
- Υπολογιστές και περιφερειακές μονάδες.
- Υπηρεσίες τεχνολογίας πληροφοριών.
- Οικονομικές υπηρεσίες.
- Βιομηχανία/ ενέργεια.
- Επιχειρησιακές προϊόντα και υπηρεσίες.
- Καταναλωτικά προϊόντα και υπηρεσίες.
- ΜΜΕ και ψυχαγωγία.
- Ηλεκτρονικά/ ενοργάνωση.
- Λιανική πώληση/ διανομή.
- Υπηρεσίες υγειονομικής περίθαλψης.

- Άλλα.⁴⁴

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

Έπειτα από ερευνητική μελέτη του Jay B. Barney⁴⁶ αποδείχθηκε ότι αυτό που ισχύει γενικά είναι ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος, τόσο πιο πιθανό είναι οι venture capitalists να επιδιώξουν να συνάψουν μια συμφωνία, έτσι ώστε να μπορούν να ασκούν καλύτερο και πιο στενό έλεγχο και να έχουν το πάνω χέρι στα θέματα που αφορούν τα νέα επιχειρηματικά κεφάλαια.

Είναι γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις αναζητούν νέες ευκαιρίες επένδυσης σε χώρους έξω από τις παραδοσιακές δραστηριότητές τους, λόγω των μειωμένων ρυθμών ανάπτυξης αυτών. Έτσι έχουν δημιουργήσει πολλά venture groups με απώτερο σκοπό την απόκτηση μιας νέας επιτυχούς και καινοτόμου επιχείρησης, όπως η Polaroid στο παρελθόν.

Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν τρεις κυρίως στόχους, όταν συμμετέχουν σε ένα venture capital:

- 1) Απόκτηση νέων εταιριών

Είναι ο πιο κοινός στόχος για τις εταιρίες που επενδύουν σε venture capitals. Ένα παράδειγμα ήταν η Εκxon, η οποία έχοντας δημιουργήσει την 'Εκxon Enterprises' είχε εδραιώσει σημαντική θέση στον κλάδο εξοπλισμού γραφείων έχοντας αποκτήσει τις γραφομηχανές Qyx.

Παρόλα αυτά και σύμφωνα με τους Greental και Larson (1982) οι επιτυχημένες αυτές περιπτώσεις είναι λίγες. Η έρευνα που διεξήγαγαν, μέσω συνεντεύξεων, που

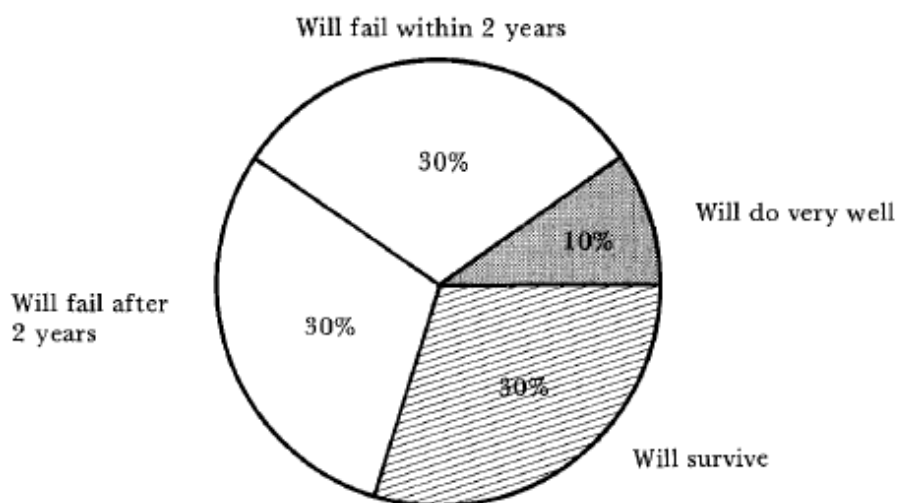
⁴⁴ The MoneyTree Survey by PricewaterhouseCoopers, Thomson Venture Economics, and the National Venture Capital Association, www.pwcmoneytree.com/moneytree/index.jsp

⁴⁵ Zider Bob, 'How Venture Capital Works', Harvard Business Review, Nov/Dec98, Vol. 76 Issue 6, p131-139

⁴⁶ Barney J. B., Department of Management, The structure of venture capital governance: an organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures

έγιναν σε 18 αμερικανικά VC groups έδειξε ότι 30% των επιχειρήσεων θα αποτύχουν τα πρώτα δύο χρόνια της επένδυσης, 30% θα αποτύχει μετά τα δύο πρώτα χρόνια της επένδυσης, 30% των επιχειρήσεων απλά θα επιβιώσει, ενώ μόνο 10% θα τα πάει καλά⁴⁷. Τα αποτελέσματα αυτά συνοψίζονται στο ακόλουθο σχήμα:

Expected Distribution of Venture Results



Source: Company interviews

2) Απόκτηση πρόσβασης σε νέες τεχνολογίες

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

- ❖ Σύναψη συμβολαίου εκμετάλλευσης της τεχνολογίας, ως αντάλλαγμα της συμμετοχής της εταιρίας venture capital στην υπό χρηματοδότηση εταιρία.
- ❖ Δημιουργία κοινής προσπάθειας R&D για την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, που θα έχει θετικές συνέπειες και στις δύο εταιρίες.

⁴⁷ Greenthal, R., Larson, J., Venturing into venture capital, Business Horizons, pp.18-23, 1982

❖ Έμμεση μεταφορά τεχνολογίας με τη συμμετοχή της εταιρίας venture capital στο management της υπό χρηματοδότηση εταιρίας και την παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της.

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

3) Ελκυστική επιστροφή επενδύμενου κεφαλαίου (ROI)

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

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

Διάρκεια της Επένδυσης ενός Venture Capital

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

Τρόποι Επένδυσης Venture Capitals

Μια εταιρία venture capital δεν αγοράζει μετοχές από τους υφιστάμενους μετόχους. Συμμετέχει στις επιχειρήσεις μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου τους. Η συμμετοχή μιας εταιρίας venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο των

επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους. Τα κυριότερα μέσα που μπορεί να χρησιμοποιήσει μια εταιρία venture capital είναι οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες Αμετοχές μετά ψήφου ή συνήθως χωρίς ψήφο, οι προνομιούχες μετατρέψιμες σε κοινές με διαφορετικές αξίες υπολογισμένες πάνω στις επιδόσεις της επιχείρησης σε συγκεκριμένους προκαθορισμένους επιχειρηματικούς στόχους, οι προνομιούχες ή μη μετοχές υποχρεωτικά εξαγοραζόμενες μέσα σε ορισμένη χρονική περίοδο, σε προκαθορισμένη αξία, από τους άλλους μετόχους, οι προνομιούχες με σταθερό μέρος με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και σωρευτικά, οι προνομιούχες με σταθερό μέρος (τόκο) ακόμα και σε περίπτωση ανυπαρξίας κερδών, ή τέλος δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές ή ακόμα και κοινό δάνειο σε συνδυασμό πάντοτε με συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο⁴⁸.

Σύμφωνα με τον Plummer, υπάρχουν οχτώ στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων με venture capital⁴⁹:

1. Επένδυση Σποράς

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

2. Κεφάλαιο Εκκίνησης

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

3. Πρώτο στάδιο – πρόωρη ανάπτυξη

⁴⁸ Sahlman, W. A., The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, Journal of Financial Economics (October 1990), pp. 473-524.

⁴⁹ Plummer J. L., QED Report on Venture Capital Financial Analysis, QED Research, Inc., Palo Alto, CA, 1987.

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

4. Δεύτερο στάδιο- ανάπτυξη

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

5. Τρίτο στάδιο

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

6. Τέταρτο στάδιο

Οι εταιρίες σε αυτό το στάδιο χαρακτηρίζονται από την γρήγορη ανάπτυξη τους. Και πάλι όμως μπορεί να χρειαστούν εξωτερική χρηματοδότηση για να διατηρήσουν αυτήν την ανάπτυξη. Ο κίνδυνος όμως για τους επενδυτές είναι πλέον μειωμένος αφού είναι ήδη αρκετά σταθερές και επιτυχημένες. Σε αυτήν την περίπτωση βέβαια, η επιχείρηση μπορεί να λάβει και τραπεζική χρηματοδότηση πολύ εύκολα.

7. Μεταβατικό στάδιο

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

8. Το στάδιο της ρευστότητας

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

Όπως φαίνεται και από τα παραπάνω, οι εταιρίες VC χρησιμεύουν ως οικονομικοί διαμεσολαβητές σε μια αγορά όπου οι δανειστές και οι δανειζόμενοι δυσκολεύονται να συγκεντρωθούν διότι βρίσκουν την διαδικασία αυτή δαπανηρή. Οι δαπάνες οφείλονται στους κινδύνους δυσμενούς επιλογής, στις πιθανές οικονομικές απώλειες καθώς επίσης και από το κόστος συλλογής πληροφοριών και προσπαθειών αναζήτησης.

Για τις νέες επιχειρήσεις, η χρηματοδότηση από τραπεζικά ιδρύματα δεν αποτελεί βέλτιστη λύση. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα, οι τράπεζες απαγορεύονται να δεσμεύουν μετοχικό κεφάλαιο εταιριών. Από την άλλη, οι νέες εταιρίες έχουν μικρή υλική περιουσία. Το γεγονός αυτό καθιστά τις τράπεζες σχετικά απρόθυμες στο να ρισκάρουν δανειοδοτώντας νέες επιχειρήσει, αφού είναι αδύνατο να λάβουν τις εγγυήσεις που επιθυμούν από τους δανειζόμενους.

Επιπρόσθετα, όπως είναι γνωστό, οι νέες επιχειρήσεις κατά το ξεκίνημα τους έχουν ανάγκη από μεγάλα χρηματικά ποσά, κάτι που σημαίνει πως ο τραπεζικός δανεισμός δημιουργεί σημαντικά χρέη. Η χρηματοδότηση μέσω της δημιουργίας χρεών περιορίζει την χρηματική ροή σε μια νέα εταιρία, αφού το χρήμα είναι ιδιαίτερα 'ακριβό' για αυτήν. Έτσι λοιπόν ακόμη και σε χώρες όπου επιτρέπεται στα τραπεζικά ιδρύματα να έχουν μετοχικό κεφάλαιο εταιριών (π.χ. Γερμανία, Ιαπωνία), δεν συνηθίζεται οι νέες επιχειρήσεις να χρηματοδοτούνται μέσω δανείων, αλλά μέσω vc, αφού αυτή η μορφή χρηματοδότησης τις επιτρέπει να κινούνται με μεγαλύτερη ευελιξία στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης τους⁵⁰.

Έχοντας ως δεδομένα την ανάγκη των νέων εταιριών για χρηματοδότηση, αλλά και την δυσκινησία που προκαλεί ο τραπεζικός δανεισμός, οι εταιρίες vc δημιουργήθηκαν με σκοπό να γεφυρώσουν το χάσμα μεταξύ δανειστών και δανειζομένων, στα πρώτα και επικίνδυνα επιχειρηματικά στάδια της ζωής των επιχειρήσεων. Η πρώτη εταιρία VC ιδρύθηκε το 1946 στη Μασαχουσέτη και ήταν η 'American Research & Development'.

⁵⁰ Lipper G., Sommer B., Encouraging angel capital: what the US states are doing, venture capital, vol. 4, No. 4, 357- 362, 2002

Διαδικασία Επένδυσης Venture Capital

Η διαδικασία επένδυσης του Venture Capital περιλαμβάνει πέντε διαδοχικά βήματα. Το πρώτο αποτελεί την αρχική σύνταξη διαπραγμάτευσης (επενδυτική πρόταση) η οποία περιγράφει πώς η εταιρία Venture Capital γίνεται γνώστης των πιθανών δραστηριοτήτων της επένδυσης. Το δεύτερο βήμα είναι μια διαδικασία διαλογής από την οποία η εταιρία Venture Capital επιδιώκει να επικεντρωθεί μόνο σε ένα εύχρηστο σύνολο πιθανών διαπραγματεύσεων. Το βήμα αξιολόγησης περιλαμβάνει μια αξιολόγηση της προσδοκώμενης απόδοσης και του κινδύνου της συγκεκριμένης διαπραγμάτευσης. Εάν η έκβαση της διαδικασίας αξιολόγησης είναι ευνοϊκή, η εταιρία Venture Capital μπαίνει σε μια διαδικασία διαπραγματεύσεων με τον πιθανό χρηματοδοτούμενο ώστε να κτιστεί η διαπραγμάτευση από την άποψη του ποσού, της μορφής και της τιμής της επένδυσης. Μόλις μια διαπραγμάτευση ολοκληρωθεί με επιτυχία, η εταιρία Venture Capital έχει χαρακτηριστικά στενή επαφή με την επιχείρηση. Αυτές οι δραστηριότητες μετα-επένδυσης περιλαμβάνουν ελέγχους καθιέρωσης για να προστατεύσουν την επένδυση, παρέχοντας συμβουλές στην αρχάρια διοίκηση της επιχείρησης, και, τελικά, βοηθώντας να ενορχηστρώσουν τη συγχώνευση, την απόκτηση, ή τη δημόσια προσφορά που θα δημιουργούσαν μια δημόσια αγορά για την επένδυση.

Μία τυπική διαδικασία επένδυσης ενός VC σε μία εταιρεία θα μπορούσε να περιέχει τα ακόλουθα στάδια:

- ❖ Πρώτη επαφή και υποβολή επιχειρηματικής ιδέας (business idea) και της σύνοψης του επιχειρηματικού σχεδίου (business plan outline) από τον ενδιαφερόμενο για συνεργασία επιχειρηματία.
- ❖ Καταρχήν απόφαση του VC για ενδιαφέρον περαιτέρω εξέτασης της ιδέας.
- ❖ Υποβολή ολοκληρωμένου επιχειρηματικού σχεδίου (business plan) από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία.
- ❖ Καταρχήν απόφαση του VC για χρηματοδότηση του σχεδίου.
- ❖ Πρώτες συζητήσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία.

- ❖ Εκδήλωση καταρχήν πρόθεσης χρηματοδότησης από το VC (Letter of Intent).
- ❖ Συζητήσεις - αναλύσεις μεταξύ των στελεχών του VC και του υποψήφιου επιχειρηματία.
- ❖ Ενδελεχής έλεγχος (Due Diligence) από τα στελέχη του VC τόσο στα περιουσιακά στοιχεία της υποψήφιας επιχείρησης (αν πρόκειται για ήδη υφιστάμενη επιχείρηση) όσο και στα μεγέθη και τις προβλέψεις του επιχειρηματικού σχεδίου.
- ❖ Διαπραγματεύσεις μεταξύ στελεχών VC και υποψήφιου επιχειρηματία για την κατάρτιση του συμβολαίου συνεργασίας.
- ❖ Υπογραφή συμβολαίου μεταξύ εταιρείας VC και χρηματοδοτούμενης εταιρείας (οι εταιρείες VC χρηματοδοτούν πάντα ανώνυμες εταιρείες και οι συναλλαγές - και ιδιαίτερα οι οικονομικές συναλλαγές - γίνονται πάντα με την χρηματοδοτούμενη εταιρεία ως νομικό πρόσωπο).
- ❖ Παροχή κεφαλαίου όπως προβλέπεται στο παραπάνω συμβόλαιο.
- ❖ Υποστήριξη και έλεγχος από τα στελέχη του VC.
- ❖ Έξοδος του VC από την επιχείρηση με πώληση του ποσοστού ιδιοκτησίας του σε αυτήν (συνήθως σε τρίτο θεσμικό επενδυτή ή στο χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή της υπό χρηματοδότηση εταιρείας σε αυτό)

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

- Αρχική σύνταξη διαπραγμάτευσης (Deal Origination). Η εταιρία Venture Capital αντιμετωπίζει ένα πολύ κακώς καθορισμένο περιβάλλον μέσα στο οποίο θα πρέπει να βρει τις ενδεχόμενες προτάσεις προς διαπραγμάτευση. Η χαρακτηριστική προοπτική επένδυσης είναι πάρα πολύ μικρή ώστε μια επιχείρηση να είναι εύκολα ευπροσδιόριστη ως πιθανή υποψήφια. Για αυτόν τον λόγο, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι διάφοροι μεσάζοντες διαδραματίζουν έναν σημαντικό ρόλο στο να ταιριάζουν τις εταιρίες Venture Capital με επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη μετρητών.
- Διαδικασία διαλογής (Screening). Οι εταιρίες Venture Capital έχουν χαρακτηριστικά μικρό αριθμό προσωπικού. Κατά συνέπεια, αυτές οι εταιρίες πρέπει να καλύψουν ένα σχετικά μεγάλο αριθμό πιθανών επενδύσεων διαθέσιμων και να

επενδύσουν συνεπώς μόνο σε ένα μέρος των διαπραγματεύσεων που κερδίζουν την προσοχή τους. Τα κριτήρια διαλογής τους απεικονίζουν μια τάση να περιοριστούν οι επενδύσεις στους τομείς με τους οποίους η εταιρία Venture Capital εξοικειώνεται, ιδιαίτερα από την άποψη της τεχνολογίας, του προϊόντος και του πεδίου αγοράς της επιχείρησης.

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

➤ Κτίσιμο διαπραγμάτευσης (Deal Structuring). Μόλις αποφασίσει η εταιρία Venture Capital ότι μια διαπραγμάτευση είναι αποδεκτή, η διαπραγμάτευση θα ολοκληρωθεί μόνο εάν η εταιρία και ο επιχειρηματίας κτίσουν μια αμοιβαία αποδεκτή συμφωνία για το επενδυόμενο κεφάλαιο. Από την προοπτική της εταιρίας Venture Capital, η συμφωνία εξυπηρετεί διάφορους σκοπούς. Κατ' αρχάς, προσδιορίζει την τιμή της διαπραγμάτευσης, αυτό είναι το μερίδιο των ιδίων κεφαλαίων από το ποίο ο επιχειρηματίας θα παραιτηθεί σε αντάλλαγμα του κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου. Δεύτερον, καθιερώνει συμβόλαια προστασίας που περιορίζουν τις κύριες δαπάνες και τους μισθούς της διοίκησης. Τα συμβόλαια καθιερώνουν επίσης τη βάση κάτω από την οποία η εταιρία Venture Capital μπορεί να πάρει τον έλεγχο του συμβουλίου, να αναγκάσει σε αλλαγή της διοίκησης ή να εκκαθαρίσει (ρευστοποιήσει) την επένδυση με καταναγκαστικό buy-back, με συγχώνευση, με απόκτηση ή με δημόσια προσφορά ακόμα κι αν η εταιρία

Venture Capital κατέχει μια θέση μειοψηφίας. Τα συμβόλαια μπορούν επίσης να περιορίσουν τη δύναμη της διοίκησης της επιχείρησης να μειωθεί η συμμετοχή των αρχικών επενδυτών με την αύξηση του κεφαλαίου. Τρίτον, μέσω ενός μηχανισμού γνωστού ως ρύθμιση earn-out, όπου το μερίδιο συμμετοχής του επιχειρηματία καθορίζεται από τη συνεδρίαση που συμφωνείται σχετικά με τους στόχους απόδοσης, η εταιρία Venture Capital είναι σε θέση να αξιολογήσει τις προσδοκίες του επιχειρηματία για την επιχείρηση.

➤ Μετα-επενδυτικές δραστηριότητες (Post-Investment Activities). Μόλις ολοκληρωθεί η διαπραγμάτευση, ο ρόλος της εταιρίας Venture Capital επεκτείνεται από τον επενδυτή στο συνεργάτη. Αυτός ο νέος ρόλος μπορεί να είναι μέσω μιας επίσημης αντιπροσώπευσης στο διοικητικό συμβούλιο ή μέσω της άτυπης επιρροής στα δίκτυα αγοράς, προμηθευτών και πιστωτών. Η ένταση της συμμετοχής στις διαδικασίες της επιχείρησης διαφέρει από μια εταιρία Venture Capital σε άλλη. Εντούτοις, οι περισσότερες εταιρίες συμφωνούν ότι είναι ανεπιθύμητο για μια επιχείρηση Venture Capital να ασκήσει τον έλεγχο των καθημερινών διαδικασιών της επιχείρησης. Εάν όμως μια οικονομική ή διευθυντική κρίση εμφανιστεί, η εταιρία Venture Capital μπορεί να επέμβει και να εγκαταστήσει ακόμη και μια νέα ομάδα διοίκησης. Τέλος, οι venture capitalists θέλουν χαρακτηριστικά να εξαργυρώσουν τα κέρδη τους πέντε έως δέκα έτη μετά από τις αρχικές επενδύσεις. Για αυτόν τον λόγο, διαδραματίζουν έναν ενεργό ρόλο στην κατεύθυνση της επιχείρησης προς τη συγχώνευση, την απόκτηση ή και τη δημόσια προσφορά.⁵¹

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

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

⁵¹ Tyzoon T. Tyebjee and Albert V. Bruno, 'A Model of Venture Capitalist Investment Activity', *Management Science*, Vol. 30, No. 9 (Sep., 1984), pp. 1051-1066

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

Η αγορά στην οποία η εταιρεία απευθύνεται. Συνήθως, κάθε VC διαθέτει λεπτομερείς αναλύσεις διαφορετικών κλάδων της οικονομίας αλλά και εσωτερική πληροφόρηση και εμπειρία σε αρκετούς από αυτούς.

Η εκτίμηση για το αν και κατά πόσο η εταιρεία μπορεί ή όχι να κυριαρχήσει στην αγορά στην οποία απευθύνεται. Συνήθως τα VC ενδιαφέρονται να επενδύσουν μόνο σε νέες εταιρείες για τις οποίες υπάρχει η εκτίμηση ότι μπορούν να μπουν μέσα στις δύο με τα μεγαλύτερα μερίδια της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται.

Οι ίδιοι οι επιχειρηματίες και η ομάδα διοίκησης. Ο/ Η επιχειρηματίας θα πρέπει να «αποδείξει» την επιθυμία του να δημιουργήσει/ αναπτύξει την επιχείρηση (όπως αποδεικνύεται λ.χ με το ποσοστό της προσωπικής του περιουσίας που έχει ή σκοπεύει να επενδύσει στην εταιρεία του). Για την ομάδα διοίκησης πολύ σημαντική είναι η προηγούμενη εμπειρία τους στο χώρο και η αποδεδειγμένη ικανότητά τους να διοικούν.

Κατά πόσο υπάρχει ξεκάθαρη και εύκολη διαδικασία εξόδου από την επένδυση.

Ο επιχειρηματίας, και ιδιαίτερα ο νέος επιχειρηματίας, δεν θα πρέπει κατά την επιλογή του Venture Capitalist με τον οποίο θα συνεργαστεί να δίνει σημασία μόνο στους οικονομικούς όρους της συνεργασίας τους αλλά και στην γενικότερη βοήθεια (γνωριμίες, εμπειρία) που μπορεί αυτός να του προσφέρει για την ανάπτυξη της εταιρείας του.

Οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την επένδυση σε venture capitals σύμφωνα με μία έρευνα των Jeng και Wells (2000) είναι οι δημόσιες εγγραφές (IPOs), το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) και η αύξηση κεφαλαιοποίησης της αγοράς, η σταθερότητα της αγοράς εργασίας, τα λογιστικά πρότυπα, τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια και τα κυβερνητικά προγράμματα.

Μελετώντας τους παράγοντες αυτούς σε ένα δείγμα 21 χωρών, οι Jeng και Wells διαπίστωσαν ότι οι IPOs είναι ο ισχυρότερος οδηγός της επένδυσης venture capital. Τα επίπεδα των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ένας σημαντικός παράγοντας στο χρόνο αλλά όχι σε όλες τις χώρες. Με έκπληξη παρατηρούμε ότι, η αύξηση του ΑΕΠ και της κεφαλαιοποίησης της αγοράς δε θεωρούνται το ίδιο

σημαντικά. Από την άλλη, όπως είναι φυσικό, οι κυβερνητικές πολιτικές μπορούν να ασκήσουν ισχυρή επίδραση, τόσο με τον καθορισμό του ρυθμιστικού σταδίου ανάπτυξης όσο και με το γαλβανισμό της επένδυσης κατά την περίοδο μειώσεων.

Τέλος οι Jeng και Wells (2000) δείχνουν επίσης ότι οι διαφορετικοί τύποι χρηματοδοτήσεων venture capital επηρεάζονται διαφορετικά από αυτούς τους παράγοντες. Ειδικότερα, η venture capital επένδυση στο πρώτο στάδιο επηρεάζεται αρνητικά από τη σταθερότητα της αγοράς εργασίας, ενώ σε μεταγενέστερο στάδιο η επίδραση δεν είναι σημαντική. Οι IPOs δεν έχουν καμία επίδραση στην venture capital επένδυση στο πρώτο στάδιο, αλλά είναι ένας σημαντικός παράγοντας για επενδύσεις σε μεταγενέστερα στάδια. Τέλος, το venture capital που χρηματοδοτείται από την κυβέρνηση εμφανίζει διαφορετική ευαισθησία στους παραπάνω παράγοντες⁵².

Η σταδιακή χρηματοδότηση έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στο κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου, κυρίως στις ΗΠΑ. Βασικό χαρακτηριστικό των εταιριών που δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας είναι το πολύ υψηλό ρίσκο λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας για απόδοση και της έλλειψης απτών και ουσιαστικών κεφαλαίων. Πολλές από αυτές τις εταιρίες περνούν αρκετά χρόνια με ζημία προτού αρχίσουν να έχουν κέρδη. Σύμφωνα με τους Bergemann και Hege (1998)⁵³, το ποσοστό των εγχειρημάτων στα οποία οι επενδυτές μπορούν να εισπράξουν επιτυχώς είναι μόλις 20%. Με αυτό το δεδομένο, οι τράπεζες και άλλοι ενδιαμέσοι είναι διστακτικοί να επενδύσουν σε τέτοιες επιχειρήσεις. Επιπλέον, οι τράπεζες και τα λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα δεν έχουν εμπειρία στον δανεισμό χρημάτων σε τέτοιες επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα είναι οι εταιρίες να απευθύνονται σε επενδυτές επιχειρηματικού κινδύνου προσφέροντάς τους ακόμα και μεγάλο μερίδιο στην απόδοση του εγχειρήματος προκειμένου να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση αλλά και να εκμεταλλευτούν τις γνώσεις και τις εμπειρίες αυτών των επενδυτών.

Χαρακτηριστικό στην χρηματοδότηση κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου είναι το δικαίωμα από πλευράς του επενδυτή να παρατήρει το εγχείρημα. Αντί να

⁵² Jeng, L. and Wells, P., The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 241-289. (2000)

⁵³ Bergemann & Hege (1998) Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning, *Journal of Banking and Finance*, vol. 22

δώσουν όλη την χρηματοδότηση από την αρχή, οι επενδυτές VC επιλέγουν να επενδύσουν σταδιακά για να διατηρήσουν τον έλεγχο. Η σταδιακή χρηματοδότηση επιτρέπει στους επενδυτές να ελέγχουν την εταιρία προτού προχωρήσουν σε νέα χρηματοδότηση και οι πληροφορίες για την βιωσιμότητα του όλου εγχειρήματος τους αποτρέπει να επενδύσουν σε λάθος projects. Όσο πιο μεγάλο είναι το ρίσκο, τόσο πιο μεγάλη είναι η σημασία της δυνατότητας αυτής για τους επενδυτές.

Επιπλέον, με τον έλεγχο και την διαρκή απειλή τερματισμού του προγράμματος, έχουν καλύτερο έλεγχο πάνω σε πιθανούς ηθικούς κινδύνους. Αν οι ταμιακές ροές δεν είναι εύκολο να επικυρωθούν οι επενδυτές μπορεί να αλλάξουν την χρηματοδότηση. Αν η προσπάθεια από τους εργαζόμενους δεν μπορεί εύκολα να επικυρωθεί, οι επενδυτές μπορούν να ελαττώσουν τις αρμοδιότητες της κάθε θέσης. Ο Gompers⁵⁴ παρουσιάζει μία εμπειρική μελέτη σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν την δομή της σταδιακής χρηματοδότησης σε περίπτωση που υπάρχουν ηθικοί κίνδυνοι.

Με την σταδιακή χρηματοδότηση, πολλά projects, που διαφορετικά θ εγκαταλείπονταν, γίνονται κερδοφόρα. Η σταδιακή χρηματοδότηση είναι πιο αποδοτική για πολλά υποσχόμενες εταιρίες. Παρόλα αυτά δεν υπερिशύει πάντα της κατευθείαν χρηματοδότησης. Όταν μία επένδυση δεν φαίνεται να είναι πολλά υποσχόμενη, η σταδιακή χρηματοδότηση είναι κατώτερη. Ο λόγος είναι ότι οι επενδυτές μπορεί να υποεπενδύσουν σε μια επιχείρηση που βρίσκεται στην αρχή και δεν δείχνει ότι αξίζει ιδιαίτερα, πράγμα το οποίο μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να αποτύχει μια βιώσιμη επένδυση λόγω έλλειψης οικονομικών πόρων.

Συμπερασματικά λοιπόν μπορούμε να πούμε, ότι η σταδιακή χρηματοδότηση μπορεί να επιτύχει υψηλή αποδοτικότητα ειδικά για περιπτώσεις πολλά υποσχόμενων εγχειρημάτων. Πέρα από το πλεονέκτημα του μειωμένου ρίσκου, η σταδιακή χρηματοδότηση παίζει σημαντικό ρόλο στον έλεγχο του ηθικού κινδύνου και μπορεί να εξασφαλίσει μεγαλύτερη προσπάθεια και αφοσίωση στον στόχο από την πλευρά της επιχείρησης. Παρόλα αυτά για ένα λιγότερο υποσχόμενο εγχείρημα, η κατευθείαν χρηματοδότηση μπορεί να είναι καλύτερη επιλογή, καθώς η αρχική

⁵⁴ Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, What Drives Venture Capital Fundraising? (January 1999)

υποχρηματοδότηση μπορεί να υποσκάψει και να αποτελέσει ο λόγος της αποτυχίας ενός τελικά βιώσιμου εγχειρήματος.

Οι ιδρυτές των Venture Capitals είναι η κινητήριος δύναμη της επιχειρησιακής διαδικασίας που οδηγεί στην ανάπτυξη και στην δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Πολλοί μελετητές που ασχολούνται με τα οικονομικά, την στρατηγική και την επιχειρηματικότητα, είχαν ως επίκεντρο της μελέτης τους τα εγχειρήματα αυτά. Βασικός τους στόχος είναι να καταλάβουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά των επενδύσεων και των επιχειρηματικών κινδύνων. Παρόλα αυτά, πέρα από κάποια φωτεινά παραδείγματα επιχειρηματιών στους οποίους δίνεται έμφαση στον επιχειρηματικό τύπο, λίγα πράγματα είναι τελικά γνωστά για την κατάληξη και την επιτυχία ή μη τέτοιων εγχειρημάτων.

Ο Kirchoff⁵⁵ πιστεύει πως η κατανόηση της επιτυχίας ή μη τέτοιων εγχειρημάτων είναι κεντρικής σημασίας για τον δυναμική οικονομία. Ο Venkataraman⁵⁶ ορίζει την επιχειρηματικότητα ως τον δεσμό ανάμεσα στον επιχειρηματία και την ευκαιρία.

Ένας άλλος μελετητής που έχει ασχοληθεί με το παραπάνω ζήτημα είναι ο Juan Florin (2005)⁵⁷. Σκοπός της μελέτης του είναι να αναπτύξει ένα μοντέλο που να δείχνει πως οι θεμελιώδεις αποφάσεις στο ξεκίνημα ενός εγχειρήματος μπορεί να επηρεάσει το ίδιο το εγχείρημα και την απόδοσή του στον δρόμο για το IPO (Initial Public Offerings).

Ξεκινάει με μια σύγκριση ανάμεσα σε εγχειρήματα από τα οποία άλλα έχουν κάλυψη κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου πριν το IPO και άλλα όχι. Το αποτέλεσμα είναι ότι δεν υπάρχει σχεδόν καμιά διαφορά όταν η κάλυψη που παρέχεται από το κεφάλαιο είναι σχετικά μικρή, ενώ αντίθετα οι διαφορές είναι μεγάλες όταν η κάλυψη είναι μεγάλη. Τα ευρήματα αυτά υποστηρίζουν την άποψη στην οποία έχουν καταλήξει και άλλοι μελετητές στο παρελθόν, ότι δηλαδή τα μεγάλα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε εγχειρήματα μεγάλου επιχειρηματικού κινδύνου έχουν ως αποτέλεσμα την καλύτερη απόδοση του εγχειρήματος. Χαμηλά

⁵⁵ Kirchoff, B.A., *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism: The economics of business firm formation and growth* praeger, Westport, CT, 1994

⁵⁶ Venkataraman, S., *The distinctive domain of entrepreneurship research: an editor's perspective*. In: Katz, J., Brockhaus, R. (Eds), *Advances in entrepreneurship, firm emergence, and growth*. Vol. 3, pp. 119 – 139, 1997

⁵⁷ Florin, J., *Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns*, *Journal of Business Venturing*, 20, pp. 113-135, 2005

επίπεδα ανάμειξης σε κεφάλαια μεγάλου επιχειρηματικού κινδύνου δεν προσφέρουν σημαντικά στην ανάπτυξη της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Ένα επιπλέον πολύ ενδιαφέρον εύρημα είναι ότι τα πρώτα δύο χρόνια μετά το IPO, το αρχικό κεφάλαιο δεν έχει ιδιαίτερη σημασία.

Η επίπτωση στους ιδρυτές που προγραμματίζουν την τοποθέτηση των επιχειρήσεών τους σε ένα μονοπάτι υψηλής απόδοσης μέσω ενός IPO είναι ότι οι προσπάθειές τους θα ανταμειφθούν καλύτερα από την άποψη του προσωπικού πλούτου και του ελέγχου της διαχείρισης της επιχείρησης εάν αποφεύγουν τα υψηλά επίπεδα συμμετοχής από εταιρίες VC. Παρόλο που η υψηλή κάλυψη από τις εταιρίες επιχειρηματικού κινδύνου έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αναπτυχθούν αρχικά, αυτό δε φαίνεται να επηρεάζει εξαιρετικά τη μετέπειτα πορεία τους. Το κόστος μιας τέτοιας προσέγγισης από την άλλη πλευρά, είναι πολύ υψηλό για τους ίδιους τους ιδρυτές. Μια εμπειρική ερώτηση που προκύπτει από αυτά τα συμπεράσματα είναι εάν οι επιχειρήσεις που τυγχάνουν υψηλής κάλυψης κάνουν τελικώς κακή χρήση των οικονομικών τους πόρων σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις.

Τα παραπάνω συμπεράσματα έχουν εφαρμογή μόνο σε εγχειρήματα υψηλής αναμενόμενης αποδοτικότητας. Παρόλο που τα χαρακτηριστικά αυτά μπορεί με την πρώτη ματιά να περιορίζουν σημαντικά την γενικότητα των αποτελεσμάτων, παρουσιάζουν όμως σίγουρα συνθήκες που έχουν προκύψει κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του '70, του '80 και του '90 και που είναι πολύ πιθανόν να προκύψουν και στο μέλλον σε διαφορετικούς βιομηχανικούς τομείς που θα είναι θελκτικοί στα μάτια των επενδυτών. Αυτή η ασυνέχεια στις οικονομικές συνθήκες τις αγορές, θα συνεχίσει να δημιουργεί ευκαιρίες για τους επιχειρηματίες, τους επενδυτές και τα εγχειρήματά τους, καθώς επίσης θα συνεχίσει να δημιουργεί ανάγκη για τη μελέτη του συγκεκριμένου αντικειμένου.

Μοντέλο Αξιολόγησης Κινδύνου για τις Εταιρίες Venture Capital και Παράγοντες Επιτυχίας και Αποτυχίας Επενδύσεων Venture Capital

Η επένδυση σε νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι μια διαδικασία η οποία σίγουρα περιέχει κίνδυνο για τον επενδυτή. Εάν στην αγορά γενικά δεν υπάρχει σωστή πληροφόρηση για την πρόοδο των νέων εταιριών κι αν δεν υπάρχει ένας ενιαίος και αποδεκτός τρόπος σύγκρισης και ερμηνείας των οικονομικών δεδομένων της κάθε

επιχείρησης, τότε οι επενδυτές απαιτούν μεγάλες αποδόσεις από τις επενδύσεις τους, θεωρώντας ότι το εγχείρημά τους περιέχει μεγάλο επιχειρηματικό κίνδυνο. Από τη διαδικασία αυτή ζημιωμένες τελικά είναι οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται, γιατί η χρηματοδότησή τους είναι ακριβή. Υπάρχει λοιπόν μία σημαντική παράμετρος στην χρηματοδότηση με VC, το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης. όταν όμως υπάρχει ένα ενιαίο λογιστικό πρότυπο και μοντέλα αξιολόγησης της επένδυσης, τότε οι επενδυτές VC χρειάζονται λιγότερο χρόνο για να αξιολογήσουν μια επιχείρηση που έχει ανάγκη από εξωτερική χρηματοδότηση, κάτι που φυσικά μειώνει τα πιθανά έξοδα του επενδυτή, και φυσικά δεν έχουν παράλογες απαιτήσεις όσον αφορά την μελλοντική τους απόδοση⁵⁸.

Ακόμα και αν ο επενδυτής είναι πεπεισμένος ότι πρέπει να μεγιστοποιήσει την αξία των μετόχων, οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση μπορεί να κάνουν το εξωτερικό κεφάλαιο πιο ακριβό ή ακόμα και να το αποκλείσουν από την επένδυση τελείως. Πιο γενικά, η ανικανότητα του να επιβεβαιώσουν το αποτέλεσμα κάνει δύσκολο τη σύναψη συμβολαίων που βασίζονται σε συγκεκριμένα γεγονότα. Η χρηματοδότηση όμως μέσω venture capital μπορεί να περιορίσει αυτά τα προβλήματα και να μειώσει το κενό στην πληροφόρηση, με το να εξετάζει εξονυχιστικά της επιχειρήσεις πριν της χρηματοδοτήσει και στη συνέχεια με το να τις επιβλέπει⁵⁹. Παρακάτω ακολουθεί η παρουσίαση κάποιων μοντέλων αξιολόγησης των επιχειρήσεων.

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

⁵⁸ Tester J. Jeffrey, 'Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information', Journal of Banking and Finance, Elsevier Science B.V., 1998

⁵⁹ Gompers, P., Lerner, J., The venture capital cycle, The MIT Press, 2006

δεδομένου της φύσης της δραστηριότητας του venture capital, θα πρέπει να εξεταστούν οι έμφυτοι κίνδυνοι που συνδέονται με την επένδυση.

Οι κίνδυνοι που συνδέονται με μία επένδυση ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες. Προκειμένου να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ των παραγόντων κινδύνου, θα πρέπει να ταυτοποιηθούν τα διαφορετικά στάδια και οι πηγές πληροφοριών στη διαδικασία αξιολόγησης του κινδύνου. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Gurta, Chevalier και Dutta, ανέπτυξαν ένα ολοκληρωμένο μοντέλο βασισμένοι σε εμπειρίες μελών της διοίκησης εταιριών venture capital. Αρχικά, κατηγοριοποίησαν τους κινδύνους που υπεισέρχονται σε μία επένδυση και προσδιόρισαν τις συνιστώσες τους όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Κατηγορίες κινδύνου	Συνιστώσες
<i>Κίνδυνος επιχειρηματία</i>	<p>Ακεραιότητα/ τιμιότητα του επιχειρηματία</p> <p>Επιχειρηματίας πρώτης γενεάς</p> <p>Έλλειψη εμπειρίας στο σχετικό τομέα</p> <p>Έλλειψη συνεργασίας με ειδικούς συμβούλους</p> <p>Έλλειψη εμπειρίας σε σχέση με:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ την αγορά ▪ την τεχνολογία
<i>Κίνδυνος προϊόντος</i>	<p>Στάδιο ανάπτυξης προϊόντος</p> <p>Κύκλος ζωής προϊόντος</p> <p>Κίνδυνος ανασχεδιασμού</p> <p>Περιπλοκές στην κατασκευή</p> <p>Αριθμός εφαρμοσμένων τεχνολογιών</p>
<i>Τεχνολογικός κίνδυνος</i>	<p>Διαθεσιμότητα της ανώτερης τεχνολογίας</p> <p>Απρόβλεπτη ανάπτυξη τεχνολογίας</p> <p>Κύκλος ζωής τεχνολογίας</p> <p>Απαιτήση επένδυσης για αφομοίωση</p> <p>Έλλειψη οργανωτικής ικανότητας για αφομοίωση</p> <p>Πηγή της τεχνολογίας/ καλή πίστη του προμηθευτή</p> <p>Επίπεδο τεχνολογίας (υψηλό ή χαμηλό)</p>
<i>Κίνδυνος αγοράς</i>	<p>Νέοι χρήστες, αβεβαιότητα για αποδοχή αγοράς</p> <p>Ποσοστό ανάπτυξης αγοράς</p> <p>Ανταγωνιστές</p> <p>Υποκατάστατα</p>

	<p>Πιθανές νέες εισοδοι</p> <p>Τεράστιες δαπάνες μάρκετινγκ</p> <p>Μη οργανωμένος κλάδος</p> <p>Μη προβλέψιμη αγορά</p>
Οικονομικός κίνδυνος	<p>Κατάσταση κύριας αγοράς (π.χ. έλλειψη ευκαιριών εξόδου)</p> <p>Αποδοτικότητα των επενδεδυμένων κεφαλαίων μικρότερη από το μέσο όρο του κλάδου</p> <p>Προοπτική ανάπτυξης της επιχείρησης</p> <p>Κίνδυνος συναλλάγματος</p> <p>Πρόβλημα στο κεφάλαιο κίνησης, πρόβλημα ρευστότητας</p> <p>Αναμενόμενος ρυθμός απόδοσης</p> <p>Έλλειψη κατανόησης των προτύπων οικονομικών διαδικασιών</p>
Κίνδυνος υλοποίησης/ λειτουργίας	<p>Περιπλοκές στην κατασκευή</p> <p>Ικανότητα παραγωγού</p> <p>Εκκίνηση λειτουργίας</p> <p>Απαιτήσεις για υψηλή ποιότητα</p> <p>Έλλειψη εξειδικευμένου προσωπικού</p> <p>Πρόβλημα συντήρησης</p> <p>Έλλειψη συνεργασίας με ειδικούς συμβούλους</p> <p>Πρόβλημα τοποθέτησης πρόσθετου κεφαλαίου</p>
Κίνδυνος οργάνωσης	<p>Κίνητρα προς τους εργαζόμενους</p> <p>Κύκλος εργασιών</p> <p>Εξάρτηση από λίγους εργαζόμενους</p>
Κίνδυνος στρατηγικής	<p>Έλλειψη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος</p> <p>Άστοχη διαφοροποίηση</p>
Περιβαλλοντικός κίνδυνος	<p>Αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική</p> <p>Έλλειψη κατανόησης των κανονισμών</p> <p>Ρύπανση/ ατυχήματα</p> <p>Διαθεσιμότητα πρώτης ύλης</p> <p>Νομικά εμπόδια- κλοπή ευρεσιτεχνίας</p>

Μόλις προσδιοριστούν οι παράγοντες κινδύνου, το επόμενο βήμα είναι να αξιολογηθεί η φύση αυτών των παραγόντων κινδύνου για μια προτεινόμενη επένδυση. Εάν ο συνολικός κίνδυνος για μια προτεινόμενη επένδυση είναι

αποδεκτός από την εταιρία venture capital και αν η επένδυση παρουσιάζει το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης, τότε η εταιρία μπορεί να προχωρήσει στην επένδυση. Οι παράγοντες κινδύνου που παρουσιάστηκαν παραπάνω δεν είναι όλοι εξίσου σημαντικοί. Για το λόγο αυτό, σε κάθε παράγοντα κινδύνου θα πρέπει να δοθεί διαφορετική βαρύτητα. Οι παράγοντες κινδύνου μπορούν να ταξινομηθούν σε τέσσερις διαφορετικές ομάδες: ασήμαντος, επιθυμητός, σημαντικός και βασικός. Οι ασήμαντοι κίνδυνοι αγνοούνται και στους υπόλοιπους δίνεται ένας συντελεστής βαρύτητας, όπως φαίνεται στον πιο κάτω πίνακα:

Κατηγορία Κινδύνου	Βαρύτητα
Επιθυμητός	0,2
Σημαντικός	0,3
Βασικός	0,5

Η βαρύτητα των παραγόντων κινδύνου μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Μόλις καθοριστούν οι βαρύτητες, το επόμενο βήμα είναι να ταξινομηθούν οι παράγοντες κινδύνου (σε μια πενταβάθμια κλίμακα) για μια υπό εξέταση πρόταση επένδυσης. Κατόπιν θα πρέπει να υπολογιστεί το συνολικό σκορ για τη συγκεκριμένη πρόταση και να συγκριθεί με το συνολικό μέσο σκορ.

Συνολικό σκορ= \sum (βαρύτητα παράγοντα κινδύνου \times βαθμό παράγοντα κινδύνου)

Το συνολικό μέσο σκορ υπολογίζεται με πολλαπλασιασμό της βαρύτητας κάθε παράγοντα κινδύνου με τη μέση βαθμολογία του (σαν μέση βαθμολογία στην πενταβάθμια κλίμακα θεωρείται το 3, εκτός από τους βασικούς παράγοντες κινδύνου που βαθμολογούνται το λιγότερο με 4)⁶⁰.

Μία μέθοδος αποτίμηση της επένδυσης που χρησιμοποιείται συχνά από τους managers είναι γνωστή ως η μέθοδος του Venture Capital. Αυτή η μέθοδος περιέχει υποθέσεις που εκ πρώτης όψεως φαίνονται αυθαίρετα. Μία τυπικά επιτυχημένη επιχείρηση που έχει αντλήσει κεφάλαια με τη venture capital χρηματοδότηση, έχει αρνητικές ταμιακές ροές τα πρώτα χρόνια της ζωής της και στη συνέχεια θετικές

⁶⁰ Gupta, J., Chevalier, A. and Dutta, S., Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context, European Journal of Operational Research

ταμειακές ροές. Ο venture capital fund manager πρώτα καθορίζει τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης και την τιμή στην οποία θα πωληθεί η επένδυση στην μελλοντική ημερομηνία εξόδου. Για παράδειγμα, αν υπάρχει μία πρόβλεψη τα κέρδη της επιχείρησης στη χρονιά εξόδου, τότε η τιμή πώλησης μπορεί να καθορισθεί σε σχέση με την τιμή του πολλαπλασιαστή κερδών μιας τυπικής επιχείρησης στον κλάδο. Η τιμή πώλησης ή η 'τελική τιμή', στη συνέχεια προεξοφλείται στην ημέρα της αρχικής επένδυσης με τη βοήθεια του παρακάτω τύπου:

$$\text{Προεξοφλημένη Τελική Τιμή} = \frac{\text{Τελική Τιμή}}{(1 + \text{Στοχευμένο Επιτόκιο})^{\text{Χρόνια}}}$$

Το στοχευόμενο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που απαιτείται από την επιχείρηση venture capital. Αυτό το επιτόκιο προεξόφλησης είναι ζωτικής σημασίας για την αποτίμηση της επένδυσης και εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Στην πράξη μπορεί να φτάσει μέχρι και το 75%.

Οι εταιρίες venture capital δεν κατέχουν το 100% της εταιρίας στην οποία έχουν επενδύσει. Η αποτίμηση επομένως θα πρέπει να λάβει υπ' όψιν της ότι κατέχεται λιγότερο από το 100% της επένδυσης από την εταιρία venture capital. Σε πρώτο στάδιο, υπολογίζουμε το τελικό ποσοστό κτήσης που θα έχει η εταιρία venture capital τη στιγμή της εξόδου από την επένδυση. Υπολογίζουμε λοιπόν το 'Απαιτούμενο Τελικό Ποσοστό Ιδιοκτησίας', με τη βοήθεια του παρακάτω τύπου:

$$\text{Απαιτούμενο Τελικό Ποσοστό Ιδιοκτησίας} = \frac{\text{Επένδυση}}{\text{Προεξοφλημένη Τελική Τιμή}}$$

Στη συνέχεια, θα πρέπει να συνυπολογιστεί ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας της εταιρίας venture capital μπορεί να μειωθεί εξαιτίας οικονομικών κοινοπραξιών, αλλαγών στο ποσοστό της ομάδας διοίκησης της εταιρίας (π.χ. με την έκδοση stock options) κτλ. τα οποία μπορούν να λάβουν χώρα κατά τη διάρκεια των συνεχόμενων οικονομικών κύκλων. Το 'Απαιτούμενο Τρέχον Ποσοστό Ιδιοκτησίας' εξαρτάται από το δείκτη διατήρησης της ιδιοκτησίας της εταιρίας vc, ή το ποσοστό της επένδυσης το οποίο θα διατηρηθεί από τον πρώτο κύκλο της επένδυσης στον τελικό. Θα πρέπει λοιπόν να δοθεί προσοχή στον καθορισμό του δείκτη διατήρησης της ιδιοκτησίας αφού βάσει αυτού η επιχείρηση venture capital θα καθορίσει το ποσοστό που θα πρέπει να κατέχει κατά την έναρξη της επένδυσης ώστε τη στιγμή

της εξόδου της από αυτήν να κατέχει το απαιτούμενο τελικό ποσοστό ιδιοκτησίας προκειμένου να πετύχει την απόδοση που επιθυμεί. Ο υπολογισμός του 'απαιτούμενου τρέχοντος ποσοστού ιδιοκτησίας' δίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Απαιτούμενο Τρέχων Ποσοστό Ιδιοκτησίας} = \frac{\text{Απαιτούμενο Τελικό Ποσοστό Ιδιοκτησίας}}{\text{Δείκτης Διατήρησης Ιδιοκτησίας}}$$

Στο παραπάνω μοντέλο, η δυσκολία που εμφανίζεται είναι η επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου. Εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρίες venture capital με κύρος επιλέγουν και χρησιμοποιούν υψηλότερα προεξοφλητικά επιτόκια⁶¹. Αυτό είναι δικαιολογημένο, αφού οι επιχειρηματίες είναι πιο διατεθειμένοι να δεχτούν χαμηλή αξιολόγηση από εταιρίες με κύρος επειδή περιμένουν και καλύτερη συμβουλευτική υποστήριξη καθώς και πρόσβαση σε καλύτερα δίκτυα νομικών και οικονομικών συμβούλων, επενδυτών και ατομικών επιχειρήσεων, παράγοντες που θα βοηθήσουν στην επιτυχία της επένδυσης⁶².

Παράγοντες Επιτυχίας του Venture Capital

	Μεγάλοι Νικητές	Μεσαίοι Νικητές	Χαμένοι
Πρόεδρος	3.5	4.5	3
Ομάδα Διοίκησης	4	4.25	2.75
Μέγεθος Αγοράς	4.5	3.75	3
Ανάπτυξη Αγοράς	4.5	3.75	2.5
Τάμινγκ της Αγοράς	4.5	4.5	1.5
Περιθώριο Συνεισφοράς	4	4.25	2
Ιδιοκτησία	4	4	2.25
Τιμή Επένδυσης	4.25	3.75	3.5
Τιμή Πώλησης	4.5	4	-
Διοικητικό Συμβούλιο	1.5	2.5	1.5

Σημείωση: Η διαβάθμιση αρχίζει από το 1 έως το 5: 1=χειρότερο, 5=καλύτερο⁶³

⁶¹ Hsu, D., What Do Entrepreneurs Pay For Venture Capital Affiliation?, *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1805-1844, 2004

⁶² Cumming, D., J., Johan, S., A., *Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective*, Academic Press, 2009

⁶³ Fried V., Hishrich R., Toward a model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue (Autumn, 1994), pp. 28-37

Η εταιρική διακυβέρνηση και εταιρείες venture capital- Ποιος έχει τον έλεγχο;

Ο χρυσός κανόνας των θεσμικών επενδυτών λέει ότι “αυτός που έχει τον χρυσό αυτός φτιάχνει τους κανόνες”⁶⁴. Κανένας άλλος τομέας δεν μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες αντιπαραθέσεις ή σε περισσότερες καταχρήσεις από την ιδεατή επιρροή που μπορεί να εξασκήσει ένας διευθυντής Venture Capital (VC) πάνω στην επένδυσή του/της. Οι περισσότερες κριτικές σχετικά με το VC εστιάζουν στις εν δυνάμει καταχρήσεις του «χρυσού κανόνα» και συνεισφέρουν στην εικόνα τους ως «venture capitalists».

Οι καταχρήσεις του «χρυσού κανόνα» είναι περισσότερο πιθανό να συμβαίνουν όταν λαμβάνουν χώρα οι ακόλουθες συνθήκες:

A) Το VC κεφάλαιο, που προορίζονταν για το κλείσιμο της συμφωνίας, εξαντλήθηκε. Για παράδειγμα αυτό συνέβη στην Rychis Corporation, μια επιχείρηση με έδρα το San Diego που ασχολούνταν με προϊόντα υγειονομικής περίθαλψης, τη δεκαετία του 1980. Ο διευθύνων σύμβουλος προσωπικά χρηματοδότησε την εταιρεία για τρεις μήνες μέχρι να βρεθούν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Η Rychis κατατάχθηκε από το περιοδικό INC. ως μία από τις πέντε πιο γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στις Η.Π.Α. .

B) Όταν “εχθρικοί” συνεργάτες VC εισέρχονται στην συμφωνία.

Οι εταιρείες VC δημιουργούν συμμαχίες με άλλες εταιρείες VC για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους. Σε δύσκολους καιρούς, θα ήταν συμφορά για τον μαχητικό διευθύνων σύμβουλο να βρει «πρόθυμη» χρηματοδότηση σε μετρητά από “εχθρικές” πηγές. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν και οι περιπτώσεις κατά τις οποίες για να αποτραπούν οι εξωτερικοί επενδυτές από την εταιρεία, προτιμάται να υποτιμηθεί η αξία των μετόχων.

Γ) Όταν η εταιρεία VC πιστεύει ότι έχει δώσει ήδη αρκετά.

Στην κοινωνία των εταιριών VC η αξιολόγηση είναι πολύ υποκειμενική και συχνά καθορίζεται από όσους έχουν το μεγαλύτερο έννομο συμφέρον. Ο διευθυντής της εταιρείας VC έχει την υποχρέωση να είναι πιστός όχι μόνο στους «μετόχους» του αλλά και σε όλους τους μετόχους. Σύμφωνα με τον Michael J. Schoenbach, υψηλόβαθμο στέλεχος και πρώην πρόεδρο της AON Venture Services Group: “Όταν

⁶⁴ Corporate governance among venture capitalists: Who’s watching the store? By Casparie, James W., Directorship, 01934279, Mar 1998, vol. 24, Issue 3

οι εταιρείες VC αντιλαμβάνονται ότι κυριαρχούν ή ελέγχουν μια εταιρεία χαρτοφυλακίου, δεν είναι ασυνήθιστο να προκύψουν ισχυρισμοί ότι η διοίκηση της εταιρείας VC εκμεταλλεύεται ή καταχράται την δύναμη που έχει για το δικό της συμφέρον ενώ από την άλλη πλευρά προκαλεί ζημιά στο χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης και στα υπόλοιπα συστατικά στοιχεία της...”

Προσδιορισμός αποτυχίας μιας επένδυσης

Λίγες εταιρίες VC έχουν το μέτρο σύγκρισης για να καθορίσουν το πότε έχει έρθει η ώρα να σταματήσουν να έχουν απώλειες και να τερματίσουν μια επένδυση. Όλοι γνωρίζουν ότι ο ιδιωτικός τομέας παρουσιάζει υψηλό ρίσκο και έχει πολύ λίγους πραγματικούς νικητές. Οι εταιρείες VC συνηθίζεται να λειτουργούν με βάση το κριτήριο «7-2-1» : για κάθε δέκα επενδύσεις που κάνουν οι επτά θα είναι αποτυχημένες, οι 2 θα κινούνται στη βάση και η μια θα είναι πολύ επικερδής. Δηλαδή θα έχουμε δέκα φορές ROI κάθε 3 με 5 χρόνια.

Το βασικό πρόβλημα εντοπίζεται στο να καθορίσουμε τους όρους με τους οποίους μια συμφωνία θεωρείται αποτυχημένη. Εάν η διοίκηση της εταιρείας VC δεν έχει θέσει ένα ξεκάθαρο κριτήριο για το πότε θα κάνει κάποιες αλλαγές ή θα αποτραβιέται τελείως από την επένδυση, τότε δεν μπορούμε να βασιστούμε ότι η ομάδα της διοίκησης θα μας ενημερώσει έγκαιρα. Πάντα θα σου λένε ότι μπορούν να τα καταφέρουν εάν απλά τους δώσεις αρκετό χρόνο ή/και χρήματα.

Ο Randall R. Lunn, συνεργάτης με την Techno Venture Management, χρησιμοποιεί τρεις κατευθυντήριες γραμμές για να προβλέψει πότε πρέπει να αποτραβηχτεί από μια επένδυση:

1. Εάν σταματήσει πλέον να υπάρχει η αρχική ευκαιρία που είχε εντοπιστεί στην αγορά.
2. Εάν το προϊόν ή η τεχνολογία αποτύχει να αναπτυχθεί (έγκαιρα)
3. Εάν η διοίκηση αποτύχει να λειτουργήσει σαν μια ομάδα.

Σε κάθε περίπτωση μια καλά διοικούμενη εταιρία VC μπορεί να βοηθήσει την επιχείρηση να ξεπεράσει τις δύσκολες στιγμές και να παρέχει επαρκές περιθώριο για να μετατραπεί από ένα δυνητικό loser σε winner.

Venture Capital και Εταιρική Διακυβέρνηση: Διαμορφώνοντας την Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης στο να χρηματοδοτήσει την entrepreneurial επιχείρηση

Έπειτα από τη στιγμή που θα επενδύσει η εταιρεία VC σε μια επιχείρηση⁶⁵, τα μέλη της επιχείρησης έχουν σχετικά μικρό έλεγχο πάνω στις ενέργειες των μάνατζερ και μικρή ικανότητα να επιβεβαιώσουν ότι η διοίκηση δρα για την ωφέλεια των μελών και όχι για δική της ωφέλεια. Παρόλο που οι δραστηριότητες της διαχείρισης του εταιρικού κεφαλαίου μπορούν να βοηθήσουν να κινητοποιηθεί η χρήση των συστημάτων ελέγχου της επιχείρησης⁶⁶, επιπρόσθετα χαλιναγωγούν την σχέση μεταξύ της χρήσης των συστημάτων ελέγχου της επιχείρησης και της χρηματοοικονομικής της επίδοσης.

Ένας τρόπος ένα μέλος να διασφαλίσει τη συμμετοχή του στην διοικητική λειτουργία είναι να γίνει το ίδιο το μέλος μάνατζερ ή να κρατήσει το δικαίωμα να θέσει το ίδιο κάποιον μάνατζερ της εμπιστοσύνης του. Ωστόσο αυτή η προσέγγιση δεν θα γίνει δεκτή από τους venture capitalists, οι οποίοι συχνά έχουν αλληλοεπικαλυπτόμενα επιχειρηματικά ενδιαφέροντα στις ίδιες βιομηχανίες και οι οποίοι δεν επιθυμούν την υποχρέωση να συμμετέχουν στη λειτουργική διοίκηση.

Η δομή της επένδυσης του VC αποδεικνύει ότι οι venture capitalists προσδοκούν έναν ενεργό και εξελισσόμενο εποπτικό ρόλο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι venture capitalists και η διοίκηση του χαρτοφυλακίου της επιχείρησης είναι πιθανό να έχουν διαφορετικές πληροφορίες και να διαφωνούν σε κάποια θέματα, όπως είναι για παράδειγμα το πότε και με ποιο τρόπο να εγκαταλείψουν ένα αποτυχημένο εγχείρημα και πότε και με ποιο τρόπο να χρηματοδοτήσουν μια επιτυχημένη επένδυση. Η σχέση ανάμεσα στους κατόχους του VC και στην επιχείρηση γενικά προσδιορίζεται από μια περίτεχνη συμφωνία αγοράς μετοχών, μέσω της οποίας οι επιχειρηματίες και οι venture capitalists συμφωνούν στο να μπορούν να πάρουν τον έλεγχο της εταιρίας οι δεύτεροι αφότου γίνει η επένδυση.

Η συμφωνία αγοράς μετοχών και τα βοηθητικά στοιχεία, τυπικά περιέχουν όρους που αφορούν το στήσιμο των επενδύσεων των VC, πλάνα αποζημίωσης των

⁶⁵ Callison, J. William, Venture Capital and Corporate Governance: Evolving the Limited Liability Company to Finance the Entrepreneurial Business., Journal of Corporation Law, Fall 2000, Vol. 26, Issue 1.

⁶⁶ Wijbenga, Frits H., Postma, Theo J.B.M. J.B.M. and Stratling, Rebecca, The Influence of the Venture Capitalist's Governance Activities on the Entrepreneurial Firm's Control Systems and Performance., Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 31, No. 2, pp. 257-277, March 2007.

μάντζερ που παρέχουν στους μάντζερ με τα απαραίτητα κίνητρα, μεθόδους για να παραμείνουν οι venture capitalists εμπλεκόμενοι με τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου της επιχείρησης, και μεθόδους για τη ρευστοποίηση του VC. Επιπρόσθετα στις θετικές και αρνητικές συμφωνίες, μέσω των οποίων οι venture capitalists αποκτούν επικυρωμένες δυνάμεις με ειδικές συνθήκες να μειώνουν τα κόστη της εταιρίας. Οι περισσότερες συμφωνίες αγοράς μετοχών στοχεύουν στο γεγονός ότι οι venture capitalists θα εποπτεύουν τους αντιπροσώπους του χαρτοφυλακίου της εταιρείας μέσω των εκπροσώπων του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας. Όσο αυξάνεται η αντιπροσώπευση των venture capitalists στο διοικητικό συμβούλιο, η συμμετοχή των υπολοίπων μελών παραμένει σταθερή.⁶⁷

Πολλές φορές οι συμφωνίες αγοράς μετοχών παρέχουν στους venture capitalists αυξημένη αντιπροσώπευση στη γενική συνέλευση και επομένως και μεγαλύτερη προστασία ενάντια στην κατασπατάληση της επένδυσής τους όταν η εταιρεία χαρτοφυλακίου συναντήσει δυσκολίες.

Έξοδος από την Επένδυση

Η έξοδος από την επένδυση VC είναι μια κρίσιμη στιγμή για τον επενδυτή. Πολλές φορές έχει γίνει μακροπρόθεσμος σχεδιασμός αρκετά πριν έτσι ώστε ο επενδυτής VC να μην έχει οικονομικές απώλειες κατά την έξοδο του από την επένδυση, αφετέρου η έξοδος να γίνει χωρίς άσχημο αντίκτυπο στην επιχείρηση.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν μεσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δημιουργώντας μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Η επένδυση αυτή παρουσιάζει μειωμένη ρευστότητα (illiquid), δεν μπορεί δηλαδή να απαιτήσει οποιαδήποτε στιγμή τα επενδυμένα κεφάλαια πίσω. Η επένδυση πραγματοποιείται μόνο όταν πωλείται η χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή εισάγεται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Ωστόσο χάνεται όταν η εταιρεία βρίσκεται υπό καθεστώς πτώχευσης ή αναγκαστικής ρευστοποίησης. Σημαντική αυτή η διαφορά αφού είναι εκείνη που

⁶⁷ Lerner J., Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1 (Mar., 1995), pp. 301-318

χαρακτηρίζει το Venture Capital ως χρηματοδότηση υψηλού κινδύνου εις το έπακρον⁶⁸.

Το VC δεν επενδύει, δηλαδή, σε ένα εγχείρημα με σκοπό να κρατήσει και να διαχειρίζεται μια επιχείρηση για το απώτερο μέλλον. Σκοπός αυτού του τύπου της επένδυσης είναι να ρευστοποιήσει την επένδυση του, όταν αυτή μεγιστοποιήσει την αξία της μέσω του management, της εποπτείας της εταιρίας VC κτλ. (συνήθως επιλέγει να βγει από μια επένδυση όταν έχει ωριμάσει στο σημείο όπου πέραν η αξία της δεν αυξάνεται γεωμετρικά). Αυτό συμβαίνει συνήθως τρία με επτά χρόνια από την αρχική χρηματοδότηση⁶⁹.

Οι μέθοδοι που συνήθως ακολουθούνται κατά την έξοδο από την επένδυση είναι η παρακάτω :

- ❖ Έξοδος με πώληση μετοχών της επιχείρησης/ επενδύσης στη χρηματιστηριακή αγορά.
- ❖ Πώληση ολόκληρης επιχείρησης/ επένδυσης σε τρίτο επενδυτή.
- ❖ Δευτερογενείς πώληση της επένδυσης VC.
- ❖ Επαναγορά μετοχών VC από την επιχείρηση/ επένδυση.
- ❖ Διαγραφή επένδυσης.

Παρακάτω θα γίνει αναλυτικότερη παρουσίαση των μεθόδων εξόδου:

Έξοδος με πώληση μετοχών της επιχείρησης/επένδυσης στη χρηματιστηριακή αγορά.

Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την πώληση μετοχών της επιχείρησης στο κοινό για πρώτη φορά. Ο επενδυτής κρατάει τις μετοχές και για κάποιο χρονικό διάστημα μέχρι να πουληθούν όλες οι μετοχές της επιχειρήσεις (εκτός από τις δικές του), και στη συνέχεια προβαίνει στη διάθεση των δικών του μετοχών στο κοινό.

Η διαδικασία αυτή μπορεί να είναι πλήρης ή μερική. Εάν η πώληση των μετοχών της επένδυσης γίνει μέσα σε χρονικό διάστημα ενός έτους από την έναρξη διάθεσης των μετοχών της επιχείρησης στο κοινό, τότε η έξοδος θεωρείται πλήρης. Εάν όμως το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την έναρξη διάθεσης των μετοχών

⁶⁸ Lorenz, Tony, 1989, "Venture Capital Today: a practical guide to the venture capital market", 2nd ed, Cambridge, Woodhead-Faulkner

⁶⁹ Levin, J.S., Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, Aspen Publishers, 2005

της επιχείρησης στο κοινό μέχρι την πώληση ολόκληρου του πακέτου των μετοχών είναι μεγαλύτερο του ενός έτους τότε η έξοδος μέχρι την ολοκλήρωσή της θεωρείται μερική.

Πώληση ολόκληρης επιχείρησης σε τρίτο επενδυτή

Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την πώληση ολόκληρου του πακέτων μετοχών, συμπεριλαμβανομένου και του πακέτου μετοχών του επενδυτή VC σε τρίτο επενδυτή. Η επιχείρηση περνά στα χέρια ενός επενδυτή, και δεν υπάρχει διάθεση των μετοχών στο κοινό.

Και στην διαδικασία αυτή η έξοδος μπορεί να είναι ολική ή μερική. Στην ολική, ο επενδυτής VC ως αντάλλαγμα για τις μετοχές που παραχωρεί λαμβάνει μετρητά, ή μετοχές της επιχείρησης του τρίτου επενδυτή, οι οποίες όμως είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες. Και επομένως μπορούμε να πούμε πως σε κάθε περίπτωση ο επενδυτής VC ρευστοποιεί την επένδυση του άμεσα.

Στην μερική εξόδων, η οποία πρέπει να τονιστεί πως πολύ σπάνια συμβαίνει, ο επενδυτής VC μπορεί να λάβει ως αντάλλαγμα για τις μετοχές που παραχωρεί, μετοχές του τρίτου επενδυτή οι οποίες για διάφορους λόγους δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες. Μέχρι τελικά ο επενδυτής VC να ρευστοποιήσει τις μετοχές που έλαβε υπάρχει ένα μεταβατικό στάδιο, κατά το οποίο, ο επενδυτής άμεσα εμπλέκεται στην επιχείρηση ότι του τρίτου επενδυτή, αλλά εμπλέκεται και έμμεσα στην αρχική του επένδυση, αφού είναι μέτοχος σε μια επιχείρηση η οποία είναι ιδιοκτήτρια της αρχικής επένδυσης.

Δευτερογενείς πώληση της επένδυσης VC

Στην περίπτωση αυτή γίνεται πώληση των μετοχών του επενδυτή VC σε κάποιον στρατηγικό επενδυτή που ενδιαφέρεται για την τεχνολογία και τεχνογνωσία της επιχείρησης ή σε κάποια άλλη επιχείρηση VC. Η διαφορά της περίπτωσης αυτής με την προηγούμενη είναι πως εδώ μόνο το πακέτο μετοχών VC αλλάζει χέρια και όχι ολόκληρο το πακέτο μετοχών της επιχείρησης.

Επαναγορά μετοχών VC από την επιχείρηση

Η περίπτωση αυτή είναι μια αρκετά συνηθισμένη περίπτωση κατά την οποία η επιχείρηση αφού πλέον έχει αποκομίσει όσα οφέλη είχε σχεδιάσει από την χρηματοδότηση VC, και εφόσον και ο επενδυτής το επιθυμεί να αποχωρήσει, με αμοιβαία συνεννόηση γίνεται εξαγορά του πακέτου των μετοχών VC από την επιχείρηση. Με τον τρόπο αυτό ολόκληρο το πακέτο των μετοχών της επιχείρησης επένδυσης περνάει στη ιδιοκτησία της διοίκησής της, και δεν υπάρχει πλέον καμία άμεση ή έμμεση εμπλοκή του επενδυτή VC.

Διαγραφή επένδυσης

Εδώ έχουμε μία περίπτωση εξόδου από την επιχείρηση όταν η απόδοση της επένδυσης δεν είναι η αναμενόμενη. Ο επενδυτής εγκαταλείπει την επένδυση του δίχως πώληση των μετοχών που έχει στην κυριότητά του και συνεπώς, δίχως ανταλλάγματα.

Η έξοδος με διαγραφή μπορεί να είναι ολική ή μερική. Η ολική έξοδος με διαγραφή συμβαίνει συνήθως σε περιπτώσεις χρεοκοπίας της επιχείρησης, συνεπώς εξαφάνιση της επένδυσης. Η μερική έξοδος (η οποία ουσιαστικά δεν είναι έξοδος), συμβαίνει όταν λόγω χαμηλής απόδοσης της επένδυσης, η επιχείρηση VC εγκαταλείπει την υποστήριξη της επένδυσής της, έχοντας όμως στην κυριότητα της μετοχές της επιχείρησης.⁷⁰

⁷⁰ Cumming J. Douglas, MacIntosh G. Jeffrey, 'A Cross-Country Comparison Of Full and Partial Venture Capital Exits', Journal of Banking & Finance, Elsevier Science B.V., 2003

Κεφάλαιο 5- Νομοθετικό Πλαίσιο και Σκιαγράφηση της Ελληνικής Αγοράς

To Venture Capital στην Ελλάδα: Νομοθετικό Πλαίσιο και Σκιαγράφηση της Αγοράς

Ο θεσμός του επιχειρηματικού κεφαλαίου εισήχθη στην Ελλάδα με τους νόμους 1775/88 και 2166/93 που όμως εξαιτίας του πλαισίου που είχαν δημιουργήσει περιόριζαν τις δραστηριότητες των εταιρειών στους τομείς της τεχνολογίας. Ο λόγος αυτός οδήγησε στην τροποποίηση του νομοθετικού πλαισίου με την ψήφιση του νόμου 2367/95 που μετονόμασε τις Εταιρείες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου σε Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ).

Με τον νόμο 2992/2002 εισάγεται στην Ελλάδα ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ) τα οποία τα διαχειρίζονται Ανώνυμες Εταιρείες (ΑΕ) ή Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ). Βασικός σκοπός όλων αυτών των εταιρειών είναι η χρηματοδότηση νέο-ιδρυόμενων ή μικρομεσαίων μη εισηγμένων σε χρηματιστηριακή αγορά επιχειρήσεων με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Ο αναπτυξιακός νόμος 3299/2004 δίνει τη δυνατότητα χρήσης, για την κάλυψη της Ίδιας Συμμετοχής, κεφαλαίων από εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Σήμερα, στο χώρο του Ελληνικού Venture Capital δραστηριοποιούνται περίπου 20 εταιρίες. (πάνω από 15 από τις οποίες άρχισαν να λειτουργούν τα τελευταία δύο χρόνια) οι οποίες υπολογίζεται ότι διαχειρίζονται συνολικά πάνω από 300 εκ. ευρώ. Σημαντικές πρωτοβουλίες έχουν αναλάβει οι όμιλοι των τραπεζών Εθνική, Alpha, EFG Eurobank και Εμπορικής μέσω των θυγατρικών / συνδεδεμένων εταιρειών Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών, Alpha Ventures, Global Finance και Εμπορική Κεφαλαίου αντίστοιχα.

Η πλειοψηφία των παραπάνω εταιριών δραστηριοποιούνται στους περισσότερους κλάδους της αγοράς, ενώ ορισμένες έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν και επιχειρηματικές δραστηριότητες στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο των Βαλκανίων και της ανατολικής Μεσογείου. Η προσπάθεια ανάπτυξης του θεσμού του Venture Capital στην Ελλάδα συνάντησε αρχικά σημαντικές δυσκολίες αφού είχε να αντιμετωπίσει, αφενός, τη δυσπιστία από την πλευρά των επιχειρηματιών και, αφετέρου, την προτίμηση των εταιριών Venture Capital να

επενδύουν περισσότερο σε ώριμες και με χαμηλότερο ρίσκο εταιρίες παρά σε υψηλού κινδύνου νέες επιχειρηματικές προσπάθειες.

Στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από εταιρείες Venture Capital κυρίως για να χρηματοδοτήσουν την τελική ανάπτυξή τους πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Παρόλα αυτά, ένας σημαντικός αριθμός επιχειρηματιών έσπευσε να εκμεταλλευτεί το venture capital ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης. Σήμερα το venture capital έχει καταξιωθεί στην συνείδηση της ελληνικής επιχειρηματικής κοινότητας ως ένας ουσιαστικός μοχλός χρηματοδότησης γρήγορα αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων και οι προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης του θεσμού στην χώρα μας είναι εξαιρετικά θετικές⁷¹.

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

- Απόκτηση ικανού ποσοστού μετοχών της υπό χρηματοδότηση εταιρείας, η οποία (ενδεικτικά μπορούμε να πούμε ότι) κυμαίνεται γύρω στο 30% του συνόλου - ανάλογα βέβαια και με το μέγεθος της χρηματοδότησης και της εταιρείας καθώς και των διαπραγματεύσεων των δύο πλευρών.

Η συμμετοχή του VC μπορεί να φτάσει ακόμα και σε απόκτηση πλειοψηφικού ποσοστού μετοχών της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, αν και κάτι τέτοιο συμβαίνει συνήθως σε μετέπειτα στάδια χρηματοδότησης.

- Χρηματοδότηση δυναμικών επιχειρήσεων και επιχειρηματιών με αποδοτικά επενδυτικά προγράμματα που να μπορούν να αποδώσουν πολλαπλάσια σε σύγκριση με μορφές ασφαλών επενδύσεων και έτσι να ανταμείψουν το VC για το ρίσκο που αναλαμβάνει.

- Χρηματοδότηση επιχειρήσεων με μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Αποβλέποντας σε μακροπρόθεσμα κέρδη από την αύξηση της αξίας μιας εταιρίας και όχι σε μερίσματα ή σε τόκους, τα VC προσελκύουν πολλές από τις επιχειρήσεις που δεν επιθυμούν ή δεν μπορούν να στηριχθούν στον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος όταν ξεπεράσει κάποια επίπεδα μπορεί να γίνει επικίνδυνος για την βιωσιμότητά τους, όπως έχει αποδειχθεί από τη εμπειρία των προηγούμενων

⁷¹ www.esee.gr

δεκαετιών. Η χρονική διάρκεια της επένδυσης του VC κυμαίνεται, στις περισσότερες των περιπτώσεων, μεταξύ 3 και 7 ετών.

- Πολλά VC ενδιαφέρονται για επενδύσεις σε ομάδες συγκεκριμένων βιομηχανιών ή σε συγκεκριμένους επιχειρηματικούς τομείς, όπως για παράδειγμα η υψηλή τεχνολογία, η υγεία, η ενέργεια, κ.λ.π. Παγκοσμίως το ενδιαφέρον των VC συγκεντρώνεται κυρίως σε εταιρείες της «νέας οικονομίας» χωρίς όμως να αποκλείεται και η συμμετοχή τους σε εταιρείες πιο «παραδοσιακών» τομέων της οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον βέβαια αυτές διαθέτουν το απαραίτητο στοιχείο της καινοτομίας στη λειτουργία τους. Στην χώρα μας οι επενδύσεις τους επικεντρώνονται στις εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

- Συνεργαζόμενες με μια επιχείρηση τα VC δεν αρκούνται απλά στην παροχή κεφαλαίων, αλλά επιδιώκουν να παράσχουν βοήθεια με διάφορους τρόπους και ιδιαίτερα με την ενίσχυση του Μάνατζμεντ (όπως στρατηγικό σχεδιασμό, marketing, οργάνωση και στελέχωση της εταιρίας, διαπραγματεύσεις, κ.λ.π). Σημαντικές για την χρηματοδοτούμενη εταιρεία είναι και οι γνωριμίες και σχέσεις του VC με εταιρείες που μπορούν να χρησιμεύσουν ως πελάτες ή προμηθευτές της, η τεχνογνωσία του σε συγκεκριμένους τομείς η οποία μπορεί να μεταφερθεί στην εταιρεία και η βοήθειά του στην σύναψη συνεργασιών.

- Το VC δεν απαιτεί εγγύηση από την εταιρεία για το κεφάλαιο που της παρέχει. Έτσι, δεν διεκδικεί επιστροφή των χρημάτων που επένδυσε στην εταιρεία σε περίπτωση που αυτή αποτύχει στην επιχειρηματική προσπάθειά της (εφόσον το κεφάλαιο που επένδυσε το VC στην εταιρεία χρησιμοποιήθηκε σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας ανάμεσα στα δύο μέρη). Ένα μεγάλο μέρος (περίπου 60% παγκοσμίως) των εταιρειών που παίρνουν χρηματοδότηση από VC αποτυγχάνουν να φτάσουν τους στόχους ανάπτυξης που είχαν τεθεί από το VC στην αρχή της συνεργασίας τους ή ακόμα και πτωχεύουν.

Δυστυχώς η ελληνική αγορά παρουσιάζει ακόμη αρκετές στρεβλώσεις που δεν ενθαρρύνουν την αυτόνομη ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, ειδικά στους κλάδους της νέας οικονομίας, και που δεν έχουν καμία σχέση με τη διαθεσιμότητα ή όχι κεφαλαίων. Αναφέρομαι σύντομα σε δύο παραδείγματα:

1. Έλλειψη συνολικής θεσμικής στήριξης καινοτόμων πρωτοβουλιών. Π.χ., δεν υπάρχει ουσιαστικό νομικό πλαίσιο για την εμπορευματοποίηση καινοτόμου έρευνας στα πανεπιστήμια (spin offs). Η εξαιρετικά αυστηρή νομοθεσία περί πτωχεύσεων (από τις αυστηρότερες στην Ευρώπη) συχνά αποθαρρύνει νέες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες. Η σχετική νομοθεσία περί stock options, το μόνο ουσιαστικό κίνητρο που μια νέα επιχείρηση υψηλής τεχνολογίας μπορεί να δώσει στους εργαζομένους της, παραμένει ακόμη ασαφής και έχει εφαρμοστεί στην πράξη μόνο σε ελάχιστες περιπτώσεις.

2. Συχνά φαινόμενα ολιγοπωλιακών καταστάσεων. Μια δυναμικά αναπτυσσόμενη μικρομεσαία επιχείρηση έχει συχνά να αντιμετωπίσει φαινόμενα αθέμιτου ανταγωνισμού από μεγαλύτερες και καλύτερα δικτυωμένες επιχειρήσεις. Το κράτος οφείλει να διασφαλίσει με κάθε τρόπο ότι οι νέες αγορές που αρχίζουν να αναπτύσσονται στους κλάδους των πληροφοριών και επικοινωνιών είναι πραγματικά ελεύθερες και ανταγωνιστικές, και ότι οι νέες εταιρείες θα παίξουν με τους ίδιους όρους με τους μεγάλους του κλάδου. Αν στις αγορές αυτές αφεθούν να κυριαρχήσουν λίγοι μεγάλοι παίκτες, οι οποίοι εκμεταλλευόμενοι το μέγεθός τους και τις προσβάσεις τους δεν επιτρέπουν σε μικρές νέες εταιρείες να αναπτυχθούν δυναμικά και αυτόνομα, τότε το μέλλον τής δυναμικά αναπτυσσόμενης μικρομεσαίας επιχείρησης στη χώρα μας θα διαγραφεί ζοφερό⁷².

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

⁷² Μητσοτάκη Κ., Δεν αρκούν μόνο τα κεφάλαια, ΤΟ ΒΗΜΑ, 2000

οποίες κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και η πραγματική και καταστατική τους έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.

Τα επενδυτικά αυτά σχήματα θα πρέπει να επενδύουν κατ' ανώτατο όριο 1.000.000 ευρώ ανά εταιρεία ανά γύρο χρηματοδότησης και μέχρι 3.000.000 ευρώ ανά εταιρεία συνολικά. Το Τ.Α.ΝΕ.Ο θα αναλαμβάνει μειοψηφικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις οποίες θα επενδύει. Η διαχείριση των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στις οποίες το Τ.Α.ΝΕ.Ο. θα επενδύει θα πρέπει να γίνεται από τον ιδιωτικό τομέα, ενώ οι επενδυτικές αποφάσεις των διαχειριστών θα λαμβάνονται με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Στόχος της εταιρίας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα μας.

Συνεπώς, κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή του Τ.Α.ΝΕ.Ο. στις εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα τους καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα, στα κριτήρια επιλογής επενδυτικών σχημάτων στα οποία θα συμμετάσχει το Τ.Α.ΝΕ.Ο. περιλαμβάνονται: η ομάδα διαχείρισης, η αγορά, οι προσδοκώμενες επενδύσεις, η επενδυτική στρατηγική, το μέγεθος του επενδυτικού σχήματος, ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια, οι προτεινόμενοι όροι και οι λοιποί επενδυτές. Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. ενδιαφέρεται κυρίως να επενδύσει σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τομείς της νέας οικονομίας, όπως: πληροφορική, τηλεπικοινωνίες, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά, κ.λ.π.). Επίσης, το Τ.Α.ΝΕ.Ο δεν θα φορολογείται αλλά θα φορολογούνται οι μέτοχοί του. Η τελευταία αυτή πρόβλεψη (περί μη φορολόγησης της εταιρείας αλλά μόνο των κερδών των μετόχων της) προβλέπεται, από τον νόμο για την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, και για τα ΑΚΕΣ.

Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την λειτουργία του Τ.Α.ΝΕ.Ο. αναμένεται να ενισχύσει την δραστηριότητα των εταιρειών Venture Capital στην Ελλάδα και να τις ωθήσει να επενδύσουν σε περισσότερο (και περισσότερες) νέες επιχειρήσεις από ότι έχουν επενδύσει μέχρι σήμερα, καθώς αποτελεί κοινό μυστικό ότι στη χώρα μας τα VCs απέφευγαν ως τώρα τις επενδύσεις με υψηλό ρίσκο σε νέες επιχειρήσεις και

προτιμούσαν τα σχεδόν σίγουρα - και πολλά - λεφτά που απέφεραν οι επενδύσεις χαμηλού ρίσκου (όπως χρηματοδοτήσεις εταιρειών με στόχο την είσοδό στο Χρηματιστήριο).

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

Κεφάλαιο 6- Συμπεράσματα και Προτάσεις για Παραπέρα Διερεύνηση του Θέματος

Συμπεράσματα και Προτάσεις για Παραπέρα Διερεύνηση του Θέματος

Όπως καταλαβαίνουμε το venture capital είναι μια μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων που διαφορετικά θα αποκλείονταν από τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης. Το venture capital χρησιμοποιείται κυρίως για επενδύσεις σε μικρές και μεσαίες αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Συνήθως, το venture capital επικεντρώνεται σε επιχειρήσεις με μεγάλη αβεβαιότητα όπου η ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στους επιχειρηματίες και στους venture capitalists είναι σύνθητες χαρακτηριστικό. Βέβαια, ως αντιστάθμιση του αυξημένου κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής είναι η απόδοση, η οποία προσμένει να είναι και υψηλότερη από ότι σε μία παραδοσιακή επένδυση με χαμηλότερο κίνδυνο.

Αυτό, που ίσως θα πρέπει να τονιστεί, είναι ότι το venture capital αποτελεί κύριο χαρακτηριστικό της διαδικασίας καινοτομίας των επιχειρήσεων. Οι εκταμιεύσεις venture capital που γίνονται είναι πιο παραγωγικές στην διαδικασία γέννησης πατέντων σε σύγκριση με τα εταιρικά κονδύλια R&D. Δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι, η αύξηση της χρηματοδότησης venture capital στην Ευρώπη οδήγησε παράλληλα και σε αύξηση των πατέντων, ιδιαίτερα στη Γερμανία. Η σημασία του venture capital στην οικονομική ανάπτυξη, είναι πλέον κοινώς αποδεκτή. Εμπειρικά στοιχεία του OECD από διαφορετικές χώρες σε διαφορετικές χρονικές περιόδους δείχνουν ότι μία αύξηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας συμβάλλει σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και επομένως σε μείωση και της ανεργίας⁷³.

Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφερθεί ότι το venture capital έχει γίνει πιο υποσχόμενο και στην Ευρώπη την τελευταία δεκαετία. Βέβαια, τα δύο τρίτα του ποσού των επενδύσεων venture capital επενδύθηκαν υπό τη μορφή εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αξίζει όμως να παρατηρήσει κανείς ότι από τις εξαγορές που

⁷³ Audretsch, D.B., and Thurik, R., Linking Entrepreneurship to Growth, Organization for Economic Cooperation and Development, STI Working Paper, 2001

έλαβαν χώρα περισσότερες από τα τρία τέταρτα έγιναν με venture capital χρηματοδότηση⁷⁴.

Το venture capital, μέχρι σήμερα, ήταν μοχλός ανάπτυξης της οικονομίας. Έδινε τη δυνατότητα σε νέες, καινοτόμες ιδέες να γίνουν πραγματικότητα. Συνέβαλλε στην τεχνολογική πρόοδο και βοήθησε νέες επιχειρήσεις να σταθούν στην οικονομία. Πώς όμως θα εξελιχθεί το venture capital μετά την οικονομική κρίση;

Παρά την πιθανή αλλαγή του ρόλου, οι venture capitalists συνεχίζουν να επενδύουν σε πολλά υποσχόμενους κλάδους. Κλάδοι όπως η καθαρή τεχνολογία (clean-tech), οι βιο-επιστήμες και η ψηφιακή τεχνολογία, συνεχίζουν να ενισχύονται. Αν όμως, οι μελλοντικές έξοδοι από τις επενδύσεις αποδειχτούν λιγότερο επικερδείς, τότε μάλλον οι venture capitalists θα γίνουν λιγότερο δεκτικοί στο να επενδύουν σε εντάσεως κεφαλαίου επιχειρήσεις. Προς το παρόν πάντως, οι πλειοψηφία των venture capitalists φαίνεται να τηρούν στάση αναμονής, ενώ άλλοι συνεχίζουν να επενδύουν σε ισχυρές, σταθερές επιχειρήσεις με πολλές προοπτικές στο μέλλον⁷⁵. Η οικονομική κρίση αφήνει τα σημάδια της και στο venture capital.

Η χτυπημένη παγκόσμια οικονομία έχει κλείσει το παράθυρο της αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO). Αυτό δεν αποτελεί καλό μήνυμα για τις εταιρίες venture capital οι οποίες εξαρτώνται από τη δημόσια προσφορά μετοχών για να βγουν από την επένδυσή τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να σημειώνεται μία μείωση εξόδου από τις επενδύσεις, αφού αυτή δεν αποφέρει πλέον την επιθυμητή απόδοση. Παρατηρητές έχουν αποδώσει την επιβράδυνση των εξόδων σε διάφορους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων των ταραγμένων επενδυτών και την ασταθή χρηματοπιστωτική αγορά. Εξαιτίας του γεγονότος αυτού όμως, όπως είναι φυσικό, παρατείνεται ο κύκλος ζωής του venture capital. Στο μεσοδιάστημα, οι venture capitalists προσπαθούν να αποζημιωθούν προβαίνοντας σε εξαγορές. Δυστυχώς όμως και η αγορά των εξαγορών και των συγχωνεύσεων δεν πηγαίνει πολύ καλά. Σε σύγκριση με το 2007, τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2008, η συγκεκριμένη αγορά έπεσε κατά 29%.

⁷⁴ Πηγή: CEFS/EVCA – Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe – November 2005

⁷⁵ PricewaterhouseCoopers, The exit slowdown and the new venture capital landscape, September 2008

Μπροστά στην κρίση, η Εθνική Ένωση Venture Capital της Αμερικής πρότεινε κάποια μέτρα προκειμένου το venture capital να βγει από την κρίση⁷⁶. Το πρώτο που προτάθηκε είναι η επιστροφή στο venture capital μικρών επενδυτικών τραπεζών και λογιστικών εταιριών που σε συνεργασία με τις μεγάλες εταιρίες του κλάδου να αρχίσουν και πάλι να επενδύουν σε νεοσύστατες επιχειρήσεις. Ένα ακόμα μέτρο είναι να προστεθούν και άλλες μορφές εξόδου από την επένδυση, όπως η δευτερογενής αγορά. Τρίτον θα πρέπει σύμφωνα με την ένωση να δοθούν φορολογικά κίνητρα και τέλος να συσταθούν κάποιοι κανονισμοί που να επιτρέπουν την είσοδο στο χρηματιστήριο και μικρών επιχειρήσεων⁷⁷.

Σε μια τέτοια λοιπόν ρευστή χρονική περίοδο, θα πρέπει να αναζητηθούν τρόποι ώστε η χρηματοδότηση μέσω venture capital να βγει από την κρίση. Να δοθούν κίνητρα στους venture capitalists να συνεχίσουν να επενδύουν, αλλά και να στραφούν περισσότερο στις νέες επιχειρήσεις που βασίζονται σε καινοτόμες ιδέες και όχι τόσο σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Το venture capital θα πρέπει να βρει τρόπο, όχι μόνο να βγει το ίδιο από την κρίση αλλά να γίνει μοχλός εξόδου από αυτήν για το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας.

⁷⁶ MILLER, C., C., What Will Fix the Venture Capital Crisis?, The New York Times, 2009

⁷⁷ Doll, D., Heesen, M., NVCA 4-Pillar Plan to Restore Liquidity in the U.S. Venture Capital Industry, 2009

Βιβλιογραφία

- Aboul-Enein, S., Dionne, G., Papageorgiou, G., Performance Analysis of a Collateralized Fund Obligation (CFO) Equity Tranche, 2009
- Amit R., Brander, J. and Zott, C., Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence., Journal of Business Venturing, 13, pp441-466, 1998
- Arthurs, J.D., Busenitz, L.W., "The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship", Entrepreneurship Theory and Practice, pp.145-62, 2003
- Audretsch, D.B., and Thurik, R., Linking entrepreneurship to growth. OECD STI Working Paper 2081/2, 2002
- Barney J. B., Department of Management, The structure of venture capital governance: an organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures
- Bergemann & Hege, Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning, Journal of Banking and Finance, vol. 22, 1998
- Bernard S. Black, Ronald J. Gilson, 'Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets', Journal of Financial Economics 47, 243-277, 1998
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Venture capital in Europe and the financing of innovative companies, Economic Policy, vol. 17, Iss. 34, pp. 229, 2002
- Callison, J. William, Venture Capital and Corporate Governance: Evolving the Limited Liability Company to Finance the Entrepreneurial Business., Journal of Corporation Law, Fall 2000, Vol. 26, Issue 1.
- CEFS/EVCA – Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe – November 2005
- Cornelius B., The institutionalization of venture capital, Technovation Volume 25, Issue 6, June 2005, Pages 599-608
- Corporate governance among venture capitalists: Who's watching the store? By Casparie, James W., Directorship, 01934279, Mar 1998, vol. 24, Issue 3
- Corporate Governance and Development - Stijn Claessens, professor of international finance policy at the University of Amsterdam, World Bank Research Observer Volume 21, Number 1 Pp. 91-122
- Corporate Governance and Innovation Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses
- Cumming, D., J., Jeffrey, G., M., 'A Cross-Country Comparison Of Full and Partial Venture Capital Exits', Journal of Banking & Finance, Elsevier Science B.V., 2003
- Cumming, D., J., Johan, S., A., Venture Capital and Private Equity Contracting, An International Perspective, Academic Press, 2009
- Davila, A., Foster, G., and Gupta, M., Venture capital financing and the growth of startup firms, Journal of Business Venturing, 2003

Doll, D., Heesen, M., NVCA 4-Pillar Plan to Restore Liquidity in the U.S. Venture Capital Industry, 2009

Economic Cooperation and Development, STI Working Paper, 2001

Eisenhardt K. M., Agency Theory: An assessment and Review, *Academy of Management Review*, 1989, Vol. 14, No. 1, 57-74.

Elango, B., Fried, V., Hisrich, R. and Polonchek, A., How Venture Capitals Differ, *Journal of Business Venturing*, 10, pp. 157-79, (1995)

Florida, R., Smith, D., F., Jr., 'Venture Capital Formation, Investment, and Regional Industrialization', *Annals of the Association of American Geographers*, Vol. 83, pp. 434-451, 1993

Florin, J., Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns, *Journal of Business Venturing*, 20, pp. 113-135, 2005

Fried V., Hishrich R., Toward a model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue (Autumn, 1994), pp. 28-37

Fried, V., Vance, H., CEO Dismissal in Venture Capital Backed Firms: Further Evidence From an Agency Perspective, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2000

Global Investor Opinion Survey: Key Findings, McKinsey & Company, July 2002

Gompers, P., Lerner, J., *The venture capital cycle*, The MIT Press, 2006

Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, 1999

Greenthal, R., Larson, J., *Venturing into venture capital*, *Business Horizons*, pp.18-23, 1982

Gupta, J., Chevalier, A. and Dutta, S., Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context, *European Journal of Operational Research*

Hsu, D., What Do Entrepreneurs Pay For Venture Capital Affiliation?, *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1805-1844, 2004

Jeng, L. and Wells, P., The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 241-289, 2000

Jensen, M., C., Agency Cost Of Free Cash Flow, *Corporate Finance*, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986.

Kaplan, S., N., Stromberg, P., Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies*, vol. 70, pp. 281-315, 2003

Kirchcoff, B.A., *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism: The economics of business firm formation and growth* praeger, Westport, CT, 1994

Kortum, S., Lerner, J., 'Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation', *The RAND Journal of Economics*, Vol. 31, pp. 674-692, 2000

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R., Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp 3-27,2000

Lerner J., Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 301-318, 1995

Levin, J.S., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Aspen Publishers, 2005

Lipper G., Sommer B., Encouraging angel capital: what the US states are doing, *venture capital*, vol. 4, No. 4, 357- 362, 2002

Lorenz, T., “*Venture Capital Today: a practical guide to the venture capital market*”, 2nd ed, Cambridge, Woodhead-Faulkner , 1989

McCahery, J., A. and Vermeulen, E., P. M., *Corporate Governance and Innovation - Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses*, 2006

MILLER, C., C., *What Will Fix the Venture Capital Crisis?*, *The New York Times*, 2009

Neher, D., Staged Financing: An Agency Perspective, *Review of Economic Studies*, Vol. 66, 255-274, 1999

OECD *Principles of Corporate Governance*, 2004

OECD, *The Internationalisation of Venture Capital in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy*, 2000

Plummer, J., L., *QED Report on Venture Capital Financial Analysis*, QED Research, Inc., Palo Alto, CA, 1987.

PricewaterhouseCoopers, *The exit slowdown and the new venture capital landscape*, September 2008

Rin, M., Nicodano, G., Sembenelli, A., Public policy and the cration of active venture capital markets, *Journal of Public Economics*, 2005

Sahlman, W., A., *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, *Journal of Financial Economics*, pp. 473-524, 1990

Schertler, A., *Venture Capital Contracts: A survey of the Recent Literature*, Kiel Institute of World Economics, Working Paper No. 1017

Shleifer A. and Vishny R. W., A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), pp. 737-783

The MoneyTree Survey by PricewaterhouseCoopers, Thomson Venture Economics, and the National Venture Capital Association, www.pwcmoneytree.com/moneytree/index.jsp

The time for corporate governance reform has come, *Euromoney*, May 2006

Trester, J., J., *Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information*, *Journal of Banking & Finance*, vol 22, pp. 675-699, 1998

Sorheim, R., The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol 5, pp. 337-364, 2003

Busenitz, L., W., Fiet, J., O., Moesel, D., D., Signaling in venture capitalist--new venture team funding decisions: does it indicate long-term venture outcomes?, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2005

Brettel, M., Business angels in Germany: a research note, *Venture Capital*, Vol 5, pp 251 – 268, 2003

Tyzoon T. Tyebjee and Albert V. Bruno, 'A Model of Venture Capitalist Investment Activity', *Management Science*, Vol. 30, pp. 1051-1066, 1984

Venkataraman, S., The distinctive domain of entrepreneurship research: an editor's perspective. In: Katz, J., Brockhaus, R. (Eds), *Advances in entrepreneurship, firm emergence, and growth*. Vol. 3, pp. 119 – 139, 1997

Weidig, T., Mathonet, P., *The Risk Profile of Private Equity*, 2004

Wijbenga, Frits H., Postma, Theo J.B.M. J.B.M. and Stratling, Rebecca, *The Influence of the Venture Capitalist's Governance Activities on the Entrepreneurial Firm's Control Systems and Performance.*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 31, No. 2, pp. 257-277, March 2007.

Zider Bob, 'How Venture Capital Works', *Harvard Business Review*, Vol. 76 Issue 6, p131-139, 1998

Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, Grant Thornton, Ιούλιος 2008

Λαζαρίδης, Ι., Τ., Παπαδόπουλος, Δ., Λ., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Μακροχρόνιος Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Πηγές Άντλησης Κεφαλαίων στα πλαίσια της Διεθνούς και της Ελληνικής Πραγματικότητας*, Τεύχος Δ, Θεσσαλονίκη, 2006

Μητσοτάκης, Κ., *Δεν αρκούν μόνο τα κεφάλαια*, Το Βήμα, 2000

Μητσοτάκης, Κ., *Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα*. Το Βήμα, 2001

Μούζουλας Σ.Α., 'Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης', εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997.

Σπηλιώτης Α., *Η νέα οικονομία και ο θεσμός του Venture Capital*, Plant management, 2001

ΦΕΚ Α 101/24.05.1988

ΦΕΚ Α 137/24.08.1993

ΦΕΚ Α 261/29.12.1995

ΦΕΚ Α 54/20.03.2002

ΦΕΚ Α 261/23.12.2004

Site που χρησιμοποιήθηκαν:

www.esee.gr

www.evca.eu

www.hvca.gr

www.bvca.co.uk

