

# ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

<<Η αγορά των ιδιωτικών κεφαλαίων συμμετοχών στην Ευρώπη. Τάσεις και προοπτικές.>>

Επιβλέπων καθηγητής:  
Μπαμπαλός Βασίλειος

**Τρουπής Γεώργιος**

A.M. F2016032

**ΚΑΛΑΜΑΤΑ 2017**

Ο Γεώργιος Τρουπής δηλώνω υπεύθυνα :

- 1) Είμαι κάτοχος των πνευματικών δικαιωμάτων της πρωτότυπης αυτής εργασίας και από όσο γνωρίζω η εργασία μου δε συκοφαντεί πρόσωπα, ούτε προσβάλλει τα πνευματικά δικαιώματα τρίτων.
  
- 2) Αποδέχομαι ότι το Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής μπορεί, χωρίς να αλλάξει το περιεχόμενο της εργασίας μου, να τη διαθέσει σε ηλεκτρονική μορφή μέσα από τη ψηφιακή Βιβλιοθήκη του Ιδρύματος, να την αντιγράψει σε οποιοδήποτε μέσο ή/και σε οποιοδήποτε μορφότυπο καθώς και να κρατά περισσότερα από ένα αντίγραφα για λόγους συντήρησης και ασφαλείας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>Περίληψη</b> .....	3
<b>Εισαγωγή</b> .....	4
<b>Κεφάλαιο 1</b> .....	6
<b>Παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων</b> .....	6
1.1 Τραπεζικός δανεισμός.....	6
1.2 Ομολογιακά δάνεια.....	9
1.3 Χρηματιστηριακή αγορά.....	13
1.4 Χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων.....	16
<b>Κεφάλαιο 2</b> .....	17
<b>Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων</b> .....	18
2.1 Ορισμός Venture Capital-Ιστορική αναδρομή-Βασικά σημεία του θεσμού.....	18
2.2 Ενδιάμεση χρηματοδότηση.....	37
2.3 Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων(factoring).....	40
2.4 Ανάλυση απαιτήσεων τρίτων(forfaiting).....	45
2.5 Χρηματοδοτική μίσθωση(leasing).....	52
<b>Κεφάλαιο 3</b> .....	57
<b>Venture Capital vs Private Equity. Σύγχρονες τάσεις και προοπτικές</b> .....	57
3.1 Venture Capital vs Private equity.....	57
3.2 Σύγχρονες τάσεις μορφών χρηματοδότησης.....	58
3.2.1 Business Angels.....	59
3.2.2 Θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων.....	65
3.3 Πρόσφατες εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή αγορά των Private equity.....	72
3.4 Ευρωπαϊκή δραστηριότητα για το έτος 2016 στην αγορά των Private equity.....	75
<b>Κεφάλαιο 4</b> .....	82
<b>Μεθοδολογία έρευνας</b> .....	82

4.1 Χρονολογικές σειρές- διαστρωματικά δεδομένα – δεδομένα panel.....	82
4.2 Περιγραφή της μεθοδολογίας συλλογής των δεδομένων για την έρευνα.....	83
4.3 Αποτελέσματα που αναμένουμε από την εκτίμηση των μοντέλων.....	85
<b>Κεφάλαιο 5.....</b>	<b>88</b>
<b>Σχολιασμός αποτελεσμάτων έρευνας.....</b>	<b>88</b>
5.1 Σχολιασμός πίνακα συσχέτισης.....	88
5.2 Σχολιασμός αποτελεσμάτων παλινδρόμησης.....	90
5.3 Συμπεράσματα – Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....	95
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>99</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσουμε τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω ιδιωτικών κεφαλαίων και να εξετάσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των επενδύσεων ιδιωτικών κεφαλαίων στην Ευρώπη. Στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον λοιπόν όπου διανύουμε μια περίοδο κρίσης και στην χώρα μας αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο και οι παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης έχουν αποδυναμωθεί έρχονται οι σύγχρονες μορφές να κεντρίσουν το ενδιαφέρον του επιχειρηματικού κόσμου, με στόχο την εύρεση του καλύτερου τρόπου χρηματοδότησης.

Έτσι, η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία πραγματεύεται το θέμα των <<εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης επιχειρήσεων>>, με στόχο την ανάπτυξη και παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών, την παράθεση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων καθώς και το πεδίο εφαρμογής της κάθε μορφής. Ο κύριος σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη των Ιδιωτικών κεφαλαίων επένδυσης και τους προσδιοριστικούς παράγοντες που τους επηρεάζουν.

Η ανάπτυξη της παρούσας διπλωματικής εργασίας χωρίζεται στα ακόλουθα κεφάλαια :

- στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μία εκτενής αναφορά στις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και συγκεκριμένα στον τραπεζικό δανεισμό, τα ομολογιακά δάνεια, την χρηματιστηριακή αγορά καθώς και την χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων.
- στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης καθώς και οι μέθοδοι όπου οι επιχειρήσεις μπορούν να ωφεληθούν μέσα από αυτές.
- στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας γίνεται ανάλυση και παρουσιάζονται λεπτομερώς τα χαρακτηριστικά και οι διαφορές των venture capital και private equity.

- στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία της έρευνας που θα ακολουθήσει και έχει να κάνει με τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων.
- στο τελευταίο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας γίνεται μια εκτεταμένη ανάλυση σχετικά με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα μας, σχολιασμός αυτών καθώς και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι συνεχόμενες διαταραχές σε Ευρωπαϊκό αλλά και στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον επέφεραν και αλλαγές στις συνθήκες που λειτουργούν οι αγορές και κατ' επέκταση οι εταιρίες και οι οργανισμοί. Επιπροσθέτως, οι εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος, των χρηματιστηριακών αγορών αλλά και της τεχνολογίας παρέχουν νέες δυνατότητες στις επιχειρήσεις που όμως απαιτούν την κατάλληλη ανάλυση και αντιμετώπιση (Αποστολόπουλος, 2004). Η άντληση κεφαλαίων για μια εταιρία αποτελεί μια από τις βασικές παραμέτρους για την λειτουργία της, αν όχι τη βασική. Η θέση διαπραγμάτευσης ενός επενδυτή καθώς και οι εναλλακτικές επιλογές άντλησης κεφαλαίων που έχει στη διάθεση του καθορίζουν το πόσο ορθή θα είναι η συμφωνία που θα πετύχει και πόσο αποτελεσματικός θα είναι ο τρόπος άντλησης κεφαλαίων που θα επιλέξει. Η πρόοδος της οικονομίας παράλληλα με την εντυπωσιακή τεχνολογική ανάπτυξη των τελευταίων ετών εκφράστηκε ιδιαίτερα στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Η απελευθέρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς και η άμεση ενσωμάτωση της τεχνολογικής ανάπτυξης επέτρεψε την πληθώρα χρηματοδοτικών εναλλακτικών λύσεων για τις εταιρίες.

Οι χρηματοδοτικές λύσεις προέρχονται τόσο από τους νέους, ιδιαίτερα για την χώρα μας, χρηματοπιστωτικούς θεσμούς όσο και από τα τραπεζικά ιδρύματα με την πληθώρα των χρηματοδοτικών εργαλείων που προσφέρουν τα τελευταία έτη, σίγουρα επηρεασμένες από τον ανταγωνισμό ιδιαίτερα στον τραπεζικό τομέα. Η γνώση των εναλλακτικών λύσεων αποτελεί βασική προϋπόθεση στη άντληση κεφαλαίων για την επιχείρηση. Η έρευνα αυτή θα πρέπει να γίνεται σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο όγκο χρηματοπιστωτικών θεσμών με σκοπό την εύρεση της ιδανικότερης χρηματοδότησης. Βασικοί χρηματοδότες των επιχειρήσεων είναι οι τράπεζες-χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με τα διάφορα χρηματοδοτικά εργαλεία καθώς και η Ευρωπαϊκή Ένωση και το κράτος μέσω ειδικών χορηγήσεων. Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων στρέφονται στην εξωτερική άντληση κεφαλαίων

ιδιαίτερα στην έναρξη τους για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις πολλαπλές υποχρεώσεις τους. Έτσι λοιπόν σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσουμε τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω ιδιωτικών κεφαλαίων και να εξετάσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των επενδύσεων ιδιωτικών κεφαλαίων στην Ευρώπη, με αυτό τον τρόπο λοιπόν θα μπορέσουμε να εκτιμήσουμε με ποιο τρόπο επιδρούν αυτοί οι προσδιοριστικοί παράγοντες στις επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Παραδοσιακές Μορφές Χρηματοδότησης

## Επιχειρήσεων

### 1.1 Τραπεζικός δανεισμός

Ξεκινώντας με τον τραπεζικό δανεισμό όπου γνωρίζουμε ότι είναι η πιο παλιά και γνωστή μορφή άντλησης κεφαλαίων όπου στρέφονται οι εταιρίες για να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους για άντληση κεφαλαίων. Με το πέρασμα των χρόνων ο τραπεζικός δανεισμός ανταποκρινόμενος στις διαφορετικές ανάγκες των εταιριών τα τελευταία έτη παρέχει μία ευρύς γκάμα διαφορετικών πιστωτικών προγραμμάτων.

Θα δούμε δύο βασικές κατηγορίες δανείων που καλύπτουν τις διαφοροποιημένες ανάγκες των εταιριών: Δάνεια για κεφάλαια κίνησης και Μακροπρόθεσμα δάνεια.

Θα αναλύσουμε την πρώτη κατηγορία δανείων δηλαδή τα δάνεια για κεφάλαια κίνησης τα τραπεζικά ιδρύματα προσφέρουν πακέτα για την κάλυψη των αναγκών ρευστότητας των εταιριών. Προϊόντα σαν αυτά είναι τα ανοιχτά ή τα ανακυκλούμενα δάνεια καθώς και οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί και αποτελούν κατά κανόνα μια μορφή βραχυχρόνιας άντλησης κεφαλαίων. Για τα ανοιχτά δάνεια κίνησης το τραπεζικό ίδρυμα χορηγεί πιστωτικό όριο από το οποίο έχουν την δυνατότητα να δανείζονται οι εταιρίες δίχως όμως να έχουν την δυνατότητα να το ξεπερνούν. Αυτός που λαμβάνει την δανειοδότηση έχει την ευχέρεια αν το θέλει να εξοφλήσει κάποιο μέρος ή και την συνολική οφειλή του, ενώ μπορεί ακόμα να δανείζεται ως το επιτρεπόμενο όριο που του έχει χορηγηθεί, χωρίς να χρειάζεται να επιστρέψει σε κάποιο χρονικό διάστημα τα κεφάλαια που του χορηγήθηκαν. Τα όρια της χρηματοδότησης αυτού του τύπου εξαρτώνται κατά βάση από τον κύκλο εργασιών της εταιρίας, γι' αυτό το λόγο υπάρχουν τραπεζικά ιδρύματα που χρηματοδοτούν για κεφάλαιο κίνησης ποσοστό ως και το 100% του κύκλου εργασιών και κάποιες άλλες όπου το ποσοστό αυτό δεν θα ξεπερνά το 50% του κύκλου εργασιών.

Στην δεύτερη κατηγορία θα δούμε τα μακροπρόθεσμα δάνεια τα οποία κατά πλειοψηφία περιλαμβάνουν δάνεια που χρησιμεύουν στην εγκατάσταση της εταιρίας και τα δάνεια για την αγορά επαγγελματικού εξοπλισμού. Τα επιτόκια που παρατηρούνται στις συγκεκριμένες μορφές δανειοδότησης είναι αισθητά πιο χαμηλά εν συγκρίσει με αυτά που παρατηρούμε στα αντίστοιχα επιτόκια των δανείων κεφαλαίου κίνησης. Ο βασικότερος λόγος ύπαρξης του συγκεκριμένου χαμηλού επιτοκίου είναι ότι στην κατηγορία των μακροπρόθεσμων δανείων η διάρκεια αποπληρωμής των κεφαλαίων είναι πολύ πιο μεγάλη.

Πιο συγκεκριμένα, τα κεφάλαια που τα τραπεζικά ιδρύματα χορηγούν στις εταιρίες για να καλύψουν τις ανάγκες για επαγγελματική στέγη αρκετές φορές αγγίζει και το 100% της αξίας του ακινήτου, από την άλλη πλευρά η διάρκεια αποπληρωμής του δανείου κυμαίνεται από τα 3 έως και 30 χρόνια αναλόγως με το τραπεζικό ίδρυμα αλλά και την πιστοληπτική ικανότητα της εκάστοτε επιχείρησης. Όταν ο δανειολήπτης είναι νέος τις περισσότερες φορές του δίνεται μια περίοδος χάριτος που αρκετές φορές μπορεί να φτάσει και τα τρία χρόνια με αποκλειστική υποχρέωση για το διάστημα αυτό να είναι η πληρωμή των τόκων. Στην περίπτωση που τα δάνεια που χορηγεί το τραπεζικό ίδρυμα έχουν ως βασικό στόχο την αγορά παγίων τότε η διάρκεια αποπληρωμής μπορεί να φτάσει και τα 15 έτη. Στην πλειοψηφία του οι δανειζόμενοι σε αυτήν την κατηγορία είναι συνήθως μικρομεσαίες εταιρίες οι οποίες έχουν σαν στόχο να επεκταθούν. Τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν και το 100% της επένδυσης της εταιρίας όταν αυτή πρόκειται για αγορά παγίων.

Τώρα θα παραθέσουμε τα κύρια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που συναντούμαι στην περίπτωση της άντλησης κεφαλαίων μιας εταιρίας μέσω του τραπεζικού δανεισμού. Θα ξεκινήσουμε παραθέτοντας τα βασικά πλεονεκτήματα που απορρέουν από την χρηματοδότηση μιας εταιρίας από ένα τραπεζικό ίδρυμα όπου αποτελεί και ένα μέσο άντλησης του αναγκαίου κεφαλαίου το οποίο θα χρηματοδοτήσει της δραστηριότητες στο μέλλον. Ακόμα ένα σοβαρό πλεονέκτημα είναι το χαμηλό επιτόκιο δανεισμού που συναντάμε στον τραπεζικό δανεισμό και αυτό συμβαίνει διότι το ρίσκο ενός τραπεζικού ιδρύματος από το δάνειο που

προσφέρει στη εταιρία είναι σίγουρα μικρότερο από το αντίστοιχο της πώλησης και της μεταμίσθωσης κάποιων πάγιων στοιχείων, τώρα θα σταθούμε στον τρόπο που το επιτόκιο δανεισμού επηρεάζεται κυρίως από δύο γεγονότα : α) την διατραπεζική αγορά και τα επιτόκια που επικρατούν ανά ημέρα όπου το ίδιο τραπεζικό ίδρυμα αντλεί χρήματα για να τα προωθήσει αργότερα μέσω κάποιας μορφής χρηματοδότησης στην εκάστοτε εταιρία και β) από την ίδια την εταιρία όπου χαρακτηριστικά θα παραθέσουμε τους σημαντικότερους λόγους όπως είναι το μέγεθος της εταιρίας , το ποσό του δανείου που ζητάτε προς χορήγηση καθώς και το είδος αυτού και τέλος το χαρτοφυλάκιο και τις εγγυήσεις που παρέχει προς το εκάστοτε τραπεζικό ίδρυμα. Το τραπεζικό ίδρυμα με την σειρά του οριστικοποιεί ένα περιθώριο το οποίο μαζί με το Labor διαμορφώνει την τελική τιμή του επιτοκίου δανεισμού της εταιρίας. Ένα ακόμα σημαντικό πλεονέκτημα της άντλησης κεφαλαίων μέσω τραπεζικού δανεισμού είναι η δυνατότητα ευελιξίας στην αποπληρωμή του δανείου όσον αφορά την διάρκεια καθώς η εξόφληση ενός δάνειου ορισμένης διάρκειας μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους, οι οποίοι προσαρμόζονται στα θέλω της εκάστοτε εταιρίας γεγονός που κάνει προσιτό αυτό το είδος άντλησης κεφαλαίων. Σε αυτό το σημείο θα προσθέσουμε και το μεγάλο κίνητρο που έχουν οι εταιρίες οι οποίες επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν με τραπεζικό δάνειο και συνεχίζουν να κατέχουν οι ίδιες την κυριότητα των πάγιων στοιχείων τους καθώς και την ευχέρεια να επιλέξουν ακριβώς τον τρόπο χρήσης τους χωρίς να υπόκειται σε καμία μορφή ελέγχου από την δανειοδότη τράπεζα. Τέλος το τραπεζικό ίδρυμα από την στιγμή που οι απατήσεις της εξοφλούνται στα προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα δεν της δύναται η ευχέρεια να ελέγξει ή να επέμβει στην εν λόγω επένδυση που πραγματοποιεί η δανειζόμενη εταιρία.

Από την άλλη όμως πλευρά υπάρχουν και κάποια βασικά μειονεκτήματα που χαρακτηρίζουν την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με τραπεζικό δανεισμό. Ξεκινώντας θα αναφέρουμε ένα από τα βασικότερα εξ αυτών μειονεκτήματα που είναι η ύπαρξη ενός κυμαινόμενου επιτοκίου που κατά κανόνα συναντάμε σε αυτές τις χορηγήσεις από τα τραπεζικά ιδρύματα όπου ενέχεται ο γνωστός ως <<κίνδυνος επιτοκίου>> αυτό μας δηλώνει ότι υπάρχει περίπτωση αύξησης αυτού μέσα στην διάρκεια ζωής του δανείου. Ένα ακόμα σοβαρό μειονέκτημα που προβληματίζει την

τους περισσότερους δανειολήπτες είναι η χρονοβόρα διαδικασία λήψης της χορήγησης από την στιγμή που γίνεται η αίτηση από την εταιρία έως το σημείο της έγκρισης και παροχής του αιτούμενου ποσού από το τραπεζικό ίδρυμα, καθώς συναντάμε μία πληθώρα εγγράφων και εγγυήσεων που ζητούνται από την μεριά του δανειολήπτη με αποτέλεσμα μία άμεση χορήγηση του ποσού να φαντάζει πολύ δύσκολη. Επιπροσθέτως ένα ακόμα πολύ αρνητικό που συμβαίνει κατά την λήψη ενός δανείου είναι η αναγκαιότητα για την εξασφάλιση της αποπληρωμής αυτού με τις ανάλογες εγγυήσεις, όπως είναι λόγου χάρη η υποθήκη επί των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης, εκχώρηση εσόδων καθώς και ασφαλειών, ενεχυριάσεις μετοχών όπως επίσης και κάποιες εταιρικές εγγυήσεις. Ακόμη θα πρέπει ατονίσουμε ένα εξίσου σημαντικό μειονέκτημα που συναντάμε σε κάποιες περιπτώσεις και αυτό είναι η μη παροχή φορολογικών ελαφρύνσεων όπως παραδείγματος χάρη συμβαίνει στη περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι η χορήγηση ενός δανείου κρύβει και αρκετούς κινδύνους που συντελούν σε κάποιες περιπτώσεις σε μη παροχή ολόκληρου του ποσού της επένδυσης καθώς και δυσκολίες στην αποπληρωμή του δανείου και ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

## 1.2 Ομολογιακά δάνεια

Τα ομολογιακά δάνεια είναι αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος όπου αυτός που το εκδίδει πρέπει να καταβάλει έως την λήξη της κάθε χρονικής προθεσμίας, συνήθως ανά έξι μήνες ή ένα χρόνο. Ομολογιακό είναι το δάνειο που μπορεί να εκδώσει μία ανώνυμη εταιρία η οποία να έχει ως έδρα την εκάστοτε χώρα και υποδιαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των αυτών που τις αγόρασαν έναντι της εκδότριας σύμφωνα με τους όρους του δανείου. Τα ομολογιακά δάνεια συνηθέστερα χρησιμοποιούνται από το κράτος, τις δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμούς καθώς και από τις μεγάλες ιδιωτικές εταιρίες. Κάποια από τα βασικά χαρακτηριστικά ενός ομολογιακού δανείου είναι:

- Χρονική διάρκεια η οποία είναι συγκεκριμένη εξ' αρχής.

- Η διαίρεση του ομολόγου σε μικρότερες ομολογίες.
- Στο τέλος της χρονικής διάρκειας η εταιρεία επιστρέφει το κεφάλαιο στους ομολογιούχους και τους τόκους που αναλογούν.
- Το ύψος του δανείου δεν υπόκειται σε περιορισμούς.

Τα ομόλογα είναι άυλοι κεφαλαιουχικοί τίτλοι και αποτελούν κατά βάση μια οφειλή του εκδότη τους προς τον αγοραστή τους. Όταν συμβαίνει μία αγορά ομολόγου, οι επενδυτές δανείζουν χρήματα στο κρατικό φορέα ή στην εταιρία ή οποιοδήποτε άλλο οργανισμό που τα έκδωσε, με σκοπό να καλύψει τις ανάγκες του. Κατά την σύναψη ενός ομολόγου ο εκδότης του πρέπει να αναλάβει τις εξής υποχρεώσεις:

- να καταβάλλει στον αγοραστή του ομολόγου ορισμένο τόκο κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου.
- να καταβάλει την πλήρη αξία του ομολόγου μέχρι και την λήξη.

Οι επενδυτές σε ομόλογα:

- δεν έχουν δικαιώματα ιδιοκτησίας
- παίρνουν ένα σταθερό (ή κυμαινόμενο) τόκο καθ' όλη την διάρκεια ζωής του ομολόγου και, αν το αφήσουν μέχρι τη λήξη του, λαμβάνουν και το αρχικό κεφάλαιο της επένδυσής τους.
- έχουν προτεραιότητα ως προς τις αξιώσεις επί των στοιχείων ενεργητικού του οργανισμού που εξέδωσε το ομόλογο, εάν αυτός καταρρεύσει ή τεθεί υπό εκκαθάριση.
- Μπορούν να τα μεταπωλήσουν στη δευτερογενή αγορά.

Το Ευρωπαϊκό τοπίο αλλάζει με το πέρασμα των ετών όσον αφορά τη χρηματοδότηση των εταιριών και πλέον η πρόσβαση σε πηγές άντλησης κεφαλαίων αποτελεί κεντρικό ζήτημα. Στην στρατηγική ανάπτυξης της Ε.Ε., η στήριξη της επιχειρηματικότητας αποτελεί κύριο σκοπό με έμφαση την εξασφάλιση πρόσβασης σε δανειακά και μετοχικά κεφάλαια για τις εταιρίες, μέσω κάποιων δράσεων που

έχουν ως σκοπό να αξιοποιούν και να πολλαπλασιάζουν την μόχλευση των ιδιωτικών κεφαλαίων.

Παράλληλα, η Ε.Ε. με πρωτοβουλία της πρότεινε ένα σχέδιο δράσης για την οικοδόμηση μέχρι το 2019 της «Ένωσης Κεφαλαιαγορών - Capital Markets Union», των χρηματιστηριακών δηλαδή αγορών των 28 κρατών μελών της ΕΕ. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών έχει στόχο να παράσχει νέες πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, να μειώσει το κόστος της άντλησης κεφαλαίων, να αυξήσει τις επιλογές για τους αποταμιευτές σε ολόκληρη την Ε.Ε., την διευκόλυνση των διασυνοριακών επενδύσεων και να ελκύσει περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ε.Ε. να στηρίξει μακροπρόθεσμα σχέδια των επιχειρήσεων και τέλος να καταστήσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ σταθερότερο, ανθεκτικότερο και πιο ανταγωνιστικό.

Τα ομόλογα των εταιριών αυτή την εποχή είναι τα πιο σημαντικά χρηματοοικονομικά εργαλεία με σκοπό να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη της αναπτυξιακής στρατηγικής της Ε.Ε. Τα εταιρικά ομόλογα αποτελούν μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για τις εταιρίες. Σε εγχώριο αλλά και σε διεθνές επίπεδο αρκετές εταιρίες κινούνται πλέον στην αγορά εταιρικών ομολόγων για τον λόγο των περιορισμών που υπάρχουν στον τραπεζικό δανεισμό μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, την κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωζώνη καθώς και την περίοδο αποπληθωρισμού και χαμηλών επιτοκίων στην οποία έχει εισέλθει η παγκόσμια οικονομία. Πιο συγκεκριμένα στην Ελλάδα, όπου χρειάζεται πλέον η απομόχλευση του τραπεζικού συστήματος, υπάρχει πρόσθετη ανάγκη για άντληση κεφαλαίων για τις εταιρίες ειδικότερα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν την βάση της ελληνικής οικονομίας, και από άλλες πηγές εκτός τραπεζικού δανεισμού. Επίσης τα εταιρικά ομόλογα αποτελούν έναν διαφορετικό τρόπο άντλησης κεφαλαίων σε σχέση με αυτό της άντλησης ιδίων κεφαλαίων μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και έκδοσης νέων μετοχών και δίνουν μία διέξοδο στην προσπάθεια εύρεσης κεφαλαίων, για τις εταιρίες που θα είναι καταλληλότερη αυτή η εναλλακτική για τη συγκρότηση μιας πιο αποτελεσματικής κεφαλαιακής δομής.

Η χρηματοδότηση μέσω εταιρικών ομολόγων μπορεί προσφέρει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα για τις εταιρείες αλλά και τους επενδυτές. Η άντληση κεφαλαίων μέσω των ομολογιακών εκδόσεων αποτελούν δανειακά κεφάλαια, τα οποία αν συνδυαστούν με τον δάνεια μέσω τραπεζής αποτελούν τη δεξαμενή κεφαλαίων που μπορούν να χρησιμοποιηθούν και να μοχλεύσουν τα ίδια κεφάλαια κάθε εταιρείας με σκοπό την ανάπτυξη αλλά και επέκταση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, τα κεφάλαια αυτά έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν για την αναδιάρθρωση του δανεισμού μιας επιχείρησης και την αναχρηματοδότηση των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων προς τις τράπεζες με σκοπό τον καλύτερο προγραμματισμό των ταμειακών της ροών και τη βελτίωση των όρων που έχουν τα δάνεια τους.

Επιπρόσθετα, η έκδοση εταιρικών ομολόγων κατέχει μία σειρά από πλεονεκτήματα για τους επενδυτές που θα συμμετάσχουν, τα οποία βρίσκονται στην προσφορά μιας ακόμα επενδυτικής πρότασης, που μεγαλώνει τη διασπορά χαρτοφυλακίου του εκάστοτε επενδυτή, και δεν απαιτεί μετοχική σχέση με την επιχείρηση και που προσφέρει αποδόσεις που μπορούν, σταθμισμένες με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, να προκαλέσουν το ενδιαφέρον. Κλείνοντας η είσπραξη ταμειακής ροής σε τακτά χρονικά διαστήματα ολοκληρώνει τα χαρακτηριστικά που μπορούν να προσελκύσουν ποικίλες ομάδες επενδυτών – εγχώριους, αλλοδαπούς, θεσμικούς και ιδιώτες. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι στην πλειοψηφία των ευρωπαϊκών χωρών λειτουργούν επιτυχώς οργανωμένες δευτερογενείς χρηματιστηριακές αγορές για εταιρικά ομόλογα, φανερώνοντας την τάση για στροφή του ενδιαφέροντος στη χρηματοδότηση μέσω δανειακών εκδόσεων.

### 1.3 Χρηματιστηριακή αγορά

Ένας επιπλέον τρόπος με τον οποίο να αντλήσουν κεφάλαια οι εταιρίες είναι η εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά. Έτσι λοιπόν μέσω μιας οργανωμένης αγοράς (χρηματιστηριακή αγορά) κάθε μέρα εκτελούνται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές. Η αγορά αυτή πραγματεύεται συναλλαγές που οι οποίες σχετίζονται με μετοχές, δικαιώματα προτίμησης καθώς και χρεόγραφα δημοσίου και εταιριών. Οι επενδυτές σύμφωνα με τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης διαμορφώνουν και καθορίζουν κατά αποκλειστικότητα τις τιμές του συναντάμε στους πίνακες του χρηματιστηρίου. Θα δούμε όμως και μία σειρά από παράγοντες που πρέπει μία επιχείρηση να λάβει υπόψη της πριν πάρει την απόφαση να μπει στην χρηματιστηριακή αγορά :

- Μέγεθος και έσοδα της εταιρίας (θα πρέπει να είναι επαρκή ώστε να διασφαλίζουν την δυνατότητα εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο).
- Συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.
- Ανάγκες και επιθυμίες ιδιοκτητών της εκάστοτε εταιρίας.
- Οι ανάγκες που έχει η εταιρία για άντληση κεφαλαίου.

Κατά πλειοψηφία δεν θεωρείται η πιο διαδεδομένη πηγή άντλησης κεφαλαίων για την χρηματοδότηση της εταιρίας τους, και αυτό γιατί επικρατεί η άποψη ότι με την εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο υπάρχει κάποια απώλεια του ελέγχου της από τους ιδιοκτήτες της. Παρά το γεγονός αυτό τα τελευταία χρόνια η χρηματιστηριακή αγορά δείχνει να είναι η πιο γρήγορα αναπτυσσόμενη μέθοδος χρηματοδότησης καθώς η άμεση έκδοση μετοχών για μία εταιρία που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο είναι μια ευνοϊκή διέξοδος ώστε να μπορέσει να αντλήσει κεφάλαια την επένδυση της χωρίς να κατέχει το βάρος ενός εξωτερικού χρέους. Γι' αυτούς τους λόγους η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί



μοχλό ανάπτυξης για τις οικονομίες καθώς καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη των επενδύσεων.

Ο διαχωρισμός των χρηματιστηριακών αγορών γίνεται ανάλογα με το χρόνο λήξης των απαιτήσεων, που διαπραγματεύονται σε αυτές. Η διάκριση των χρηματιστηριακών αγορών γίνεται όπως θα σας παραθέσουμε παρακάτω:

- Χρηματαγορές: στις αγορές αυτές διαπραγματεύονται αξιόγραφα που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος. Η ημερομηνία λήξης αυτών των αξιόγραφων είναι μικρότερη του έτους. Επιπλέον χαρακτηριστικά των συγκεκριμένων αξιόγραφων είναι τα χαμηλά επίπεδα κινδύνου, οι μεγάλες ονομαστικές αξίες και η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης τους (γραμμάτια δημοσίου, διατραπεζικά κεφάλαια, πιστοποιητικά καταθέσεων κα.)
- Αγορές κεφαλαίου: σε αυτές τις αγορές τα αξιόγραφα αφορούν στη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων επί πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Τα αξιόγραφα έχουν διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους και αφορούν στις αγορές μετοχικών ή δανειακών τίτλων.
- Αγορές αντιστάθμισης κινδύνου: τα αξιόγραφα που διοχετεύονται στις αγορές αντιστάθμισης κινδύνου έχουν την ικανότητα να μειώνουν τον κίνδυνο δημιουργίας αρνητικής καθαρής θέσης επειδή μπορούν να μετατρέπουν την τιμή στα στοιχεία του ενεργητικού ή του παθητικού των επιχειρήσεων που συμμετέχουν.

Τώρα λοιπόν θα σας παραθέσουμε μερικά από τα κύρια πλεονεκτήματα της εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο και την άντληση κεφαλαίων από αυτό. Ξεκινώντας, όπως αναφέραμε και παραπάνω το χρηματιστήριο είναι ένα μέσο άντλησης κεφαλαίων για την χρηματοδότηση επενδύσεων ενώ ταυτόχρονα είναι και ευνοϊκότερος τρόπος καθώς είναι πολύ πιο ασφαλής από τους πιο συμβατικές μεθόδους άντλησης κεφαλαίων όπως η δανειοδότηση από ένα τραπεζικό ίδρυμα. Επιπλέον υπάρχει και μια εξασφάλιση των απαραίτητων εφοδίων με σκοπό να

αναπτυχθούν παραπάνω οι εταιρίες καθώς και η ευχέρεια ενδυνάμωσης τους. Επιπρόσθετα με την δυνατότητα εισαγωγής μίας εταιρίας στη χρηματιστηριακή αγορά και με την απελευθέρωση των επιτοκίων και την άρση των περιορισμών στην διακίνηση κεφαλαίων υπάρχει η δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια που άντλησαν από τις χρηματιστηριακές αγορές και εκτός χώρας. Όπως κατανοητό πλέον με την εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο οι πιθανότητες επιτυχίας και των στόχων εκτός χώρας μιας εταιρίας αυξάνονται δραματικά, επειδή εκτός όλων των άλλων που αναφέραμε υπάρχει σημαντική εταιρική εξύψωση του εταιρικού της προφίλ. Ένα ακόμα πολύ ενδιαφέρον πλεονέκτημα των εισηγμένων εταιριών είναι και η δυνατότητα που έχουν ναπραγματεύονται συγχωνεύσεις και εξαγορές άλλων εταιριών που είναι και αυτές εισηγμένες στο χρηματιστήριο και να έχουν σαν αποτέλεσμα μεγάλα κέρδη από τις συνεργασίες αυτές.

Από την άλλη πλευρά όμως υπάρχουν και αρκετά μειονεκτήματα για τις εισηγμένες εταιρίες. Ξεκινώντας την διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρίας στην χρηματιστηριακή αγορά θα πρέπει να σταθούμε στα κόστη εισαγωγής τα οποία αναλαμβάνει η εκάστοτε εταιρία και αυτά δεν είναι άλλα από αμοιβές σε δικηγόρους, λογιστές, αναδόχους κτλ. Που χρειάζονται για να προετοιμάσουν τις δημόσιες προτάσεις, κάποιες επιπλέον χρεώσεις είναι η αμοιβή του χρηματιστηρίου όπως αυτή ορίζεται από του ισχύοντες κανονισμούς (αίτηση για εγγραφή νέας έκδοσης, ετήσια εισφορά και την χρέωση για την αρχική εγγραφή). Επιπλέον θα αναφέρουμε την αποκάλυψη πληροφοριών όπως ανακοίνωση σημαντικών αποφάσεων, ισολογισμούς και άλλα οικονομικά στοιχεία καθώς αναλαμβάνουν και όλα τα επιπλέον έξοδα για την συλλογή αυτών των πληροφοριών, για την παραπάνω υποχρέωση δεσμεύονται από τον Νόμο και τους κανονισμούς που διέπουν το χρηματιστήριο. Στο σημείο αυτό θα σταθούμε σε κάτι που αναφέραμε και προηγουμένως και αυτό είναι η απώλεια ελέγχου και η αλλαγή της δομής της εταιρίας ύστερα από την εισαγωγή της στις χρηματιστηριακές αγορές, για παράδειγμα ενώ μέχρι πριν ο ιδιοκτήτης της εταιρίας είχε τον απόλυτο έλεγχο για όλες τις αποφάσεις χωρίς να πρέπει για τις ενέργειες που έπραττε να δικαιολογείτε σε κανέναν, ενώ με την εισαγωγή της εταιρίας για να παρθεί οποιαδήποτε απόφαση θα πρέπει να συγκληθεί συμβούλιο των μετόχων σε τακτική συνέλευση.

Έτσι, λοιπόν ο ιδιοκτήτης θα πρέπει πλέον να λογοδοτεί για την κάθε του απόφαση στους μετόχους όπως επίσης θα πρέπει να εισακούει και να συμφωνεί και με τις αποφάσεις των υπολοίπων.

#### 1.4 Χρηματοδότηση μέσω αύξησης ιδίων κεφαλαίων

Σύμφωνα με τον (Αποστολόπουλος Ιωάννης, 2004) σε μια εταιρία η απόφαση για την πραγματοποίηση μιας εταιρικής μεταβολής λαμβάνεται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας και με την απαρτία που προβλέπεται από το Ν.2190/20 για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Στις περισσότερες περιπτώσεις η εταιρική μεταβολή συνεπάγεται και την έκδοση νέων μετοχών από την εισηγμένη εταιρία.

Στην περίπτωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, η εταιρία επιδιώκει την άντληση νέων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της εκδίδοντας νέες μετοχές στο ευρύ κοινό. Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου γίνεται συνήθως με δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετοχών. Από την άλλη πλευρά στην περίπτωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών, η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές οι οποίες διανέμονται υπέρ των παλαιών μετοχών. Εφαρμόζεται σε περιπτώσεις κεφαλαιοποίησης αποθεματικών υπέρ το άρτιο ή αποθεματικών από αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων στοιχείων της επιχείρησης ή κερδών εις νέον. Τώρα όταν έχουμε διάσπαση ονομαστικής αξίας της μετοχής (split) ή σύμπτυξη αριθμού μετοχών ( reversesplit) σε περιπτώσεις που η εταιρία κρίνει ότι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλή και κατ' επέκταση εμφανίζει μικρή εμπορευσιμότητα, μπορεί να προβεί σε διάσπαση της ονομαστικής αξίας της μετοχής (split). Η πρακτική διαδικασία είναι ότι αντικαθίστανται οι παλαιές μετοχές με πολλαπλάσιες νέες μετοχές και ταυτόχρονα, αναλογικά, μειώνεται η χρηματιστηριακή και η ονομαστική αξία της μετοχής. Σε περίπτωση που η εταιρία επιδιώκει να μειώσει τον αριθμό των

μετοχών που έχει σε κυκλοφορία, προχωρά σε σύμπτυξη του αριθμού των μετοχών της (reverse split). Η πρακτική διαδικασία είναι ότι αντικαθίστανται οι παλαιές μετοχές με υποπολλαπλάσιες νέες μετοχές και ταυτόχρονα, αναλογικά, αυξάνεται η χρηματιστηριακή και η ονομαστική αξία της μετοχής. Υπάρχει ακόμα και άλλη μία διαδικασία που ονομάζεται αντικατάσταση μετοχών, όταν η εισηγμένη εταιρεία τροποποιεί την κατηγορία μετοχών που διαθέτει (από κοινές σε προνομιούχες και αντίστροφα ή από ονομαστικές σε ανώνυμες και αντίστροφα) εκδίδει νέες μετοχές προς αντικατάσταση των παλαιών. Στην τελευταία περίπτωση ο συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρίας δεν μεταβάλλεται.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

2.1 Ορισμός του Venture Capital, ιστορική αναδρομή, βασικά σημεία του θεσμού.

### Ορισμός

Όταν αναφερόμαστε στην έννοια Venture Capital ή σε ελληνική μετάφραση <<επιχειρηματικά κεφάλαια>> μιλάμε γενικά για την συμμετοχή μιας ανεξάρτητης εταιρίας, ενός χρηματοδοτικού φορέα ή κάποιου ειδικού τμήματος χρηματοδοτικού οργανισμού, στο εταιρικό κεφάλαιο μιας εταιρίας που αναλαμβάνει επενδυτικές πρωτοβουλίες τις οποίες χαρακτηρίζει ως υψηλού κινδύνου, κυρίως υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας.

Ειδικότερα, η επενδυτική εταιρία προσφέρει κεφάλαια με κίνδυνο έχοντας και η ίδια συμμετοχή στην μετοχική σύνθεση της εκάστοτε εταιρίας, ταυτόχρονα όμως η επενδυτική εταιρία λαμβάνει την υποχρέωση να παρέχει συμβουλευτική υποστήριξη στην επιχείρηση στον τεχνικό τομέα, οργανωτικό, εμπορικό καθώς και στον χρηματοδοτικό τομέα. Η έννοια αυτή μοιάζει με την έννοια των ιδίων κεφαλαίων (equity) των εταιριών, όπου συμπεριλαμβάνει το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά. Η άντληση κεφαλαίων με την διαδικασία των venture capital είναι διαφορετική από την δανειακή χρηματοδότηση διότι η επενδυτική εταιρία έχει συμμετοχή στον κίνδυνο όπως και η ίδια η επιχείρηση και δεν ζητούνται σε γενικές γραμμές κάποιες εξασφαλίσεις. Η επενδυτική εταιρία venture capital έχει ως στόχο την πραγματοποίηση κερδών ή μερισμάτων ή και το πιο συνηθισμένο σε μακροχρόνιες αποδόσεις επί του κεφαλαίου με την μορφή κερδών από την αύξηση των τιμών των μετοχών. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις από το αρχικό στάδιο δημιουργίας έως την πλήρη ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Επιχειρήσεις, οι οποίες πραγματοποιούν σε μεταγενέστερη φάση κάποια επέκταση, μπορεί να τους χορηγηθεί επιχειρηματικό κεφάλαιο το οποίο

φέρει το όνομα αναπτυξιακό κεφάλαιο (developmentcapital) και είναι μια ειδική μορφή καινοτομικού κεφαλαίου.

Πιο συγκεκριμένα, στο καινοτομικό κεφάλαιο θα δούμε μια ακόμα διάσταση κινδύνου που πηγάζει ή από την προσπάθεια εισαγωγής μιας νέας τεχνολογίας ή από την δραστηριοποίηση της εταιρίας σε κάποια αγορά που ακόμα δεν είναι σαφώς προσδιορισμένη. Από την άλλη πλευρά, με το αναπτυξιακό κεφάλαιο αντλούν κεφάλαια υπάρχουσες επιχειρήσεις καλά οργανωμένες και εν λειτουργία σε γνωστή αγορά που χρησιμοποιούν έγκυρη τεχνολογία και που έχουν ως σκοπό να κάνουν μια δυναμική επέκταση. Όμως, ώριμες και πιο μεγάλου μεγέθους εταιρίες για τη χρηματοδότηση των έργων τους χρησιμοποιούν ή την αυτοχρηματοδότηση ή την υψηλή πιστοληπτική τους ικανότητα.

Κλείνοντας, σε πολλές περιπτώσεις στη θέση ο όρος venture capital ταυτίζεται με τον όρο risk capital , ο οποίος, έχει την πιο γενική έννοια και συμπεριλαμβάνει κάθε μορφή χρηματοδότησης που εμπεριέχει κάποιο κίνδυνο. Άρα, οι εταιρίες venture capital :

- Χρηματοδοτούν νέες και γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες.
- Αγοράζουν μετοχές της εταιρίας έναντι των κεφαλαίων που εισφέρουν.
- Βοηθούν στην εξέλιξη νέων προϊόντων ή ακόμα και υπηρεσιών.
- Αυξάνουν την αξία της επιχείρησης μέσω της ενεργητικής τους συμμετοχής.
- Αναλαμβάνουν υψηλότερους κινδύνους με στόχο υψηλότερες αποδόσεις.
- Έχουν μακροχρόνιο προσανατολισμό στην επένδυση.

### Ιστορική αναδρομή

Οι εταιρίες Venture Capital δεν είναι μία καινοτομία που έκαναν την εμφάνιση τους ξαφνικά στην Ευρώπη και στην Αμερική τα τελευταία έτη. Η συνεργασία ανάμεσα σε ένα άτομο με μια ιδέα ή μια τεχνολογία και του επιχειρηματία ο οποίος χρηματοδοτεί (νομικά εκφράζεται με τις εταιρίες περιορισμένης ευθύνης), άρχισε ήδη να εμφανίζεται από το 15<sup>ο</sup> αιώνα με την

χρηματοδότηση από πλούσιους ιδιώτες ή από ευγενείς εμπορικών εταιριών, οι οποίες ρύθμιζαν το εμπόριο στην Ινδία και την Άπω Ανατολή. Το 18<sup>ο</sup> και το 19<sup>ο</sup> αιώνα, εταιρίες venture capital δημιουργήθηκαν για την πραγματοποίηση επενδύσεων που απαιτούσαν τεράστια κεφάλαια και ενέκλειαν υψηλό κίνδυνο, όπως π.χ. η διάνοιξη της διώρυγας του Σουέζ, της Κορίνθου ή η κατασκευή σιδηροδρομικών γραμμών στην Β. Αμερική. Με τη σημερινή του μορφή το venture capital εμφανίστηκε στη δεκαετία του 1930, αλλά η εκπληκτική του ανάπτυξη σημειώθηκε στις ΗΠΑ μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970.

Οι εκπληκτικές αποδόσεις ορισμένων επενδύσεων σε τομείς προηγμένης τεχνολογίας προσέλκυσαν χρηματοδοτικούς οργανισμούς και κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία και τράπεζες στη συγκέντρωση venture capital στο οποίο, οι προσδοκίες των επενδυτών ήταν η επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων από ότι στο χρηματιστήριο. Σήμερα, παρά την αποτυχία αρκετών εταιριών venture capital, με συνέπεια τη μείωση των τιμών των μετοχών του κλάδου, η προσφορά venture capital εξακολουθεί να είναι ισχυρή. Ο κλάδος έχει σαφώς κυκλικές διακυμάνσεις. Τα διαθέσιμα κεφάλαια για venture στις ΗΠΑ το 2002 πλησίασαν τα 30 δις. Ευρώ, ενώ τα αντίστοιχα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης τα 27,6 δις. Ευρώ. Βέβαια, μόνο τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια σχετική σύγκλιση δεδομένου ότι τα αντίστοιχα κεφάλαια στις ΗΠΑ από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και μετά ήταν πολλαπλάσια των αντίστοιχων ευρωπαϊκών.

Ειδικότερα, στην ευρωπαϊκή αγορά αντλήθηκαν το 2002 venture capital και private equity συνολικά 27,6 δις. Ευρώ, 31% λιγότερα κεφάλαια απ' ότι το 2001 που άγγιζαν τα 40,0 δις. ευρώ, ενώ επενδύθηκαν 27,6 δις. ευρώ το 2002 και 24,3 δις. Ευρώ το 2001.

### Βασικές κατηγορίες επενδύσεων venture capital

Σύμφωνα με τον (Αποστολόπουλο Ιωάννη, 2004) η κατανομή κατά μορφή επένδυσης των καινοτομικών κεφαλαίων συμμετοχών (venture capital) διαχρονικά

μας οδηγεί στην επόμενη κατάταξη που συνδέεται άμεσα με τις φάσεις ανάπτυξης που ακολουθεί μια οικονομική μονάδα:

### **Πρωταρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση σποράς(seed capital)**

Έτσι ονομάζεται το απαιτούμενο κεφάλαιο για αρχική δημιουργία και δοκιμή αρχικής ιδέας ή ενός νέου προϊόντος( πιλοτική εφαρμογή).

Βασικά χαρακτηριστικά σε αυτό το στάδιο είναι τα εξής :

- Η επιχείρηση δεν έχει ακόμα δημιουργηθεί.
- Η δαπάνη για μάρκετινγκ δεν περιλαμβάνεται στη φάση αυτή.
- Η διάρκεια του σταδίου αυτού είναι μέχρι ενός (1) χρόνου.
- Τα απαιτούμενα επενδυμένα κεφάλαια είναι ενδεικτικά μέχρι 300.000 ευρώ.

Το ποσοστό αποτυχίας είναι 70% περίπου, δεδομένου ότι δεν έχει κατασκευασθεί ακόμη το πρωτότυπο, ούτε καν δοκιμαστικά, επομένως έχουμε υψηλό execution risk.

- **Αρχικό κεφάλαιο ή χρηματοδότηση εκκίνησης ( start-upfinance)**

Έτσι ονομάζεται το απαιτούμενο κεφάλαιο για την εκκίνηση, ανάπτυξη συγκεκριμένου προϊόντος ή υπηρεσίας. Απευθύνεται είτε σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στην διαδικασία της οργάνωσης, είτε σε επιχειρήσεις που δημιουργήθηκαν μέσα στον τελευταίο χρόνο, αλλά δεν έχουν πουλήσει ακόμη προϊόντα στην αγορά. Τα κεφάλαια εδώ χρησιμοποιούνται για την προετοιμασία του επιχειρηματικού σχεδίου, τη δαπάνη μάρκετινγκ και τα έξοδα ανάπτυξης του προϊόντος και η διάρκεια του σταδίου αυτού είναι μέχρι ένα χρόνο. Τα απαιτούμενα επενδυμένα κεφάλαια ενδεικτικά δεν ξεπερνούν το ποσό του 1.000.000 ευρώ. Εδώ, όπως και στην προηγούμενη φάση, υπάρχει υψηλός κίνδυνος. Το προϊόν έχει επιλεγεί, έχουν γίνει οι πιλοτικές εφαρμογές, δεν έχει όμως μπει στην αγορά, άρα δεν έχουν γίνει πωλήσεις. Ακόμα όμως και αν έχουν γίνει κάποιες πωλήσεις δεν έχει οργανωθεί δίκτυο πωλήσεων. Κατά συνέπεια υπάρχει σαφώς λιγότερο execution risk, ολόκληρο δε το market risk.



- **Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου ανάπτυξης (early – stage finance)**

Εδώ αναφερόμαστε στην χρηματοδότηση των προηγούμενων σταδίων (I και II) για να παραχθούν και να πωληθούν τα προϊόντα. Ουσιαστικά χρηματοδοτούνται τα απαραίτητα κεφάλαια κίνησης για να λειτουργήσει η επιχείρηση. Σε αυτή τη φάση οι επιχειρήσεις έχουν μηδενικά ή ελάχιστα έσοδα, εντούτοις, ενώ οι ταμειακές ροές και τα κέρδη είναι αρνητικά, υπάρχουν προοπτικές ανάπτυξης και προσδοκώμενα κέρδη.

- **Χρηματοδότηση ανάπτυξης ή επέκτασης(Development finance)**

Οι επενδύσεις σ' αυτή τη φάση κατευθύνονται σε επιχειρήσεις που λειτουργούν τουλάχιστον στο νεκρό τους σημείο και σχεδιάζουν κάποια επέκταση των δραστηριοτήτων τους συνήθως, είτε σε δυναμικότητα, είτε σε αγορά, ή για οποιοδήποτε λόγο. Αυτού του τύπου επενδύσεις χαρακτηρίζονται από σχετικά μικρό βαθμό κινδύνου, καθώς το κόστος σε αυτό το στάδιο είναι σχετικά μικρό και η επιχείρηση πλέον έχει κέρδη. Επομένως, σε σύγκριση με τα προηγούμενα στάδια εδώ οι αποδόσεις θα είναι μικρότερες. Η χρονική διάρκεια αυτής της περιόδου μπορεί να διαρκέσει περισσότερο από τους αρχικούς υπολογισμούς και θεωρείται πολύ κρίσιμη για την πορεία της επιχείρησης, παρόλα αυτά, οι περισσότεροι ventures επιλέγουν την συγκεκριμένη φάση για να επενδύσουν τα χρήματά τους.

- **Ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine finance ήbridging finance)**

Η ενδιάμεση αυτή χρηματοδότηση είναι ένας τρόπος μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης και απευθύνεται σε επιχειρήσεις οι οποίες προετοιμάζονται για εισαγωγή στο χρηματιστήριο μέσα στους επόμενους έξι μήνες ή ένα χρόνο. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ένας τύπος μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, οπότε και έχει μεγαλύτερη διάρκεια από ένα τυπικό δανεισμό, και λιγότερο μόνιμο χαρακτήρα από μετοχικό κεφάλαιο. (Plummer, 1987)

- **Κεφάλαιο εξαγοράς management, μέσα από την επιχείρηση(Management Buy-outs)**

Είναι κεφάλαια που κατευθύνονται στην εξαγορά ολόκληρης ή τμήματος της εταιρίας από ομάδα διευθυντικών στελεχών μέσα από την ίδια την επιχείρηση. Η επιθυμία γενικά για εξαγορά μιας εταιρίας από ομάδα διευθυντικών στελεχών της μπορεί να προκύψει από πολλούς λόγους , όπως π.χ. οι υπάρχοντες μέτοχοι λόγω έλλειψης διαδοχής ή ενδιαφέροντος να θέλουν να αποχωρήσουν ή επειδή οι υπάρχοντες μέτοχοι να διαφωνούν με τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης στον τρόπο περαιτέρω ανάπτυξης της εταιρίας. Σε μια τέτοια περίπτωση η εταιρία venture capital μπορεί να βοηθήσει την ομάδα των διευθυντικών στελεχών ώστε να πάρουν την ιδιοκτησία της εταιρίας αγοράζοντας με την βοήθεια της εταιρίας επιχειρηματικού κεφαλαίου από τους αρχικούς μετόχους της ένα τμήμα των μετοχών τους ή/και προεγγράφοντας τη μητρική εταιρία, συνήθως τράπεζα, για δάνειο προς την εν λόγω εταιρία. Από την άλλη πλευρά υπάρχει και το **κεφάλαιο εξαγοράς management εκτός επιχείρησης (Management Buy-ins)** το οποίο είναι τα κεφάλαια εκείνα που κατευθύνονται στην εξαγορά ολόκληρης ή τμήματος της εταιρίας από ομάδα διευθυντικών στελεχών εκτός επιχείρησης. Όπως και η χρηματοδότηση Management Buy-outs , έτσι και η Management Buy-ins απαιτεί μεγάλα ποσά χρηματοδότησης, και η αποπληρωμή της επένδυσης γίνεται είτε με μετρητά, είτε με διάθεση κάποιων περιουσιακών στοιχείων.

- **Μοχλευμένη εξαγορά (Leverage Buy-out)**

Η χρηματοδότηση αυτή αναφέρεται ως μοχλευμένη γιατί μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων τα οποία χρησιμοποιούνται για την εξαγορά, όπως αναφέραμε στα προηγούμενα, (τουλάχιστον 75%) προέρχονται από δανεισμό παρά από ίδια κεφάλαια. Πάντως, η μοχλευμένη εξαγορά χρησιμοποιείται περισσότερο για ώριμες εταιρίες με προβλέψιμες ταμειακές ροές, παρά για καινοτομικές και νεαρές επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο, όπως οι επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου. Διαπιστώνεται όμως ότι, η κακή χρηματιστηριακή συγκυρία, αλλά και η δυσπιστία η οποία χαρακτηρίζει την επενδυτική αγορά, οδηγούν τις εταιρίες venture capital να μετακινούν τα επενδυτικά τους ενδιαφέροντα προς

τα μετέπειτα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης (post-development stage) αποδεχόμενες πλέον την ανάληψη μόνο του κινδύνου της αγοράς (market risk) και όχι τεχνολογικού κινδύνου(technology risk) που εμφανίζεται ιδιαίτερα αυξημένος στα πρώτα στάδια ανάπτυξης μια επιχείρησης καινοτομικού χαρακτήρα.

- **Χρηματοδότηση αντικατάστασης(Replacement finance)**

Πρόκειται ίσως για την πιο σπάνια και πιο ασυνήθιστη μορφή επένδυσης η οποία αφορά τη χρηματοδότηση για την εξαγορά μεριδίου ενός απερχόμενου εταίρου από μία επιχείρηση. Στην συγκεκριμένη περίπτωση επιχειρηματίες αγοράζουν ήδη υπάρχουσών μετοχών με όλη αυτή την διαδικασία να έχει ως αποτέλεσμα τα funds να λάβουν ένα δικαίωμα μειοψηφίας. Αυτό το γεγονός είναι κάτι σύνηθες καθώς πολλές φορές θα προκύψει εξαγορά μεριδίων από επιχειρηματίες έτσι ώστε να διασφαλίσουν πιο πολλά πακέτα μετοχών.

- **Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (Turn around or rescue finance)**

Η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης αφορά τη χρηματοδότηση για εξαγορά και ανόρθωση μιας ζημιογόνου επιχείρησης. Επιχειρήσεις ζημιογόνες βρίσκονται στην “καμπή της κοιλάδας του θανάτου” (death valley curve). Πρακτικά, η επιχείρηση παρουσιάζει την σημαντικότερη χειροτέρευση των χρηματοοικονομικών μεγεθών της αμέσως πριν αρχίσει να παρουσιάζει σημεία ανάκαμψης και ανάπτυξης με οποιαδήποτε στοιχειώδη έστω και ελάχιστη παρέμβαση προς τη σωστή κατεύθυνση.

Είναι το κρίσιμο εκείνο επίπεδο στο οποίο η ικανότητα της επιχείρησης να βρει κεφάλαια ελαχιστοποιείται, ακριβώς τη χρονική στιγμή που χρειάζεται αυτά τα κεφάλαια περισσότερο από ποτέ. Στις περιπτώσεις αυτές, η επιχείρηση μπορεί ανά πάσα στιγμή να “πεθάνει”, αν οι χειρισμοί δεν είναι σωστοί ακριβείς και έγκαιροι ή

μπορεί να εξελιχθεί δυναμικά, αν η υποστήριξη που θα της δοθεί δεν είναι ενδεδειγμένη.

Τέλος σύμφωνα με τα στοιχεία της E.V.C.A., παρατηρούμε τα ποσοστά επένδυσης ανά κατηγορία, κατά το 2007, σε διεθνές επίπεδο. Οι τρεις πιο δημοφιλείς επενδύσεις σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα, είναι η Expansion με ποσοστό 34,9%, η Buyout με 27,2% και η Start Up με 27,5% ([www.evca.eu](http://www.evca.eu)).

**Εικόνα 1:** Ποσοστό επενδυμένων κεφαλαίων (2007)



Πηγή: EVCA Yearbook 2007 survey

### Μεθοδολογία χρηματοδότησης επιχειρήσεων

Μια εταιρία επιχειρηματικού κινδύνου δεν αγοράζει μετοχές από τους εκάστοτε μετόχους αλλά ενεργά συμμετάσχει μέσω της αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου, στο μετοχικό κεφάλαιο η εταιρία μπορεί να συμμετάσχει με

περισσότερους τρόπους με τους συνηθέστερους από αυτούς να είναι οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές, οι προνομιούχες μετατρέψιμες σε κοινές, οι προνομιούχες με σταθερό μέρος όπως επίσης και στην περίπτωση της μη ύπαρξης κερδών, κλείνοντας το δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές ή ακόμα και κοινό δάνειο σε συνδυασμό με την συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο.

Κατά μια πρόσφατη μεθοδολογία η οποία έχει ήδη εφαρμοσθεί με μεγάλη επιτυχία σε εταιρείες παροχής VC στις Η.Π.Α. και σε γαλλικές εταιρείες παροχής venture capital, οι δραστηριότητες των εταιρειών παροχής VC περιγράφονται σε πέντε φάσεις:

- η προέλευση των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση.
- η προεργασία, η εκτίμηση.
- η ολοκλήρωση του συμβολαίου.
- και οι μεταεπενδυτικές δραστηριότητες.

Πιο αναλυτικά:

- Η προέλευση των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση

Επειδή οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων ενεργούν μέσα σε ένα περιβάλλον όπου οι καλές περιπτώσεις εταιριών είναι σπάνιες, κάποια ενδεχόμενη συνεργασία με τους μάνατζερ των υπό χρηματοδότηση εταιριών γίνεται ή με δική τους πρωτοβουλία ή με μεσολάβηση άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών όπως για παράδειγμα εμπορικές τράπεζες, πιστωτικά ιδρύματα, σύμβουλοι επιχειρήσεων, επιχειρηματίες οι οποίοι έχουν από πριν συνάψει συνεργασίες με εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων.

- Η προεργασία

Οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων έχουν συνήθως να μελετήσουν ένα μεγάλο αριθμό προτάσεων για άντληση κεφαλαίων και μάλιστα με αρκετά μικρό

αριθμό εργαζομένων. Αναφέρεται ότι οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων δέχονται 130 με 1000 προτάσεις για χρηματοδότηση με μέσο όρο περίπου 450 ανά έτος. Κύριος σκοπός των εταιρειών αυτών είναι να χρηματοδοτήσουν τελικά ένα μικρό αριθμό εταιριών οι οποίες προσφέρουν και την καλύτερη απόδοση. Τα βασικότερα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη φάση αυτή είναι τα ακόλουθα: ο τομέας δραστηριότητας της επιχείρησης, το προϊόν της, το μέγεθός της, η γεωγραφική τοποθεσία της, η πολιτική επενδύσεών της και η ανταγωνιστική θέση της στην αγορά.

- Η εκτίμηση

Οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων κάνουν αξιολογήσεις στις επιχειρήσεις με βάση τις πληροφορίες ποιοτικές και ποσοτικές οι οποίες βρίσκονται μέσα στο business plan. Αυτή η αξιολόγηση στηρίζεται επίσης στην υποκειμενική κρίση που έχουν τα στελέχη των εταιρειών παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Κατά το τέλος της φάσης της εκτίμησης πρέπει να δημιουργηθεί ένα επιχειρησιακό μοντέλο το οποίο θα επιτρέπει την αυτόματη αξιολόγηση κάθε επιχείρησης που ζητά τη χρηματοδότηση της εταιρείας παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου. Από μελέτες που έχουν παρουσιαστεί έως τώρα τα κύρια κριτήρια όπου βοηθούν στην λήψη της απόφασης είναι τα ακόλουθα: η ομάδα των μάνατζερ της επιχείρησης (επαγγελματική εμπειρία, διοικητική μόρφωση, ποιότητα διοίκησης, ενδιαφέρον των μάνατζερ για την ανάπτυξη της επιχείρησης,...), η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση (εξέλιξη της αγοράς, ανταγωνιστική θέση πάνω στην αγορά, ανάγκες της αγοράς,...), το προϊόν της επιχείρησης, η στρατηγική μάρκετινγκ που ακολουθεί, οι χρηματοοικονομικές της επιδόσεις, και το μέγεθος της επένδυσης.

- Η ολοκλήρωση του συμβολαίου

Στην διάρκεια αυτής της φάσης πραγματοποιούνται κάποιες διαπραγματεύσεις ανάμεσα στην εταιρεία παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων και των μάνατζερ της

υπό χρηματοδότηση εταιρίας. Οι διαπραγματεύσεις αναφέρονται στο ποσό που θα επενδυθεί, στη μέθοδο χρηματοδότησης αλλά και στις ρήτρες ασφαλείας, κ.α.

Η πρόταση αυτή εισάγεται στο τελικό στάδιο όπου γίνεται η οριστικοποίηση, οι λεπτομέρειες της δομής και γίνεται η διαπραγμάτευση των νομικών εγγράφων. Μια επιπλέον εξίσου σημαντική πράξη είναι η υπογραφή της συμφωνίας διότι αποτελεί τον πυρήνα της συνεργασίας μεταξύ δύο πλευρών.

- Οι μεταεπενδυτικές δραστηριότητες

Όταν θα υπογραφεί το συμβόλαιο συνεργασίας ανάμεσα στους δύο εταίρους, οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων τροποποιούν το καταστατικό και από απλοί επενδυτές γίνονται ενεργοί συνεργάτες των εκάστοτε εταιριών. Έτσι, παρέχουν συμβουλές στους μάνατζερ των εταιριών σχετικά με την εξέλιξη των αγορών, τις στρατηγικές που πρέπει να εφαρμοστούν ώστε να αποκτηθούν νέα μερίδια αγορών. Η σημαντικότερη ανησυχία τους είναι να προστατεύσουν την επένδυση που έγινε και να προετοιμάσουν με ήπιο τρόπο την έξοδό τους από την εταιρία. Για το αυτό το λόγο, αρκετές φορές, οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων επεμβαίνουν στη διοίκηση της εταιρίας και μπορούν ακόμη να προτείνουν ένα νέο διοικητικό συμβούλιο όταν βέβαια το παλιό διοικητικό συμβούλιο θεωρείτε αναξιόπιστο.

Η διάρκεια της διαδικασίας αξιολόγησης των επιχειρήσεων μπορεί να είναι από έναν μέχρι και έξι μήνες ανάλογα με το προσωπικό που απασχολούν οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Συμπερασματικά, έχει ενδιαφέρον να αναφέρουμε ότι οι επενδυτικές πολιτικές των εταιριών παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων σε ότι αφορά τις τελικές επιλογές τους. Αναφέρεται ότι η πολιτική επενδύσεων των εταιριών αυτών ταυτίζεται με μία πυραμίδα, δηλαδή η βασική ιδέα είναι να συγκεντρώσουν ένα αρκετά μεγάλο όγκο προτάσεων, έτσι ώστε στο τέλος να μείνουν για χρηματοδότηση λίγες συμφέρουσες προτάσεις. Συγκεκριμένα για τη Γαλλία αναφέρεται ότι σε σύνολο

100 προτάσεων, τελικά μόνο 9 προτάσεις θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο μιας χρηματοδοτικής απόφασης.

### Παράγοντες που συνετέλεσαν στην γρήγορη εξάπλωση των εταιρειών venture capital.

Το venture capital είναι ένα χρηματοδοτικό εργαλείο που όπως αναφέραμε και νωρίτερα εμφανίστηκε στην δεκαετία του 1950 στις ΗΠΑ και αρκετά αργότερα, αλλά δυναμικά στην Μ. Βρετανία, καθώς και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Ειδικότερα, κατά την περίοδο 1993-2000 τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΚΕΣ) σημείωσαν μέσο ετήσιο ρυθμό επέκτασης 35% περίπου στις ευρωπαϊκές χώρες και στο τέλος του 2000 συμμετείχαν σε 14406 ευρωπαϊκές εταιρείες. Τους μεγαλύτερους ρυθμούς αύξησης έχουν οι συνεργασίες «καλλιέργειας» (seed capital) και έναρξης (startup) με 69% και 65% αντίστοιχα. Το venture capital αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς παγκοσμίως ενώ σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, οι εταιρείες που χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή χρηματοδότησης αναπτύσσονται ταχύτερα από τους ανταγωνιστές τους. Τα ΚΕΣ διευκολύνουν τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και ταυτόχρονα, παρέχουν υποστήριξη στον εκσυγχρονισμό των σε λειτουργία επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να συμβάλλουν στην επιχειρηματική και οικονομική ανάπτυξη και στην αύξηση της απασχόλησης. Στις ΗΠΑ το 4% των αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων δημιούργησαν το 70% των νέων θέσεων εργασίας ενώ στη Γαλλία οι χρηματοδοτούμενες με ΚΕΣ επιχειρήσεις αύξησαν κατά 40% τις πωλήσεις, 34% τις θέσεις εργασίας, 80% τις εξαγωγές και διπλασίασαν τις επενδύσεις τους σε μια πενταετία. Τα ΚΕΣ έχουν έντονη παρουσία σε επιχειρήσεις νέας τεχνολογίας και μεγάλη συμβολή στην δημιουργία συνθηκών της λεγόμενης «νέας οικονομίας». Τα μεγαλύτερα ΚΕΣ σήμερα λειτουργούν στις ΗΠΑ, Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία.

Ανάμεσα στους παράγοντες που συντέλεσαν στην γρήγορη εξάπλωση των εταιρειών καινοτομικού κεφαλαίου είναι:

α) το κενό που υπήρχε στην χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι επιχειρηματικές ιδέες χρειάζονται τεχνογνωσία, επιχειρηματικό σχέδιο, κεφάλαια



για την χρηματοδότησή τους και συνοδεύονται από επιχειρηματικό κίνδυνο. Τα ΚΕΣ διευκολύνουν κυρίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν συχνά επαρκή τεχνογνωσία και δεν χρηματοδοτούνται πρόθυμα από τις τράπεζες, οι οποίες δεν ενδιαφέρονται συνήθως για μακροπρόθεσμες χορηγήσεις και για πρωτοβουλία με υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο.

β) Το γεγονός ότι οι παροχές των ΚΕΣ σχεδιάζονται κατά περίπτωση, και προσφέροντας κατά περίπτωση. Αυτό σημαίνει ιδιαίτερη ενασχόληση με κάθε επιχείρηση ξεχωριστά, αφού μάλιστα τα ΚΕΣ συμμετέχουν με μετοχική βάση και αναλαμβάνουν μέρος του επιχειρηματικού κινδύνου.

γ) Τα φορολογικά κίνητρα που οι κυβερνήσεις έχουν θεσπίσει με σκοπό την υποστήριξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων από κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών.

δ) Η δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης μέσω ενός καλά αναπτυγμένων χρηματιστηρίου και ειδικότερα της ύπαρξης δευτερογενών αγορών μετοχών.

ε) Η ανάγκη χρηματοδότησης της εφαρμογής της νέας τεχνολογίας έτσι ώστε να αυξηθεί η παραγωγικότητα και να δημιουργηθούν νέα προϊόντα και νέες αγορές.

### Ο θεσμός του venture capital στην Ελλάδα

Ο θεσμός των VC έκανε την εμφάνισή του στην Ελλάδα με το Ν.1775/1988, για συγκεκριμένη εφαρμογή σε επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Ο νόμος αυτός αντικαταστάθηκε με το Ν. 2367/1995 ο οποίος εισήγαγε τον θεσμό «Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών» (ΕΚΕΣ). Σύμφωνα με το νέο πλαίσιο η ΕΚΕΣ μπορεί να συμμετέχει σε οποιαδήποτε εταιρεία και όχι μόνο σε εταιρείες που πραγματοποιούν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Εξαιρούνται σε κάθε περίπτωση οικοδομικές και κατασκευαστικές εταιρείες, κτηματικές, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών, τυχερών παιχνιδιών, αντιπροσωπειών και χρηματοπιστωτικών εργασιών (τράπεζες, ασφάλειες κ.λπ.), αθλητικά σωματεία καθώς και επιχειρήσεις Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης. Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) μπορούν:

- να ιδρύουν νέες επιχειρήσεις με τη μορφή ΑΕ ή ΕΠΕ για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
- να συμμετέχουν στο κεφάλαιο υφισταμένων επιχειρήσεων ΑΕ ή ΕΠΕ, σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου τους, για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
- να επενδύει σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές που εκδίδονται από εταιρείες οι μετοχές των οποίων δεν είναι εισαγμένες στο χρηματιστήριο.
- να παρέχουν εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις εταιρείες στις οποίες συμμετέχουν.
- να παρέχουν στις εν λόγω εταιρείες υπηρεσίες έρευνας αγοράς, ανάλυσης επενδυτικών σχεδίων κλπ. Με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000 ιδρύθηκε το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ ΑΕ) που χρηματοδοτεί σχήματα Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών, τα οποία με τη σειρά τους επενδύουν σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις νέας οικονομίας (τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής, ηλεκτρονικού εμπορίου, βιοτεχνολογίας, νέων υλικών κ.λπ.) στα πρώιμα στάδια ανάπτυξης. Το ΤΑΝΕΟ εντάσσεται στις δράσεις για τη μετάβαση στην κοινωνία της πληροφορίας και αποσκοπεί στην εξεύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή της νέας οικονομίας στην Ελλάδα. Το ποσοστό χρηματοδότησης του ΤΑΝΕΟ σε κάποιο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 49,9% του συνολικού ποσού που πρόκειται να επενδυθεί. Επίσης, το μέγιστο συνολικό ποσό που μπορεί να επενδυθεί σε μια επιχείρηση από το ΤΑΝΕΟ και ένα venture capital δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 3 εκατ. ευρώ, με τον πρόσθετο περιορισμό ότι το μέγιστο ποσό που θα εκταμιεύεται ανά εξάμηνο δεν θα ξεπερνάει το 1 εκατ. ευρώ. Έτσι εξασφαλίζεται ότι: α) οι επιχειρήσεις που θα χρηματοδοτηθούν θα είναι αποκλειστικά μικρομεσαίου μεγέθους και β) ότι θα υπάρχει εποπτεία του βαθμού υλοποίησης των στόχων που έχουν τεθεί.

Οι απογοητευτικές για τη νέα οικονομία διεθνές εξελίξεις αλλά και η αριθμητική υπεροχή των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία οδηγούν σε τροποποίηση της αρχικής κατεύθυνσης. Έτσι κριτήριο των εξεταστών υπό επένδυση περιπτώσεων είναι η καινοτομία από όπου και αν προέρχεται δηλαδή

και από επιχειρήσεις που, αν και εντάσσονται στην παραδοσιακή οικονομία, αξιοποιούν την τεχνολογία με πρωτοποριακό τρόπο.

Η λειτουργία του TANEΟ συνδέεται άμεσα με την καθιέρωση του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ) που έχει σκοπό την επένδυση σε συμμετοχές. Το ΑΚΕΣ είναι αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου, η λειτουργία του οποίου βασίζεται στις διατάξεις του νόμου 2992/2002. Τα κεφάλαια αυτά διαχειρίζονται εταιρείες που έχουν ως σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ.

Το κεφάλαιο ΑΚΕΣ επενδύεται κατά προτίμηση σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους κατ' εξοχήν τομείς της νέας οικονομίας (πληροφορική, τηλεπικοινωνίες, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά κ.λπ.), αλλά και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές νέων τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία. Τα ΑΚΕΣ δεν θα φορολογούνται ως οργανισμοί, αλλά η φορολογία τους θα ασκείται μόνο στα εισοδήματα των μετόχων που συμμετέχουν σ' αυτά.

**Πίνακας 1:**Εταιρίες Venture Capital στην Ελλάδα

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ</b>	
<b>Εταιρεία</b>	<b>Ηλεκτρονική Διεύθυνση</b>
ALPHA VENTURES	<a href="http://www.alpha.gr">www.alpha.gr</a>
GLOBAL FINANCE	<a href="http://www.globalfinance.gr">www.globalfinance.gr</a>
Hellenic Business Development & Investment Co. Sa	<a href="http://www.bhpcapital.com">www.bhpcapital.com</a>
Commercial Capital	<a href="http://www.comcap.gr">www.comcap.gr</a>
Πληροφορική Εργασίας Eper SA	<a href="http://www.ergodata.gr">www.ergodata.gr</a>
AVC	<a href="http://www.altec.gr">www.altec.gr</a>
ULYSSES FINANCE SA ITHACA VENTURES	
Εθνική Αναπτυξιακή Β. Ελλάδος National Bank of Greece Venture Capital	<a href="http://www.nbgvc.gr">www.nbgvc.gr</a>
FINCO A.E	<a href="http://www.comcap.gr">www.comcap.gr</a>
ALPHA TRUST INVESTMENT SERVICES	<a href="http://www.alphatruster.gr">www.alphatruster.gr</a>
European Finance Associates (ASSOCIATE OFFICE ALTIUM CAPITAL)	
4E AE	
MILLENIUM VENTURE CAPITA	
VECTIS CAPITAL	
TELESIS INVESTMENT BANK	<a href="http://www.telesis.gr">www.telesis.gr</a>
PRIME BANK	<a href="http://www.piraeusbank.gr">www.piraeusbank.gr</a>
SHACOLAS GROUP LAMBOUSA VENTURE CAPITAL	
PARTHENON TRUST	
SETE Ventures	

Πηγή :[kee.ideke.edu.gr/?p=programs&cat=5&pr=36](http://kee.ideke.edu.gr/?p=programs&cat=5&pr=36)

## Διαδικασίες εξόδου από την επένδυση venture capital

Ένας σημαντικός παράγοντας στις επενδύσεις venture capital είναι ο χρόνος που μεσολαβεί μεταξύ της αρχικής επένδυσης και της αποδέσμευσης του κεφαλαίου. Σε αντίθεση με τις μετοχές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, η συγκεκριμένη επένδυση δεν χαρακτηρίζεται από την άμεση ρευστοποίηση. Η εταιρία venture capital βρίσκεται σε συνεχή συνεργασία και έχει και η ίδια άμεση συμμετοχή στον κίνδυνο άρα η έξοδος από την επένδυση venture capital 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. Η επένδυση venture capital έχει μειωμένη ρευστότητα, δεν μπορεί δηλαδή να απαιτήσει οποιαδήποτε στιγμή ο κεφαλαιούχος, τα επενδυμένα κεφάλαια πίσω. Η επένδυση πραγματοποιείται μόνο όταν πωλείται η χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή εισάγεται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.

Όμως χάνεται όταν η εταιρεία βρίσκεται υπό καθεστώς πτώχευσης ή αναγκαστικής ρευστοποίησης. Στόχος του συγκεκριμένου τύπου της επένδυσης είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης του, όταν αυτή μεγιστοποιήσει την αξία της μέσω του management, της εποπτείας της εταιρίας επιχειρηματικών κεφαλαίων κτλ. Αυτό συμβαίνει κατά κύριο λόγο 3 έως 7 έτη μετά από την αρχική χρηματοδότηση. Η αποδέσμευση, λοιπόν, των κεφαλαίων από την επένδυση γίνεται με έναν από τους παρακάτω τρόπους:

- Πώληση επιχείρησης σε τρίτο επενδυτή

Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την πώληση ολόκληρου του πακέτων μετοχών, έχοντας συμπεριλάβει και το πακέτο μετοχών του επενδυτή σε κάποιον τρίτο επενδυτή. Η εταιρία περνά στα χέρια ενός επενδυτή, και δεν υπάρχει διάθεση των

μετοχών στο ευρύ κοινό. Η έξοδος στην διαδικασία αυτή μπορεί να είναι συνολική ή μερική, στην περίπτωση της συνολικής ο επενδυτής παίρνει μετρητά ως αντάλλαγμα για τις μετοχές που παραχώρησε ή ακόμα και μετοχές της εταιρίας του τρίτου επενδυτή, οι οποίες είναι και άμεσα ρευστοποιήσιμες. Ενώ σπανιότερα ο επενδυτής λαμβάνει μετοχές της εταιρίας του τρίτου επενδυτή οι οποίες όμως δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες.

- Πώληση μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου

Η εταιρία όταν πραγματεύεται το IPO (Initial Public Offering) της, δηλαδή πουλήσει τις μετοχές της στο επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά, ο επενδυτής επιχειρηματικών κεφαλαίων έχει την ευχέρεια να πουλήσει τις μετοχές του στην πρωτογενή ή και στην δευτερογενή αγορά. Ο επενδυτής κρατάει τις μετοχές της εταιρίας και έπειτα συνεχίζει με την διάθεση και των δικών του στο κοινό, η διαδικασία αυτή μπορεί να είναι πλήρης ή και μερική. Σε περίπτωση που η πώληση των μετοχών της συγκεκριμένης επένδυσης σε χρονικό διάστημα μικρότερο του έτους, τότε αυτήν την έξοδο μπορούμε να την θεωρήσουμε πλήρη, εάν όμως το χρονικό διάστημα είναι μεγαλύτερο του έτους η έξοδος θεωρείται μερική. Λέμε ότι μια μετοχή πωλείται σε πρωτογενή αγορά μετοχών αν πουληθεί από τον αρχικό της κάτοχο ή την εκδότρια εταιρία σε κάποιον άλλο μέτοχο, ενώ σε δευτερογενή αγορά μετοχών αν για παράδειγμα αυτός ο μέτοχος την πουλήσει αργότερα σε κάποιον άλλο επενδυτή. Η πώληση μετοχών στην πρωτογενή αγορά θεωρείται ότι είναι η πιο συνηθισμένη μορφή αποδέσμευσης της ΕΚΕΣ από την επένδυση της.

- Επαναγορά μετοχών VC από την επιχείρηση

Στην περίπτωση αυτή η οποία είναι η πιο συνηθισμένη περίπτωση η εταιρία αφού πλέον έχει κερδίσει τα οφέλη τα οποία είχε σχεδιάσει από την χρηματοδότηση μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων, και εφόσον και ο επενδυτής

θελήσει να αποχωρήσει, με απόλυτη συνεργασία γίνεται εξαγορά του συνόλου των μετοχών VC από την επιχείρηση. Με την συγκεκριμένη διαδικασία το σύνολο του πακέτου των μετοχών της εταιρίας που επενδύει περνάει στα χέρια εκείνων που την διοικούν και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα ο επενδυτής venture capital να μην έχει καμία άμεση ή έμμεση εμπλοκή με την εταιρία.

- Διαγραφή επένδυσης

Εδώ θα παραθέσουμε μια περίπτωση εξόδου από την επιχείρηση όταν η απόδοση της επένδυσης δεν είναι αυτή που αναμενόταν αρχικά. Ο επενδυτής αποχωρεί από την επένδυση του δίχως να πουλήσει τις μετοχές που έχει στην ιδιοκτησία 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, συμβαίνει όταν λόγω χαμηλής απόδοσης της επένδυσης, η επιχείρηση VC εγκαταλείπει την υποστήριξη της επένδυσής της, έχοντας όμως στην κυριότητα της μετοχές της επιχείρησης. Στόχος λοιπόν του κάθε venture capitalist είναι να εξαργυρώσουν τα κέρδη τους μέσα σε διάστημα πέντε έως δέκα χρόνων από την έναρξη της επένδυσης τους. Κατά ένα μεγάλο ποσοστό οι αποδόσεις που αποκομίζουν οι venture capitalists υπερκαλύπτουν τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών ή ομολογιακών αγορών. Επικρατεί η άποψη ότι ένα αρκετά καλά διαχειριζόμενο venture capital μπορεί να αποφέρει αποδόσεις προ φόρων έως και 40%.

### Πλεονεκτήματα χρηματοδότης μέσω venture capital

- Από την εκπροσώπηση τους στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας που χρηματοδοτούν δίδουν στην εταιρεία και τον επιχειρηματία την εμπειρία και την γνώση τους σε ζητήματα διοίκησης, χρηματοοικονομικών, Marketing, διαδικασιών εισαγωγής στο χρηματιστήριο κλπ.

- Η συμμετοχή τους σε μια εταιρία της προσδίδει κύρος και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα διότι είναι γνωστό ότι η εταιρεία venture capital δεν ξεκινά την χρηματοδότηση αν αρχικά δεν βεβαιωθεί ότι η εταιρία διοικείται από μια αξιόλογη ομάδα και έχει σημαντικές πιθανότητες να πετύχει τους σκοπούς της.
- Είναι μια μορφή άντλησης κεφαλαίων στην οποία δεν είναι απαραίτητο ο "δανειζόμενος" να παρουσιάσει εξασφαλίσεις για την διασφάλιση του "δανειστή" σε αντίθεση με τον τραπεζικό δανεισμό, αντίθετα ο venture capitalist συμμετέχει στον κίνδυνο επενδύοντας τα κεφάλαια του ώστε να ισχυροποιήσει την εταιρεία.
- Ως ένα σημείο είναι συνέταιρος της επιχείρησης που χρηματοδοτεί σκοπεύοντας στην ανάπτυξη και την κερδοφορία της αλλά και η πλειοψηφία και ο έλεγχος της επιχείρησης δεν αποτελούν τον άμεσο στόχο αφού στοχεύει στην απόδοση των κεφαλαίων της και το κέρδος.
- Οι εταιρίες φαίνονται να έχουν μία καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση, αφού η χρηματοδότησή τους προέρχεται από κεφάλαια και όχι δανεισμό, παρουσιάζοντας έτσι σημαντικά καλύτερο δείκτη Υποχρεώσεων προς Κεφάλαια, από μια αντίστοιχη εταιρεία η οποία χρησιμοποιεί δάνεια για τη χρηματοδότησή της.

### Μειονεκτήματα χρηματοδότησης venture capital

- Οι εταιρείες venture capital σχεδόν πάντα επενδύουν ταυτόχρονα σε παραπάνω από μια εταιρείες ώστε να υπάρχει διασπορά του κινδύνου που αναλαμβάνουν αλλά και αθροιστικά κέρδη. Είναι πιθανόν αν κάποια εταιρεία που χρηματοδοτούν δεν αποδίδει ικανοποιητικά να ρίξουν την προσοχή τους στις υπόλοιπες πιο κερδοφόρες έτσι ώστε να παραμελήσουν την πιο αδύνατη.

- Εφόσον για την έγκριση και ανάληψη της χρηματοδότησης οι εταιρείες venture capital απαιτούν την παρουσίαση ενός λεπτομερούς business plan για την προς επένδυση επιχείρηση, είναι φανεροί οι κίνδυνοι διαρροής στρατηγικών πληροφοριών της εταιρείας προς τρίτους και ειδικά αν χρηματοδότηση αφορά επιχειρηματική ιδέα προς υλοποίηση ή εταιρεία προς ίδρυση.
- Ισχυρές πιέσεις και στοχοθετήσεις για γρήγορη ανάπτυξη από την πλευρά των venture capital προς τους μετόχους και τα στελέχη της νέας επιχείρησης μπορεί να υπερβεί τις δυνατότητες τους και τον υπάρχον προγραμματισμό.
- Μολονότι ο στόχος των εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι το κέρδος και όχι το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρίας, ανάλογα με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει μπορεί να παίξει ρόλο μετόχου στην λειτουργία της.

## 2.2 Ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine finance ή bridging finance)

### Ορισμός

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι μια εναλλακτική μορφή άντλησης κεφαλαίων και συμπεριλαμβάνεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου μετά από το κύριο χρέος, αλλά πριν από τις απλές μετοχές. Οι ονοματολογίες που δίνονται είναι αρκετές όπως εξασφαλισμένο ή και μη χρέος, δάνειο με δεύτερη υποθήκη, δάνειο με γραμμάτια και ομολογιακό δάνειο. Ακόμα το συγκεκριμένο είδος χρηματοδότησης έχει τη δυνατότητα να μετατραπεί σε απλές μετοχές, όμως δεν έχει την εξασφάλιση που προσφέρει η χρηματοδότηση με πρώτη υποθήκη.



## Γενικά χαρακτηριστικά

Οι χρηματοδοτήσεις με την μορφή mezzanine μας φανερώνουν χαρακτηριστικά τόσο δανείου όσο και ιδίων κεφαλαίων. Οι πιο κλασσικοί τύποι, αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι:

- Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, με κύρια χαρακτηριστικά ότι δίδονται χωρίς εγγυήσεις και έχουν κατά βάση σταθερό επιτόκιο.
- Τα συμμετοχικά δάνεια είναι μια μορφή κανονικών δανείων, αλλά η απόδοσή τους δεν διακρίνεται για την σταθερότητα τους αφού συγχέεται με το αποτέλεσμα της επιχείρησης.
- Η «αθόρυβη», εχέμυθη εταιρική συμμετοχή, μια μορφή που ταυτίζεται με αυτή του μετόχου, χωρίς όμως ο συμμετέχων να αναλαμβάνει οποιαδήποτε υποχρέωση που έχει ή θα έχει η εταιρία έναντι των πιστωτών της.
- Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο ή μετατρέψιμο δάνειο όπου οι ιδιοκτήτες τους εκτός από τον τόκο που λαμβάνουν έχουν την δυνατότητα να γίνουν και μέτοχοι της εταιρίας, όταν υπάρχει το δικαίωμα αγοράς μετοχών κατά την διάρκεια ή τη λήξη του ομολογιακού δανείου.
- Οι προνομιούχες μετοχές

Για τις ΜΜΕ<sup>1</sup> η άντληση των κεφαλαίων τους μέσω των «υβριδικών» αυτών μορφών μας δείχνει κάποια πλεονεκτήματα όπως π.χ. ότι η ΜΜΕ δεν παρέχει εγγυήσεις, ότι ο μικρομεσαίος διατηρεί ή μπορεί να διατηρήσει, με κατάλληλη σύμβαση, τον έλεγχο της εταιρίας του και ότι τα κεφάλαια αυτά έχουν κυρίως μέσο-μακροπρόθεσμη διάρκεια. Επειδή οι αποδόσεις των προϊόντων mezzanine είναι πιο υψηλές από αυτών των κλασσικών δανείων, αλλά μικρότερες από τις αποδόσεις που ζητούν οι ιδιώτες επενδυτές του Venture Capital, για να γίνουν τα προϊόντα πιο ελκυστικά για τους επενδυτές / ιδιώτες σε διάφορες χώρες (π.χ. Γερμανία, Ολλανδία) τα έσοδα από τους τόκους δεν φορολογούνται. Το σημαντικότερο

---

<sup>1</sup>Σύμφωνα με τον ορισμό της Ε.Ε. ορίζεται ως ΜΜΕ μια επιχείρηση που απασχολεί λιγότερο από 250 άτομα απασχολούμενους και ο ετήσιος κύκλος εργασιών της δεν ξεπερνά τα 50 εκατ. ευρώ . Ως μικρή επιχείρηση (ΜΕ) ορίζεται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζομένους και ο ετήσιος κύκλος εργασιών δεν ξεπερνά τα 10 εκατ. ευρώ, ενώ ως πολύ μικρή επιχείρηση (ΠΜΕ) ορίζεται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 10 εργαζόμενους, σε ετήσια βάση και ο ετήσιος κύκλος εργασιών δεν ξεπερνά τα 2 εκατ. ευρώ.

εμπόδιο όμως στην προώθηση των «υβριδικών» μορφών χρηματοδότησης δεν είναι τόσο το υψηλό σχετικά κόστος δανεισμού για τις MME όσο το γεγονός ότι οι περισσότερες από τις μορφές αυτές χρηματοδότησης απαιτούν βαθμολόγηση (rating) των MME και ένα σχετικά υψηλό ποσό δανείου, χωρίς να παραγνωρίζεται και η δυσκολία εξόδου από μια MME. Συγκεκριμένα στη Γερμανία, όπου έχει αναπτυχθεί περισσότερο σε σχέση με τα άλλα κράτη-μέλη της Ε.Ε., η χρηματοδότηση mezzanine, αγορά - στόχο αποτελούσαν μέχρι πρόσφατα οι MME με βαθμολόγηση (rating) BBB+ και άνω, ενώ το «υβριδικό δάνειο» ήταν μεγαλύτερο ή ίσο των 2 εκατ. ευρώ. Επειδή όμως η συντριπτική πλειοψηφία των MME είτε δεν βαθμολογείται είτε διαθέτει rating πολύ χαμηλότερο, τελευταία έγινε μια στροφή προς MME με rating BBB και κάτω και για ποσά μικρότερα των 2 εκατ. ευρώ. Παράλληλα για την προώθηση αυτών των προϊόντων η ΕΤΕπ θα χορηγήσει για την περίοδο 2007-2013 ένα (1) δισ. ευρώ στο ΕΤΑΕ για να προωθηθούν προγράμματα mezzanine υπέρ των MME στα κράτη-μέλη της Ε.Ε. και κυρίως για περιπτώσεις μεταβίβασης MME, ανάπτυξης MME, καινοτόμων MME κ.λπ. Μέσω των προγραμμάτων Ανταγωνιστικότητας και Καινοτομίας 2007-2013 του ΕΤΑΕ θα δίνονται, μεταξύ άλλων, εγγυήσεις / αντεγγυήσεις σε ειδικά Ταμεία Συμμετοχών (equity or quasi equity fund) ή Ταμεία Mezzanine, που επενδύουν σε MME. Για να προωθηθούν προγράμματα υπέρ των MME με την μορφή «υβριδικών δανείων» και για να ξεπεραστούν ορισμένα αλλά βασικά προβλήματα της υβριδικής χρηματοδότησης MME (χαμηλή βαθμολόγηση / rating MME και υψηλό κόστος δανεισμού, χαμηλό σχετικά ύψος αιτούμενου ποσού υβριδικού δανείου και υψηλό διαχειριστικό κόστος για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, έλλειψη εξασφαλίσεων) ορισμένες χώρες (π.χ. Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Αυστρία, Σουηδία) συμμετέχουν ενεργά, υλοποιώντας και στηρίζοντας ειδικά προγράμματα και / ή δημιουργώντας ειδικά Ταμεία ή Οργανισμούς περιφερειακής ή εθνικής εμβέλειας. Για παράδειγμα :

- Στην Ολλανδία για να μειωθεί το κόστος των υβριδικών δανείων υπάρχει κρατική στήριξη μέσω της Rabobank Eindhoven-Veldhoven.
- στην Αυστρία μέσω της κρατικής Τράπεζας AWS δίνονται εγγυήσεις σε διάφορες μορφές «υβριδικών δανείων».

- στη Γερμανία για να μειωθεί αισθητά το κόστος των υβριδικών δανείων και συγχρόνως να μειωθεί το ποσό των δανείων αυτών στο ύψος που επιθυμεί η ΜΜΕ έχουν δημιουργηθεί ειδικά προγράμματα από το όμιλο KFW και από την δημόσια, περιφερειακή Τράπεζα NRW.
- στην Γαλλία, υλοποιούνται προγράμματα «υβριδικών δανείων» με σκοπό την μόχλευση ιδιωτικών κεφαλαίων υπέρ ΜΜΕ και την προώθηση ειδικών επενδύσεων (π.χ. εξοικονόμηση ενέργειας, ανανεώσιμες πηγές ενέργειας).
- στην Σουηδία αναλαμβάνεται ο κίνδυνος για υβριδικές μορφές χρηματοδότησης από την κρατική εταιρεία Almi με σκοπό την υποβοήθηση νεοσύστατων ΜΜΕ ή ΜΜΕ με χαμηλή βαθμολόγηση καθώς και τη μόχλευση ιδιωτικών κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές διαπιστώνεται ότι: 1. στην περίπτωση που η μορφή της υβριδικής χρηματοδότησης προσομοιάζει με τραπεζικό δάνειο τότε δεν απαιτούνται εξασφαλίσεις αλλά ένα «υψηλό» επιτόκιο αντισταθμίζει τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. 2. στην περίπτωση που η μορφή της υβριδικής χρηματοδότησης μοιάζει με αυτή και των ιδίων κεφαλαίων τότε η απόδοση της εξαρτάται κυρίως από την αποτελεσματικότητα και την κερδοφορία της ΜΜΕ. (ΙΜΕ, ΓΣΕΒΕΕ 2011)

### 2.3 Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring)

#### Ορισμός

Το factoring (πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων) είναι ένα σύμπλεγμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι οποίες καλύπτουν υποχρεώσεις επταριών που πωλούν προϊόντα ή παρέχουν υπηρεσίες με βραχυπρόθεσμη πίστωση σε πελάτες με επαναληπτική κατά βάση αγοραστική συμπεριφορά.

Η ελληνική απόδοση του όρου είναι:

- Ανάλυση της είσπραξης απαιτήσεων τρίτων
- Αναδοχή είσπραξης εμπορευμάτων απαιτήσεων, ή ποιο γνωστά

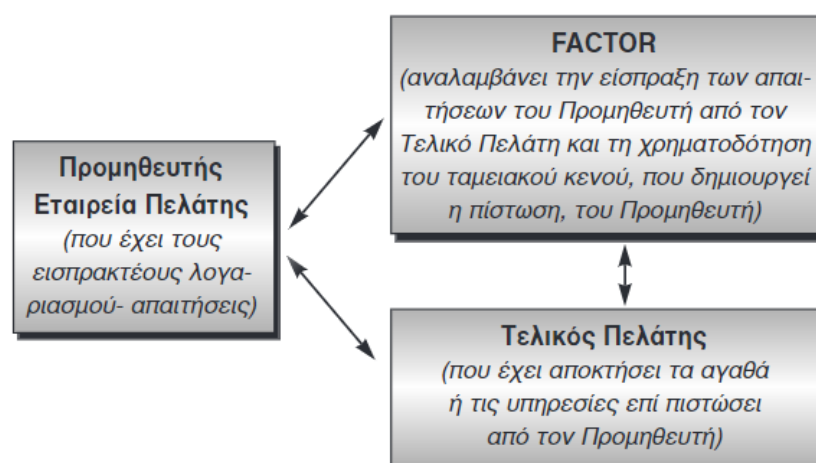
- Σύμβαση Πρακτορείας (ή Πρακτόρευσης) και χρηματοδότησης επιχειρηματικών απαιτήσεων.

Στα πλαίσια μιας σύμβασης factoring, μια εταιρία μπορεί να αναλάβει τόσο τη διαχείριση των απαιτήσεων που δημιουργούνται από τις πωλήσεις με εμπορική πίστωση, όσο και τη χρηματοδότηση του ταμειακού κύκλου της εταιρίας που πουλά με πίστωση.

### Υπηρεσίες factoring

Η πρακτορεία είναι μια χρηματοδοτική διαδικασία βάση της οποίας μια εταιρία αξιοποιεί τους εισπρακτέους λογαριασμούς για να εξασφαλίσει βραχυπρόθεσμη άντληση κεφαλαίων. Η Πρακτόρευση επιχειρηματικών Απαιτήσεων, αποτελεί μια τριμερή σχέση ανάμεσα σε έναν Πράκτορα, μια εταιρία που πουλά προϊόντα με εμπορική πίστωση (Προμηθευτής, εταιρία πελάτης) και τον αγοραστή προϊόντων ή υπηρεσιών του προμηθευτή (Τελικός Πελάτης). Ο προμηθευτής είναι κατ' ουσία η εταιρία πελάτης του πράκτορα (Factor), ενώ ο Οφειλέτης είναι ο πελάτης του Προμηθευτή.

**Εικόνα 2:** Διαδικασία μίας τυπικής συναλλαγής factoring



Πηγή: Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων (Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Δράκος Α.Αθανάσιος)

Το factoring είναι ένα σύνθετο χρηματοοικονομικό προϊόν, αποτελούμενο από μια δέσμη τριών διαφορετικών υπηρεσιών:

- I. **Διαχείριση** των εκχωρούμενων από τον Προμηθευτή απαιτήσεων, η οποία περιλαμβάνει τη λογιστική καταχώρηση των τιμολογίων (χρεωστικών και πιστωτικών), την τήρηση λογιστικών καρτελών ανά Οφειλέτη και Προμηθευτή,
- II. **Είσπραξη** των εκχωρούμενων απαιτήσεων από τους Οφειλέτες και μέριμνα για την έγκαιρη εξόφληση τους, παροχή πληροφόρησης στον Προμηθευτή για του, η οποία αφορά στην οικονομική τους κατάσταση, τη συναλλακτική τους συμπεριφορά, την ύπαρξη ή μη δυσμενών απαιτήσεων, συνήθως σε συνεργασία με ασφαλιστική εταιρία.
- III. **Χρηματοδότηση** του Προμηθευτή, η οποία προκύπτει ως ποσοστό επί των εκχωρούμενων απαιτήσεων.

### Πλεονεκτήματα του factoring

Πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης που εξασφαλίζεται με απαιτήσεις θεωρούμε:

1. Την μείωση των δαπανών από το κλείσιμο του τμήματος πίστωσης της εταιρίας-πελάτη και ανάθεση αυτής της δραστηριότητας στον factor (maturity factoring). Η πληρωμή της εταιρίας-πελάτη από τον factor κατά την ημερομηνία μέσης λήξης των εισπρακτέων λογαριασμών απευθύνεται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις που στερούνται ή δεν είναι σε θέση να διατηρήσουν σωστά οργανωμένα λογιστήρια και νομικά τμήματα. Η εταιρία factoring τηρεί συνήθως έναν ανοικτό λογαριασμό στο όνομα της εταιρίας-πελάτη. Στο λογαριασμό η εταιρία factoring πιστώνει τα ποσά προεξόφλησης ή είσπραξης των απαιτήσεων και χρεώνει την αμοιβή της, τις προμήθειες, τον προεξοφλητικό τόκο και όποια άλλα

απ' ευθείας έξοδα χρεώνει στην επιχείρηση-πελάτη. Παράλληλα εξασφαλίζεται σταθερότητα στις εισροές τους και μπορούν με μεγαλύτερη ευχέρεια να καταστρώσουν τα ταμειακά τους προγράμματα.

2. Την αξιοποίηση από την εταιρία-πελάτη της ευρείας εμπειρίας και γνώσης που διαθέτει ένας εξειδικευμένος factor σε κάποιο παραγωγικό κλάδο και της καλής φήμης και των γνωριμιών που αυτός διαθέτει. Οι διάφορες εταιρίες factoring οφείλουν να γνωρίζουν όχι μόνο την εμπορική πρακτική στον ή στους παραγωγικούς κλάδους που έχουν εξειδικευτεί, αλλά να έχουν ευρεία εμπειρία και γνώση τόσο στις συγκεκριμένες παραγωγικές διαδικασίες όσο και σε θέματα προώθησης πωλήσεων για τα συγκεκριμένα προϊόντα. Έτσι μπορούν να προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες έναντι αμοιβής στους πελάτες τους.

3. Την αξιοποίηση από την εταιρία-πελάτη των ευρύτερων τεχνικών και οικονομικών γνώσεων που διαθέτει η εταιρία factoring. Συγκεκριμένα, μια εταιρία factoring μπορεί να γίνει σύμβουλος στην εταιρία-πελάτη σε θέματα σύναξης προϋπολογισμών, δημιουργία και παρακολούθηση ταμειακών προγραμμάτων, διατήρηση άριστου επιπέδου αποθεμάτων, έρευνες αγοράς, μελέτες marketing, διαφήμιση, δημιουργία προγράμματος προληπτικής συντήρησης και επισκευής του μηχανολογικού εξοπλισμού κ.α.

4. Την πλήρη ανάληψη ή έστω και μείωση των πιστωτικών κινδύνων και απωλειών από την εταιρία-πελάτη. Αυτό επιτυγχάνεται με τη χρήση εξαιρετικά αναπτυγμένου δικτύου πληροφοριών σε συνεργασία και με άλλες εταιρίες factoring παγκόσμια σε πάρα πολλά θέματα π.χ. φερεγγυότητα, κάλυψη συναλλαγματικών κινδύνων κ.α.

5. Την εξοικονόμηση κεφαλαίων της εταιρίας-πελάτη που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για άλλες πιο αποδοτικές επενδύσεις. Π.χ. δυνατότητα μαζικών αγορών και αξιοποίηση εκπτώσεων σε προμήθεια υλικών λόγω πληρωμής της μετρητοίς. Εξοικονόμηση επίσης εγγυητικών επιστολών που μπορούν τώρα να χρησιμοποιηθούν αυτές από την εταιρία-πελάτη για δικές της πιστώσεις.

6. Τη μεσολάβηση της εταιρίας factoring σε μεγάλη έκταση μεταξύ βιομηχάνων και πωλητών μέσα στην ίδια χώρα (εγχώριο factoring) με συνέπεια να παράγονται καλύτερης ποιότητας προϊόντα και να συμβάλλει αυτή στην προσπάθεια βιομηχανικής ανάπτυξης.

7. Τη συμβολή της εταιρίας factoringστη συγκεντρωτική προώθηση των εξαγωγών (διεθνές factoring) με την καθιέρωση των πιστωτικών μηχανισμών που διευκολύνουν σημαντικά την αύξηση των εξαγωγών παρέχοντας ουσιαστικά κίνητρα προς τους εξαγωγείς. Συγχρόνως προωθώντας τα προϊόντα μιας χώρας στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

### Μειονεκτήματα του factoring

Ως μειονεκτήματα της χρηματοδότησης που εξασφαλίζεται με απαιτήσεις θεωρούμε :

1. Το υψηλό κόστος χρηματοδότησης, κυρίως όταν τα τιμολόγια είναι πάρα πολλά και σχετικά μικρής αξίας.
2. Σε περίπτωση πώλησης των απαιτήσεων δεν παρουσιάζονται στο κυκλοφορούν ενεργητικό του ισολογισμού της επιχείρησης τα πιο ρευστά ενεργητικά της στοιχεία. Δημιουργείται έτσι πιθανή αμφισβήτηση της κατάστασης της επιχείρησης λόγω σύγχυσης με την εκχωρητική πίστωση στην οποία καταφεύγει μια επιχείρηση συνήθως στην περίπτωση οικονομικών δυσχερειών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι προμηθευτές της να διστάζουν να χορηγούν εμπορικές πιστώσεις, οι δε πελάτες της να διερωτώνται αν θα πρέπει να συνεχίζουν να προμηθεύονται από αυτήν τις απαραίτητες πρώτες ύλες τους.
3. Το πρόβλημα του <<βελούδινου γαντιού>> συνίσταται στη χειροτέρευση των σχέσεων επιχειρήσεως-αγοραστών λόγω της επιθετικής πολιτικής εισπράξεων που μπορεί να ακολουθεί ο factor, ιδιαίτερα όταν συνδέεται μετοχικά σε τράπεζα. Βέβαια αυτό

συμβαίνει κυρίως στην ομάδα των μεσαίων και μεγάλων, πλην όμως δύστροπων πελατών.

4. Η εξάρτηση της επιχείρησης-πελάτης από τον factor.
5. Οικονομικοί κίνδυνοι από τη χρησιμοποίηση του προϊόντος από το factoring, ήτοι του ρευστού, για τις επενδύσεις σε πάγια και όχι σε κυκλοφορούντα ενεργητικά όπως τα αποθέματα.
6. Οικονομικοί κίνδυνοι σε περίπτωση επιχειρηματικών απωλειών και μείωσης του κύκλου εργασιών.
7. Η συλλήβδην εκχώρηση των απαιτήσεων. Η απαίτηση του factor για συλλήβδην εκχώρηση των απαιτήσεων μιας επιχείρησης-πελάτη.

## 2.4 Ανάλυση απαιτήσεων τρίτων (Forfaiting)

### Ορισμός

Το forfaiting είναι η προεξόφληση γραμματίων, συναλλαγματικών ή άλλων αξιόγραφων χωρίς δικαίωμα αναγωγής του αγοραστή κατά του πωλητή των τίτλων. Είναι γεγονός ότι, βασική ιδιότητα του forfaiting είναι η παραίτηση του forfaiter από το δικαίωμα αναγωγής κατά του προηγούμενου ιδιοκτήτη των χρεωστικών εγγράφων.

### Ιστορική αναδρομή του θεσμού

Ο θεσμός του forfaiting εμφανίστηκε τα τελευταία 20-30 χρόνια. Προς το τέλος της δεκαετίας του '50 και στο ξεκίνημα της δεκαετίας του '60 υπήρξαν μεταβολές στην παγκόσμια οικονομία, που μετέτρεψαν την αγορά πωλητών για κεφαλαιουχικά αγαθά σε αγορά αγοραστών. Με την επέκταση του διεθνούς εμπορίου, οι μεν εισαγωγείς ζητούσαν πιστώσεις με διάρκεια μεγαλύτερη των παραδοσιακών τρίμηνης και εξάμηνης, οι δε πωλητές είχαν ανάγκη από κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις αναγκαίες επενδύσεις



για κατάκτηση των νέων αγορών και αντιμετώπιση του αυξημένου ανταγωνισμού, γεγονός που περιορίζει τη ρευστότητά τους και δεν άφηνε πολλά περιθώρια για πιστωτικές διευκολύνσεις στους αγοραστές.

Η Ένωση Τραπεζών Ζυρίχης πρωτοπόρησε στη μέθοδο χρηματοδοτώντας την αγορά σιταριού των Η.Π.Α. από χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Η Ελβετία, λοιπόν, ήταν η χώρα που άνοιξε το δρόμο στην πρακτική του *forfaiting*.

Η Ζυρίχη ήταν το πρώτο και για αρκετά χρόνια το μεγαλύτερο κέντρο *forfaiting*, παραμένει δε και σήμερα ιδιαίτερα σημαντικό. Αλλά πολύ σημαντικά κέντρα, στα οποία αναπτύχθηκε ο θεσμός, είναι η Φραγκφούρτη και το Λονδίνο. Το τελευταίο αποτελεί αυτή τη στιγμή και το μεγαλύτερο κέντρο *forfaiting* στον κόσμο. Οι λόγοι μετατόπισης του κέντρου βάρους των συναλλαγών από τη Ζυρίχη στο Λονδίνο είναι δύο: Ο πρώτος έχει σχέση με το δυναμισμό της αγοράς του Λονδίνου στην υιοθέτηση νέων χρηματοδοτικών τεχνικών, ενώ ο δεύτερος αφορά την υποχρέωση πληρωμής τελών χαρτοσήμου στις αγοραπωλησίες αξιόγραφων στην Ελβετία.

### Γενικά

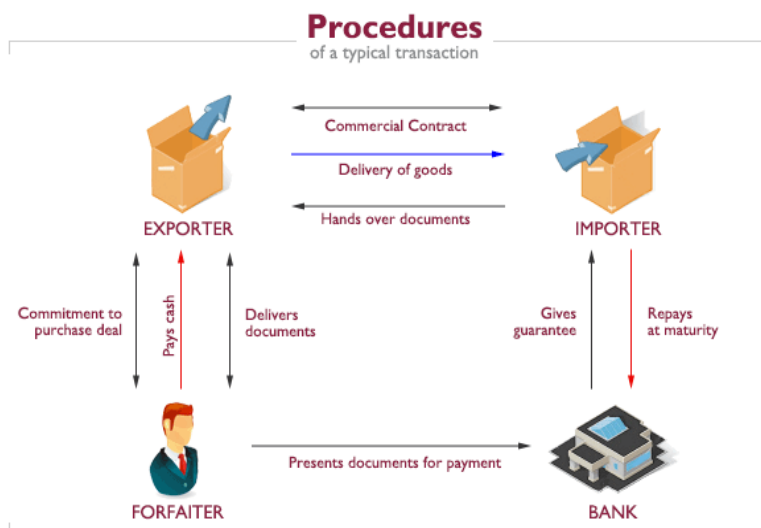
Το *forfaiting*, αλλά και το *factoring*, είναι μια διαφορετική μορφή χρηματοδότησης που διαφοροποιείται από την χρηματοδότηση με απλό δανεισμό, στον τρόπο που χρησιμοποιείτε αλλά και εφαρμογής του. Το *forfaiting* ολοένα γίνεται και σημαντικότερο στις καθημερινές εμπορικές συναλλαγές. Στην σύγχρονη εποχή οι παραδοσιακές μορφές εμπορίου και άντλησης κεφαλαίων εκσυγχρονίζονται, βελτιώνονται, διαφοροποιούνται αλλά και εγκαταλείπονται.

- Οι συνθήκες εμπορικές, πολιτικές αλλά και προϋποθέσεις σε κάθε χώρα διαρκώς αλλάζουν, είτε προς το καλύτερο είτε προς το χειρότερο.
- Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές δεν είναι απαλλαγμένες από πιστωτικούς, εμπορικούς, συναλλαγματικούς, πολιτικούς ή οποιουσδήποτε άλλους κινδύνους.
- Οι υπάρχουσες ασφάλειες στον επιχειρηματικό κόσμο και ειδικότερα στο εξαγωγικό και εισαγωγικό εμπόριο μπορούν να εξασφαλίσουν εμπορικούς ή πολιτικούς κινδύνους μέχρι 85% ή και 90%, γεγονός που μας δείχνει ότι το υπόλοιπο μέρος του εμπορικού- πολιτικού κινδύνου το φέρει ο ίδιος ο έμπορος, είτε είναι εξαγωγέας, είτε εισαγωγέας .
- Στην περίπτωση της ασφάλισης των εξαγωγικών πιστώσεων ο εξαγωγέας ασφαρίζει μέχρι και το 90%, ενώ με τη μέθοδο του Forfaiting η ασφάλιση φτάνει το 100% και οι πληρωμές των εμπορευμάτων είναι σίγουρες και επιβεβαιωμένες.

### Πως λειτουργεί το Forfaiting

Το forfaiting ως φιλοσοφία βασίζεται στη μετακύλιση του επιχειρηματικού κινδύνου και του πολιτικού κινδύνου όπως συμβαίνει σε χώρες χωρίς πολιτική σταθερότητα από αυτόν που πραγματοποιεί την εξαγωγή στον forfaiter. Ο τελευταίος λειτουργεί αυτόνομη χρηματοδοτική εταιρεία, που αγοράζει τίτλους για λογαριασμό του και έχει ως σκοπό να αποκομίσει οφέλη από τους τόκους, οπότε δεν ασφαρίζει ή καλύπτει απλώς κινδύνους. Από την πλευρά του ο ίδιος μειώνει τον κίνδυνο με την εγγύηση τρίτων, κατά βάση τραπεζών ή δημοσίων οργανισμών και με την διατήρηση σταθερού επιτοκίου. Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι σταθερό και υπολογίζεται ως το τρέχον επιτόκιο προσθέτοντας τον υπό εκτίμηση κίνδυνο. Ακόμη δεν υπάρχει προθυμία από πλευράς forfaiting να χρηματοδοτεί όλους τους διαθέσιμους τίτλους, παρά μόνο τις περιπτώσεις που εξασφαλίζουν σταθερό επιτόκιο.

**Εικόνα 3:** Διαδικασία μιας τυπικής συναλλαγής forfaiting



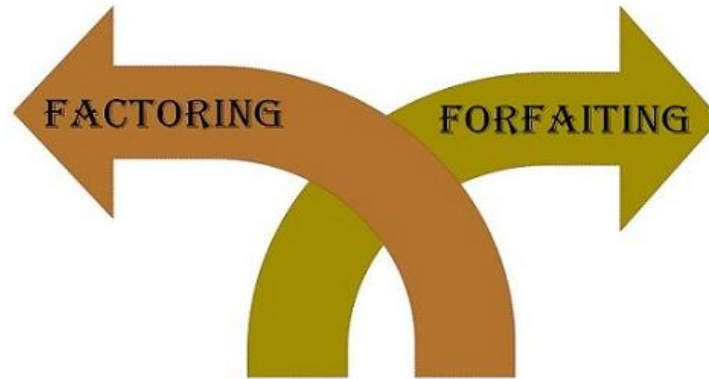
Πηγή: [www.laikifactors.gr](http://www.laikifactors.gr)

### Σύγκριση forfaiting-factoring

Οι δύο χρηματοδοτικές μορφές αλληλοσυμπληρώνονται και χρησιμοποιείται η μια ή η άλλη όταν συμβούν τα παρακάτω:

1. Υψηλός κίνδυνος - απόρριψη τιμολογίου
2. Μέτριος κίνδυνος - factoring τιμολογίου
3. Χαμηλός κίνδυνος- forfaiting τιμολογίου

**Εικόνα 4:** Factoring vs Forfaiting



Πηγή: [www.keydifferences.com](http://www.keydifferences.com)

Το forfaiting γίνεται πάντοτε χωρίς αναγωγή, ενώ το factoring γίνεται χωρίς ή και με αναγωγή στον εξαγωγέα. Το forfaiting χρηματοδοτεί τον εξαγωγέα μέχρι 100% ενώ το factoring μέχρι 80%. Το υπόλοιπο 20% του κινδύνου συμφωνείται μεταξύ του factor και του εκχωρητή. Το factoring είναι ένα σύστημα που χρησιμοποιείται σε πολλές εργασίες του εξαγωγέα και 29 εισαγωγέα ενώ το forfaiting χρησιμοποιείται μόνο σε μεμονωμένους πελάτες και περιπτώσεις. Στο factoring υπάρχει προκαθορισμένη προμήθεια ενώ στο forfaiting πολλές φορές ο forfaiter διαπραγματεύεται με τον εκχωρητή - εξαγωγέα ένα ποσό πέρα του επιτοκίου.

Εν τούτοις, οι forfaiters και οι factors συνήθως απευθύνονται σε διαφορετικές αγορές, σε διαφορετικές κατηγορίες εξαγωγών που καθορίζονται ανάλογα με το είδος και το χρόνο της πιστωτικής πολιτικής που κάνουν, όπως βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη και άλλα. Το factoring, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, εφαρμόζεται μόνο σε βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις (90-180 ημέρες) που δεν υπερβαίνουν το 80% των συνολικών απαιτήσεων και καλύπτουν συναλλαγές συγκεκριμένων και ορισμένων νομισμάτων, για τους αγοραστές που εγκρίνει πριν κάνει την οποιαδήποτε προεξόφληση απαίτησης. Αντίθετα, το forfaiting αφορά μακροπρόθεσμες περιπτώσεις και προεξόφληση αξιόγραφων, συναλλαγματικών κ.α.

### Πλεονεκτήματα του forfaiting

Με την διαδικασία της χρηματοδότησης forfaiting συναντάμε κάποια πλεονεκτήματα όπως περιγράφονται παρακάτω:

- α) Το forfaiting συμβαίνει δίχως το δικαίωμα της αναγωγής στον εξαγωγέα.
- β) Το επιτόκιο, με το οποίο ο εξαγωγέας υπολογίζει το κόστος της χρηματοδότησης, το κόστος του συμβολαίου και τη μετατροπή του ξένου συναλλάγματος στο δικό του νόμισμα, διατηρείται σταθερό.
- γ) Η συμβολή στη ρευστότητα του εξαγωγέα αφού εξοφλείτε αμέσως μόλις παραδώσει τα εμπορεύματά του ή τις υπηρεσίες του.
- δ) Ο εξαγωγέας δεν διατρέχει κινδύνους από νομισματικούς κραδασμούς, πολιτικές αβεβαιότητες ή πτωχεύσεις του εγγυητή.
- ε) Ο εξαγωγέας με την εκχώρηση του χρέους δεν αφιερώνει χρόνο ή χρήμα για τη διαχείριση ή την είσπραξη αυτού.

### Μειονεκτήματα του forfaiting

Τα βασικά μειονεκτήματα αυτού του τρόπου χρηματοδότησης είναι περιορισμένα και είναι τα παρακάτω :

- α) Ο εγγυητής που θα επιλέξει ο εξαγωγέας θα πρέπει να είναι αποδεκτός από τον forfeiter.
- β) Το επιτόκιο χρηματοδότησης που συναντάμε σε μια σύμβαση forfaiting είναι σαφώς μεγαλύτερο από το αντίστοιχο της τραπεζικής χρηματοδότησης. Θα πρέπει όμως να ληφθεί υπόψη ότι ο forfaiteur καλύπτει (εκτός των άλλων) και το πολιτικό- συναλλαγματικό κίνδυνο, γεγονός που δεν συμβαίνει στην τραπεζική χρηματοδότηση.

## 2.5 Χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing)

### Ορισμός

Η χρηματοδοτική μίσθωση όπως μεταφράζεται στα Ελληνικά, είναι ένας σύγχρονος τρόπος χρηματοδότησης, όπου με την διαδικασία αυτή οι ελεύθεροι επαγγελματίες και οι εταιρίες, ανεξαρτήτως από το μέγεθος το είδος και τη νομική μορφή τους, έχουν την δυνατότητα να αποκτήσουν τα ακίνητα ή κινητά στοιχεία που επιλέγουν για να καλύψουν τις ανάγκες που έχουν δημιουργήσει, δίχως όμως να δεσμεύσουν τα κεφάλαιά τους ή να καταφύγουν στις παραδοσιακές μορφές δανεισμού. Όταν επιλέγεται αυτή η χρηματοδοτική επιλογή, η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης αγοράζει το αντικείμενο που επιλέγει ο ενδιαφερόμενος και έπειτα το μισθώνει σε αυτόν, βάσει της σύμβασης μίσθωσης που υπογράφεται μεταξύ τους, έναντι μηνιαίων ή τριμηνιαίων καταβολών, που δεν είναι δόσεις, αλλά μισθώματα. Εάν διαχωρίσουμε σαφώς την «οικονομική» ζωή ενός υλικού από την «φυσική» ζωή του και την χρήση ενός αγαθού από την ιδιοκτησία του, επιτρέπει σε ένα επιχειρηματία να διατηρεί στην επιχείρησή του τα είδη εξοπλισμού που του είναι αναγκαία, αποκλειστικά και μόνο για το διάστημα κατά το οποίο η τεχνική τους απόδοση είναι υψηλή. Το leasing καλλιεργεί μια νέα αντίληψη και στην Ελλάδα, η οποία αφορά την τεχνολογική απαξίωση, δηλαδή την επιταχυνόμενη παλαίωση ενός αγαθού υπό την επήρεια της προόδου του τεχνολογικού πολιτισμού. Κατ' αυτό τον τρόπο, υποχρεώνονται οι ενοικιαστές να μελετούν την αποδοτικότητα των προτεινόμενων σ' αυτούς εργασιών.

### Ιστορική αναδρομή

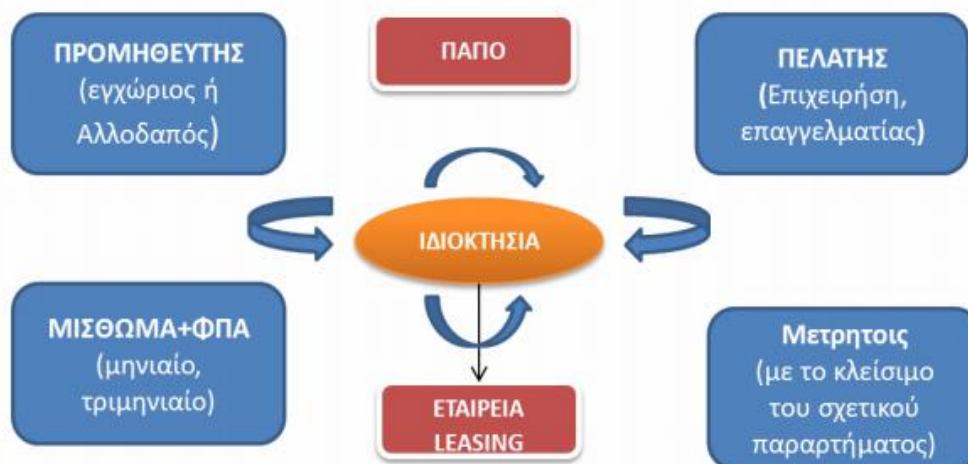
Με το πέρας του δευτέρου παγκοσμίου πολέμου και πιο συγκεκριμένα κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1940, εμφανίστηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής οι πρώτες Εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης. Υπήρχαν όμως και νωρίτερα για παράδειγμα ενοικιάζονταν διάφορα μέσα μεταφοράς ή διάφορα υλικά μέσα, αλλά οι μισθωτικοί Οργανισμοί ήταν απλά παραρτήματα ή μονάδες μεγάλων παραγωγικών επιχειρήσεων.

Η χρηματοδοτική μίσθωση γνώρισε πολύ γρήγορα σημαντική επιτυχία. Το 1970 το μερίδιο της χρηματοδότησης με την μορφή του leasing στις Η.Π.Α ήταν περίπου το 10% επί του συνολικού ποσού των επενδύσεων εκείνης της χρονιάς, ξεπερνώντας το ένα δισεκατομμύριο δολάρια.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα ενθάρρυναν σημαντικά τις εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης οι οποίες προσπάθησαν να επεκτείνουν τις εν λόγω δραστηριότητες τους και στο εξωτερικό. Για το λόγο αυτό δοκίμασαν δύο τρόπους, αρχικά εφάρμοσαν το σύστημα leasing για την πληρωμή εξαγωγών βιομηχανικού εξοπλισμού ,ο οποίος προοριζόταν για τις χώρες του εξωτερικού και συγκεκριμένα για τον Καναδά ,το Μεξικό, και την Βενεζουέλα.

Έπειτα ίδρυσαν, κυρίως στον Ευρωπαϊκό χώρο , αριθμό υποκαταστημάτων ή συμμετείχαν σε ημεδαπής επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονταν στην διαδικασία της ίδρυσης τους. Ιδρύθηκαν προοδευτικά στη Μεγάλη Βρετανία η « Mercantile Credit C.O.» το 1960 σαν θυγατρική της United States Leasing Co. ,και στο Βέλγιο το 1961 η Locabel A.E. θυγατρική της Lease Plan International.Η πρώτη Γαλλική Εταιρία leasing, η Locafrance ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 1962 από την Τράπεζα της Ινδοκίνας με την συνδρομή και άλλων Ασφαλιστικών Εταιριών .Απόδειξη της επιτυχημένης επιρροής του χρηματοδοτικού αυτού νεωτερισμού είναι ότι εντός δύο ετών, στη Γαλλία είχαν ιδρυθεί περισσότερες από είκοσι εταιρίες leasing.

**Εικόνα 5:** Διαδικασία μιας τυπικής συναλλαγής Leasing



Πηγή: <http://www.kathimerini.com.cy/index.php?bws&pageaction=>

### Είδη χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing)

- Direct leasing:** Είναι η απλούστερη μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης, όπου ο πελάτης επιλέγει τον επαγγελματικό εξοπλισμό (ή το ακίνητο) της αρεσκείας του και εν συνεχεία η εταιρεία leasing αγοράζει τον εξοπλισμό προκειμένου να τον εκμισθώσει στον πελάτη.
- Sale & Lease back (πώληση και επανεκμίσθωση):** Η εταιρεία leasing αγοράζει τον εξοπλισμό (ή το ακίνητο) από τον πελάτη και το μισθώνει στον ίδιο. Το βασικό πλεονέκτημα του προϊόντος είναι ότι επιτυγχάνεται η απελευθέρωση κεφαλαίων, τα οποία έχουν δεσμευθεί σε πάγια στοιχεία. Εξυπηρετεί καλύτερα εταιρείες με υψηλό δείκτη κεφαλαιοποίησης, υψηλά κέρδη και ανάγκη αναδιάρθρωσης του ισολογισμού.
- Vendor leasing:** Πρόκειται για τη μορφή του leasing που δημιουργείται σε συνεργασία με τους προμηθευτές. Ο συνεργαζόμενος προμηθευτής συστήνει στην εταιρεία leasing πελάτες του που επιθυμούν να αγοράσουν εξοπλισμό από αυτόν. Το πρόσθετο όφελος για τον πελάτη είναι η έτοιμη λύση χρηματοδότησης που του παρέχεται με την επαφή του με τον προμηθευτή, ενώ απολαμβάνει και τα



υπόλοιπα πλεονεκτήματα του leasing. Ο προμηθευτής έχει το βασικό πλεονέκτημα ότι επιτυγχάνει πωλήσεις τοις μετρητοίς και το ανταγωνιστικό του πλεονέκτημα για αύξηση του μεριδίου του στην αγορά που δραστηριοποιείται, ενώ απαλλάσσεται του κόστους χρηματοδότησης των πελατών του.

- **Lease brokers:** Πρόκειται για τη μορφή leasing που γίνεται σε συνεργασία της εταιρείας leasing με μεσίτες. Συνιστάται, πάντως, η αποφυγή μεσιτών, εκτός εάν πρόκειται για πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα που δεν έχουν θυγατρική εταιρεία leasing ή διεύθυνση χρηματοδοτικών μισθώσεων.

- **Διασυνοριακόleasing (Cross-borderleasing):** Αυτή η μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης προσφέρεται σε κάθε περίπτωση που τα συμβαλλόμενα μέρη (εκμισθωτής, μισθωτής) έχουν έδρα επιχειρηματικής δράσης σε διαφορετικές χώρες.

Το βασικό πλεονέκτημα αυτού του προϊόντος είναι ότι ο μισθωτής απολαμβάνει τις φορολογικές ελαφρύνσεις και των δύο χωρών. Τα κυριότερα μειονεκτήματα είναι αφ' ενός ο συναλλαγματικός κίνδυνος και αφ' ετέρου οι κίνδυνοι που χαρακτηρίζουν κάθε χώρα (οικονομικός, πολιτικός, πιστωτικός).

## Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της χρήσης leasing

### Πλεονεκτήματα:

Τα εργαλεία χρηματοδοτικής μίσθωσης παρέχουν στους επενδυτές που την επιλέγουν κάποια πολύ σημαντικά πλεονεκτήματα, με τα βασικότερα από αυτά να είναι τα παρακάτω:

- Ο μισθωτής διασφαλίζει την χρηματοδότηση του νέου ακινήτου σε ποσοστό 100% της αξίας του. Κάτι τέτοιο είναι αρκετά δύσκολο να πραγματοποιηθεί στην περίπτωση λήψης τραπεζικού δανεισμού για την εξαγορά του εξ' αιτίας της απόκλισης των αντικειμενικών αξιών από τις τρέχουσες.
- Τα μισθώματα που δίνονται στην εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης και που αφορούν σε κτίριο θεωρούνται δαπάνες και μειώνουν το φορολογικό εισόδημα.

- Η διαδικασία υπογραφής μίας σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι σίγουρα πιο γρήγορη και λιγότερο δαπανηρή απέναντι στην σύμβαση τραπεζικού δανεισμού. Είναι γεγονός ότι κατά κανόνα δεν χρειάζονται προσημειώσεις, εξασφαλίσεις κ.λπ. , ενώ προβλέπονται πιο χαμηλά συμβολαιογραφικά δικαιώματα και απαλλαγή από διάφορα τέλη και φόρους.
- Δύνεται η δυνατότητα στον εκάστοτε επενδυτή να αποκομίσει ευνοϊκότερους όρους απόκτησης επαγγελματικού ακινήτου σε αντίθεση με την άμεση εξαγορά του, διότι ο μισθωτής διατηρεί ένα δικαίωμα εξαγοράς το οποίο μπορεί να αξιολογεί σε βάθος χρόνου και αντίστοιχα να αξιοποιήσει ανάλογα τις οικονομικές συνθήκες.
- Ο χρονικός ορίζοντας της μίσθωσης και το ποσό του μισθώματος ορίζονται σύμφωνα με τις οικονομικές δυνατότητες της εκάστοτε εταιρίας, αφού ληφθούν υπόψη και κάποιοι εποχικοί παράγοντες.
- Η πραγματοποίηση επένδυσης σε καινούργιο εξοπλισμό μέσω leasing από νέες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις μπορεί να συνδυαστεί με τα οφέλη που προκύπτουν από την υπαγωγή της στον αναπτυξιακό νόμο, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζονται από αυτόν.

### Μειονεκτήματα:

Τώρα θα δούμε και κάποια από τα βασικά μειονεκτήματα που συναντάμε στην χρηματοδοτική μίσθωση:

- Το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι πιο υψηλό από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού. Αλλά ύστερα από μια πιο βαθιά μελέτη των φοροαπαλλαγών μετριάζει την πρώτη εντύπωση, και συνήθως μπορεί να οδηγήσει σε πλεονεκτική κατάσταση.
- Παραβλέποντας την θετική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, μπορεί να εκδηλωθεί αρνητική στάση από τις τράπεζες για χρηματοδότηση μίας εταιρίας, όταν ο εξοπλισμός και τα κτίρια της τελευταίας βασίζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό στη μέθοδο της κεφαλαιακής μίσθωσης.

- Ο μισθωτής έχει την υποχρέωση να αναλάβει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά απέναντι στον εκμισθωτή διατρέχοντας τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της σύμβασης αν αθετήσει κάποιον όρο της για σημαντικό χρονικό διάστημα.
- Ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για τη διαπίστωση της καλής κατάστασης του ακινήτου.
- Οι περιοδικές πληρωμές λειτουργικών μισθωμάτων, συμπεριλαμβανομένων των λελογισμένων αποπληρωμών κεφαλαίου, αυξάνουν το δημόσιο έλλειμμα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Venture Capital vs Private Equity. Σύγχρονες Τάσεις και Προοπτικές σε Ευρώπη και Ελλάδα.

### 3.1 Venture capital vs Private equity

Οι όροι private equity και venture capital όπως συναντώνται στην βιβλιογραφία, τις περισσότερες φορές, έχουν ταυτόσημη έννοια και χρησιμοποιούνται για να εκφράσουν παρεμφερή γεγονότα. Γνωρίζουμε όμως ότι υπάρχουν κάποιες μικρές διαφορές που θα αναφέρουμε παρακάτω, η πιο βασική διαφορά αυτών των δύο τρόπων χρηματοδότησης είναι το στάδιο της ανάπτυξης το οποίο βρίσκεται η εταιρία που χρηματοδοτείτε. Θα πρέπει αρχίζοντας αυτή την ανάλυση να αναφέρουμε ότι τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια έκαναν την εμφάνιση τους στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και ενώ εν μέρει βασίζονται στο σκεπτικό των venture capital έχουν τελείως διαφορετικούς στόχους. Στόχος των private equity είναι η χρηματοδότηση εταιριών που έχουν ήδη αναπτυχθεί και παρότι σημειώνουν χαμηλό λόγο κερδών ανά μετοχή έχουν σημαντικές και σταθερές χρηματοροές. Σκοπός τους είναι με απλά λόγια η αύξηση της απόδοσης των εταιριών στις οποίες επενδύουν. Στην σύγχρονη εποχή τα private equity βιώνουν τις χρυσές μέρες τους, διακατέχουν περιουσιακά στοιχεία αξίας 4,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων και κύριοι επενδυτές σε αυτά είναι πλέον ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία από όλο τον κόσμο, μιας και είναι τα μόνα που μπορούν να πετύχουν τις υψηλές αποδόσεις, που είναι απαραίτητες για την βιωσιμότητα τους.

Με αυτή τη μορφή χρηματοδότησης συναντώνται οι πηγές κεφαλαίου με τις γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες όπως αυτές τις υψηλής τεχνολογίας, που αναζητούν κεφάλαια με σκοπό την ανάπτυξη τους. Έτσι τα private equity θα μπορούσαμε να πούμε ότι έχουν το ρόλο του οικονομικού μεσάζοντα ανάμεσα στις επιχειρήσεις και τους επενδυτές. Συγκεκριμένα για την Ευρώπη οι πηγές κεφαλαίου είναι : 25% συνταξιοδοτικά κεφάλαια, 7% κρατικές υπηρεσίες, 15% funds of funds, 10% ασφαλιστές, 9% κρατικές υπηρεσίες και τέλος 3% εταιρικοί επενδυτές. Όπως και στις χρηματοδοτήσεις μέσω venture capital έτσι και σε αυτές μέσω private

equity υπάρχει καθορισμένος χρονικός ορίζοντας επένδυσης, οι επενδύσεις που γίνονται με χρηματοδότηση μέσω private equity έχουν χρονικό ορίζοντα από 2 έως 6 χρόνια. Για πολλούς επενδυτές επικρατεί η άποψη πως τα private equity είναι μια πολύ ριψοκίνδυνη μορφή επένδυσης, βάση όμως μελετών τελικά είναι πολύ λιγότερο ριψοκίνδυνη από αυτό που επικρατεί σαν άποψη.

Μία επένδυση μέσω ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων μπορεί να περιέχει κεφάλαια, funds of funds, άμεσες επενδύσεις καθώς και κάποια πιο λίγο διαδεδομένα όπως είναι τα collateralized fund obligations. Ανάλογα δηλαδή πόσο ο εκάστοτε επενδυτής αποστρέφεται το κίνδυνο υπάρχουν και τα διάφορα επίπεδα κινδύνου που προτίθενται να αναλάβει.

Επιπλέον χρειάζεται να εστιάσουμε στην βασική διαφορά που συναντάμε στα private equity οι οποίες όπως αναφέραμε και παραπάνω αγοράζουν κυρίως ώριμες εταιρίες που είναι ήδη εγκαταστημένες, οι εταιρίες αυτές ενδέχεται να επιδεινώνουν την οικονομική τους κατάσταση ή να μην πετυχαίνουν τους στόχους κερδοφορίας που έχουν ορίσει, σε αυτήν λοιπόν την περίπτωση οι εταιρίες private equity αγοράζουν τις εν λόγω εταιρίες και εξορθολογούν τις πράξεις για να πετύχουν μία αύξηση των εσόδων. Από την άλλη πλευρά γνωρίζουμε και από το προηγούμενο κεφάλαιο ότι οι εταιρίες venture capital επενδύουν σε νεοσύστατες επιχειρήσεις με υψηλό αναπτυξιακό δυναμικό.

Μία ακόμα ειδοποιός διαφορά ανάμεσα σε αυτούς τους δύο τρόπους χρηματοδότησης είναι ότι οι εταιρίες private equity αγοράζουν ως επί των πλείστον εξ' ολοκλήρου τις εταιρίες που σκοπεύουν να επενδύσουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να έχουν υπό τον έλεγχο τους το σύνολο της εταιρίας μετά την εξαγορά της, αντίθετα με τις εταιρίες venture capital όπου έχουν σκοπό να μοιράσουν τον κίνδυνο τους και να επενδύουν σε πολλές διαφορετικές εταιρίες. Αν λοιπόν μια εταιρία αποτύχει το συνολικό της χαρτοφυλάκιο δεν επηρεάζεται σημαντικά ώστε να υπάρχουν εξαιρετικά ζημιογόνες συνέπειες. Ένα ακόμα χαρακτηριστικό γνώρισμα των private equity εταιριών είναι ότι επιλέγουν εταιρίες προς επένδυση από οποιαδήποτε βιομηχανία, ενώ οι εταιρίες venture capital συνήθως περιορίζονται σε επενδύσεις πάνω σε εταιρίες τεχνολογικού και βιοτεχνολογικού τομέα. Συνοψίζοντας λοιπόν, μέσα αυτήν την σύγκριση αυτών των δύο παρεμφερών τρόπων χρηματοδότησης επιχειρήσεων καταλήγουμε ότι το

private equity είναι η μεσο-μακροπρόθεσμη προσφορά των ιδίων κεφαλαίων των χρηματοοικονομικών επενδυτών σε κάποιες επιχειρήσεις οι οποίες μπορεί να μην είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αλλά έχουν πολύ καλές αναπτυξιακές προοπτικές. Από την άλλη μεριά το venture capital είναι ένα υποσύνολο του private equity και αφορά επενδύσεις με ίδια κεφάλαια στις φάσεις έναρξης, πρώιμης ανάπτυξης και επέκτασης μιας επιχείρησης, με την έμφαση να δίνεται στη νέα επιχειρηματικότητα. Γενικά το private equity μπορεί να επενδύσει σε όλα τα στάδια του κύκλου ζωής μιας εταιρείας και δεν περιορίζεται μόνο στα πρώιμα στάδια της. Η χρηματοδότηση που απαιτεί της εξαγορά της υπάρχουσας εταιρείας από τους τωρινούς της μετόχους λέγεται buyout. Κλείνοντας μπορεί το private equity και το venture capital να αναφέρονται σε χρηματοδότηση επιχειρήσεων σε διαφορετικά στάδια, ωστόσο και οι δύο μορφές δεν είναι τίποτε άλλο από το κεφάλαιο που προσφέρει ένα επενδυτικό fund σε μία επιχείρηση, μετά από διαβουλεύσεις, με τελικό σκοπό να αναπτύξει ακόμα περισσότερο την επιχείρηση και να δημιουργήσει περαιτέρω αξία. ([www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu))

### 3.2 Σύγχρονες τάσεις μορφών χρηματοδότησης

Στο σημείο αυτό θα δούμε μια σειρά κάποιων άλλων σύγχρονων μορφών χρηματοδότησης, εκτός από τους διάφορους εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης που αναφέραμε παραπάνω, όπου την τελευταία δεκαετία γνωρίζουν ιδιαίτερη άνθιση. Οι επιχειρηματικοί άγγελοι, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων καθώς και οι επιδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι οι πιο σημαντικές από τις νέες τάσεις σύγχρονων μορφών χρηματοδότησης επιχειρήσεων που επικρατούν τα τελευταία χρόνια. Βασικό γνώρισμα όλων αυτών των τρόπων είναι η εφαρμογή νέων τεχνολογιών που έχουν ως σκοπό την αύξηση της θέσης των εκάστοτε επιχειρήσεων καθώς και την ανάπτυξη κάποιων περιφερειών και χωρών μέσω των επιδοτήσεων που λαμβάνουν από την ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση.

### 3.2.1 Business angels

#### Ορισμός

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι ή όπως αποδίδονται στην διεθνή βιβλιογραφία business angels είναι κυρίως ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι επενδύουν κεφάλαια και διαθέτουν χρόνο, εμπειρία και τεχνογνωσία σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές ανάπτυξης. Πιο γενικευμένα, τα συγκεκριμένα άτομα διαθέτουν εμπειρία σε θέματα που σχετίζονται με την διοίκηση και την οργάνωση εταιριών, την ορθολογική διαχείριση επιχειρησιακών πόρων, καθώς και το marketing. Οι business angels, συχνά, είναι μέτοχοι ή ιδιοκτήτες επιχειρήσεων, διευθυντικά στελέχη εταιριών, senior managers ή σύμβουλοι επιχειρηματικού σχεδιασμού, αλλά και συνταξιούχοι πρώην σύμβουλοι επιχειρήσεων. Οι business angels αποτελούν μια πολύτιμη δεξαμενή άντλησης κεφαλαίων, γνώσεων και εμπειριών από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, η οποία τα τελευταία χρόνια έχει πάρει περισσότερο επίσημο χαρακτήρα. Οι Επιχειρηματικοί άγγελοι είναι συνήθως άνδρες από 35 έως 65 ετών, και είναι συνήθως επιτυχημένοι επενδυτές οι οποίοι έχουν σαν βάση για τις επενδύσεις τους την μεγάλη εμπειρία τους καθώς και το ένστικτο τους. Κατά κύριο λόγο αναζητούν επιχειρήσεις υψηλού ρίσκου άρα και υψηλών αποδόσεων. Αναφορικά, το ύψος των επενδύσεων αυτών κυμαίνεται από 25.000 έως και 300.000 ευρώ. Επιπλέον αρκετοί Επιχειρηματικοί άγγελοι λειτουργούν ως οργανισμός γεγονός που κάνει τις επενδύσεις αυτές να είναι αρκετά μεγαλύτερες.

#### Χρησιμότητα των businessangels

Η ραγδαία αύξηση των business angels οφείλεται στο γεγονός ότι τα τραπεζικά ιδρύματα είναι διστακτικά για να χρηματοδοτήσουν νεοσύστατες εταιρίες. Οι καινοτόμες μορφές των επιχειρήσεων που βασίζονται κυρίως στη «γνώση» συνήθως έχουν πιο δύσκολη πρόσβαση σε χρηματοδοτικές πηγές από τις παραδοσιακές επιχειρήσεις κυρίως λόγω της ταχύτητας της τεχνολογικής εξέλιξης

και του κεντρικού ρόλου που παίζουν στις επιχειρήσεις αυτές οι άνθρωποι και οι ιδέες. Επιπλέον, σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας είναι απαραίτητο να επενδύσει κανείς μεγάλα κεφάλαια πολύ πριν αρχίσει να έχει έσοδα. Τέλος, η μεγέθυνση του κεφαλαίου είναι απαραίτητη στα αρχικά στάδια μιας επιχείρησης για το άνοιγμα σε μεγάλες αγορές και το επίπεδο του κέρδους στα στάδια αυτά είναι ανεπαρκές για να χρηματοδοτήσει τη μεγέθυνση. Ο ρόλος τους στην εταιρία με την οποία συνεργάζονται οι business angels έχει δύο σκέλη:

- από τη μια πλευρά είναι επενδυτές που επενδύουν τα κεφάλαιά τους
- και από την άλλη πλευρά έχουν σε πολλές περιπτώσεις βασικό ρόλο στην εταιρία αυτή είτε μετέχοντας στο διοικητικό συμβούλιο παρέχοντας ανεπίσημα συμβουλευτικές υπηρεσίες είτε, σε ορισμένες περιπτώσεις, δουλεύοντας σε αυτήν υπό καθεστώς μερικής απασχόλησης.

Ως εκ τούτου, ο σκοπός ενός business angels μπορεί να αρχίζει από την απλή αποκόμιση οικονομικού οφέλους και να φτάνει στην προσφορά στο κοινωνικό σύνολο ή την τοπική κοινωνία στην οποία διαμένουν. Έτσι business angels έρχονται να καλύψουν το κενό που υπάρχει στα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης που επιθυμεί να εξελιχθεί. Η διαφορά των επιχειρηματικών αγγέλων από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς έγκειται ακριβώς στην «ανεπισημότητα» της επένδυσης. Η πραγματοποίηση της επένδυσης δεν προϋποθέτει όλους τους ελέγχους και τις εγγυήσεις που ζητούν οι οργανισμοί αυτοί, καθώς το κυρίαρχο στοιχείο στις επενδύσεις των επιχειρηματικών αγγέλων είναι η προσωπική σχέση του επιχειρηματικού αγγέλου με τον επιχειρηματία.

### Κατηγορίες των business angels

Οι διαφορετικές κατηγορίες business angels που συναντώνται είναι τέσσερις και διαχωρίζονται ανάλογα με τα προσωπικά και επαγγελματικά προσόντα



που διαθέτουν και στους τομείς που μπορούν να βοηθήσουν την επιχείρηση στην οποία επενδύουν.

- **Guardian Angels:** κατά βάση είναι business angels που παλιότερα ήταν επιτυχημένοι επενδυτές σε παρεμφερή τομέα με την επιχείρηση στην οποία επενδύουν. Έτσι έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν μαζί με την επιχειρηματική τους εμπειρία και τις εξειδικευμένες τους γνώσεις σε θέματα που αφορούν στον τομέα που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.
- **Entrepreneur Angels:** Είναι οι business angels που έχουν την εμπειρία στο ξεκίνημα και τη διοίκηση μιας εταιρίας και προσφέρουν τις επιχειρηματικές τους γνώσεις στο νέο επιχειρηματία, αλλά προέρχονται άλλον τομέα από αυτόν που η επιχείρηση που επενδύουν δραστηριοποιείται .
- **Operational Angels:** Δεν είναι οι ίδιοι επιχειρηματίες, αλλά ήταν υψηλά στελέχη σε μεγάλες εταιρίες, και με αυτόν τον τρόπο μεταφέρουν γνώσεις και εμπειρία στον τομέα που δραστηριοποιείται η εταιρία, αλλά συνήθως στερούνται μεγάλης επιχειρηματικής εμπειρίας.
- **Financial Angels:** Σκοπός αυτών των business angel είναι μόνο το οικονομικό όφελος.

Επιπλέον θα πρέπει να αναφέρουμε ότι συναντάμε σημαντικές διαφορές και μέσα στις ίδιες τις κατηγορίες business angels κυρίως στον τρόπο που λειτουργούν όταν έρθουν σε επαφή με την εταιρία με την οποία πρόκειται να συνάψουν συνεργασία. Άρα, ή επιλέγουν να εμπλακούν ενεργά στη διοίκηση της επιχείρησης και στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων ή απλά έχουν την επιθυμία να έχουν το ρόλο του μέντορα για το νέο επιχειρηματία. Κάποιοι business angels επιλέγουν να πράξουν οι ίδιοι το ρόλο του επιχειρηματικού συμβούλου, ενώ άλλοι προτείνουν την πρόσληψη ενός άλλου επιχειρηματικού συμβούλου για να μελετήσει τις προοπτικές εξέλιξης της εταιρίας. Αντίθετα όμως κάποιοι business angels μπορεί να επενδύουν σε μία και μόνο εταιρία και έτσι να δίνουν όλη τους την ενέργεια σε αυτήν, ενώ άλλοι να επενδύουν σε περισσότερες και να μην προσφέρουν έτσι πολλά στην επιχείρηση όσον αφορά στις επιχειρηματικές συμβουλές. Ο βαθμός

στον οποίο εμπλέκεται ένας Επιχειρηματικός άγγελος στην επιχείρηση την οποία επενδύει, δεν είναι συνάρτηση μόνο του τρόπου λειτουργίας του επιχειρηματικού αγγέλου και των φιλοδοξιών του, αλλά και των αντιλήψεων του ίδιου του επιχειρηματία. Κάποιοι επιχειρηματίες δεν αισθάνονται άνετα με την προοπτική του να επενδύσει κάποιος στην επιχείρησή τους και με τον τρόπο αυτό να έχει λόγο σε όλες τις υποθέσεις της επιχείρησης. Έτσι νιώθουν πιο άνετα ο επιχειρηματικός άγγελος να επενδύει μεν, αλλά να μην εμπλέκεται ενεργά στη διοίκηση της επιχείρησης. Άλλοι βέβαια αποδέχονται τους Επιχειρηματικούς αγγέλους χωρίς καχυποψία, και αποζητούν από αυτούς να αναλάβουν το ρόλο του συμβούλου, καθώς πιστεύουν ότι έτσι η επιχείρησή τους έχει περισσότερες πιθανότητες να ευδοκιμήσει στο μέλλον.

### Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των business angels

Η χρηματοδότηση μέσω των Επιχειρηματικών αγγέλων χαρακτηρίζεται από κάποια βασικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα όπως αυτά φαίνονται παρακάτω<sup>2</sup>:

- Προτιμούν επενδύσεις μικρότερου κεφαλαίου από τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) και ταιριάζουν καλύτερα στις μικρές επιχειρήσεις.
- Συνήθως επενδύουν στα αρχικά στάδια της ζωής των επιχειρήσεων χωρίς να απαιτούν άμεσα έσοδα (αν και η καλή ρευστότητα πάντα εκτιμάται).
- Πραγματοποιούν επενδύσεις σε όλους τους κλάδους του δευτερογενούς και τριτογενούς τομέα.
- Είναι πιο ευέλικτοι στις οικονομικές τους αποφάσεις από τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists).
- Η εξασφάλιση χρηματοδότησης από τους επιχειρηματίες δεν περιλαμβάνει υψηλές αμοιβές

---

<sup>2</sup><https://nikossouras.wordpress.com/tag/>

- Οι περισσότεροι άγγελοι είναι επενδυτές «προστιθέμενης αξίας» (value-added investors) που προσφέρουν τις ικανότητές τους παράλληλα με τα κεφάλαιά τους.
- Είναι γεωγραφικά διεσπαρμένοι και πιο εύκολα προσπελάσιμοι από τους venture capitalists.
- Έχουν θετική επιρροή και στην επιχείρηση, καθώς την καθιστούν περισσότερο ελκυστική και σε άλλες πηγές χρηματοδότησης. «Δανείζουν» στην επιχείρηση την καλή τους φήμη.
- Συχνά προσφέρουν εγγυήσεις για δάνεια, αν όχι άμεσα χρήματα.
- Δεν είναι αντίθετοι στο να επενδύουν σε τελείως διαφορετικές τεχνολογίες.

Από την άλλη πλευρά όμως υπάρχουν και κάποια μειονεκτήματα όπως θα δούμε παρακάτω<sup>3</sup>:

- Οι στενές επαγγελματικές σχέσεις που δημιουργούνται πολλές φορές δημιουργούν προβλήματα.
- Οι Επιχειρηματικοί άγγελοι καθορίζουν την ημερομηνία πληρωμής τους και πολλές φορές απαιτούν και μισθό.
- Εξ αρχής θα πρέπει να είναι ξεκάθαρη η συμφωνία όσο αφορά τις αμοιβές του εκάστοτε Επιχειρηματικού αγγέλου.
- Ένα ακόμα βασικό μειονέκτημα είναι ότι συνήθως ο Επιχειρηματικός άγγελος απαιτεί τη συμμετοχή του στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας και θέλει να παίρνει μέρος σε όλες τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.
- Τέλος, στην Ελλάδα ο θεσμός των Επιχειρηματικών Αγγέλων δεν είναι διαδεδομένη ούτε θεσμοθετημένη.

### 3.2.2 Θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων

#### Ορισμός

<sup>3</sup> Λαζαρίδης, Ι. (2007). Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης (Τεύχος Α'). Εκδόσεις Ι. Λαζαρίδης, Θεσσαλονίκη.

Οι Θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων είναι φορείς ιδιωτικοί ή κρατικοί που προσφέρουν σε νέες εταιρίες κατά βάση χώρους εγκατάστασης, χρηματοδότηση καθώς και άλλες υπηρεσίες, όπως εξοπλισμό, συμβουλευτικές υπηρεσίες, υποστήριξη σε θέματα λογιστικά, νομικά και φοροτεχνικά, μάρκετινγκ και προβολής, εύρεσης εργαζομένων και γενικά οτιδήποτε σχετίζεται με την ανάπτυξη της εταιρίας και τη βιωσιμότητα της. Αντί αυτού, η εταιρεία της Θερμοκοιτίδας παίρνει ένα ποσοστό της επιχείρησης και της δίνεται η δυνατότητα να συμμετάσχει στη διοίκηση. Σε κάποιες περιπτώσεις ατελούς μορφής, η Θερμοκοιτίδα προσφέρει απλά χώρο και υπηρεσίες χρεώνοντας ένα ενοίκιο. Ο βασικός σκοπός της Θερμοκοιτίδας είναι να συνεισφέρει στη νέα εταιρία ώστε να φτάσει σε ένα επίπεδο ανάπτυξης πέρα από το οποίο θα πρέπει συνήθως να αποσυρθεί και να αναζητήσει νέο χώρο εγκατάστασης καθώς και χρηματοδότη, συνήθως Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Γι' αυτό τον λόγο ο χρονικός ορίζοντας της παραμονής στη Θερμοκοιτίδα υπολογίζεται σε 2-3 χρόνια.

Σε διαφορετική περίπτωση, η θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων ορίζεται ως ένας οργανισμός ο οποίος, μέσω μιας διαδικασίας που δημιουργεί αξία, παρέχει σε νέες εταιρίες υποστηρικτικές και ελεγκτικές υπηρεσίες που κάνουν πιο εύκολη την ανάπτυξή τους, την παροχή πόρων και τη μείωση του κόστους. Με τους ανωτέρω τρόπους, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων βελτιώνουν τις προοπτικές επιβίωσης και ανάπτυξης των νέων επιχειρήσεων με την παροχή υποστηρικτικών υπηρεσιών. Κλείνοντας, είναι γεγονός ότι είναι ένα εργαλείο οικονομικής ανάπτυξης και καινοτομίας, το οποίο επιταχύνει την ανάπτυξη και την επιτυχία νέων εταιριών, δίνοντας πρόσβαση σε πόρους και υποστηρικτικές υπηρεσίες.

Άρα, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων είναι οργανισμοί που υποστηρίζουν νέες εταιρίες που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο, προσφέροντάς τους κεφάλαια, καθοδήγηση και δικτύωση, στέγαση, μισθώσεις και υποστήριξη γραφείου. Με βάση αυτό, ψάχνουν αποδοτικά και αποτελεσματικά μέσα σύνδεσης του κεφαλαίου, της τεχνολογίας και της τεχνογνωσίας, με σκοπό να συντομεύσουν την ανάπτυξη των νέων εταιριών, την ανακάλυψη ταλέντων και ευκαιριών, καθώς και την εκμετάλλευση των τεχνολογικών επιτυχιών.

Πιο συγκεκριμένα, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων στοχεύουν: α) στην ανάπτυξη νέων εταιριών, μέσω της παροχής βοηθητικών υπηρεσιών και προσφοράς

κεφαλαίων, β) στη σταθερότητα της νέας εταιρίας, μέσω της καθοδήγησης για τη μείωση της πιθανότητας αποτυχίας και την αποφυγή της αστάθειας εξαιτίας εργασιακών κολλημάτων, νέων νομοθεσιών που μπορεί να επηρεάζουν τη λειτουργία της εταιρίας, εισόδου νέων ανταγωνιστών, μεταβολών ή και πιέσεων της αγοράς και γ) στην ανάπτυξη της νέας εταιρίας μέσω της αύξησης της αποδοτικότητας, της πρόσβασης σε νέες αγορές και της εκμετάλλευσης των τεχνολογικών στόχων. Για την επίτευξη των παραπάνω στόχων, οι θερμοκοιτίδες είναι χωρισμένες σε δίκτυα επιχειρηματικότητας, τα οποία αποτελούνται από ένα γραφείο στήριξης και από περισσότερες περιφερειακές νεοϊδρυόμενες εταιρείες. Με αυτό το τρόπο οργάνωσης των θερμοκοιτίδων έχουμε ως αποτέλεσμα ένα σύστημα διοίκησης δύο επιπέδων, ένα σε επίπεδο γραφείου στήριξης, το οποίο διαχειρίζεται ζητήματα που ανακύπτουν είτε μεταξύ των ενοίκων είτε μεταξύ της θερμοκοιτίδας και τρίτων, και ένα σε επίπεδο ενοίκων, το οποίο χειρίζεται τα ζητήματα που σχετίζονται με τις καθημερινές δραστηριότητες των νέων εταιριών, όπως είναι η ανάπτυξη προϊόντων, το μάρκετινγκ και οι πωλήσεις, η προσέλκυση και επιλογή προσωπικού και η παροχή κεφαλαίων.

Με βάση την ιστορία, η πρώτη θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων εμφανίστηκε στην Βατανία της Νέας Υόρκης το έτος 1959, όταν μία ομάδα τοπικών επιχειρηματιών άλλαξε ένα παρατημένο εργοστάσιο της Masson Ferguson, επιφάνειας 85.000τ.μ. , σε κέντρο μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων στις δεκαετίες του 1950 και του 1960 είχαν μη κερδοσκοπικό χαρακτήρα και στόχευαν στην προώθηση της εφαρμοσμένης έρευνας στην αγορά και της οικονομικής ανάπτυξης σε μειονεκτικές περιοχές. Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '70, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων έδιναν βάση είτε στην τεχνολογική εξειδίκευση είτε στη διοικητική υποστήριξη. Σε αντίθεση με το σύγχρονο μοντέλο θερμοκοιτίδας όπου συνδυάζει και τα δύο.

Η σημασία της έννοιας της θερμοκοιτίδας επιχειρήσεων περιέχει τεχνολογικά κέντρα, κέντρα καινοτομίας και επιχειρηματικά κέντρα και προσφέρει υψηλή τεχνολογική εξειδίκευση και υψηλή διοικητική υποστήριξη στις επιχειρήσεις που επωάζει. Σε αντίθεση με τα επιστημονικά πάρκα τα οποία προσφέρουν υψηλή τεχνολογική εξειδίκευση, αλλά χαμηλή διοικητική υποστήριξη, καθώς το επιστημονικό πάρκο έχει τον ρόλο του σημείου τομής και γεφυρώνει την

ακαδημαϊκή κοινότητα και τα ερευνητικά ιδρύματα με την επιχειρηματική κοινότητα, στοχεύοντας στη δημιουργία, λειτουργία και ανάπτυξη επιχειρήσεων εντάσεως καινοτομίας και τεχνολογίας.

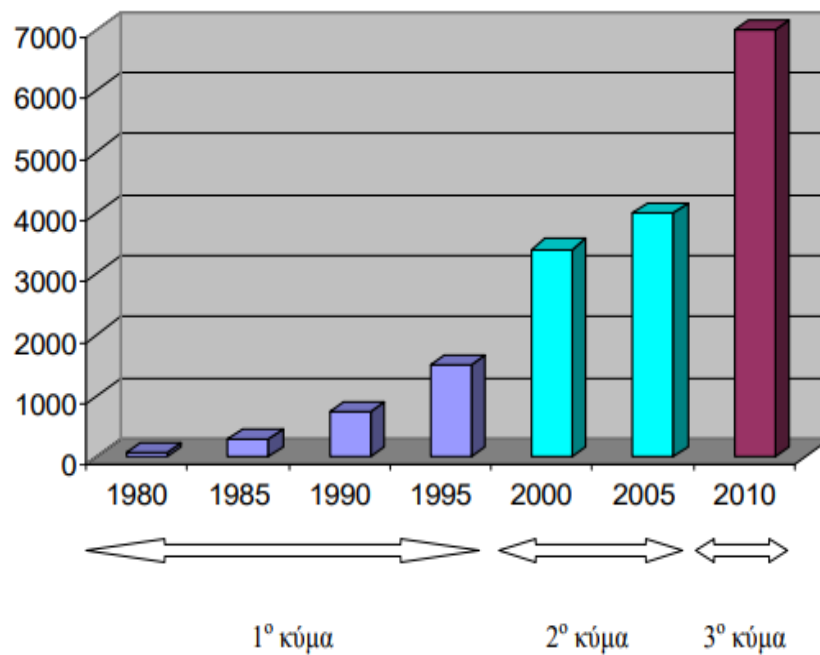
### Ιστορική αναδρομή

Η πιο σημαντική ανάπτυξη των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων εμφανίζεται ουσιαστικά στις αρχές της δεκαετίας του 1980 με την εμφάνιση του πρώτου «κύματος» θερμοκοιτίδων (εικόνα 6), οι οποίες προσέφεραν ευέλικτους χώρους σε προσιτές τιμές και κοινές υποστηρικτικές υπηρεσίες σε σχολαστικά επιλεγμένες επιχειρηματικές ομάδες. Λειτουργούσαν ως κρατικές θερμοκοιτίδες μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, οι οποίες είχαν ως στόχο την εκμετάλλευση της ακίνητης περιουσίας, και στόχευαν στη μείωση του κόστους λειτουργίας των επιχειρήσεων. Εφάρμοζαν σύστημα αμοιβής βάσει των παρεχόμενων υπηρεσιών και δημιουργούσαν αξία ακίνητης περιουσίας. Το δεύτερο «κύμα» περιλάμβανε θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων, οι οποίες παρείχαν συμβουλευτικές υπηρεσίες υψηλού επιπέδου, καθώς και υπηρεσίες δικτύωσης και πρόσβασης σε φορείς προσφοράς κεφαλαίων. Ήταν ιδιωτικές θερμοκοιτίδες μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, με κύριο προσανατολισμό στις εταιρίες και εστίαση σε συγκεκριμένους κλάδους. Είχαν ως βασικό στόχο την οικονομική ανάπτυξη της περιοχής, και στόχευαν στη μείωση του χρόνου εισόδου των επιχειρήσεων στην αγορά.

Είχαν σκοπό να εφαρμόσουν ένα σύστημα αμοιβής βάσει του μετοχικού κεφαλαίου της εγκατεστημένης επιχείρησης και να δημιουργήσουν αξία ακίνητης περιουσίας και κοινωνική αξία. Στην σύγχρονη εποχή, το τρίτο «κύμα» θερμοκοιτίδων ταυτίζεται με ένα διεθνές επιχειρηματικό κέντρο, που παρέχει μια σειρά από διοικητικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες, υπηρεσίες δικτύωσης και ευκαιρίες ένταξης σε κλαδικές συναθροίσεις. Πρόκειται για ιδιωτικές θερμοκοιτίδες κερδοσκοπικού χαρακτήρα, με σαφή προσανατολισμό στις επιχειρήσεις και εστίαση σε συγκεκριμένους κλάδους (υψηλή τεχνολογία, τεχνολογία διαδικτύου). Ο κύριος σκοπός τους είναι η ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων και αποσκοπούν στη μείωση του

χρόνου εισόδου των επιχειρήσεων στην αγορά, δημιουργώντας αξία ακίνητης περιουσίας, κοινωνική αξία και επιχειρηματική αξία, ενώ τα κέρδη τους προέρχονται από τις επενδύσεις στις επιχειρήσεις.

**Εικόνα 6:** Ιστορική εξέλιξη των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων



Πηγή: Bollingtoft, A. and Ulhoi, J.P. (2005), "The networked business incubator-leveraging entrepreneurial agency?". *Journal of Business Venturing*, Vol. 20, No. 2, p. 272.

### Τα χαρακτηριστικά των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων

Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων έχουν κάποια κύρια χαρακτηριστικά γνωρίσματα, βάση των οποίων καθορίζονται ο τύπος και το είδος της θερμοκοιτίδας και θα σας τα παραθέσουμε παρακάτω :

- Αποστολή / Στρατηγική: καθορίζει το σκοπό και τους βασικούς στόχους στους οποίους αποβλέπει η θερμοκοιτίδα με τη δραστηριοποίησή της (δημιουργία θέσεων εργασίας, οικονομική ανάπτυξη μειονεκτικών περιοχών ή επίτευξη κέρδους και μεγιστοποίηση της απόδοσης των επενδύσεών τους).
- Κλάδος δραστηριότητας: καθορίζει το αντικείμενο δραστηριοτήτων της θερμοκοιτίδας, η οποία μπορεί να δραστηριοποιείται είτε σε συγκεκριμένο κλάδο, στοχεύοντας στην εξειδίκευση και την παροχή υψηλής ποιότητας
- Γεωγραφική Θέση: καθορίζει τους στόχους στους οποίους αποβλέπει η θερμοκοιτίδα ανάλογα με τη φυσική γεωγραφική τοποθέτηση που επιλέγει να έχει είτε κοντά σε βιομηχανικές περιοχές, είτε σε πανεπιστήμια, είτε σε μειονεκτικές περιοχές.
- Αγορά: καθορίζει τα οικονομικά χαρακτηριστικά της περιοχής εγκατάστασης μιας θερμοκοιτίδας, τα οποία επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία και το βαθμό χρησιμότητας της, το είδος των νέων εταιριών που εκκολάπτει η θερμοκοιτίδα και την εγγύτητα ανάμεσα τους, ανάλογα με την δραστηριοποίηση της εκάστοτε εκκολλαπτόμενης επιχείρησης σε τοπικό, εθνικό ή ακόμη και παγκόσμιο επίπεδο.
- Πηγή Ιδεών: καθορίζει την προέλευση και την πρωτοτυπία των ιδεών και επιχειρηματικών σχεδίων των νέων εταιριών που εκκολάπτει η θερμοκοιτίδα, αναφορικά με τη σύνδεση και συνεργασία με οργανισμούς, όπως είναι τα πανεπιστημιακά ιδρύματα, καθιστώντας εφικτή τη μεταφορά τεχνογνωσίας και νέων τεχνολογικών εφαρμογών που αναπτύσσονται σε επιστημονικό επίπεδο στις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.
- Βαθμός Παρέμβασης: καθορίζει την ένταση των υποστηρικτικών και καθοδηγητικών υπηρεσιών που προσφέρει η θερμοκοιτίδα από τον επιχειρησιακό σχεδιασμό έως τον καθορισμό της στρατηγικής εξόδου της εκκολλαπτόμενης επιχείρησης. Πηγή Εσόδων: καθορίζει τον τρόπο αμοιβής της θερμοκοιτίδας ανάλογα με τον φορέα λειτουργίας της (κρατικές ή ιδιωτικές θερμοκοιτίδες) και τους αντικειμενικούς της στόχους (θερμοκοιτίδες κερδοσκοπικού ή μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα).



- Φάση Επώασης: καθορίζει το μέσο χρόνο παραμονής και ανάπτυξης των νεοσύστατων επιχειρηματικών σχημάτων εντός μιας θερμοκοιτίδας επιχειρήσεων και επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων, όπως είναι η στρατηγική και ο κύκλος ζωής της θερμοκοιτίδας.
- Πηγή Εσόδων: καθορίζει τον τρόπο αμοιβής της θερμοκοιτίδας ανάλογα με τον φορέα λειτουργίας της (κρατικές ή ιδιωτικές θερμοκοιτίδες) και τους αντικειμενικούς της στόχους (θερμοκοιτίδες κερδοσκοπικού ή μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα).
- Παρεχόμενες Υπηρεσίες: καθορίζει το είδος των υπηρεσιών που προσφέρει η θερμοκοιτίδα ανάλογα με τις απαιτήσεις, τις δυνατότητες και τις γνώσεις της διοικητικής ομάδας της εκκολαπτόμενης επιχείρησης, καθώς και την έμφαση που δίνει είτε σε υπηρεσίες υποδομής και τεχνικής και γραμματειακής υποστήριξης είτε σε υπηρεσίες μάθησης και μεταφοράς γνώσης.
- Διοικητική Ομάδα: καθορίζει τα κίνητρα και τη δομή της διοικητικής ομάδας της θερμοκοιτίδας ανάλογα με το φορέα λειτουργίας τους και το βαθμό παρέμβασης τους στην ανάπτυξη της εκκολαπτόμενης επιχείρησης.

### Στόχοι των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων

Από τον ορισμό τους οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων έχουν σκοπό τη δημιουργία, στην ανάπτυξη, στη σταθερότητα και στην επέκταση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο, μέσω της παροχής υποστηρικτικών υπηρεσιών και χρηματοδότησης. Για να επιτευχθεί όμως αποτελεσματικά αυτός ο σκοπός, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων ακολουθούν μία συγκεκριμένη διαδικασία δημιουργίας αξίας, σύμφωνα με την οποία καθορίζονται οι βασικοί στόχοι στους οποίους αποβλέπουν με τη δραστηριοποίησή τους. Οι κυριότεροι στόχοι μιας θερμοκοιτίδας επιχειρήσεων, αρχικά, καθορίζονται από τον φορέα λειτουργίας και το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς, δηλαδή, από το αν η θερμοκοιτίδα είναι κρατική ή ιδιωτική. Στην περίπτωση των κρατικών θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων πρωταρχικός

στόχος είναι η δημιουργία θέσεων εργασίας, ενώ δευτερεύοντες στόχοι είναι η ανάπτυξη της τοπικής κοινότητας και η συνεργασία με άλλους φορείς επιχειρηματικότητας. Για παράδειγμα, οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων που συνδέονται με πανεπιστημιακά ιδρύματα έχουν ως αντικειμενικούς στόχους τη συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και των πανεπιστημίων, την άμεση αξιοποίηση των πανεπιστημιακών ερευνών, την προώθηση της γνώσης και την ισχυροποίηση της αποστολής και του οράματος των πανεπιστημιακών ιδρυμάτων. Αντίθετα, στην περίπτωση των ιδιωτικών θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων πρωταρχικός στόχος είναι η επίτευξη κέρδους και η μεγιστοποίηση της απόδοσης των επενδύσεών τους, ενώ δευτερεύοντες στόχοι είναι η εκμετάλλευση των ευκαιριών επένδυσης και η ανάπτυξη προϊόντων.

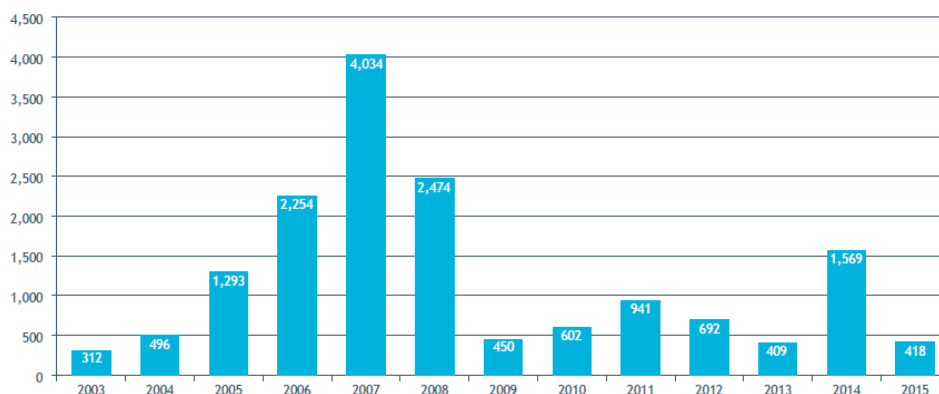
### 3.3 Πρόσφατες εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή αγορά των Private Equity

Μετά από ένα ισχυρό έτος συγκέντρωσης κεφαλαίων το 2014, το 2015 για την περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης υπήρχε πιο μικρή χρηματοδότηση ιδιωτικών κεφαλαίων ύψους 418 εκατ. Ευρώ. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με ένα σταθερό επίπεδο κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν σε ολόκληρη την Ευρώπη το 2015 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η περιοχή της CEE (Central & Eastern Europe) αντιπροσωπεύει λιγότερο από το 2% του συνόλου της συγκέντρωσης κεφαλαίων ιδιωτικών κεφαλαίων στην Ευρώπη το 2015, αντανακλώντας ένα χρόνο με περιορισμένο αριθμό κεφαλαίων στην αγορά, ιδίως από τις μεγαλύτερες εταιρείες της περιοχής αυτής. Οι πολυμερείς οργανισμοί και οι εθνικές δημόσιες πηγές αποτελούσαν το 36% των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το 2015 και συνέχισαν να αποτελούν την κύρια πηγή κεφαλαίου για την CEE, όπως και τα τελευταία χρόνια. Άλλες βασικές πηγές κεφαλαίων το 2015 ήταν άλλοι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και ιδιώτες, μη τυπικές πηγές κεφαλαίου για την περιοχή της CEE. Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών της CEE έφθασαν τα 166 εκατ. Ευρώ το 2015, επίπεδο παρόμοιο με το 2014 και αντιπροσώπευαν σχεδόν το 40% του συνόλου των νέων κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν σε όλη την περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης το 2015. Τα κεφάλαια αγοράς αυξήθηκαν κατά 107 εκατ. Ευρώ, με αποτέλεσμα οι μεγαλύτεροι διαχειριστές των ταμείων εξαγορών της περιοχής να μην είναι στην αγορά νέων κεφαλαίων το 2015.

## Διάγραμμα 1: Συνολική συγκέντρωση κεφαλαίων

### Συνολική συγκέντρωση κεφαλαίων

ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ



Πηγή: <http://www.investeurope.eu/research/>

## Πίνακας 2: Συγκέντρωση κεφαλαίων ανά κατηγορία

### Συγκέντρωση κεφαλαίων στις χώρες της Κεντρικής & Ανατολικής Ευρώπης

Κεφάλαια που αντλήθηκαν στην Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη - Στάδια κατά την διάρκεια του έτους (ποσά σε χιλιάδες ευρώ)

Στάδιο Χρηματοδότησης	2014		2015	
	Ποσό	%	Ποσό	%
Πρώμο στάδιο	40,330	2.6	49,100	11.8
Στάδιο ωρίμανσης	73,770	4.7	40,280	9.6
Ισορροπία	61,520	3.9	76,400	18.3
Συνολικά κεφάλαια	175,620	11.2	165,780	39.7
Κεφάλαια ανάπτυξης	40,000	2.5	5,000	1.2
Εξαγορές	1,176,290	75.0	107,090	25.6
Ενδιάμεση χρηματοδότηση	0	0.0	70,000	16.8
Γενικά	176,760	11.3	69,700	16.7
Συνολικά κεφάλαια Κεντρικής & Ανατολικής Ε.	1,568,670	100.0	417,570	100.0
Συνολικά Ευρωπαϊκά κεφάλαια	47,971,100		47,568,290	

Κεφάλαια που αντλήθηκαν στην Κεντρική & Ανατολική Ευρώπη - Στάδια κλεισίματος μέσα στο έτος από ανεξάρτητα κεφάλαια

Στάδιο Χρηματοδότησης	2014		2015	
	Ποσό	Αριθμός funds	Ποσό	Αριθμός funds
Πρώμο στάδιο	4,700	1	0	0
Στάδιο Ορίμανσης	18,360	1	0	0
Ισορροπία	15,730	1	0	0
Συνολικά κεφάλαια	38,790	3	0	0
Κεφάλαια ανάπτυξης	0	0	108,000	1
Εξαγορές	807,800	1	99,600	1
Ενδιάμεση χρηματοδότηση	0	0	70,000	1
Γενικά	80,200	3	0	0
Ανεξάρτητα κεφάλαια	926,790	7	277,600	3

Πηγή: <https://www.investeurope.eu/research/>

Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων στην περιοχή της CEE το 2015 έφθασαν τα 1,6 δισ. Ευρώ, ξεπερνώντας το προηγούμενο έτος κατά σχεδόν 25% και έφθασαν στο υψηλότερο επίπεδο από το 2009. Ο αριθμός των εταιρειών της CEE που έλαβαν ιδιωτική χρηματοδότηση το 2015 ήταν σταθερή σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος ανήλθαν σε 312. Η αύξηση των επενδύσεων στην CEE το 2015 ξεπέρασε τη συνολική ετήσια αύξηση των επενδύσεων για την Ευρώπη συνολικά κατά 14%. Οι επενδύσεις στην CEE ανήλθαν στο 3,4% της συνολικής ευρωπαϊκής αγοράς ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων το 2015. Οι κύριοι προορισμοί χρηματοδότησης ιδιωτικών κεφαλαίων στην περιοχή της CEE το 2015 ήταν η Πολωνία (54% της συνολικής αξίας), η Σερβία (14% του συνόλου), η Ουγγαρία (10% του συνόλου) και τη Ρουμανία (9% του συνόλου). Αυτές οι τέσσερις χώρες αποτελούσαν το 87% του συνόλου των επενδύσεων στην CEE κατά αξία το 2015. Οι επενδύσεις για εξαγορά αντιπροσώπευαν το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης της αξίας επενδύσεων σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια στην περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης το 2015, συνολικού ύψους 1,3 δισ. Ευρώ και αύξησης 36% ετησίως.

## Διάγραμμα 2: Ετήσιες επενδύσεις ανά έτος

### Επενδύσεις



Πηγή: <https://www.investeurope.eu/research/>

## Πίνακας 3: Επενδύσεις ανά τομέα, 2014-2015

## Επενδύσεις

### Επενδύσεις ανά τομέα, 2014-2015

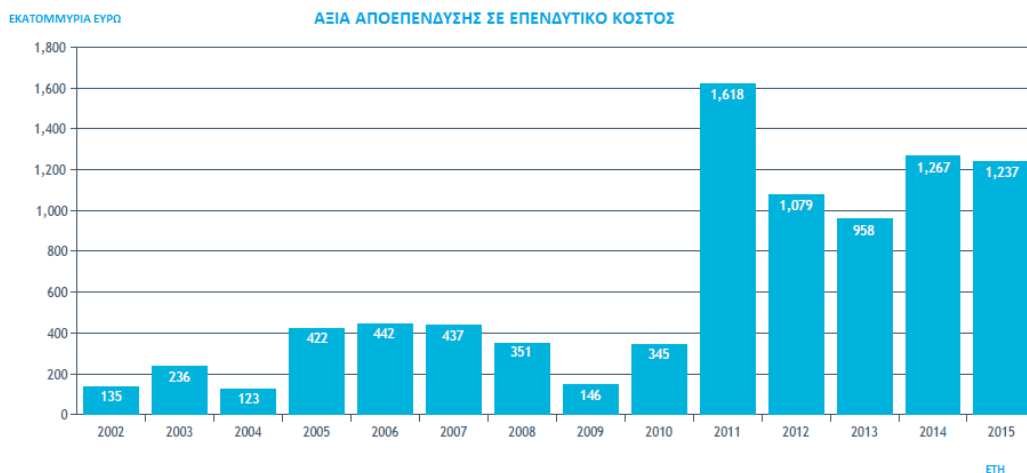
	2014				2015			
	Ποσο σε χιλιάδες ευρώ	%	Αριθμός Επιχειρήσεων	%	Ποσο σε χιλιάδες ευρώ	%	Αριθμός Επιχειρήσεων	%
Γεωργία	56,269	4.3	6	1.9	37,904	2.3	8	2.6
Επιχειρήσεις & Βιομηχανικά προϊόντα	55,858	4.2	28	9.1	88,748	5.4	30	9.6
Επιχειρήσεις & Βιομηχανικές υπηρεσίες	27,003	2.0	27	8.7	43,431	2.7	24	7.7
Χημικά & Υλικά	1,133	0.1	9	2.9	1,104	0.1	8	2.6
Τηλεπικοινωνίες	492,688	37.4	50	16.2	73,657	4.5	42	13.5
Η/Υ & Ηλεκτρικά είδη ευρείας κατανάλωσης	244,953	18.6	60	19.4	74,396	4.6	63	20.2
Κατασκευές	2,405	0.2	1	0.3	70	0.0	1	0.3
Καταναλωτικά αγαθά & Λιανικό εμπόριο	80,999	6.1	34	11.0	470,853	28.9	52	16.7
Καταναλωτικές Υπηρεσίες	112,746	8.6	25	8.1	32,120	2.0	22	7.1
Ενέργεια & περιβάλλον	119,062	9.0	18	5.8	523,997	32.1	14	4.5
Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες	17,212	1.3	16	5.2	88,233	5.4	11	3.5
Βιοεπιστήμες	88,283	6.7	32	10.4	134,193	8.2	29	9.3
Αγορά ακινήτων	1,158	0.1	1	0.3	7,388	0.5	2	0.6
Μεταφορές	17,616	1.3	2	0.6	55,040	3.4	6	1.9
Άγνωστα	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
<b>Συνολικές επενδύσεις έτους</b>	<b>1,317,384</b>	<b>100.0</b>	<b>309</b>	<b>100.0</b>	<b>1,631,135</b>	<b>100.0</b>	<b>312</b>	<b>100.0</b>

Πηγή: <https://www.investeurope.eu/research/>

Κλείνοντας με την δραστηριότητα στις αποεπενδύσεις των επενδυτών για το έτος 2015, βλέπουμε ότι η δραστηριότητα απόσυρσης ιδιωτικών μετοχών σε όλη την περιοχή της CEE έφθασε τα 1,2 δις ευρώ (με βάση το ιστορικό επενδυτικό κόστος), σχεδόν το ίδιο επίπεδο με το 2014 και το τρίτο υψηλότερο επίπεδο ιστορικά. Οι εκχωρήσεις της CEE αποτελούσαν το 3,1% της συνολικής αξίας εκποίησης σε ολόκληρη την Ευρώπη. Με βάση τον αριθμό των εταιρειών, η CEE πέτυχε ένα ρεκόρ 97 πωλήσεων το 2015, πολύ πάνω από τον αριθμό των 74 που επιτεύχθηκε το 2014. Η αύξηση οφείλεται κυρίως στην αύξηση του αριθμού των εξερχόμενων επενδυτών από την επιχείρηση. Η Πολωνία ήταν η πιο ενεργός χώρα όσον αφορά τις εξόδους το 2015, αντιπροσωπεύοντας το 65% των εκποιήσεων κατά αξία με ιστορικό κόστος και το 46% των εκχωρήσεων ανά αριθμό εταιρειών. Η εμπορική πώληση ήταν η πιο σημαντική διαδρομή αποεπένδυσης στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη το 2015, αντιπροσωπεύοντας το 51% της αξίας εκποίησης (σε ιστορικό κόστος). Η πώληση σε άλλη ιδιωτική εταιρία (η λεγόμενη "δευτεροβάθμια") ήταν η δεύτερη πιο διαδεδομένη διαδρομή εξόδου στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη το 2015, με το 22% της συνολικής αξίας εκποίησης σε κόστος. Οι αποεπενδύσεις της δημόσιας αγοράς παρουσίασαν έντονη παρουσία σε όλες τις χώρες της CEE το 2015, αποτελώντας το 17% της συνολικής αξίας αποεπένδυσης στο κόστος.

### Διάγραμμα 3: Συνολικές αποεπενδύσεις ανά έτος

## ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ



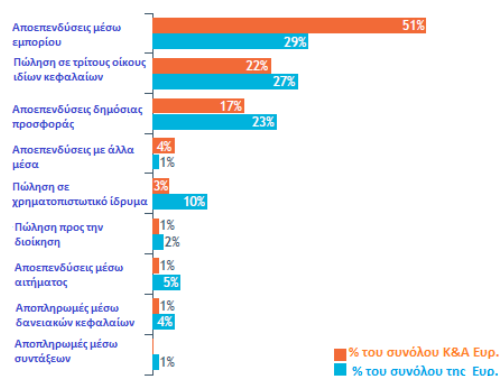
Πηγή: <https://www.investeurope.eu/research/>

### Πίνακας 4: Αποεπενδύσεις 2014-2015 ανά τομέα

#### ΑΠΟΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

##### Αποεπενδύσεις στην κεντρική & ανατολική Ευρώπη 2014-2015

	2014		2015	
	Ποσό	Αρ. Εταιριών	Ποσό	Αρ. Εταιριών
Αποεπενδύσεις μέσω εμπορίου	367,598	24	634,198	39
Αποεπενδύσεις δημόσιας προφοράς	67,852	11	205,813	7
Αποεπενδύσεις μέσω εισαγωγής στο χρηματιστήριο	48,422	5	34,273	2
Πώληση από παράθεση Ι.Κ.	19,430	6	171,540	5
Αποεπένδυση μέσω αιτήματος	105,118	3	7,050	1
Αποπληρωμές μέσω συντάξεων	0	0	477	1
Αποπληρωμές μέσω δανειακών κεφαλαίων	25,208	8	6,414	12
Πώληση σε τρίτους οικους ιδιωτικών κεφαλαίων	271,746	4	278,005	7
Πώληση σε Χρηματοπιστωτικό ίδρυμα	337,685	5	37,084	5
Πώληση προς την διοίκηση	61,210	17	16,623	20
Αποεπενδύσεις με άλλα μέσα	30,964	4	51,438	6
Σύνολα Κ&Α Ευρώπης	1,267,382	74	1,237,102	97
Σύνολα Ευρώπης	38,667,725	2,432	40,458,754	2,487



Τα ποσά είναι σε χιλιάδες ευρώ

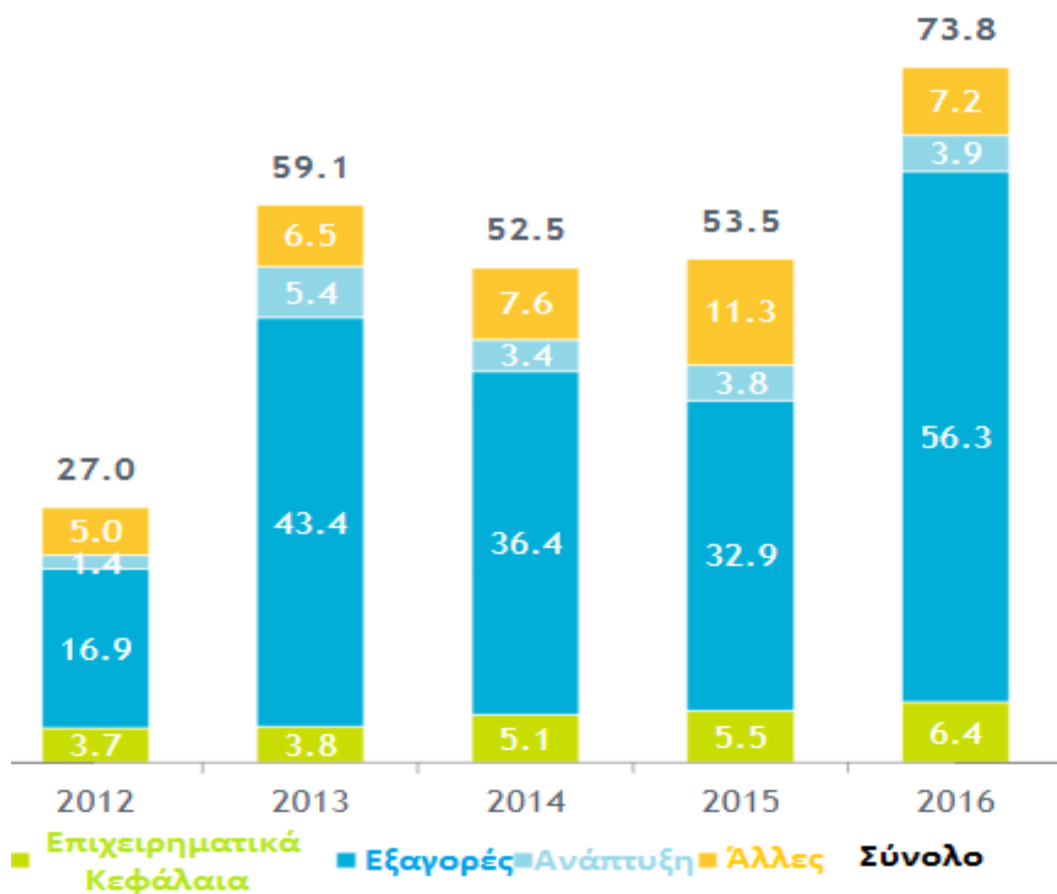
Πηγή: <https://www.investeurope.eu/research/>

### 3.4 Ευρωπαϊκή δραστηριότητα για το έτος 2016 στην αγορά των Private Equity.

Το 2016, η συνολική συγκέντρωση κεφαλαίων έφτασε τα 73,8 δισ. Ευρώ, το υψηλότερο επίπεδο για την Ευρώπη από το 2008 και αύξηση κατά 37% το 2015. Περίπου 400 εκατ. Ευρώ αύξησαν το κεφάλαιο, μειωμένο κατά 9% σε σύγκριση με το 2015, δείχνοντας τάση προς μεγαλύτερους πόρους. Τα ευρωπαϊκά κεφάλαια ιδιωτικών κεφαλαίων και επιχειρηματικών κεφαλαίων συγκέντρωσαν περίπου τα 240 δισ. Ευρώ τα τελευταία τέσσερα χρόνια περισσότερο από το διπλάσιο του ποσού που αυξήθηκε από το 2009 έως το 2012. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία παρείχαν το 34% του συνόλου των κεφαλαίων που αντλήθηκαν, ακολουθούμενα από funds of funds (18%), ασφαλιστικά ταμεία (12%), κρατικά επενδυτικά ταμεία (10%) και οικογενειακά γραφεία και ιδιώτες (9%). Οι θεσμικοί επενδυτές από χώρες εκτός Ευρώπης συνέβαλαν περισσότερο από το 40%. Η συγκέντρωση χρημάτων αυξήθηκε κατά 71% σε 56,3 δισ. Ευρώ, λόγω των μεγαλύτερων κεφαλαίων. Τα κεφάλαια αγοράς που ξεπέρασαν τα 250 εκατ. Ευρώ. Στο κλείσιμο έφτασαν περίπου το διπλάσιο κεφάλαιο από ό,τι τα προηγούμενα χρόνια. Η συγκέντρωση κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου αυξήθηκε σε 6,4 δισ. Ευρώ το 2016, ξεπερνώντας το ευρωπαϊκό ρεκόρ που σημειώθηκε το 2007. Αυτό οφειλόταν στην αύξηση του αριθμού των κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου που έφτασαν τα € 100 εκατ. Η συγκέντρωση κεφαλαίων ανάπτυξης παρέμεινε σταθερή στα 3,9 δισ. Ευρώ.

**Διάγραμμα 4:** Ευρωπαϊκή Δραστηριότητα των private equity για τα έτη 2012-2016

Αυξανόμενα ποσά κατά την διάρκεια του έτους  
(εκατομμύρια ευρώ)



Πηγή: [www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/](http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/)

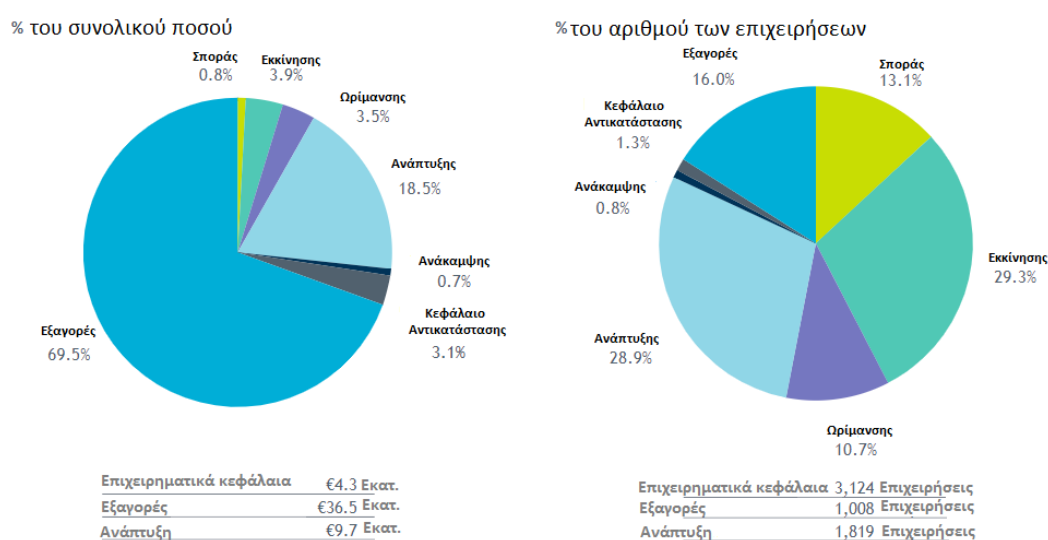
Από την άλλη πλευρά, το συνολικό ποσό μετοχών που επενδύθηκε σε ευρωπαϊκές εταιρείες παρέμεινε σταθερό το 2016 στα 52,5δισ.Ευρώ, περίπου το ένα τρίτο αυτού του ποσού που επενδύθηκε διασυνοριακά. Ο αριθμός των εταιρειών που έλαβαν επενδύσεις μειώθηκε κατά 8% σε μόλις κάτω από 6.000 και το 83% ήταν SMEs (Small and medium-sized enterprises) . Οι επενδύσεις εξαγοράς μειώθηκαν κατά 3% ετησίως σε 36,5 δισ. Ευρώ σε πάνω από 1.000 εταιρείες. Οι συναλλαγές στη μέση αγορά αυξήθηκαν κατά 25%, οι μικρές εξαγορές μειώθηκαν κατά 10% και οι μεγάλες εξαγορές μειώθηκαν κατά 17%. Οι επενδύσεις επιχειρηματικού



κεφαλαίου αυξήθηκαν κατά 2% στα 4.3 δισ. Ευρώ, πάνω από 3.000 επιχειρήσεις έλαβαν επενδύσεις, με τάση προς μεγαλύτερους κύκλους χρηματοδότησης. Το συνολικό ποσό των επενδύσεων αυξήθηκε κατά 8% στα 9,7 δισ. Ευρώ, ενώ ο αριθμός των εταιρειών μειώθηκε κατά 5% σε λίγο πάνω από 1.800. Περίπου το 10% των επενδύσεων κεφαλαίου αύξησης κατευθύνθηκε σε εταιρείες που ήδη υποστηρίζονται από επιχειρηματικά κεφάλαια. Τα καταναλωτικά αγαθά και οι υπηρεσίες ήταν ο τομέας με τις μεγαλύτερες επενδύσεις (28% κατά ποσό, 17% ανά αριθμό εταιρειών), ακολουθούμενη από προϊόντα και υπηρεσίες επιχειρήσεων (20% κατά ποσό, 18% ανά αριθμό εταιρειών).

### Διάγραμμα 5: Ποσοστά ανά στάδιο επένδυσης για το έτος 2016

2016 Στατιστικά της αγοράς % Ποσού & αριθμός των επιχειρήσεων

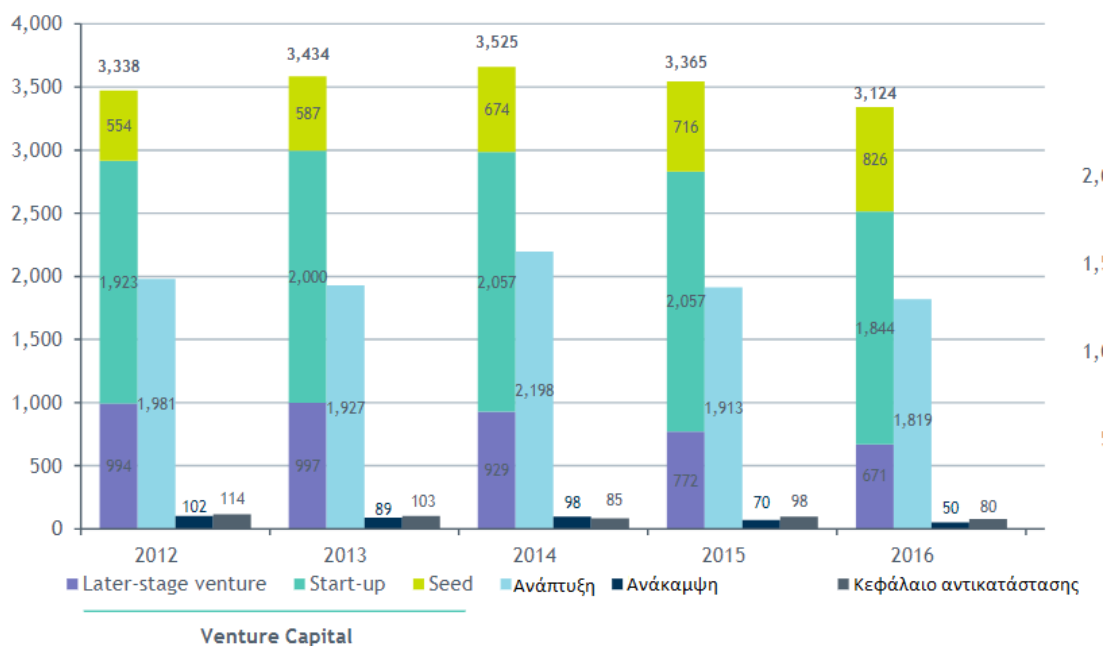


Πηγή: [www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/](http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/)

### Διάγραμμα 6: Επενδύσεις ανά στάδια-στατιστικά της αγοράς

## Επενδύσεις ανά στάδιο

2012-2016 - Στατιστικά της αγοράς - Αριθμός επιχειρήσεων

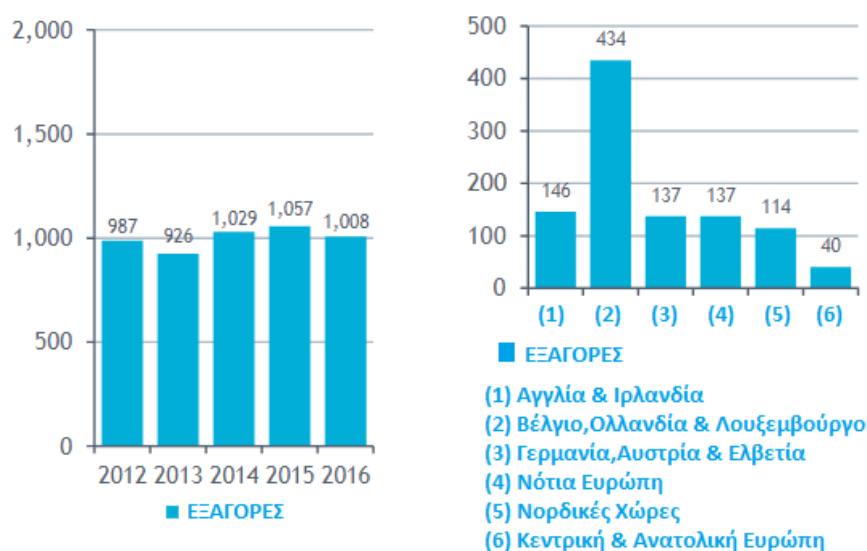


Πηγή: [www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/](http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/)

Τέλος αναφορικά με τις αποεπενδύσεις, περίπου 3.500 ευρωπαϊκές εταιρείες αποχώρησαν το 2016, αντιπροσωπεύοντας τις πρώην επενδύσεις σε μετοχές (εκποιήσεις σε κόστος) ύψους 38,5 δισ. Ευρώ., ενώ το 15% είναι χαμηλότερο από το 2015. Οι πιο σημαντικές διαδρομές αποεπένδυσης ανά κόστος ήταν η πώληση σε άλλη ιδιωτική εταιρεία (29%), η εμπορική πώληση (28%) και η δημόσια προσφορά (17%). Οι εκποιήσεις από buyout αντιπροσώπευαν το 73% του κόστους και το 23% από τον αριθμό των εταιρειών όλων των αποεπενδύσεων για το 2016. Το εκχωρηθέν ποσό μειώθηκε κατά 19% στα 28,1 δισ. Ευρώ, με σχεδόν 800 εταιρείες να εξαφανίστηκαν κάτω από τις πολύ ισχυρές αποεπενδύσεις του 2014 και 2015, αλλά παρόμοιο με το επίπεδο του 2013. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο περιλάμβανε περίπου το 35% όλων των εκχωρήσεων με περίπου 1.300 εταιρείες. Το ποσό που

μεταφέρθηκε στο κόστος αυξήθηκε κατά 13% στα 2,5 δισ.Ευρώ ή στο 6% του συνολικού ποσού που πωλήθηκε. Οι πιο σημαντικές διαδρομές αποεπενδύσεων ήταν η εμπορική πώληση, η επαναγορά διοίκησης / ιδιοκτήτη, η πώληση σε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και η διαγραφή. Οι αποσπάσεις ανάπτυξης αντιπροσωπεύουν το 15% όλων των αποεπενδύσεων και το 40% σε αριθμό εταιρειών. Το εκχωρηθέν ποσό μειώθηκε κατά 18% στα 5,9δισ. Ευρώ και ο αριθμός των εταιρειών μειώθηκε κατά 8% σε 1.373.

**Διάγραμμα 7-8:** Εξαγορές ανά έτος και χώρα αντίστοιχα

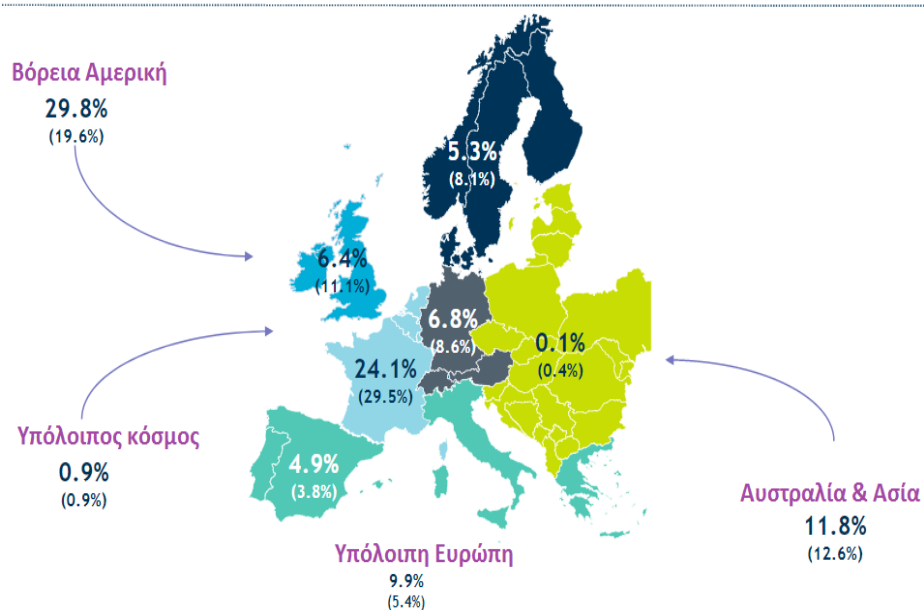


Πηγή: [www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/](http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/)

**Εικόνα 7:** Γεωγραφική κατανομή των χρηματοδοτήσεων

Όλα τα κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών - Γεωγραφική κατανομή χρηματοδότησης

2016 (2015) - Πηγές κεφαλαίων - % του συνολικού ποσού



Πηγή: [www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/](http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :Μεθοδολογία Έρευνας

### 4.1 Χρονολογικές σειρές- Διαστρωματικά δεδομένα- Δεδομένα Panel

Χρονολογικές σειρές (time series) είναι τα δεδομένα που συλλέγονται κατά διακριτά χρονικά διαστήματα. Η χρονολογική σειρά είναι ένα δείγμα  $y_1, y_2, \dots, y_T$ , όπου ο δείκτης  $T$  παριστάνει ισαπέχοντα χρονικά σημεία ή χρονικά διαστήματα. Οι παρατηρήσεις  $y_1, y_2, \dots, y_T$  είναι συγκεκριμένες τιμές των τυχαίων μεταβλητών  $Y_1, Y_2, \dots, Y_T$  και επιπλέον αυτές οι τυχαίες μεταβλητές είναι μέρος μόνο μιας άπειρης ακολουθίας τυχαίων μεταβλητών. Τα μακροοικονομικά στοιχεία αναφέρονται συνήθως σε μηνιαία, τριμηνιαία ή ετήσια βάση. Οικονομικά στοιχεία, όπως οι τιμές των μετοχών, μπορεί να καταγράφεται καθημερινά, ή ακόμα και σε υψηλότερες συχνότητες. Το βασικό χαρακτηριστικό των δεδομένων χρονολογικών σειρών είναι ότι η ίδια η οικονομική ποσότητα καταγράφεται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Από την άλλη πλευρά τα διαστρωματικά δεδομένα (cross-sectional data) καταγράφουν για μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή ή περίοδο τις τιμές διαφόρων μεταβλητών για διαφορετικά σύνολα ή πληθυσμούς. Τα σύνολα του δείγματος μπορεί να είναι ατομικές οντότητες, επιχειρήσεις, άτομα, νοικοκυριά, πολιτείες ή χώρες, και οι μεταβλητές η απασχόληση, η ανεργία, το μορφωτικό επίπεδο, το εισόδημα, κέρδη κλπ. Τέλος τα δεδομένα panel (διαμήκη δεδομένα) είναι παρατηρήσεις σε επιμέρους μονάδες που παρακολουθούνται στην πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, το Panel Study of Income Dynamics (PSID) παρακολουθεί 9000 οικογένειες στην Αμερική από το 1967 σε θέματα οικονομικών, υγείας και κοινωνικής συμπεριφοράς. Αν έχουμε τον ίδιο αριθμό των παρατηρήσεων στο χρονικό διάστημα για κάθε μικρο-μονάδα, λέγεται ότι έχουμε ένα ισορροπημένο πάνελ. Συνήθως ο αριθμός των χρονολογικών παρατηρήσεων είναι μικρότερος σε σχέση με τον αριθμό των μικρο-μονάδων, αλλά όχι πάντα. Ακόμα υπάρχουν τα ομαδοποιημένα διαστρωματικά δεδομένα (pooled cross sections) αυτά τα σύνολα δεδομένων έχουν τόσο τη διαστρωματική όσο και τη χρονική συνιστώσα. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι κάνουμε δύο διαστρωματικές μελέτες σε νοικοκυριά, μία το 2012 και μία το 2014. Το 2012 συμμετείχαν στην έρευνα ένα τυχαίο δείγμα νοικοκυριών και οι μεταβλητές ήταν εισόδημα, αποταμίευση, το μέγεθος της οικογένειας, και ούτω καθεξής. Το 2014, ένα νέο τυχαίο δείγμα νοικοκυριών λαμβάνεται χρησιμοποιώντας τις ίδιες ερωτήσεις της έρευνας. Προκειμένου να αυξηθεί το μέγεθος του δείγματος μας, μπορούμε να σχηματίσουμε μια συγκεντρωτική διαστρωματική συνδυάζοντας τις δύο χρονιές. Επειδή τα δείγματα ελήφθησαν τυχαία τις δύο χρονιές, θεωρούμε ότι δεν εμφανίζεται το ίδιο νοικοκυριό και στα δύο δείγματα, ή εάν υπάρχουν κοινά

νοικοκυριά το ποσοστό είναι πολύ μικρό. Αυτό είναι ένας σημαντικός παράγοντας που διακρίνει μια ομαδοποιημένη διαστρωμάτωση από τα διαμήκη δεδομένα.

Ξεκινώντας λοιπόν δημιουργήσαμε ένα panel με διαμήκη δεδομένα με την βοήθεια στοιχείων που συλλέξαμε από την επίσημη ιστοσελίδα Ευρωπαϊκών Επενδύσεων ([www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu)). Το σύνολο των Ευρωπαϊκών χωρών που μελετήσαμε στην έρευνα μας είναι 33 χώρες και αυτές είναι οι εξής: Αυστρία, Εσθονία, Λιθουανία, Λετονία, Βέλγιο, Βουλγαρία, Τσεχία, Δανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Κροατία, Σκόπια, Μαυροβούνιο, Σερβία, Σλοβενία, Σλοβακία, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ισλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Νορβηγία, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ουκρανία και Ηνωμένο Βασίλειο.

#### 4.2 Περιγραφή της μεθοδολογίας συλλογής των δεδομένων για την έρευνα.

Για το σύνολο των παραπάνω χωρών, μέσα από στοιχεία που αντλήσαμε από την επίσημη ιστοσελίδα Ευρωπαϊκών Επενδύσεων ([www.investeurope.eu](http://www.investeurope.eu)) δημιουργήσαμε σε ένα excel ένα panel δεδομένων με 12 παρατηρήσεις ανά έτος για κάθε μία από αυτές τις χώρες. Για την μεθοδολογία που θα ακολουθήσουμε χρησιμοποιούμε fixed effects επειδή ενδιαφερόμαστε να αναλύσουμε την επίδραση των μεταβλητών που μπορεί να μεταβάλλονται διαχρονικά. Έτσι λοιπόν στην πρώτη στήλη έχουμε τον αύξοντα αριθμό για κάθε μία από τις χώρες, στην δεύτερη στήλη υπάρχει το όνομα της κάθε χώρα, στην τρίτη στήλη αναφέρετε το έτος από το οποίο αντλήσαμε τα δεδομένα για κάθε χώρα. Εμείς επιλέξαμε την χρονική περίοδο από το έτος 2007-2015, έχουμε λοιπόν δεδομένα για εννέα χρονιές, άρα και εννέα γραμμές για κάθε χώρα οι οποίες έχουν και όμοιο αύξοντα αριθμό. Στην τέταρτη στήλη, η οποία είναι κενή Private equity investment as % of GDP (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων σε σχέση με το ΑΕΠ της εκάστοτε χώρας). Η προηγούμενη στήλη είναι κενή διότι η κατηγορία αυτή έχει διασπαστεί σε δύο υποκατηγορίες της πέμπτης και της έκτης στήλης όπου μας δίνονται τα ποσοστά των investments under market statistics (επενδύσεις της αγοράς) και investments under industry statistics (επενδύσεις στον βιομηχανικό κλάδο) αντίστοιχα. Η έβδομη στήλη μας δείχνει το ΑΕΠ της κάθε χώρας ανά έτος σε δισεκατομμύρια ευρώ, η

όγδοη στήλη δίνει την Private consumption (ιδιωτική κατανάλωση) σε δισεκατομμύρια ευρώ επίσης. Στην ένατη στήλη βλέπουμε την Public consumption (δημόσια κατανάλωση) και αυτή επίσης εκφρασμένη σε δισεκατομμύρια ευρώ. Στην δέκατη και ενδέκατη στήλη έχουμε τοποθετήσει τις Consumer prices (τιμές καταναλωτή) και Producer prices (τιμές παραγωγού) αντίστοιχα, επιπρόσθετα στην δωδέκατη στήλη έχουμε τις Retail sales (λιανικές πωλήσεις) ανά χώρα και έτος. Στην δέκατη τρίτη στήλη τοποθετήσαμε Unemployment rate (ποσοστό ανεργίας) της κάθε χώρας ανά έτος, στην δέκατη τέταρτη στήλη και δέκατη πέμπτη στήλη καταχωρήσαμε Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια) και Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια) τα οποία τα αντλήσαμε από την ιστοσελίδα <https://data.oecd.org/>. Στην τελευταία στήλη του excel που δημιουργήσαμε επιλέξαμε να καταχωρήσουμε τις Stock-market return (αποδόσεις χρηματιστηρίου) για κάθε χώρα ανά έτος, τα δεδομένα της συγκεκριμένης στήλης τα δανειστήκαμε από την ιστοσελίδα <http://databank.worldbank.org>.

Έτσι λοιπόν η ανάλυση δεδομένων πάνελ όπως αναφέραμε και παραπάνω είναι μια στατιστική μέθοδος, που χρησιμοποιείται ευρέως στην κοινωνική επιστήμη, επιδημιολογία και την οικονομετρία. Τα δεδομένα συλλέγονται συνήθως με την πάροδο του χρόνου μελετώντας πάντα τις ίδιες μεταβλητές και έπειτα ακολουθεί μία παλινδρόμηση πάνω από αυτές τις δύο διαστάσεις. Εμείς στο συγκεκριμένο μοντέλο που θα εξετάσουμε θα εκτιμήσουμε ένα μοντέλο της μορφής  $Y=f(X)$  όπου  $Y$  θα είναι η εξαρτημένη μεταβλητή μας και  $X$  οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας. Στο μοντέλο μας έχουμε μία ιδιαιτερότητα αναφορικά με την εξαρτημένη μας μεταβλητή Private equity investment as % of GDP (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων σε σχέση με το ΑΕΠ της εκάστοτε χώρας) οι οποία όπως αναφέραμε και παραπάνω διαιρείτε σε δύο ξεχωριστές υποκατηγορίες investments under market statistics (επενδύσεις της αγοράς) και investments under industry statistics (επενδύσεις στον βιομηχανικό κλάδο) αντίστοιχα. Γι αυτό το λόγο θα τρέξουμε δυο διαφορετικά μοντέλα με εξαρτημένη μεταβλητή την κάθε υποκατηγορία. Το πρώτο μας μοντέλο λοιπόν θα έχει ως εξαρτημένη μεταβλητή  $Y$  investments under market statistics (επενδύσεις της αγοράς) και ως ανεξάρτητες μεταβλητές της συνάρτησης τις  $X_1$  το ΑΕΠ της κάθε χώρας ανά έτος,  $X_2$  Private consumption (ιδιωτική κατανάλωση),  $X_3$  Public consumption (δημόσια κατανάλωση),  $X_4$  Consumer prices (τιμές καταναλωτή),  $X_5$  Producer prices (τιμές παραγωγού),  $X_6$  Retail sales (λιανικές πωλήσεις),  $X_7$  Unemployment rate (ποσοστό ανεργίας),  $X_8$  Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια),  $X_9$  Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια) και τέλος  $X_{10}$  Stock-market return (αποδόσεις χρηματιστηρίου). Στο δεύτερο μας μοντέλο θα ορίσουμε ως εξαρτημένη μεταβλητή  $Y$  investments under industry statistics (επενδύσεις στον βιομηχανικό κλάδο) και ως ανεξάρτητες παρομοίως με το πρώτο μας μοντέλο τις εξής  $X_1$  το ΑΕΠ της κάθε

χώρας ανά έτος ,  $X_2$  Private consumption (ιδιωτική κατανάλωση),  $X_3$  Public consumption ( δημόσια κατανάλωση),  $X_4$  Consumer prices (τιμές καταναλωτή) ,  $X_5$  Producer prices (τιμές παραγωγού),  $X_6$  Retail sales (λιανικές πωλήσεις) ,  $X_7$  Unemployment rate (ποσοστό ανεργίας),  $X_8$  Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια) ,  $X_9$  Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια) και τέλος  $X_{10}$  Stock-market return (αποδόσεις χρηματιστηρίου). Τέλος, αφού δημιουργήσαμε τα δύο μοντέλα θα τρέξουμε δύο ξεχωριστές παλινδρομήσεις για κάθε ένα μοντέλο και με αυτόν τον τρόπο θα μπορούμε εκτιμήσουμε ποια επίδραση αναμένεται να έχει το ΑΕΠ στις επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων.

#### 4.3 Αποτελέσματα που αναμένουμε από την εκτίμηση των μοντέλων σύμφωνα με παλαιότερες έρευνες.

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια είναι ένα θέμα το οποίο έχει μελετηθεί από πολλούς των τελευταίο αιώνα, ωστόσο, απαιτεί και περαιτέρω διερεύνηση. Μεταξύ αυτών των εμπειρικών αποστολών υπάρχει και ένα πολύ σημαντικό ερώτημα ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες οι οποίοι προσελκύουν επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων και πως ένας μεμονωμένος παράγοντας μπορεί να επηρεάσει τις επενδύσεις μιας χώρας από την άποψη του επιχειρηματικού κεφαλαίου. Οι μελέτες οι οποίες επικεντρωθήκαμε εφαρμόζουν και αξιολογούν ένα πλήθος μεταβλητών που λέγεται ότι είναι υπεύθυνες για την προσέλκυση και την αύξηση ή την μείωση των επενδύσεων σε μία χώρα.

Πριν περάσουμε στην εκτίμηση των μοντέλων θα παραθέσουμε τι αποτελέσματα αναμένουμε να έχουμε από την εκτίμηση των δύο μοντέλων ( μέσω των δύο παλινδρομήσεων) βασιζόμενοι σε παλαιότερες σχετικές έρευνες. Όπως υποστηρίζουν οι Gompers and Lerner (1998) εάν αναπτυχθεί μία οικονομία, μπορεί να υπάρξουν περισσότερες ευκαιρίες για να ξεκινήσουν νέες επιχειρήσεις , αυτό το γεγονός αναμένεται να αυξήσει τη ζήτηση για κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Ειδικότερα αναφέρουν ότι η αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) σε μία χώρα θα μας επιφέρει και αύξηση στην ζήτηση για επιχειρηματικά κεφάλαια από τις επιχειρήσεις της εκάστοτε χώρας. Το ίδιο αποτέλεσμα ισχυρίζονται ότι θα



περιμένουμε σχετικά εάν οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου έχουν ελκυστικές αποδόσεις καθώς ακόμα το ίδιο θα αναμένουμε εάν οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη αυξηθούν.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα που εξαγάγαμε από τις σχετικές αναφορές των Gompers and Lerner (1998) καταλήγουμε στην σχέση που αναμένουμε να έχει μετά την παλινδρόμηση η εξαρτημένη μεταβλητή της εξίσωσης μας (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων -Private equity investments as % of GDP) με κάποιες από τις ανεξάρτητες μας μεταβλητές όπως το (ΑΕΠ- GDP) καθώς και (αποδόσεις χρηματιστηρίου- Stock market return ). Η σχέση στην οποία καταλήξαμε ότι αναμένουμε να υπάρχει ύστερα από την παλινδρόμηση της εξίσωσης μας είναι θετική και στις δύο περιπτώσεις και αυτό γίνεται εύκολα αντιληπτό καθώς παραπάνω αναφέρεται πως παρατήρησαν αύξηση της ζήτησης επιχειρηματικών κεφαλαίων όταν υπάρχει αύξηση του ΑΕΠ μιας χώρας άρα παρατηρούμε μία ύπαρξη θετικής εξάρτησης μεταξύ της εξαρτημένης μας μεταβλητής με την συγκεκριμένη ανεξάρτητη μεταβλητή μας. Όμοια συμπεράσματα ακολουθεί και η επόμενη σχέση που είδαμε μεταξύ της ανεξάρτητης μας μεταβλητής που τώρα είναι οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου όπου και αυτές δείχνουν να επηρεάζουν θετικά την ζήτηση των επιχειρηματικών κεφαλαίων με την αύξηση τους, άρα και εδώ συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μία θετική σχέση εξάρτησης ανάμεσα τους.

Μία ακόμη σχέση την οποία καλούμαστε να μελετήσουμε ως προς το πρόσημο της εξάρτησης που υπάρχει ανάμεσα τους είναι αυτή μεταξύ της εξαρτημένης μας μεταβλητής (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων -Private equity investments as % of GDP) καθώς και των ανεξάρτητων μεταβλητών μας Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια) , Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια). Αναφορικά με αυτές τις σχέσεις οι Gompers and Lerner (1998) έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα βάση της έρευνας τους ότι καθώς τα επιτόκια αυξάνονται πρέπει να αναμένουμε μία μείωση στην προσφορά και ζήτηση για τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς όπως υποστηρίζουν η επένδυση σε δάνεια αποτελεί εναλλακτική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων για επιχειρηματικά κεφάλαια και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια. Διαβάζοντας αυτήν την αναφορά των Gompers and Lerner (1998) καταλήγουμε σε μία αρνητική σχέση εξάρτησης μεταξύ της εξαρτημένης μας μεταβλητής καθώς και των δύο ανεξάρτητων μεταβλητών που αναφέραμε.

Ένα επιπλέον σημείο που σταθήκαμε βρίσκεται στην αναφορά των Jeng and Wells (2000) και είναι οι δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας οι οποίες όπως επισημάνουν μπορεί να αποτελέσουν εμπόδιο στην δραστηριότητα επιχειρηματικών κεφαλαίων. Οι Jeng and Wells (2000) υποστηρίζουν ότι όσο πιο σκληρή είναι η αγορά εργασίας τόσο πιο δύσκολη θα είναι για ένα άτομο η προσπάθεια του να βρει νέα απασχόληση. Αυτή η δυσκαμψία στην αγορά εργασίας δηλαδή η άνοδος του ποσοστού ανεργίας θα επηρεάσει αρνητικά την δραστηριότητα των επιχειρηματικών κεφαλαίων και το αποτέλεσμα θα διαπιστωθεί μέσω της μείωσης της ζήτησης κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου.

Τώρα θα κάνουμε και μία σύντομη αναφορά σε κάποιους παράγοντες οι οποίοι δεν συμπεριλαμβάνονται με τον ρόλο των μεταβλητών στο υπόδειγμα που έχουμε δημιουργήσει προς μελέτη αλλά που πρέπει να γίνει μία σύντομη παρουσίαση τους. Ο πρώτος παράγοντας είναι αυτός της καινοτομίας, όπου πολλές αναφορές έχουν εξετάσει την επίδραση του επιχειρηματικού κεφαλαίου στην καινοτομία. Η αρθρογραφία παρουσιάζει ποικίλα αποτελέσματα λόγω των διαφορετικών πολιτικών και κανονισμών μεταξύ των διάφορων χωρών. Οι Engel και Keilbach (2007) αναφέρουν ότι οι καινοτόμες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να λάβουν χρηματοδότηση επιχειρηματικών κεφαλαίων, ωστόσο, δεν αυξάνουν την καινοτόμο παραγωγή τους μετά την επένδυση σε σύγκριση με τη μη υποστηριζόμενες από επιχειρηματικά κεφάλαια επιχειρήσεις, παρόλα αυτά οι επιχειρήσεις που υποστηρίζονται από επιχειρηματικά κεφάλαια έχουν σημαντικότερα ποσοστά ανάπτυξης. Ένας άλλος παράγοντας που σύμφωνα με τους Cherif και Gazdar (2011) επηρεάζει την προσέλκυση ή μη των επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι η ποιότητα του νομικού συστήματος της κάθε χώρας, με φυσικό επακόλουθο χώρες όπου υπάρχει αξιόλογο νομικό σύστημα να έχουν θετική επίδραση στην προσέλκυση αυτών ενώ αυτές οι χώρες όπου υπάρχει έντονη η παρουσία διαφθοράς έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην προσέλκυση επιχειρηματικών κεφαλαίων για της επιχειρήσεις της χώρας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : Σχολιασμός Αποτελεσμάτων Έρευνας

### 5.1 Σχολιασμός πίνακα συσχέτισης

Στο παρών κεφάλαιο θα σχολιάσουμε τα αποτελέσματα που εξαγάγαμε μέσω της διαδικασίας της παλινδρόμησης για της μεταβλητές μας. Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο της εργασίας η εξίσωση μας αποτελείται από μία εξαρτημένη μεταβλητή την Private equity investment (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων) και 10 ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες είναι οι παρακάτω : GDP (ΑΕΠ) ,Private consumption (ιδιωτική κατανάλωση) , Public consumption (δημόσια κατανάλωση), Consumer prices (τιμές καταναλωτή) , Producer prices (τιμές παραγωγού), Retail sales (λιανικές πωλήσεις), Unemployment rate (ποσοστό ανεργίας), Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια), Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια) και τέλος Stock-market return (αποδόσεις χρηματιστηρίου). Επίσης συλλέξαμε αρχικά δεδομένα για ένα σύνολο 33 χωρών και αυτές είναι οι εξής: Αυστρία, Εσθονία, Λιθουανία, Λετονία, Βέλγιο, Βουλγαρία, Τσεχία, Δανία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Κροατία, Σκόπια, Μαυροβούνιο, Σερβία, Σλοβενία, Σλοβακία, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ισλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Νορβηγία, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ουκρανία και Ηνωμένο Βασίλειο.

Για τις ανάγκες όμως της έρευνας μας δηλαδή της έρευνας σχετικά με το ποιοι παράγοντες επηρεάζουν και πως την εξαρτημένη μας μεταβλητή (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων) και επειδή έπρεπε να υπάρχει μία σχετική ομοιογένεια στα δεδομένα μας καταλήξαμε στην μελέτη μόνο χωρών που ανήκουν στο φάσμα της Ευρωζώνης αποκλείοντας και πάλι από το σύνολο των 19 μελών που την απαρτίζουν τις 5 παρακάτω χώρες Ιρλανδία, Κύπρο, Μάλτα, Εσθονία και Πορτογαλία λόγω ανεπαρκών δεδομένων. Μία δεύτερη προσέγγιση που έγινε στα δεδομένα μας ήταν αρχικά υπήρχε ένας διαχωρισμός σε investments under market statistics (επενδύσεις της αγοράς) και investments under industry statistics (επενδύσεις στον βιομηχανικό κλάδο). Στην ερευνά μας ασχοληθήκαμε μόνο με τις investments under market statistics (επενδύσεις της αγοράς) και χρησιμοποιώντας το παρακάτω σύνολο 14 χωρών της Ευρωζώνης : Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία , Γερμανία, Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φιλανδία.

Με την βοήθεια λοιπόν του στατιστικού προγράμματος Stata το οποίο είναι εξειδικευμένο πρόγραμμα πάνω στην διαχείριση και επεξεργασία δεδομένων και

αφού ακολούθησε μια σειρά παλινδρομήσεων εξαγάγαμε και θα σας παραθέσουμε τα αποτελέσματα μας, τα οποία συνοψίζονται στους τέσσερις πίνακες που θα ακολουθήσουν.

Το πρώτο βήμα που έπρεπε να ακολουθήσουμε είναι η κατασκευή ενός πίνακα συσχετίσεων (correlation matrix) για το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών που καταλήξαμε να εισάγουμε στο μοντέλο μας. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που τελικά επιλέχτηκαν από το σύνολο των αρχικών 10 όπου και πάλι για λόγο των αναγκών τις έρευνας αποκλείσαμε τις ακόλουθες :Private consumption (ιδιωτική κατανάλωση) , Public consumption ( δημόσια κατανάλωση) , Retail sales (λιανικές πωλήσεις). Γι αυτό το λόγο λοιπόν ο πίνακας συσχετίσεων των ανεξάρτητων μας μεταβλητών απαρτίζεται από τις εξής 7 μεταβλητές : GDP (ΑΕΠ), Unemployment rate (ποσοστό ανεργίας), Long-term interest rates (μακροχρόνια επιτόκια), Short-term interest rates (βραχυχρόνια επιτόκια), Stock-market return (αποδόσεις χρηματιστηρίου), rate of consumer price (πληθωρισμός) και rate of producer price(ποσοστό τιμών παραγωγού).

Ο λόγος για τον οποίο κατασκευάσαμε τον πίνακα συσχετίσεων για το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών μας είναι ένα ζήτημα που προκύπτει στην εκτίμηση των μοντέλων παλινδρόμησης και είναι η πολυσυγγραμμικότητα (multicollinearity), πρόκειται για το ζήτημα που προκύπτει όταν ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ δύο ανεξάρτητων μεταβλητών είναι υψηλός. Σε μια τέτοια περίπτωση, το μοντέλο δεν είναι αποτελεσματικό, οι συντελεστές είναι μεροληπτικοί (biased) και η ερμηνεία της επίδρασης μιας ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη μεταβλητή δεν είναι σαφής, δεδομένου ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή στο μοντέλο μπορεί να ερμηνεύει άλλες επιδράσεις από αυτές που αναμένονται. Για να ξεπεραστεί αυτό το πιθανό πρόβλημα είναι απαραίτητο να γίνει έλεγχος πολυσυγγραμμικότητας. Αυτός ο έλεγχος συνήθως γίνεται είτε με τον υπολογισμό συντελεστών συσχέτισης όλων των πιθανών συνδυασμών των ανεξάρτητων μεταβλητών ανά δύο είτε με βοηθητική παλινδρόμηση κατά την οποία κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή του μοντέλου παλινδρομείται ως προς τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές.

Η συσχέτιση (correlation) είναι ένας γενικός όρος που αφορά την σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων μεταβλητών. Η εξέταση μιας τέτοιας σχέσης, η οποία συνήθως αναπαριστά τη σύνδεση μεταξύ φαινομένων ή ιδιοτήτων, αποτελεί συχνό ερευνητικό ερώτημα για διάφορους λόγους. Η σχέση αυτή μπορεί να αξιολογηθεί με τον υπολογισμό ενός συντελεστή συσχέτισης (correlation coefficient). Στην ερμηνευτική φάση μιας έρευνας, στην οποία ορίζονται και βαθμονομούνται στατιστικά μοντέλα, είναι αναγκαίος ο έλεγχος της μη ύπαρξης συσχέτισης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών ώστε να ικανοποιείται το σχετικό κριτήριο της ανεξαρτησίας. Ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος συντελεστής γραμμικής συσχέτισης

είναι ο Pearson's correlation coefficient Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson (Pearson's correlation coefficient) είναι τόσο διαδεδομένος που συνήθως όταν λέμε “συντελεστής συσχέτισης” εννοούμε αυτόν του Pearson. Ο συντελεστής συσχέτισης  $\rho$  μετρά το βαθμό γραμμικής συσχέτισης μεταξύ δύο μεταβλητών και υπολογίζεται ως  $\rho = \text{COV}(X,Y)/\sigma_{XY}$  όπου  $\text{COV} = \text{covariance}$  είναι η συνδιακύμανση των  $X,Y$ . Οι τιμές που μπορεί να λάβει το  $\rho$  είναι στο διάστημα  $[-1,1]$ , δηλαδή  $-1 \leq \rho \leq 1$  και ερμηνεύονται ως εξής:

- $\rho = -1$  σημαίνει πλήρης αρνητική γραμμική συσχέτιση
- $\rho = 1$  σημαίνει πλήρης θετική γραμμική συσχέτιση
- $\rho = 0$  σημαίνει ότι δεν υπάρχει καμία γραμμική συσχέτιση

Όσο μεγαλώνει το  $\rho$  σε απόλυτη τιμή, τόσο μεγαλώνει και η συσχέτιση μεταξύ δύο μεταβλητών. Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί διάφοροι εμπειρικοί κανόνες για το κατά πόσο μπορεί να υπάρχει ζήτημα πολυσυγγραμμικότητας σε ένα ζεύγος ανεξάρτητων μεταβλητών με βάση το συντελεστή συσχέτισης. Για παράδειγμα, κάποιοι ειδικοί προτείνουν ως όριο το 0,8. Αυτό σημαίνει ότι αν ο συντελεστής συσχέτισης Pearson για ένα ζεύγος ανεξάρτητων μεταβλητών ενός ερμηνευτικού μοντέλου βρεθεί να είναι πάνω από 0.8 τότε υπάρχει μεγάλη πιθανότητα ύπαρξης προβλήματος πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 5: Πίνακας συσχέτισης ανεξάρτητων μεταβλητών

Στήλη1	Ρυθ. Μετ. ΑΕΠ	Ανεργία	Ρυθ. Μακρ.	Ρυθ. Βραχ. Ε	Απ. Χρημα	Ρυθ. Τιμ. Κα	Ρυθ. Τιμ.
Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	1,00						
Ανεργία	-0,07	1,00					
Ρυθμός Μακροχρόνιων επιτε	-0,18	0,54	1,00				
Ρυθμός Βραχυχρόνιων Επιτε	-0,20	0,00	0,11	1,00			
Αποδόσεις Χρηματιστηρίου	0,01	0,07	-0,41	-0,05	1,00		
Ρυθμός Τιμών Καταναλωτή	-0,17	-0,23	0,20	0,14	-0,37	1,00	
Ρυθμός Τιμών Παραγωγών	-0,06	-0,06	0,15	-0,02	0,02	0,61	1,00

Πηγή: Κατασκευή συγγραφέα, τα δεδομένα αντλήθηκαν από <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>

Στον παραπάνω λοιπόν πίνακα συσχέτισης έχουμε τον υπολογισμό συντελεστών συσχέτισης όλων των πιθανών συνδυασμών των ανεξάρτητων μεταβλητών ανά δύο. Αυτό που πρέπει να εξετάσουμε αφού έχουμε κατασκευάσει

τον πίνακα μας είναι αν ο συντελεστής συσχέτισης Pearson για ένα ζεύγος ανεξάρτητων μεταβλητών ενός ερμηνευτικού μοντέλου βρεθεί να είναι πάνω από 0.8, γεγονός που δεν συμβαίνει άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο μας είναι αποτελεσματικό και δεν συντρέχει το φαινόμενο της πολυσυγγραμμικότητας.

## 5.2 Σχολιασμός αποτελεσμάτων παλινδρόμησης

Σε αυτήν την ενότητα θα σας παραθέσουμε συνολικά τρεις πίνακες με τα αποτελέσματα τριών διαφορετικών παλινδρομήσεων για τις τρεις διαφορετικές εκδοχές που διαλέξαμε να μελετήσουμε ως προς την επίδραση που θα έχουν κάποιες από τις ανεξάρτητες μεταβλητές μας στην εξαρτημένη μας μεταβλητή, την Private equity investment (Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων).

Έτσι λοιπόν για την πρώτη εκδοχή εκτιμήσαμε την παλινδρόμηση για το σύνολο 14 χωρών της Ευρωζώνης : Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία , Γερμανία, Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φιλανδία, στον παρακάτω πίνακα υπάρχει η σταθερά μας και ακολουθούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας.

Πίνακας 6: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης (Σύνολο χωρών)

Μεταβλητές	Τιμή Συντελεστή	t	P_value	Στατ. Σημαντ
Σταθερά	-0,1684	-2,61	0,01	***
Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	0,0064	2,64	0,01	***
Ανεργία	0,0128	1,98	0,05	**
Ρυθμός Μακροχρόνιων επιτοκίων	-0,0124	-1,79	0,08	*
Ρυθμός Βραχυχρόνιων Επιτοκίων	0,0008	0,33	0,74	
Αποδόσεις Χρηματιστηρίου	-0,0011	-1,36	0,18	
Ρυθμός Τιμών Παραγωγών	0,0056	-2,61	0,01	***

Πηγή: Κατασκευή συγγραφέα , τα δεδομένα αντλήθηκαν από <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>

Στον πίνακα 6 έχουμε πέντε στήλες, η πρώτη στήλη έχει τις μεταβλητές μας , η δεύτερη τις τιμές των συντελεστών των μεταβλητών μας, η τρίτη έχει τις τιμές της t-στατιστικής ,η τέταρτη τις τιμές της p\_value και η πέμπτη μας δίνει την στατιστική σημαντικότητα η οποία προκύπτει με βάση την τιμή της p\_value. Τα αποτελέσματα λοιπόν που εξάγουμε από τον παραπάνω πίνακα είναι πρώτον παρατηρώντας τα πρόσημα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών μας. Για παράδειγμα για την πρώτη μας ανεξάρτητη μεταβλητή η οποία είναι ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ η τιμή του συντελεστή της είναι 0,0064 αυτό βάση της θεωρίας της οικονομετρίας ερμηνεύεται ως εξής: πως αν ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για μία χώρα αυξηθεί κατά 1 μονάδα , τότε αυτή θα συνοδευτεί με μία ταυτόχρονη αύξηση της εξαρτημένης μας μεταβλητής δηλαδή τις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων κατά 0,06% ( θετικό πρόσημο συντελεστή άρα ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής) με την p\_value για την συγκεκριμένη μεταβλητή να είναι 0,01 \*\*\* άρα στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Για την δεύτερη μας μεταβλητή την ανεργία η τιμή που παίρνει ο συντελεστής είναι 0,0128 και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 0,05 (καθώς η p\_value παίρνει την τιμή 0,05\*\*) άρα και εδώ όπως και πριν μία αύξηση της ανεργίας κατά 1 μονάδα θα επιφέρει ταυτόχρονη αύξηση κατά 1,2% στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων. Ο συντελεστής του ρυθμού μεταβολής των μακροχρόνιων επιτοκίων είναι αρνητικός και παίρνει την τιμή -0,0124 και είναι στατιστικά σημαντικός καθώς η τιμή p\_value είναι 0,08 \*(στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10) αυτό ερμηνεύεται ως εξής: εάν αυξήσουμε τα μακροχρόνια επιτόκια κατά μια μονάδα τότε θα έχουμε μείωση 1,2% στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων. Η τιμή του συντελεστή του ρυθμού μεταβολής των βραχυχρόνιων επιτοκίων παίρνει θετικό πρόσημο και έχει την τιμή 0,0008 αλλά βλέπουμε πως η τιμή της p\_value παίρνει τιμή 0,74 γεγονός που αρκεί για να την αποκλείσει από περαιτέρω σχόλια καθώς μπορεί να διακρίνεται μία θετική σχέση όμως δεν υπάρχει στατιστική

σημαντικότητα καθώς η τιμή αυτή είναι μεγαλύτερη από 0,1 που είναι το ελάχιστο για την ύπαρξη στατιστικής σημαντικότητας. Το ίδιο παρατηρούμε και για την επόμενη μεταβλητή μας με μόνη διαφορά ότι αυτή την φορά έχουμε αρνητική σχέση μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής αλλά και πάλι η τιμή της  $p\_value$  είναι υψηλή άρα καλό θα ήταν να μην εξάγουμε περαιτέρω συμπεράσματα και γι αυτήν. Τέλος η τιμή του συντελεστή για την τελευταία μας μεταβλητή του ρυθμού μεταβολής των τιμών παραγωγού βλέπουμε ότι είναι θετική 0,0056 , άρα αν αυξήσουμε το ρυθμό μεταβολής των τιμών του παραγωγού κατά μία μονάδα θα υπάρξει αύξηση κατά 0,05% στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων ( στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01). Το  $R^2$  within για την πρώτη μας περίπτωση παίρνει την τιμή 0.1187 ή 11,87% , άρα το υπόδειγμα ερμηνεύει κατά 11,87% το δεδομένα μας.

Για την δεύτερη εκδοχή εκτιμήσαμε μία παλινδρόμηση για το σύνολο 11 χωρών της Ευρωζώνης ,δημιουργήσαμε ένα υποσύνολο του συνόλου των 14 χωρών με 11 χώρες που ανήκουν στο Βορρά : Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία , Γερμανία, Ισπανία, Λετονία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φιλανδία, όπου η σταθερά μας στον πίνακα είναι η εξαρτημένη μας μεταβλητή Private equity investment και ακολουθούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας.

Πίνακας 7: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης (χώρες Βορρά)

Μεταβλητές	Τιμή Συντελεστή	t	P_value	Στατ. Σημαντ
Σταθερά	-0,1809	-2,25	0,03	**
Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	0,0070	2,28	0,03	**
Ανεργία	0,0154	1,48	0,14	
Ρυθμός Μακροχρόνιων επιτοκίων	-0,0160	-1,44	0,16	
Ρυθμός Βραχυχρόνιων Επιτοκίων	0,0006	0,24	0,81	
Αποδόσεις Χρηματιστηρίου	-0,0011	-1,05	0,30	
Ρυθμός Τιμών Παραγωγών	0,0060	1,82	0,07	*

Πηγή: Κατασκευή συγγραφέα , τα δεδομένα αντλήθηκαν από <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>



Στον πίνακα 7 ομοίως με τον προηγούμενο έχουμε πέντε στήλες, η πρώτη στήλη έχει τις μεταβλητές μας, η δεύτερη τις τιμές των συντελεστών των μεταβλητών μας, η τρίτη έχει τις τιμές της t-στατιστικής, η τέταρτη τις τιμές της p\_value και η πέμπτη μας δίνει την στατιστική σημαντικότητα η οποία προκύπτει με βάση την τιμή της p\_value. Τα αποτελέσματα λοιπόν που εξάγουμε από τον παραπάνω πίνακα είναι πρώτον παρατηρώντας τα πρόσημα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών μας. Παρατηρώντας λοιπόν τον συντελεστή του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ βλέπουμε ότι έχει θετικό πρόσημο και παίρνει την τιμή 0,0070 αυτό βάσει της θεωρίας της οικονομετρίας ερμηνεύεται ως εξής: πως αν ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για μία χώρα αυξηθεί κατά 1 μονάδα, τότε αυτή θα συνοδευτεί με μία ταυτόχρονη αύξηση της εξαρτημένης μας μεταβλητής δηλαδή τις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων κατά 0,07% (θετικό πρόσημο συντελεστή άρα ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής) με την p\_value για την συγκεκριμένη μεταβλητή να είναι 0,03 \*\* άρα στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Οι μεταβλητές Ανεργία και Ρυθμός Βραχυχρόνιων επιτοκίων βλέπουμε την θετική σχέση που έχουν την εξαρτημένη μας μεταβλητή (οι συντελεστές τους έχουν τιμές 0,0154 και 0,0006 αντίστοιχα) αλλά δεν θα τις χρησιμοποιήσουμε για περαιτέρω ανάλυση καθώς οι τιμές των p\_value είναι 0,14 και 0,81 αντίστοιχως γεγονός που μας δηλώνει απουσία στατιστικής σημαντικότητας. Από την άλλη πλευρά οι μεταβλητές Ρυθμός μακροχρόνιων επιτοκίων και Αποδόσεις χρηματιστηρίου μας οδηγούν σε μία αρνητική σχέση ανάμεσα σε αυτές και την εξαρτημένη μας μεταβλητή (οι συντελεστές τους έχουν τιμές -0,0160 και -0,0011 αντίστοιχα) αλλά όπως έγινε και με τις δύο προηγούμενες μεταβλητές μας δεν θα τις χρησιμοποιήσουμε για περαιτέρω ανάλυση καθώς οι τιμές των p\_value είναι 0,16 και 0,30 αντίστοιχως γεγονός που μας δηλώνει απουσία στατιστικής σημαντικότητας. Τέλος η ανεξάρτητη μεταβλητή Ρυθμός τιμών παραγωγού έχει θετική τιμή συντελεστή 0,0060, γεγονός που μας δηλώνει ότι εάν αυξήσουμε κατά μία μονάδα των ρυθμό τιμών παραγωγού θα συνοδευτεί με μία ταυτόχρονη αύξηση κατά 0,06% στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων (στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10). Το R<sup>2</sup> within για την δεύτερη μας περίπτωση παίρνει την τιμή 0.1352 ή 13,52%, άρα το υπόδειγμα ερμηνεύει κατά 13,52% το δεδομένα μας.

Για την τρίτη εκδοχή εκτιμήσαμε μία παλινδρόμηση για το σύνολο 3 χωρών της Ευρωζώνης, δημιουργήσαμε ένα υποσύνολο του συνόλου των 14 χωρών με 3

χώρες που ανήκουν στο Νότο :Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία όπου η σταθερά μας στον πίνακα είναι η εξαρτημένη μας μεταβλητή Private equity investment και ακολουθούν οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας.

Πίνακας 8: Πίνακας αποτελεσμάτων παλινδρόμησης (χώρες Νότου)

Μεταβλητές	Τιμή Συντελεστή	t	P_value	Στατ. Σημαντ
Σταθερά	-0,0848	-0,76	0,46	
Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ	0,0031	0,76	0,46	
Ανεργία	0,0138	1,89	0,08 *	
Ρυθμός Μακροχρόνιων επιτοκίων	-0,0080	-1,52	0,15	
Ρυθμός Βραχυχρόνιων Επιτοκίων	0,0395	2,59	0,02 **	
Αποδόσεις Χρηματιστηρίου	-0,0015	-1,87	0,08 *	
Ρυθμός Τιμών Παραγωγών	0,0000	0,01	0,99	

Πηγή: Κατασκευή συγγραφέα , τα δεδομένα αντλήθηκαν από <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>

Στον πίνακα 8 ομοίως με τον προηγούμενο έχουμε πέντε στήλες, η πρώτη στήλη έχει τις μεταβλητές μας , η δεύτερη τις τιμές των συντελεστών των μεταβλητών μας, η τρίτη έχει τις τιμές της t-στατιστικής ,η τέταρτη τις τιμές της p\_value και η πέμπτη μας δίνει την στατιστική σημαντικότητα η οποία προκύπτει με βάση την τιμή της p\_value. Τα αποτελέσματα λοιπόν που εξάγουμε από τον παραπάνω πίνακα είναι πρώτον παρατηρώντας τα πρόσημα των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών μας. Αρχίζοντας με τις μεταβλητές Ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ και Ρυθμός τιμών παραγωγού παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική σχέση που έχουν την εξαρτημένη μας μεταβλητή ( οι συντελεστές τους έχουν τιμές 0,0031 και 0,0000 αντίστοιχα) αλλά δεν θα τις χρησιμοποιήσουμε για περαιτέρω ανάλυση καθώς οι τιμές των p\_value είναι 0,46 και 0,99 αντίστοιχα, γεγονός που μας δηλώνει απουσία στατιστικής σημαντικότητας. Από την άλλη πλευρά οι μεταβλητή Ρυθμός μακροχρόνιων επιτοκίων όπου η τιμή του συντελεστή της παίρνει αρνητικό

πρόσημο και τιμή  $-0,0080$  μας δηλώνει μία αρνητική σχέση με την εξαρτημένη μας μεταβλητή αλλά δεν υπόκεινται σε περαιτέρω ανάλυση λόγω της υψηλής  $p\_value$ . Τώρα αν κοιτάξουμε την μεταβλητή μας Ανεργία θα παρατηρήσουμε ότι έχει θετική σχέση με την εξαρτημένη μας μεταβλητή και τιμή  $0,0138$ , αυτό σημαίνει πως αν αυξήσουμε την ανεργία κατά μία μονάδα θα έχουμε ταυτόχρονη αύξηση κατά  $1,3\%$  στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων (στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας  $0,10$ ). Ύστερα θα περάσουμε στην μεταβλητή Ρυθμός βραχυχρόνιων επιτοκίων όπου η τιμή του συντελεστή της είναι θετική και παίρνει την τιμή  $0,0395$  και τιμή  $p\_value$   $0,02^{**}$  (στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας  $0,05$ ) αυτό το γεγονός μας δηλώνει ότι μία αύξηση κατά μία μονάδα στην εξαρτημένη μας μεταβλητή θα φέρει αύξηση  $3,9\%$  στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων. Τέλος η τιμή του συντελεστή της μεταβλητής Αποδόσεις χρηματιστηρίου έχει αρνητικό πρόσημο και τιμή  $0,0015$  με τιμή  $p\_value$   $0,08^*$  (στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας  $0,10$ ), αυτό ερμηνεύεται για παράδειγμα αν αυξήσουμε κατά μία μονάδα τις αποδόσεις του χρηματιστηρίου θα έχουμε μία ταυτόχρονη μείωση στις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων τις τάξης του  $0,01\%$ . Το  $R^2$  within για την τρίτη μας περίπτωση παίρνει την τιμή  $0.5185$  ή  $51,85\%$ , άρα το υπόδειγμα ερμηνεύει κατά  $51,85\%$  το δεδομένα μας.

### 5.3 Συμπεράσματα – Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Γνωρίζουμε ότι στον τον επιχειρηματικό κόσμο η εύρεση οικονομικών πόρων για την υλοποίηση των στόχων και την πορεία προς την επιτυχία αποτελεί ένα πολύ σημαντικό κομμάτι για κάθε επιχείρηση. Ειδικότερα στην εποχή της κρίσης που διανύει η Ελλάδα αλλά και ολόκληρη η Ευρώπη κατά την τελευταία δεκαετία αντικρίζουμε μία αδυναμία του επιχειρηματικού κόσμου ώστε να έρθει σε επαφή με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, έτσι λοιπόν φυσικό επακόλουθο αυτού του κενού που δημιουργείτε είναι μια αποστροφή και αποκλεισμός ταυτόχρονα των μικρομεσαίων αλλά και των νέων επιχειρήσεων προς το επιχειρείν. Αυτή την αδυναμία λοιπόν έρχονται να καλύψουν οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, που έχουν κάνει την εμφάνιση του ιδιαίτερα αισθητή στην σύγχρονη οικονομική ιστορία.

Με την εκπόνηση, λοιπόν, της παραπάνω εργασίας γίνεται αντιληπτό ότι διάφορες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης πέραν από τις παραδοσιακές (τραπεζικός δανεισμός, ομολογιακά δάνεια, χρηματιστηριακή αγορά κτλ.) μπορούν

να παίξουν κινητήριο ρόλο τόσο στην έναρξη μίας νέας επιχείρησης αλλά και στην περαιτέρω ανάπτυξη υπαρχουσών επιχειρήσεων.

Η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης στην οποία επικεντρωθήκαμε στην παραπάνω εργασία είναι η χρηματοδότηση μέσω Ιδιωτικών κεφαλαίων (Private equity) αλλά και κάποιες άλλες μορφές όπως venture capital, factoring και leasing. Στο εμπειρικό κομμάτι όμως της παρούσας εργασίας μας επικεντρωθήκαμε και προσπαθήσαμε να βγάλουμε κάποιο αποτέλεσμα για τους προσδιοριστικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά ή θετικά τις Επενδύσεις Ιδιωτικών κεφαλαίων. Μέσα λοιπόν από μία πληθώρα δεδομένων που αντλήσαμε για το σύνολο των 19 χωρών της Ευρωζώνης, καταλήξαμε σε ένα υποσύνολο 14 χωρών όπου τα δεδομένα τους είχαν μεγαλύτερη ομοιογένεια ώστε να μας είναι επιτρεπτή η έρευνα μας.

Η έρευνα μας λοιπόν συνοψίζοντας περιελάμβανε τις εξής χώρες: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Σλοβακία, Σλοβενία και Φιλανδία, και αντλήσαμε μέσω της ιστοσελίδας [www.investeuropa.eu](http://www.investeuropa.eu) δεδομένα σχετικά με τις επενδύσεις ιδιωτικών κεφαλαίων για την τελευταία δεκαετία. Στην συνέχεια αφού εκτιμήσαμε τρεις διαφορετικές παλινδρομήσεις για τρία διαφορετικά μοντέλα, το πρώτο ήταν για το σύνολο των 14 χωρών και τα άλλα δύο ήταν για τις χώρες του Βορρά και του Νότου αντίστοιχα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέξαμε να εισάγουμε στην εξίσωση μας ήταν οι εξής: ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, Ανεργία, Ρυθμός μακροχρόνιων επιτοκίων, Αποδόσεις χρηματιστηρίου, Ρυθμός Βραχυχρόνιων επιτοκίων και Ρυθμός τιμών παραγωγού.

Τα αποτελέσματα τα οποία εξάγαμε από την μελέτη των τριών μας μοντέλων ήταν ενθαρρυντικά καθώς αρκετές μεταβλητές μας εμφανίστηκαν να είναι στατιστικά σημαντικές καθώς επίσης και η σχέσεις (αρνητικές ή θετικές) με την εξαρτημένη μας μεταβλητή φάνηκαν ορθές σε σύγκριση πάντα με τις αναφορές σε παλαιότερα άρθρα και έρευνες που είχαν γίνει έως σήμερα (εκτενείς αναφορά 4.1.3 Αποτελέσματα που αναμένουμε από την εκτίμηση των μοντέλων σύμφωνα με παλαιότερες έρευνες). Για παράδειγμα Βέβαια στα δικά μας μοντέλα υπάρχουν και κάποιες ανεξάρτητες μεταβλητές που δεν υπάρχει αναφορά τους σε παλαιότερες μελέτες.

Ένα ακόμα πολύ θετικό σημείο που αξίζει κανείς να εστιάσει την προσοχή του κοιτάζοντας τα αποτελέσματα που σας παραθέσαμε παραπάνω είναι ότι και στις τρεις εκδοχές εκτίμησης της παλινδρόμησης υπάρχει ομοιογένεια ως προς τα πρόσημα των τιμών των συντελεστών. Πιο συγκεκριμένα και στις τρεις εκδοχές ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, η Ανεργία, ο Ρυθμός Βραχυχρόνιων επιτοκίων και ο

Ρυθμός τιμών παραγωγού έχουν θετικό πρόσημο άρα και με μία θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μας μεταβλητή, αυτό συμβαίνει διότι όπως αναφέραμε και νωρίτερα οι Gompers and Lerner (1998) υποστηρίζουν ότι εάν αναπτυχθεί μία οικονομία, μπορεί να υπάρξουν περισσότερες ευκαιρίες για να ξεκινήσουν νέες επιχειρήσεις, αυτό το γεγονός αναμένεται να αυξήσει τη ζήτηση για κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Ειδικότερα αναφέρουν ότι η αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) σε μία χώρα θα μας επιφέρει και αύξηση στην ζήτηση για επιχειρηματικά κεφάλαια από τις επιχειρήσεις της εκάστοτε χώρας. Από την άλλη πλευρά, πάλι και στις τρεις περιπτώσεις παρατηρούμε ότι τα πρόσημα των ανεξάρτητων μεταβλητών Ρυθμός μακροχρόνιων επιτοκίων και Αποδόσεις χρηματιστηρίου είναι αρνητικά γεγονός που μας δείχνει την αρνητική σχέση μεταξύ αυτών και τις εξαρτημένης μεταβλητής. Αυτό συμβαίνει διότι καθώς τα επιτόκια αυξάνονται πρέπει να αναμένουμε μία μείωση στην προσφορά και ζήτηση για τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς όπως υποστηρίζουν η επένδυση σε δάνεια αποτελεί εναλλακτική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων για επιχειρηματικά κεφάλαια και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια.

Κλείνοντας, σίγουρα υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης και μελλοντικής έρευνας καθώς όπως αναφέραμε και παραπάνω η εναλλακτικές μορφές χρηματοδοτήσεις βρίσκονται σε ανοδική πορεία τα τελευταία έτη και αποτελούν για αρκετές αν όχι τις περισσότερες επιχειρήσεις μονόδρομο. Γι αυτό το λόγο θα μπορούσαν να προστεθούν ακόμα περισσότερες μεταβλητές σε παρόμοια μοντέλα όπως επίσης θα ήταν πολύ χρήσιμο να κατασκευαστούν κι άλλες ομοιογενής ομάδες χωρών ώστε να μπορεί να υπάρξει μία σύγκριση αποτελεσμάτων ανάμεσα στις διάφορες ομάδες χωρών, που κατά την γνώμη μου θα δώσει πολύτιμα αποτελέσματα, όπου με την σειρά θα αποτελέσουν ένα χρήσιμο εργαλείο στην σύγχρονη οικονομική πορεία του επιχειρείν.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

- Αποστολόπουλος Ι., 2004. Ειδικά θέματα χρηματοοικονομικής διοικήσεως, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 2004
- Γαλάνης Π. Β., 2000, Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας, Σταμούλης, Αθήνα, 2000
- Γεωργιάδης Απ., 2000. Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σακκούλα, Αθήνα, 2000
- Θάνος Γ. – Κιόχος Π., 2002, Χρηματοδότηση επιχειρήσεων, Σύγχρονη εκδοτική, Αθήνα, 2002
- Θωμαδάκης Σ. – Ξανθάκης Μ., 2006. Αγορές χρήματος και Κεφαλαίου, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 2006
- Καραθανάσης Γ.-ΔΡΑΚΟΣ Α., 2010. Χρηματοοικονομική διοίκηση επιχειρήσεων, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2010
- Κορρές Γ. – Λιαργκόβας Π., 2009. Οικονομική των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα, 2009
- Μαλινδρέτου Β., 2002, Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Εκδόσεις Ελευθερουδάκης, Αθήνα, 2002
- Νικολόπουλος Ι. Ηλίας – Σταυριανή Β. Σπυριούνη, 2009. Οικονομική της διοίκησης, Εκδόσεις Πατάκη, Αθήνα, 2009
- Πετραλιάς Αθανάσιος – Τζαβαλής Ηλίας, 2008. Επενδύσεις, Εκδόσεις ΟΠΑ, Αθήνα, 2008
- Σαπουντζόγλου Γ. – Πεντότης Χ., 2009. Τραπεζική οικονομική (Τόμος Β'), Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2009
- Τζαβαλής Η., 2008. Οικονομετρία, Εκδόσεις ΟΠΑ, Αθήνα, 2008
- Τσιώνας Ε., 2006. Στατιστική με εφαρμογές στα οικονομικά, Εκδόσεις ΟΠΑ, Αθήνα, 2006
- Χουλιάρας Β., 2001, Βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων, Εκδόσεις Βακάλη, Αθήνα, 2001

## Ξένη

- Asselbergh, G., 2002. Financing firms with restricted access to financial markets: the use of trade credit and factoring in Belgium. *The European Journal of Finance*. Available at: <http://www.dx.doi.org/10.1081/13618470110076286>
- Balios D. - Eriotis N. – Fragoudaki A. & Giokas D. 2015. Economic efficiency of Greek retail SMEs in a period of high fluctuations in economic activity : a DEA approach. Available at: <http://www.tandfonline.com/doi/full>
- Caiazza R. – Gunasekaran A., 2002. Benchmarking of business incubators, United Kingdom. Available at: <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1009/BIJ-01-2013-0011>.
- Gompers P. and Lerner J., 1998. What Drives Venture Capital Fundraising? Available at: [chrome-extension://ecnpHgnajanjnkcmBpancdjoidceilk/content/web/viewer.html?source=extension\\_pdfhandler&file=http%](http://chrome-extension://ecnpHgnajanjnkcmBpancdjoidceilk/content/web/viewer.html?source=extension_pdfhandler&file=http%)
- Groh A. and Wallmeroth J., 2015. Determinants of venture capital investments in emerging markets Available at: [www.elsevier.com/locate/emr](http://www.elsevier.com/locate/emr)
- Gupta M., 1969. The effects of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies, Available at: [http://ee.europa.eu/enterprice/enterprice\\_policy/sme\\_definition/index\\_en.htm](http://ee.europa.eu/enterprice/enterprice_policy/sme_definition/index_en.htm)
- Klapper L., 2006. The role of factoring for financing small and medium enterprises. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426666002002>
- Martí J. and Balboa M., 2001. Determinants of private equity fundraising in Western Europe. Available at: <https://econpapers.repec.org/RePEc:ivi:wpasad:2001-15>

- Phoebus J., 2007. Econometris, Statistical Foundations and applications. Available at: <http://www.longfiles.com/ldwn5wqt6m7r>
- Robinson A., Fert I., Webb D., 2013. Mezzanine Finance: Overview, Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, Inc., available at <http://www.stblaw.com/content/publications/pub1580.pdf>
- Schuller M., 2014. Stimulating SME Equity Financing? Change The Culture, OECD Insights, December 2014, available at <http://oecdinsights.org/>
- Thad M., 2010. Economic Statistics and Econometrics, Available at: <http://www.findbooks.space?book=002381831X>
- Tyebjee and Bruno, 1984. «A model of venture capitalist investment activity», available at: <https://dl.acm.org/citation.cfm?id=2909959>

#### **Διαδικτυακοί Τόποι**

- <http://www.hcmc.gr>
- <http://repository.edulll.gr/edulll/retrieve/3094/900.pdf>
- <http://www.startcompany.gr/view.asp?ngpcid=2&Ncid=5&Nscid=15>
- [http://oceanis.lib.puas.gr/xmlui/bitstream/handle/123456789/1357/log\\_00008.pdf?sequence=1](http://oceanis.lib.puas.gr/xmlui/bitstream/handle/123456789/1357/log_00008.pdf?sequence=1)
- [https://eclass.uowm.gr/modules/document/file.php/ICTE117CE%97\\_oc.pdf](https://eclass.uowm.gr/modules/document/file.php/ICTE117CE%97_oc.pdf)
- <http://www.kathimerini.gr/293571/article/oikonomia/epixeirhseis/>
- <https://nikossouras.wordpress.com/tag/%CE%B5%>
- <https://openclass.teiwm.gr/modules/document/file.php/BA-G115/%CE%95%CE>
- [http://www.mke.aueb.gr/system/resources/2015/03/02/14\\_46\\_43\\_669\\_Thermokoitides\\_Epixeiriseon\\_kai\\_stiriksi\\_sto\\_ksekinima.pdf](http://www.mke.aueb.gr/system/resources/2015/03/02/14_46_43_669_Thermokoitides_Epixeiriseon_kai_stiriksi_sto_ksekinima.pdf)
- [http://moke.teicm.gr/docs/odhgos\\_xrhmatodothdhs.pdf](http://moke.teicm.gr/docs/odhgos_xrhmatodothdhs.pdf)
- <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>
- [http://www.ecnphlgn.com/jan/jnkcmpancdjoidceilk/content/web/viewer.html?source=extension\\_pdfhandler&file=https%3A%2F%2Fwww.investeurope.eu%2F](http://www.ecnphlgn.com/jan/jnkcmpancdjoidceilk/content/web/viewer.html?source=extension_pdfhandler&file=https%3A%2F%2Fwww.investeurope.eu%2F)



media%2F651727%2Finvest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf

- <http://oebemessinias.gr/pdf/xrimatodotisi.pdf>
- <http://www.voria.gr/article/ta-eterika-omologa-se-kentriko-rolo-gia-chrimatodotisi-epichiriseon>
- [http://www.specisoft.gr/home/news/docs/arthro\\_hrimatodotisis\\_MME.pdf](http://www.specisoft.gr/home/news/docs/arthro_hrimatodotisis_MME.pdf)
- <http://www.hvca.gr/>
- <http://www.capital.gr>
- <http://www.eurp2day.gr>
- <http://www.bvca.co.uk>
- <http://www.hrima.gr>
- <http://www.startupgreece.gov.gr>
- <https://data.oecd.org/>
- <http://databank.worldbank.org>