

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΛΑΤΤΗΜΑΤΙΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
M.B.A

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΣ

ΑΘΗΝΑ ΤΟΓΚΑΛΙΔΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Π. Φ. ΔΙΑΜΑΝΤΗΣ

ΑΘΗΝΑ 2003



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



0 000000 501583

A standard linear barcode is positioned vertically. It consists of vertical black bars of varying widths on a white background. Below the barcode, the number "0" is followed by the sequence "000000 501583".

Πίνακας Περιεχομένων

Πίνακας Περιεχομένων.....	1
Πίνακας Εικόνων	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	6
1. Venture Capital.....	6
1.1 Έννοια και βασικές αρχές Λειτουργίας.....	6
1.2 Private Equity.....	7
1.3 Επίπεδα χρηματοδότησης Venture Capital	7
1.3.1 Χρηματοδότηση Σποράς (Seed Finance).....	8
1.3.2 Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-up Finance).....	9
1.3.3 Χρηματοδότηση Επέκτασης (Expansion Finance).....	9
1.3.4 Χρηματοδότηση Αντικατάστασης (Replacement Capital).....	10
1.3.5 Management Buy-out	10
1.3.6 Mezzanine Financing	10
1.3.7 Χρηματοδότηση «Στροφής» (Turnaround Finance).....	10
1.4 Οι βασικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων (ΕΦΕΤ).....	11
1.5 Τυπική Δομή ενός PE Fund.....	14
1.6 Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο θεσμός του <i>Venture Capital</i> στις προς επένδυση εταιρείες.....	15
1.6.1 Χρηματοδοτικές υπηρεσίες.....	15
1.6.2 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες.....	17
1.6.3 Υποβοήθηση της εταιρείας για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.....	17
1.7 Μέθοδοι εξόδου από την επένδυση	18
1.7.1 IPO, Initial Public Offering (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο)	18
1.7.2 Trade Sale to a strategic investor (Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή)	19
1.7.3 Trade Sale to another financial investor (Πώληση σε άλλον θεσμικό επενδυτή)	19
1.7.4 MBO, Management Buy-Out (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας).....	20



1.7.5 Write-Off (Διαγραφή).....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	21
2. Η Ευρωπαϊκή αγορά επενδύσεων Venture Capital.....	21
2.1 Συγκριτική παρουσίαση των αγορών ΕΕ, ΗΠΑ και Ιαπωνίας.....	21
2.2 Αποτύπωση του μεγέθους και των βασικών δομικών χαρακτηριστικών της ευρωπαϊκής αγοράς	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	31
3. Η Ελληνική Αγορά Venture Capital	31
3.1	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	35
4. Στρατηγικές Επένδυσης και Δομή Χαρτοφυλακίου πέντε ηγετικών ελληνικών εταιρειών Venture Capital.....	35
4.1 Alpha Trust Innovation A.E.K.E.S.....	35
4.1.1 Κριτήρια Επένδυσης.....	35
4.1.2 Δομή Επένδυσης και Υποστήριξη Εταιριών	36
4.1.3 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης.....	36
4.1.4 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών	37
4.2 NBG Venture Capital	40
4.2.1 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης.....	40
4.2.2 Κριτήρια Επένδυσης.....	41
4.2.3 Επενδύσεις στην Ελλάδα	41
Αντιπροσωπευτική επένδυση	42
4.2.4 Επενδύσεις στις Αναδυόμενες Ευρωπαϊκές Αγορές.....	42
4.2.5 Επενδύσεις σε Τεχνολογία	43
4.2.6 Επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη.....	46
4.2.7 Έξοδος – Αποεπένδυση.....	47
4.3 Global Finance.....	48
4.3.1 Φιλοσοφία Επενδύσεων	48
4.3.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα	49
4.3.3 Χαρτοφυλάκιο ελληνικών επιχειρήσεων	51
4.3.4 Επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη	52

4.3.5	Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ανατολική Ευρώπη	53
4.4	Commercial Capital	54
4.4.1	Κριτήρια Επένδυσης.....	54
4.4.2	Επενδύσεις στην Ελλάδα	55
4.4.3	Επενδύσεις στα Βαλκάνια και την Ανατολική Μεσόγειο.....	55
4.4.4	Επενδύσεις σε Ρωσία και Ουκρανία.....	56
4.4.5	Επενδύσεις στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη.....	57
4.4.6	Άλλες Διεθνής Επενδύσεις.....	57
4.4.7	Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ελλάδα	58
4.4.8	Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στα Βαλκάνια και την Ανατολική Μεσόγειο.....	60
4.4.9	Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στη Ρωσία και την Ουκρανία	61
4.4.10	Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην υπόλοιπη Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη	62
4.4.11	Χαρτοφυλάκιο άλλων διεθνών επενδύσεων	63
4.5	Vectis Capital	64
4.5.1	Χαρτοφυλάκιο Επενδύσεων.....	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	67	
5.	Το Νομικό Πλαίσιο του Venture Capital στην Ελλάδα	67
5.1	Νόμος 1775/88	67
5.2	Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών – ΕΚΕΣ	69
5.3	TANEO	74
5.3.1	Εισαγωγή	74
5.3.2	Ιστορική αναδρομή ίδρυσης TANEO	75
5.3.3	Νομική Βάση TANEO	78
5.4	Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας (ΚΕΣΥΤ)	84
5.4.1	Εισαγωγή	84
5.4.2	Σύντομη περιγραφή του μέτρου	84
5.4.3	Λειτουργία του μέτρου	91

5.4.4 Συμβατότητα του μέτρου με τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων.....	94
5.4.5 Πρόσθετα ζητήματα και δεσμεύσεις.....	96
5.4.6 Νομικό Πλαίσιο	98
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	102
6. Case Study - Commercial Capital SA	102
6.1 Οι συνεταίροι.....	102
6.1.1 Commercial Capital	102
6.1.2 Μύλοι Αγίου Γεωργίου.....	104
6.1.3 Saint George's Mills Commercial.....	106
6.2 Η είσοδος στη Ρουμανία	106
6.2.1 Titan Flour Mill and Bakery	106
6.2.2 Η Titan υπό το Κομμουνιστικό καθεστώς.....	107
6.2.3 Από την παραγωγή ψωμιού στην παραγωγή σιτάλευρου.....	108
6.3 Η εξαγορά της Titan από το management και τους εργαζομένους..	109
6.4 Πρόσκληση για την Titan	110
6.5 Due Diligence	112
6.6 Οι διαπραγματεύσεις	113
6.7 Η αποδοχή της προσφοράς της SGMC	114
6.8 Τα δεδομένα και οι εναλλακτικές	114
6.9 Η διασφάλιση της επένδυσης.....	116
6.10 Ευθυγράμμιση Στόχων.....	117
6.11 Εμπιστοσύνη και Ενδυνάμωση.....	117
6.12 Εκπαιδευση	118
6.13 Έξοδος από την επένδυση.....	119
Βιβλιογραφία.....	130

Πίνακας Εικόνων

Εικόνα 1.1: Εναλλακτικές Επενδύσεις - Κατηγοριοποίηση κατά EVCA.....	7
Εικόνα 1.2: Τα επίπεδα χρηματοδότησης Venture Capital σύμφωνα με τον EVCA	8
Εικόνα 1.3: Εναλλακτικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων.....	11
Εικόνα 1.4: Παράδειγμα απλοποιημένης δομής Fund	14
Εικόνα 2.1(a), (β): Συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία αγοράς Venture Capital σε ΕΕ-15, ΗΠΑ, Ιαπωνία.....	22
Εικόνα 2.2: Επενδυσείς seed και start-up - Πραγματική Μέση Ετήσια Αύξηση %, 1995-2001	24
Εικόνα 2.3 ¹ : Επενδύσεις seed και start-up ανά χίλιες μονάδες ΑΕΠ για το έτος 2001	24
Εικόνα 2.4: Κεφάλαια που αντλήθηκαν ανά έτος	25
Εικόνα 2.5: Ποσά που επενδύθηκαν ανά έτος	25
Εικόνα 2.6: Πηγές άντλησης κεφαλαίων.....	26
Εικόνα 2.7: Ποσοστιαία κατανομή επενδύσεων ανά στάδιο ως προς το ύψος της επένδυσης	27
Εικόνα 2.8: Ποσοστιαία κατανομή επενδύσεων ανά στάδιο ως προς τον αριθμό των επενδύσεων	27
Εικόνα 2.9: Αποεπένδυση ανά μέθοδο αποεπένδυσης.....	28
Εικόνα 2.10 (a), (β): Συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία αποδόσεων επενδύσεων EKYK στην Ευρώπη	29
Εικόνα 3.1: Πηγές Άντλησης Κεφαλαίων	33
Εικόνα 3.2: Ποσοστιαία κατανομή ανά κλάδο επενδύσεων ως προς το ποσό επένδυσης	33



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. Venture Capital

1.1 Έννοια και βασικές αρχές Λειτουργίας

Με το όρο Venture Capital ονομάζονται διεθνώς τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, τα οποία επενδύονται σε νέες επιχειρήσεις από ειδικές επενδυτικές εταιρείες που ονομάζονται εταιρείες Venture Capital ή από μεμονωμένους ιδιώτες (Business Angels). Οι επενδύσεις αυτές εμπεριέχουν μεν σε μεγάλο βαθμό το στοιχείο του κινδύνου αλλά οι αποδόσεις που επιφέρουν είναι πολύ υψηλότερες από τις αποδόσεις των συμβατικών επενδύσεων. Οι εταιρείες Venture Capital στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη από την αύξηση της αξίας των επενδύσεών τους και όχι από τόκους, μερίσματα ή άλλα μέσα. Έτσι η επενδυσιοδόχος επιχείρηση δεν είναι υποχρεωμένη να καταβάλλει τόκους ή μερίσματα για τα κεφάλαια που έχει δεχθεί, προτού αρχίσει να πραγματοποιεί κέρδη. Προτού δηλαδή διασφαλίσει τη βιωσιμότητα της και μια καλή προοπτική ανάπτυξης.

Η εταιρεία Venture Capital παίρνει ένα μειοψηφικό πακέτο μετοχών και αφήνει τον έλεγχο της επιχείρησης στην ήδη υπάρχουσα διοίκηση. Η συμμετοχή της εταιρείας Venture Capital μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους όπως με αγορά κοινών ή προνομιούχων μετοχών ή με προνομιούχες μετοχές υποχρεωτικά εξαγοραζόμενες σε ορισμένο χρόνο και προκαθορισμένη τιμή, από τους υπόλοιπους μετόχους ή με δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές κ.α. Παρά το γεγονός ότι η εταιρεία Venture Capital κατέχει μειοψηφική συμμετοχή μπορεί να θέσει κάποιους όρους πριν προχωρήσει στην επένδυση όπως τον όρο ανάληψης της πλειοψηφίας του διοικητικού συμβουλίου, την υποχρεωτική αλλαγή των διευθυντικών στελεχών, τη ρευστοποίηση της επένδυσης με επαναγορά του μεριδίου συμμετοχής, την εισαγωγή σε χρηματιστήριο κ.α.

Η συμμετοχή της εταιρείας Venture Capital στην επιχείρηση δεν διατηρείται επ' αόριστον αλλά ρευστοποιείται συνήθως μετά την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Η έξοδος πραγματοποιείται σε 3 με 10 χρόνια ανάλογα με το στάδιο στο οποίο βρίσκονταν η επιχείρηση τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η επένδυση. Πάντως η ρευστοποίηση γίνεται πάντα πριν από το στάδιο της ωριμότητας.

Οι εταιρείες Venture Capital εκτός από τη χρηματοδότηση που παρέχουν, βοηθούν επιπλέον τις επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχουν παρέχοντας συμβουλές σχετικά με θέματα τεχνικά, οργανωτικά, εμπορικά και χρηματοοικονομικά.



Τα κεφάλαια που επενδύονται στις επιχειρήσεις προέρχονται από διάφορες πηγές όπως τράπεζες, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρείες, επιχειρήσεις, ιδιώτες, δημόσιους οργανισμούς κ.α.

1.2 Private Equity

H Private Equity είναι μια Asset Class η οποία συχνά κατηγοριοποιείται κάτω από την ομπρέλα του όρου, «εναλλακτικές επενδύσεις». Ο όρος αυτός συμπεριλαμβάνει όλες εκείνες τις τεχνικές και στρατηγικές επενδύσεων οι οποίες διαφοροποιούνται από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων. Το παρακάτω σχήμα δείχνει τις βασικές εναλλακτικές τεχνικές επενδύσεων.



Εικόνα 1.1: Εναλλακτικές Επενδύσεις - Κατηγοριοποίηση κατά EVCA

Σύμφωνα λοιπόν με την κατηγοριοποίηση του EVCA, όπως προκύπτει από την Εικόνα 1 το Venture Capital αποτελεί μια υποκατηγορία της κατηγορίας Private Equity. Στην Ελλάδα ο όρος Venture Capital ταυτίζεται μάλλον με τον όρο Private Equity και με αυτήν την ευρύτερη έννοια θα χρησιμοποιηθεί εφ εξής στην παρούσα εργασία.

1.3 Επίπεδα χρηματοδότησης Venture Capital

To venture capital μπορεί να παρέχεται σε κάθε στάδιο ανάπτυξης των επιχειρήσεων και ως εκ τούτου διακρίνουμε αντίστοιχες μορφές επενδύσεων – επίπεδα χρηματοδότησης

venture capital. Οι πρώτες φάσεις ανάπτυξης των επιχειρήσεων περιέχουν πάντα μεγαλύτερο κίνδυνο και οι επενδύσεις venture capital σε αυτές απαιτούν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα για ρευστοποίηση. Αντίθετα, οι μεταγενέστερες φάσεις έχουν μικρότερο κίνδυνο και οι ρευστοποιήσεις απαιτούν μικρότερο χρονικό ορίζοντα (1-3 χρόνια). Λόγων των ευνοϊκότερων συνθηκών και της μεγαλύτερης ασφάλειας που υπάρχει στις τελευταίες φάσεις, οι επενδυτές venture capital προτιμούν τις χρηματοδοτήσεις αυτών των περιπτώσεων. Σημειώνεται ότι μια επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει και περισσότερα από ένα επίπεδα χρηματοδότησης. Τα επίπεδα χρηματοδότησης είναι διαφορετικά στις αναλύσεις των ερευνητών. Ωστόσο αφορούν τυπικά και όχι ουσιαστικά ζητήματα. Παρακάτω περιγράφονται τα διάφορα επίπεδα όπως ορίζονται από τον EVCA (European Venture Capital Association).



Εικόνα 1.2: Τα επίπεδα χρηματοδότησης Venture Capital σύμφωνα με τον EVCA

Σχήμα : Τα επίπεδα χρηματοδότησης Venture Capital σύμφωνα με τον EVCA

1.3.1 Χρηματοδότηση Σποράς (Seed Finance)

Αφορά συνήθως μικρά ποσά κεφαλαίου, που παρέχονται σε ένα επιχειρηματία για να μετατρέψει μια καλή ιδέα σε ένα προϊόν ή μια υπηρεσία και να καταστρώσει ένα επιχειρηματικό σχέδιο. Είναι το πιο επικίνδυνο επίπεδο χρηματοδότησης. Μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα χρόνο και το ποσοστό των χρηματοδοτούμενων προγραμμάτων που τελικά εγκαταλείπονται βρίσκεται πάνω από το 70%. Έχει αποδειχθεί ότι μόνο ένα 10% των επενδυτών venture capital επενδύουν σε τόσο αρχικό στάδιο ανάπτυξης, ενώ κατά κανόνα χρησιμοποιούνται κυρίως επενδυτές από το φιλικό περιβάλλον του

επιχειρηματία που βασίζουν την επιχειρηματική τους απόφαση στην προσωπική τους γνώση και εκτίμηση του κινδύνου.

1.3.2 Χρηματοδότηση Εκκίνησης (Start-up Finance)

Σε αυτό το επίπεδο χρηματοδότησης παρέχονται κεφάλαια σε επιχειρήσεις που έχουν καταστρώσει το επιχειρηματικό τους σχέδιο και χρειάζονται υποστήριξη για να εδραιωθούν και να καθιερωθούν στο χώρο τους. Σε πολλές αναλύσεις το εν λόγω επίπεδο χωρίζεται στην καθεαυτή χρηματοδότηση εκκίνησης και στη χρηματοδότηση του πρώτου γύρου (First Round ή Fledging Finance).

Τα κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη δημιουργία μονάδων για την παραγωγή του προϊόντος, για την τελική διαμόρφωση του προϊόντος, για το μάρκετινγκ και τη δημιουργία δικτύων διανομής κ.α. Οι επιχειρήσεις μπορεί να λειτουργούν μικρό μόνο διάστημα και να μην πραγματοποιούν ακόμα πωλήσεις.

Το επίπεδο αυτό μπορεί να διαρκέσει μέχρι τρία χρόνια και παρουσιάζει σημαντικούς κινδύνους.

1.3.3 Χρηματοδότηση Επέκτασης (Expansion Finance)

Το χρηματοδοτικό αυτό επίπεδο περιλαμβάνει τα κεφάλαια και την υποστήριξη που απαιτούνται όταν μια επιχείρηση έχει ήδη αρχίσει να λειτουργεί και πρέπει να επεκταθεί. Η χρηματοδότηση επέκτασης απορροφά ένα σημαντικό ποσοστό του συνόλου των επενδύσεων venture capital (περίπου 45%).

Η χρηματοδότηση επέκτασης αφορά το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης, δηλαδή το στάδιο εκείνο στο οποίο έχουν ξεπεραστεί οι μεγάλοι κίνδυνοι και η αβεβαιότητα των προηγούμενων φάσεων και που η επιχείρηση πλησιάζει και περνάει το νεκρό σημείο πραγματοποιώντας τα πρώτα κέρδη. Ωστόσο στη φάση αυτή απαιτούνται σημαντικά κεφάλαια, τα οποία όμως είναι πολύ δύσκολο να ανεβρεθούν. Το χρηματοδοτικό αυτό επίπεδο παρέχει κεφάλαια για:

- Χρηματοδότηση των υπό παραγωγή αγαθών, των προμηθειών, εξόδων αποστολής κ.λ.π.
- Επέκταση των παγίων και του εξοπλισμού, τελειοποίηση του προϊόντος, διεύρυνση του μάρκετινγκ και εν γένει για την υποβοήθηση μιας επιθετικής πολιτικής.



- Στήριξη της μελλοντικής ανάπτυξης και πλήρους αξιοποίησης του δυναμικού της. Τα κεφάλαια αυτά παρέχονται τη στιγμή που έχει ξεπεραστεί το νεκρό σημείο και είναι ορατή πλέον η περίοδος κερδοφορίας.

1.3.4 Χρηματοδότηση Αντικατάστασης (Replacement Capital)

Η χρηματοδότηση αντικατάστασης χρησιμοποιείται για την αγορά μετοχών της εταιρείας από κάποιον άλλο επενδυτή. Ο επενδυτής αυτός μπορεί να είναι κάποιο στέλεχος της διοίκησης που πρόκειται να συνταξιοδοτηθεί ή οποιοσδήποτε άλλος ιδιώτης επενδυτής.

1.3.5 Management Buy-out

Αποσκοπεί στη χρηματοδότηση μιας ομάδας διευθυντικών στελεχών της ίδιας της επιχείρησης προκειμένου να εξαγοράσουν την επιχείρηση. Στην περίπτωση που τα στελέχη προέρχονται εκτός της επιχείρησης η χρηματοδότηση αποκαλείται Management Buy-in.

1.3.6 Mezzanine Financing

Σε αυτό το επίπεδο χρηματοδότησης παρέχονται τα κεφάλαια και η στρατηγική υποστήριξη που απαιτούνται για να περάσει η επιχείρηση σε ένα νέο πλαίσιο λειτουργίας με μεγαλύτερο επαγγελματισμό. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να αυξηθεί η εκτίμηση της αγοράς για την επιχείρηση και να μπορέσει να μπει στο χρηματιστήριο επιτυχάνοντας υψηλές τιμές στις εκδιδόμενες μετοχές. Τα κεφάλαια αυτού του επιπέδου χρηματοδότησης, εκτός των άλλων, καλύπτουν και τα έξοδα του αναδόχου καθώς και τα λοιπά έξοδα για την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

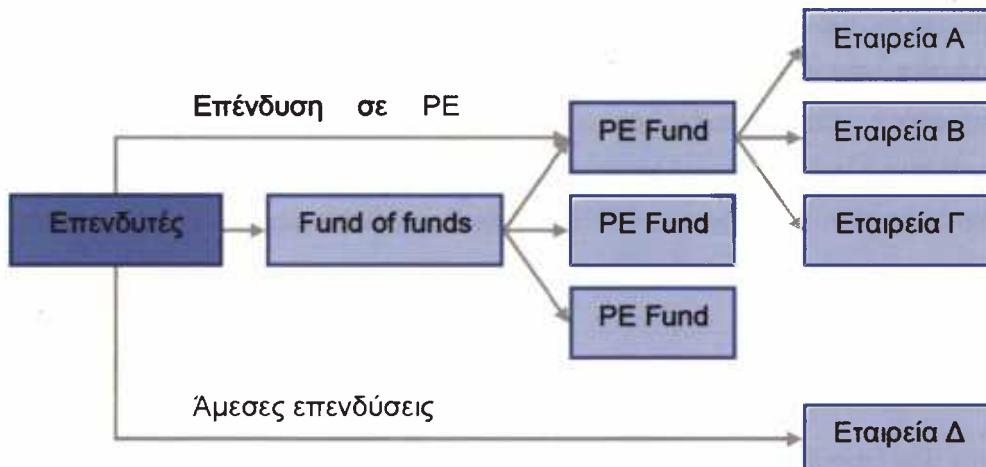
1.3.7 Χρηματοδότηση «Στροφής» (Turnaround Finance)

Αφορά επιχειρήσεις που ήδη λειτουργούν αλλά αντιμετωπίζουν πρόβλημα και χρειάζονται κεφάλαια για να οργανωθούν ή και να στραφούν σε άλλες κατευθύνσεις ώστε να συνεχίσουν επιτυχώς τη λειτουργία τους. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων, εξαγοράς και ανόρθωσης ζημιογόνων επιχειρήσεων κ.α.

1.4 Οι βασικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων (PE)

Υπάρχουν τρεις κύριες εναλλακτικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων (Private Equity)

- α) άμεση επένδυση σε ιδιωτικές επιχειρήσεις
- β) επένδυση σε Private Equity funds
- γ) ανάθεση της επιλογής των Private Equity funds
 - Σε fund of funds
 - Σε συμβούλους (consultants)



Εικόνα 1.3: Εναλλακτικές μέθοδοι επένδυσης Ιδιωτικών Κεφαλαίων

α) Άμεση Επένδυση

Η άμεση επένδυση σε ιδιωτικές επιχειρήσεις σε σύγκριση με την επένδυση σε PE funds απαιτεί μεγαλύτερα κεφάλαια προκειμένου να επιτευχθεί παρόμοια διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και ανάλογη έκθεση σε κίνδυνο. Επιπλέον απαιτούνται περισσότεροι πόροι και διαφορετικές τεχνικές αξιολόγησης. Οι διαφοροποιήσεις αυτές μπορούν να μετριαστούν με συνεπένδυση (syndication) με ένα fund. Με αυτόν το τρόπο υπάρχει η δυνατότητα υψηλότερων αποδόσεων αλλά ταυτόχρονα και υψηλότερη έκθεση σε κίνδυνο με πιθανότητα πλήρους απώλειας του επενδυμένου κεφαλαίου. Για αυτό το

λόγο, η στρατηγική αυτή (δηλαδή η συνεπένδυση με ένα fund) συστήνεται μόνο στους έμπειρους επενδυτές PE. Για τους περισσότερους επενδυτές ενδείκνυται η επένδυση σε PE fund ή η ανάθεση επιλογής τους σε ένα fund of fund.

β) Επένδυση σε ένα fund

Η επένδυση σε ένα fund εξασφαλίζει ικανοποιητική διαφοροποίηση μέσω της δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου. Τα στελέχη των PE funds, που είναι επαγγελματίες επενδυτές εξειδικεύονται στην ανεύρεση, ανάλυση, διαχείριση και έξοδο από επενδύσεις σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, δηλαδή η τοποθέτηση κεφαλαίων σε διαφορετικές επενδύσεις διασφαλίζει ότι ο κίνδυνος πλήρους απώλειας του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στο fund είναι σχετικά μικρότερος από τον κίνδυνο στον οποίο θα εκτίθονταν ο επενδυτής στην περίπτωση που επένδυε τα κεφάλαιά του άμεσα σε μια μη εισηγμένη εταιρεία. Σε σύγκριση με τα funds που επενδύουν σε εισηγμένες επιχειρήσεις (quoted equity funds) τα private equity funds συνήθως επενδύουν σε συγκεντρωμένα χαρτοφυλάκια. Για παράδειγμα, μπορεί να υπάρχουν 10-15 επιχειρήσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο buyout ή 20-40 επιχειρήσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο venture capital.

γ) Fund of funds

Ένα fund of fund είναι ένας συγκεντρωτικός φορέας κεφαλαίων (funds) του οποίου τα στελέχη αξιολογούν, επιλέγουν και τοποθετούν κεφάλαια σε διάφορα PE funds.

Επειδή η διοίκηση πολλών fund of funds έχει σχέσεις με στελέχη ηγετικών fund και επειδή οι υποχρεώσεις αναλαμβάνονται εξ ονόματος μιας ομάδας επενδυτών, η επένδυση μέσω ενός fund of funds μπορεί να είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για κάποιους επενδυτές να επιτύχουν πρόσβαση σε funds που προαπαιτούν υψηλότερες ελάχιστες υποχρεώσεις.

Πολλά fund of funds που χαρακτηρίζονται ως "blind" pools δεν διασφαλίζουν την επένδυση σε συγκεκριμένα funds. Έτσι ο επενδυτής πρέπει να στηριχθεί στο ιστορικό του διευθυντή για να προσδιορίσει και να εξασφαλίσει την πρόσβαση στα κατάλληλα funds. Αντίθετα κάποια fund of funds αποκαλύπτουν έναν προεπιλεγμένο κατάλογο επενδύσεων.

Οι επενδυτές σε fund of funds πρέπει να κατορθώνουν να ισορροπούν τις επιπλέον διοικητικές αμοιβές και τις σχετικές δαπάνες με το κόστος των επιπλέον πόρων που θα απαιτούνταν στην περίπτωση που θα επέλεγαν και θα διαχειρίζονταν από μόνοι τους το χαρτοφυλάκιό τους.

Τέλος, οι επενδυτές fund of funds κατορθώνουν να επιτυγχάνουν αποτελεσματική διαφοροποίηση με μικρότερη επέκταση κεφαλαίου υπό την καθοδήγηση managers που επιλέγονται με αυστηρά κριτήρια.

Σύμβουλοι (Consultants)

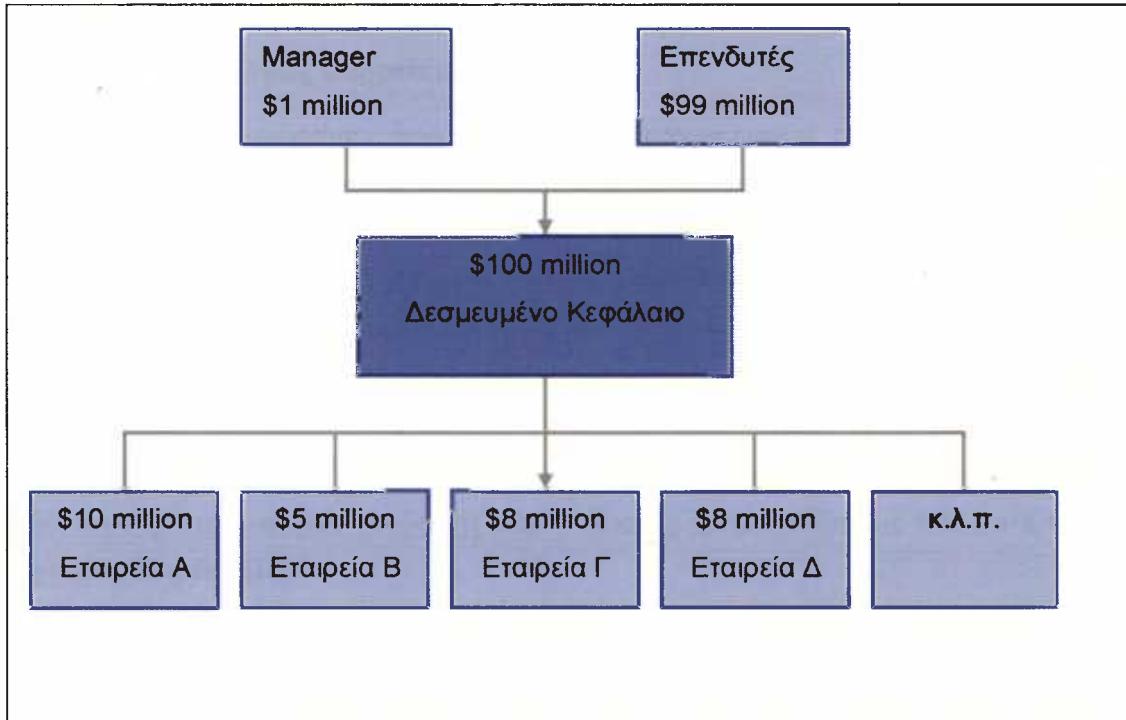
Οι σύμβουλοι προσφέρουν παρόμοια τεχνογνωσία και αριστεία με τους managers των fund of funds, αλλά μπορεί επιπλέον να προσφέρουν και συμβουλευτικές υπηρεσίες.

Διευκολύνουν την διάρθρωση ενός χαρτοφυλακίου κομμένου και ραμμένου ακριβώς στα μέτρα του επενδυτή, σε αντιδιαστολή με την περίπτωση επένδυσης σε ένα fund of fund.

Οι σύμβουλοι μπορούν επίσης να προσφέρουν ξεχωριστούς και όχι συγκεντρωτικούς απολογισμούς.

Συμβουλευτικές υπηρεσίες παρέχονται επίσης και από ορισμένους managers fund of funds.

1.5 Τυπική Δομή ενός PE Fund



Εικόνα 1.4: Παράδειγμα απλοποιημένης δομής Fund

Ta funds έχουν δύο τύπους μετόχων, τους γενικούς μετόχους (General Partners) και τους περιορισμένους μετόχους (Limited Partners). Οι γενικοί μέτοχοι διοικούν την επιχείρηση του Venture Capital και πρέπει να έχουν γνώσεις και εμπειρία διοίκησης και διαχείρισης. Οι περιορισμένοι μέτοχοι είναι εκείνοι που χρηματοδοτούν την επιχείρηση Venture Capital. Τα κέρδη συνήθως διανέμονται σε ποσοστό 80% στους περιορισμένους μετόχους και 20% στους γενικούς μετόχους.

Οι γενικοί μέτοχοι (managers) του fund, επενδύουν προσωπικό κεφάλαιο παράλληλα με το κεφάλαιο των επενδυτών τους. Το γεγονός αυτό δημιουργεί ένα υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης. Ως σημαντική θεωρείται η επένδυση των managers όταν αυτή φτάνει τουλάχιστον το 1% των συνολικών κεφαλαίων του fund.

Συχνά ποσοστό των κεφαλαιακών ζημιών εκπίπτεται από το μερίδιο των γενικών μετόχων. Τέλος, κάποιο ποσοστό επί του συνόλου που επενδύεται καλύπτει έξοδα διοίκησης του fund, καθώς και έξοδα πάσης φύσεως συμβουλών της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

1.6 Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο θεσμός του Venture Capital στις προς επένδυση εταιρείες

1.6.1 Χρηματοδοτικές υπηρεσίες

Η μορφή της χρηματοδότησης που προσφέρει το venture capital, παρέχει τη δυνατότητα μετοχικής ενίσχυσης της επιχείρησης και όχι απαραίτητα δανειακής, που παρέχουν κατά κύριο λόγο οι τράπεζες. Δεν απαιτεί δηλαδή εμπράγματες ασφάλειες ή άλλες εξασφαλίσεις. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης, είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε επιχειρήσεις που θέλουν κεφάλαια για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη ή κεφάλαια εκκίνησης, τα οποία δεν μπορούν να βρεθούν από συμβατικές πηγές χρηματοδότησης, οι οποίες είναι πηγές κυρίως βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Η σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια που προκύπτει από τους παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης, δημιουργεί ενδοιασμούς στους φορείς αυτής της παραδοσιακής χρηματοδότησης που κατά κύριο λόγο είναι οι τράπεζες.

Στον πίνακα της επόμενης σελίδας παρατίθενται οι βασικές χρηματοδοτικές ανάγκες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και οι φορείς που ίκανοποιούν κάθε μια από αυτές. Διαπιστώνεται ότι το Venture Capital καλύπτει ένα μεγάλο κενό ίκανοποιώντας ανάγκες των εταιρειών τις οποίες κανένας άλλος φορέας χρηματοδότησης δεν διατίθεται να ίκανοποιήσει.

Η χρήση των κεφαλαίων venture capital, δημιουργεί ένα υπόβαθρο στην επιχείρηση για να μπορεί να αντλήσει επιπλέον τραπεζικό δανεισμό. Αυτό μπορεί να ωφελήσει τόσο τις επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ξεκίνημά τους όσο και τις μικρές επιχειρήσεις που σε αντίθεση με τις μεγάλες και ώριμες δεν διαθέτουν υψηλή πιστοληπτική ίκανότητα. Το venture capital είναι ένας από τους πρακτικότερους τρόπους χρηματοδότησης διότι δεν δημιουργεί την υποχρέωση της καταβολής τόκων ή μερισμάτων πριν από την πραγματοποίηση κερδών.

ΑΝΑΓΚΕΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ			ΕΤΑΙΡΕΙΣ LEASING	ΕΤΑΙΡΕΙΣ FACTORING	ΕΤΑΙΡΕΙΣ VENTURE CAPITAL	ΕΤΑΙΡΕΙΣ ΕΑΕ & ΦΟΡΕΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ- ΕΓΓΥΗΣΗΣ
	Βραχυπρόθ. Δάνεια	Μ/Μ Δάνεια	Εγγυητικές Επιστολές				
Χρηματοδοτήσεις Εξαγωγών	✓						
Χρηματοδοτήσεις Εισαγωγών	✓						
Αύξηση ρευστότητας και αποθεμάτων	✓				✓		
Νέες Επενδύσεις		✓		✓		✓	
Εξαγορά Επιχειρήσεων	✓					✓	
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου						✓	
Επενδύσεις σε άυλα αγαθά						✓	
Έρευνα-Ανάπτυξη (R&D)						✓	
Μετεγκατάσταση		✓					
Μείωση/ Ασφάλιση κινδύνων από συναλλαγές, πελάτες					✓		✓
Προσέλκυση επενδυτών						✓	
Συμμετοχή σε διαγωνισμούς			✓				
Εκτέλεση συμβάσεων			✓				
Εγγυήσεις δανείων							✓

1.6.2 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες

Οι συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρονται στις επιχειρήσεις στις οποίες πραγματοποιούνται επενδύσεις venture capital, είναι ιδιαίτερα χρήσιμες σε μικρές επιχειρήσεις οι οποίες δεν διαθέτουν στελεχιακό δυναμικά με τις απαιτούμενες γνώσεις σε θέματα τεχνικά, οργανωτικά, εμπειρικά και χρηματοδοτικά.

Είναι χαρακτηριστικό ότι πετυχημένοι επιχειρηματίες που βοηθήθηκαν από venture capital, σημειώνουν ότι στις περισσότερες περιπτώσεις η επιχειρηματική βοήθεια και η βοήθεια στο management που έλαβαν από τους επενδυτές venture capital αποδείχθηκε περισσότερο σημαντική από την οικονομική συνεισφορά.

Η συμβουλευτική υποστήριξη λειτουργεί προς όφελος της προς επένδυση εταιρείας και με έναν άλλο τρόπο. Οι τράπεζες και οι άλλες εταιρείες venture capital αισθάνονται ασφαλέστερες να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία όταν γνωρίζουν ότι αυτή υποστηρίζεται από εταιρεία venture capital.

1.6.3 Υποβοήθηση της εταιρείας για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο

Πέρα από τη χρησιμότητα που παρέχει το venture capital στις επιχειρήσεις μέσω των χρηματοδοτικών και συμβουλευτικών υπηρεσιών, αξιοσημείωτη είναι και η συμβολή του στη εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

Ο συνήθης τρόπος με τον οποίο απαγκιστρώνεται η εταιρεία venture capital από την επιχείρηση είναι η ρευστοποίηση της συμμετοχής που διατηρεί σε αυτή, συνήθως μετά την εισαγωγή ολόκληρου του πακέτου μετοχών της ή του μέρους που ελέγχει η εταιρεία venture capital στο χρηματιστήριο. Όπως είναι γνωστό, τα κριτήρια εισόδου επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο είναι αυστηρά και το κόστος εισαγωγής τόσο μεγάλο ώστε να μην είναι εύκολη η εισαγωγή μικρών και άγνωστων επιχειρήσεων. Η εταιρεία venture capital με τη χρηματοδότηση και τη συμβουλευτική υποστήριξη κατά κανόνα ανεβάζει τις τιμές των μετοχών, αυξάνει την αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων και δημιουργεί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Εξάλλου η εταιρεία venture capital έχει άμεσο συμφέρον επειδή αυτός είναι ο βασικός τρόπος ρευστοποίησης της επένδυσης. Με αυτόν τον τρόπο ενισχύεται ο θεσμός του Χρηματιστηρίου και παράλληλα οι επιχειρήσεις ωφελούνται εφόσον αντλούν κεφάλαια και από αυτή την πηγή. Εκτός από όλα τα παραπάνω, η συμμετοχή και μόνο ενός σοβαρού επενδυτικού οργανισμού σε μια μικρομεσαία επιχείρηση της προσδίδει κύρος και της ανοίγει δρόμους για επωφελείς συνεργασίες και χρηματοδοτήσεις.



Τέλος, το γεγονός ότι το venture capital συνδέεται με την ταχύτατη μεγέθυνση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, εκτός του ότι εξασφαλίζει υψηλές αποδόσεις και προάγει τις πιο δυναμικές εταιρείες, αναπτύσσει καινοτομικούς μηχανισμούς και συνολικά έχει σημαντικές δευτερογενείς επιδράσεις στον χρηματοοικονομικό-τραπεζικό και εν γένει οικονομικό χώρο.

1.7 Μέθοδοι εξόδου από την επένδυση

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί τη φυσική κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας. Σηματοδοτεί το τέλος της εμπλοκής της εταιρείας venture capital στην προς επένδυση εταιρεία και το τέλος της περιόδου ενεργής λήψης αποφάσεων και συμβουλευτικής υποστήριξης. Η έξοδος θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως η μοναδική πηγή εσόδων για την εταιρεία Venture Capital. Η επιτυχημένη έξοδος από μια επένδυση καταδεικνύει την επιτυχία των στελεχών της εταιρείας venture capital και προάγει τη φήμη της.

Οι μέθοδοι αποεπένδυσης είναι οι εξής:

- IPO, Initial Public Offering (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο)
- Trade Sale (Πώληση)
 - ◊ to a strategic investor (σε στρατηγικό επενδυτή)
 - ◊ to another financial investor (σε άλλον θεσμικό επενδυτή)
- MBO, Management Buy-Out (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας)
- Write-Off (Διαγραφή)

1.7.1 IPO, Initial Public Offering (Εισαγωγή σε Χρηματιστήριο)

Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο της επενδυσιοδόχου επιχείρησης είναι μια από της πιο κοινές μεθόδους εξόδου των εταιρειών venture capital από τις διάφορες επενδύσεις τους.

Συνήθως η μέθοδος προϋποθέτει την υπογραφή μιας συμφωνίας που λέγεται "lock-up agreement". Σύμφωνα με αυτήν η εταιρεία venture capital δεσμεύεται να απόσχει από την πώληση των μετοχών της για μια καθορισμένη περίοδο μετά τη δημόσια προσφορά. Ο συλλογισμός πίσω από αυτόν τον περιορισμό είναι ότι μια τέτοια πώληση θα έστελνε ανησυχητικά σήματα στην αγορά και έτσι θα οδηγούσε την τιμή των μετοχών προς τα κάτω με αποτέλεσμα την υποβάθμιση της αξίας των υπόλοιπων μετοχών.

Θεωρείται¹ πιο κατάλληλη μέθοδος εξόδου τόσο για τους venture capitalists όσο και για τη διοίκηση της επενδυσιοδόχου επιχείρησης. Για τους venture capitalists θεωρείται ιδανική μέθοδος εξόδου γιατί επιφέρει πολύ μεγάλες αποδοχές καθώς και δυνατότητα να επωφεληθούν από τη μελλοντική ανάπτυξη της εταιρείας σε περίπτωση που κρατήσουν κάποιο μερίδιο μετοχών. Για τη διοίκηση της επενδυσιοδόχου επιχείρησης θεωρείται η πιο ιδανική μέθοδος εφόσον ο έλεγχος της εταιρείας παραμένει σε αυτήν.

Ωστόσο η μέθοδος έχει και κάποια μειονεκτήματα. Είναι πιο ακριβή από τις άλλες μεθόδους εξόδου και απαιτείται ιδιαίτερη προσπάθεια για την προσέλκυση και τη σωστή και άμεση πληροφόρηση μεγάλου αριθμού επενδυτών. Επιπλέον για πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν υπάρχει δυνατότητα εισαγωγής τους σε χρηματιστήριο γιατί δεν πληρούν τα κατώτερα αποδεκτά όρια. Τέλος βασικό μειονέκτημα της μεθόδου θεωρείται το γεγονός ότι η εταιρεία venture capital δεν αποδεσμεύεται πλήρως από την επένδυση εφόσον παραμένουν σε αυτήν μετοχές της επενδυσιοδόχου εταιρείας.

1.7.2 Trade Sale to a strategic investor (Πώληση σε στρατηγικό επενδυτή)

Αφορά την πώληση του μεριδίου μετοχών των venture capitalists σε κάποιον βιομηχανικό επενδυτή. Συνήθως σε αυτήν την περίπτωση η ιδιοκτησία και ο έλεγχος της επενδυσιοδόχου επιχείρησης αλλάζουν χέρια. Όταν υπάρχει συμφωνία μιας τέτοιας εξόδου οι venture capitalists φροντίζουν να διασφαλίσουν δικαίωμα Drag-along ή Tag-along. Σύμφωνα με το δικαίωμα Drag-along, σε περίπτωση που ο venture capitalist πουλήσει τις μετοχές του μπορεί να απαιτήσει από τους άλλους μετόχους να πουλήσουν και εκείνοι τις μετοχές τους στον ίδιο αγοραστή. Σύμφωνα με το δικαίωμα Tag-along σε περίπτωση που κάποιος άλλος μέτοχος πουλήσει τις μετοχές του, ο venture capitalist μπορεί να απαιτήσει να πουληθούν και οι δικές του μετοχές με τους ίδιους όρους στον ίδιο αγοραστή.

1.7.3 Trade Sale to another financial investor (Πώληση σε άλλον θεσμικό επενδυτή)

Γενικά η πώληση πραγματοποιείται σε χαμηλότερη τιμή από αυτήν που επιτυγχάνεται στην προηγούμενη περίπτωση. Μια τέτοια έξοδος συνήθως εκλαμβάνεται ως αποτυχία

¹ John Wall and Julian Smith, "BETTER EXITS", Price Waterhouse Corporate Finance, for EVCA

από τους venture capitalists εφόσον παραιτούνται από ένα εγχείρημα που κάποιος συνάδελφός τους θεωρεί ότι μπορεί να το καταφέρει. Στις περισσότερες περιπτώσεις δεν συντελούνται αλλαγές για τους υπόλοιπους μετόχους μετά από μια τέτοια έξοδο.

1.7.4 MBO, Management Buy-Out (πώληση στη διοίκηση της εταιρείας)

Η έξοδος σε αυτήν την περίπτωση πραγματοποιείται με πώληση του μεριδίου των μετοχών στη διοικητική ομάδα της επενδυσιοδόχου εταιρείας.

1.7.5 Write-Off (Διαγραφή)

Η αξία της επενδυσιοδόχου εταιρείας θεωρείται για την εταιρεία venture capital μηδενική και κατά συνέπεια η απόδοση της επένδυσης προκύπτει μηδενική ή αρνητική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

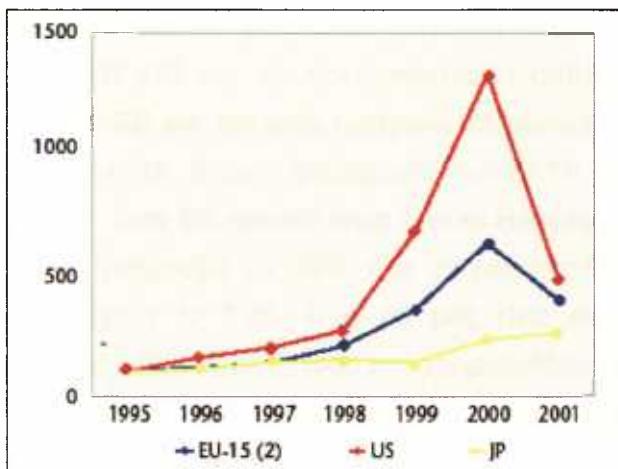
2. Η Ευρωπαϊκή αγορά επενδύσεων Venture Capital

Η ενότητα αυτή στοχεύει στην αποτύπωση του μεγέθους και των βασικών δομικών χαρακτηριστικών της ευρωπαϊκής αγοράς επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (EKYK).

Η εικόνες που ακολουθούν παρουσιάζουν συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αγοράς Επιχειρηματικών Κεφαλαίων από τη σχετική βιβλιογραφία του EVCA και της Γενικής Διεύθυνσης Έρευνας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότερα αποτυπώνονται τα βασικά χαρακτηριστικά άντλησης και επένδυσης κεφαλαίων, της απόδοσης της επένδυσης ενώ γίνεται και συγκριτική παρουσίαση των επενδύσεων EKYK με αυτές στις ΗΠΑ και Ιαπωνία.

2.1 Συγκριτική παρουσίαση των αγορών ΕΕ, ΗΠΑ και Ιαπωνίας

❖ Εικόνα 2.1(a): σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, η ευρωπαϊκή χρηματοδότηση EKYK στα στάδια seed, startup και expansion υστερεί σημαντικά στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 90. Ιδιαίτερα εντυπωσιακή είναι η άνοδος αλλά και η πτώση της χρηματοδότησης την τριετία 1998-2001 τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ, με την κρίση της νέας οικονομίας να οδηγεί σε πτώση της χρηματοδότησης κατά 37,9% και 62% αντίστοιχα. Στο πλαίσιο της αναστροφής αυτής της εικόνας η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει θέσει από το 1998 σε λειτουργία σχέδιο ανάπτυξης των EKYK υπό τον τίτλο "Risk Capital Action Plan" το οποίο λειτούργησε παράλληλα με την ανάπτυξη των VCs την τριετία 1998-2001 δίδοντας ενδιαφέρουσες μελέτες για την ανάπτυξη του κλάδου στην Ευρώπη, αλλά έκτοτε έχει καταστεί ανενεργό.



Countries	Venture Capital Investment mio euro 2000				Relative change % 2000-2001			
	Seed	Start-up	Expansion	Total	Seed	Start-up	Expansion	Total
Belgium	80	185	261	526	-65.7	-61.3	-23.0	-42.9
Denmark	1	33	126	160	4 554.3	181.6	16.7	86.6
Germany (1)	392	1 261	2 143	3 795	-56.1	-22.1	-27.4	-28.6
Greece	-	9	110	120	-	232.7	-45.7	-23.5
Spain	3	197	569	769	61.4	-46.1	34.2	13.7
France	70	1 085	1 884	3 039	-57.2	-51.0	-61.8	-57.8
Ireland	1	110	100	212	-26.4	-66.8	-13.9	-41.5
Italy	132	408	966	1 506	-83.7	-33.8	-22.9	-31.2
Netherlands	0	372	1 045	1 418	174.6	-50.9	-28.7	-34.5
Austria	12	49	88	149	-34.4	-30.2	-2.9	-14.3
Portugal	-	31	104	135	-	-48.0	-45.1	-45.8
Finland	23	113	113	248	10.2	2.4	-35.8	-14.2
Sweden	28	199	334	562	-17.0	7.8	98.8	60.7
United Kingdom	64	1 548	4 487	6 099	94.3	-48.1	-61.3	-56.3
EU-15 (2)	807	5 598	12 330	18 735	-38.0	-37.7	-38.1	-37.9
US (3)	3 357 ^b	28 019 ^b	66 037	97 412	-72.5	-63.1	-61.1	-62.0
Japan (4)	+	5 096	1 224	6 321	+	0.7	-4.0	-0.2

Εικόνα 2.1(α), (β): Συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία αγοράς Venture Capital σε ΕΕ-15, ΗΠΑ, Ιαπωνία

Πηγή: DG Research "Towards a European Research Area: Science, Technology & Innovation, Key Figures 2002"

Δεδομένα: EVCA 1996-2002, NVCA 2002, NISTEP

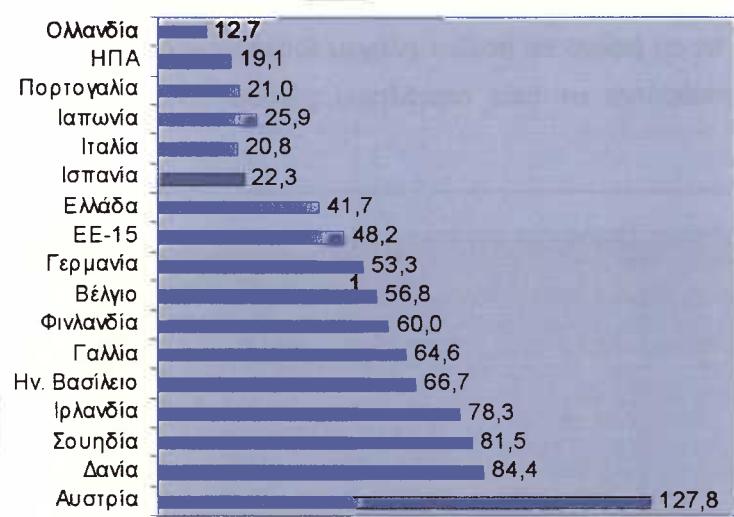
- Επισημάνσεις:
- 1) Η κατηγορία expansion συμπεριλαμβάνει €102.6m Bridge και €75.6m Turnaround
 - 2) Η ΕΕ δεν συμπεριλαμβάνει την L
 - 3) ΗΠΑ: a) το seed αντιστοιχεί στο start-up/seed b) to start-up αντιστοιχεί στο early stage
 - 4) Ιαπωνία: το seed συμπεριλαμβάνεται στο start-up
- Οι ορισμοί του Venture Capital διαφέρουν μεταξύ της ΕΕ-15, των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας

❖ Εικόνα 2.1(β): σε απόλυτες τιμές η χρηματοδότηση EKYK για το έτος 2000 είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτική. Στις ΗΠΑ ταυτίζεται με την απόλυτη «έκρηξη» χρηματοδότησης της νέας οικονομίας στα €97.412 εκ., για να προσγειωθεί απότομα το 2001 όπως φάνηκε στην εικόνα 1.1(a). ΕΕ και Ιαππωνία υστερούν σημαντικά σε απόλυτες τιμές χρηματοδότησης έναντι των ΗΠΑ, όπου η βιομηχανία των EKYK παραδοσιακά παίζει έναν πιο προεξέχοντα ρόλο. Στην ΕΕ ηγετική θέση έχει το Ήνωμένο Βασίλειο το οποίο μαζί με Γερμανία, Γαλλία απορροφά το 69% των χρηματοδοτήσεων EKYK με τις υπόλοιπες 11 χώρες να έχουν το 31%. Η χώρα μας είναι στην τελευταία θέση, υστερώντας ακόμη και από την Πορτογαλία, τόσο στη χρηματοδότηση early stage (μόλις €9 εκ.) όσο και συνολικά (€120 εκ.) που αντιστοιχούν σε 0,16% και 0,6% της συνολικής χρηματοδότησης EKYK αντίστοιχα.

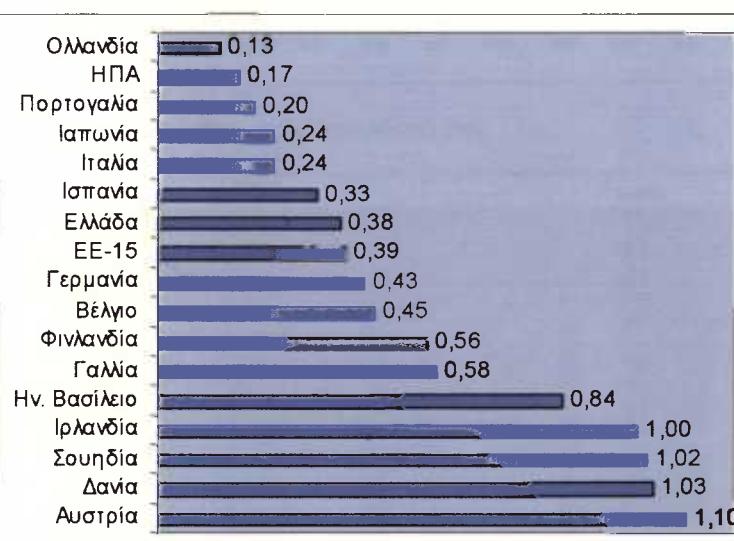
2.2 Αποτύπωση του μεγέθους και των βασικών δομικών χαρακτηριστικών της ευρωπαϊκής αγοράς

❖ Εικόνα 2.2: Η ανάπτυξη της χρηματοδότησης EKYK την εξαετία 1995-2001 σε μέση ετήσια βάση ήταν μεγαλύτερη στην ΕΕ από τις ΗΠΑ (48,2% έναντι 19,1%) στην κατεύθυνση της σύγκλισης μεταξύ των δύο αγορών, με τις ΗΠΑ όμως να πλήγησαν από την σοβαρή κρίση της νέας οικονομίας. Η χώρα μας βρίσκεται λίγο κάτω από τον μέσο κοινοτικό όρο, όμως σε απόλυτες τιμές αντιστοιχεί πχ. για το 2000 η χώρα μας βρίσκεται στην τελευταία θέση μεταξύ των χωρών της ΕΕ με €9 εκ. έναντι €5.598 εκ. που είναι ο μέσος κοινοτικός όρος.

❖ Εικόνα 2.3: το μερίδιο της χρηματοδότησης EKYK στην φάση early stage (seed και startup) ανά χίλιες μονάδες ΑΕΠ, είναι πολύ χαμηλό. Όμως, έχει τεράστια ποιοτική σημασία στη δημιουργία νέων καινοτόμων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Η χρηματοδότηση EKYK στην ΕΕ υστερεί σημαντικά έναντι των ΗΠΑ (0,45 έναντι 1,0 ανά χίλιες μονάδες ΑΕΠ αντίστοιχα). Την πρωτοκαθεδρία στην ΕΕ έχουν λάβει Φινλανδία και Σουηδία, ενώ η χώρα μας βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα από τον μέσο κοινοτικό όρο (0,24 ανά χίλιες μονάδες ΑΕΠ).



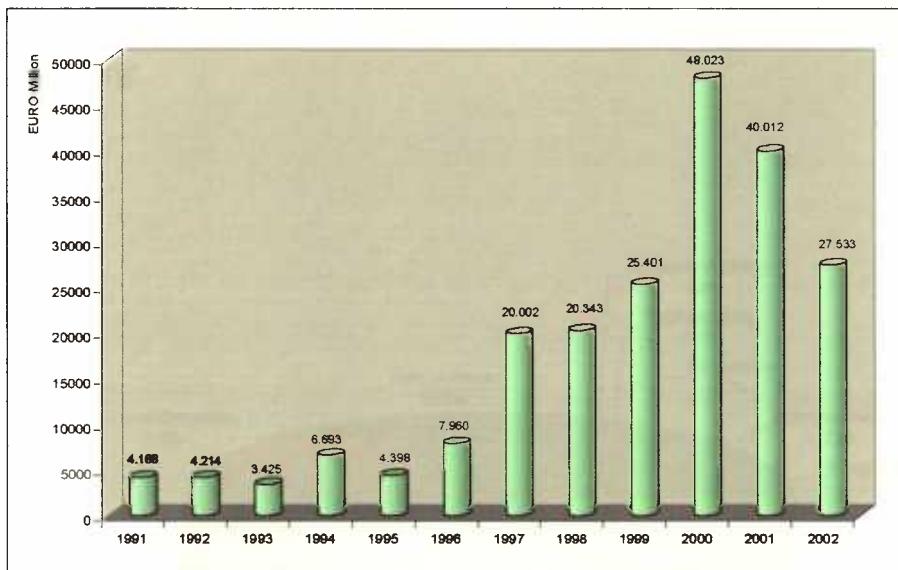
Εικόνα 2.2¹: Επενδυσείς seed και start-up - Πραγματική Μέση Ετήσια Αύξηση %, 1995-2001



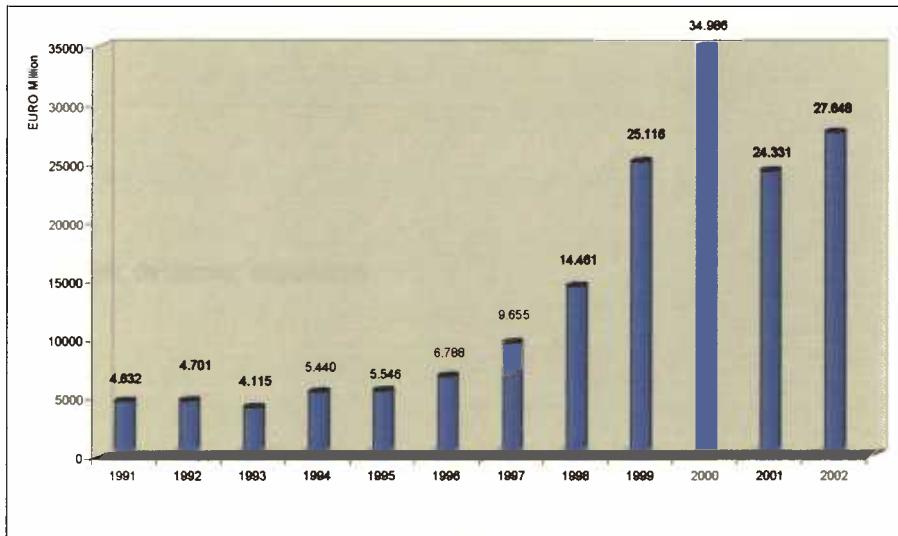
Εικόνα 2.3¹: Επενδύσεις seed και start-up ανά χίλιες μονάδες ΑΕΠ για το έτος 2001

¹ Πηγή: DG Research "Towards a European Research Area: Science, Technology & Innovation, Key Figures 2002

❖ Εικόνα 2.4: το συνολικό ποσό κεφαλαίων που αντλήθηκε, (€27,533 εκατ.) επιστρέφει στα επίπεδα του 1999. Παρατηρείται μεγάλη πτώση σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη. Το ποσό βέβαια είναι σαφώς υψηλότερο από τα αντλούμενα μέχρι το 1996 κεφάλαια.



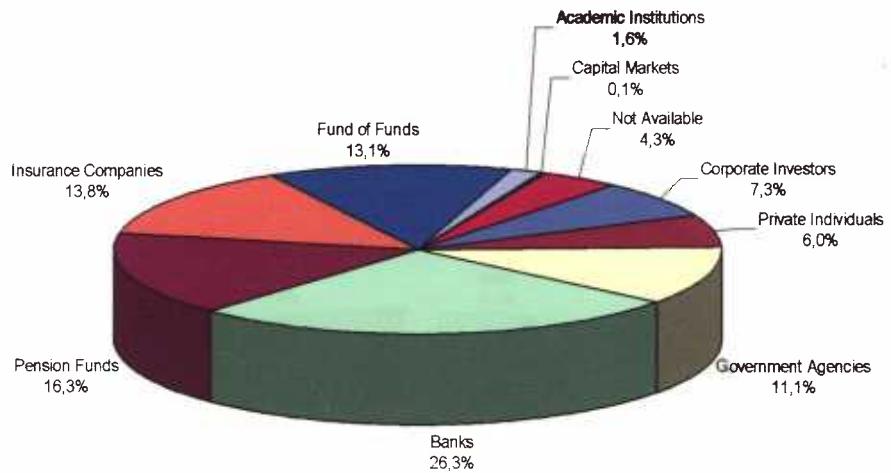
Εικόνα 2.4²: Κεφάλαια που αντλήθηκαν ανά έτος



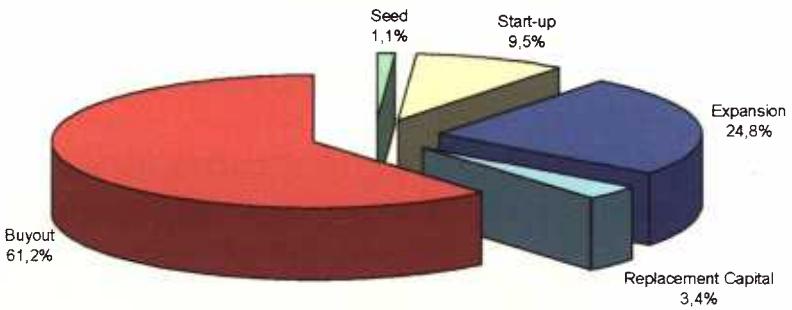
Εικόνα 2.5: Ποσά που επενδύθηκαν ανά έτος

² Εικόνες 4-9: Πηγή: «2002 EVCA Annual Survey Headline Figures», EVCA Conference 2003 Proceedings, www.evca.com

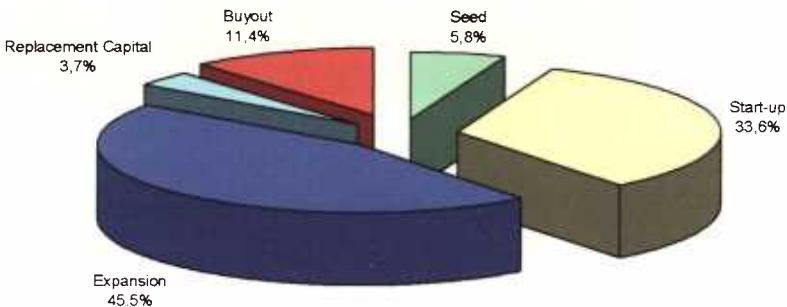
- ❖ Εικόνα 2.5: τα επενδυμένα κεφάλαια διατήρησαν το 2002 τη δυναμική τους στο ύψος των €27,648 εκατ., πάνω δηλαδή από το ετήσιο ποσό που αντλήθηκε για το ίδιο έτος.
- ❖ Εικόνα 2.6: οι πηγές άντλησης κεφαλαίων παρουσιάζουν διασπορά μεταξύ των διαφόρων πηγών και εξηγήσιμη ειδική βαρύτητα των τραπεζών 26,3%, συνταξιοδοτικών ταμείων 16,3% και ασφαλιστικών εταιριών 13,8%, που αποτελούν και τις κύριες πηγές χρηματοδότησης.



Εικόνα 2.6: Πηγές άντλησης κεφαλαίων



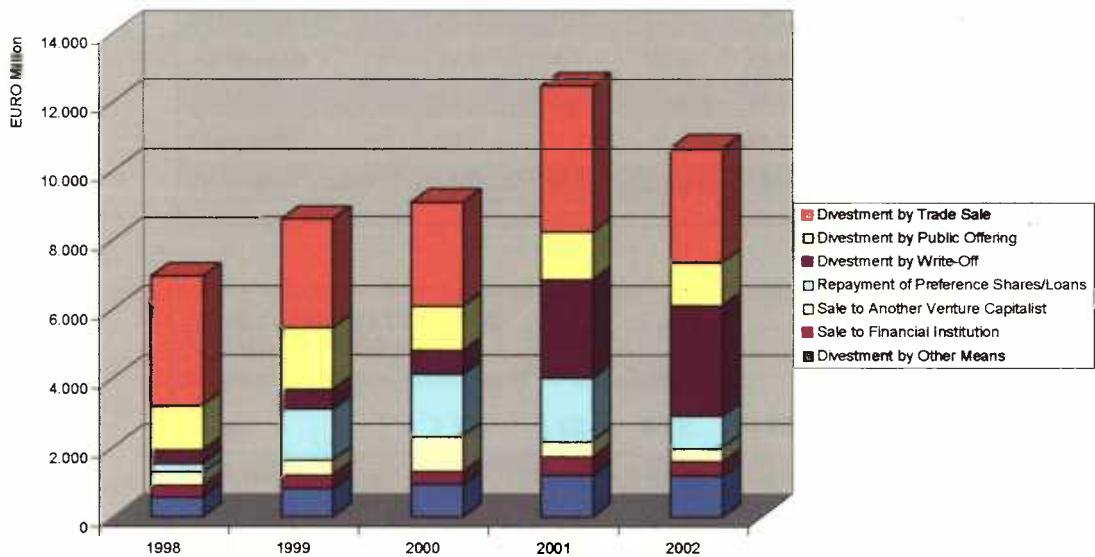
Εικόνα 2.7: Ποσοστιαία κατανομή επενδύσεων ανά στάδιο ως προς το ύψος της επένδυσης



Εικόνα 2.8: Ποσοστιαία κατανομή επενδύσεων ανά στάδιο ως προς τον αριθμό των επενδύσεων

❖ Εικόνες 2.6 & 2.7: η ποσοστιαία κατανομή των επενδύσεων ανά στάδιο ως προς το ύψος της επένδυσης έχει στην πρώτη θέση τα buyouts με ποσοστό 65% έναντι των επενδύσεων expansion που με ποσοστό 45% βρίσκεται στην πρώτη θέση ως προς τον αριθμό επενδύσεων. Η διαφορετική βαρύτητα ανάλογα με την οπτική γωνία (ύψος ή αριθμός επενδύσεων) είναι εξηγήσιμη αφού οι επενδύσεις στο στάδιο ανάπτυξης (buyouts) έχουν υψηλή αξία εξαγοράς έναντι των επενδύσεων venture capital (seed, start-up, expansion).

❖ Εικόνα 2.8: το ύψος αποεπένδυσης το 2002 ανήλθε στα €10,146 εκ. με ποσοστιαία κατανομή ανά μέθοδο αποεπένδυσης αρκετά «σκληρή» με αύξηση των αποεπενδύσεων «αμυντικού χαρακτήρα» (write-offs, repayment of shares/loans, sale to financial institution) έναντι των αποεπενδύσεων «επιθετικού χαρακτήρα» (trade sales, IPO, sale of quoted equity, sale to other venture capitalist)



Εικόνα 2.9: Αποεπένδυση ανά μέθοδο αποεπένδυσης

FUNDS FORMED 1980-2002 NET IRRs TO INVESTORS*					
Stage	1 YR	3 YR	5 YR	10 YR	20 YR
Early Stage	-30.7	0.3	1.2	5.8	5.1
Development	-27.2	2.0	7.9	12.6	10.6
Balanced	-27.3	6.0	15.5	17.3	11.5
All Venture	-27.6	4.1	10.6	13.6	10.4
Buyouts	-1.6	5.2	13.4	14.8	14.2
Generalist	-15.1	4.2	8.1	16.5	10.4
All Private Equity	-8.2	4.1	10.9	14.5	11.6

FUNDS FORMED 1980-2002 NET IRRs TO INVESTORS*					
Stage	1 YR	3 YR	5 YR	10 YR	20 YR
0-25 Mill	-20.2	9.2	11.5	13.6	8.8
25-50 Mill	-21.5	13.4	14.4	12.1	9.2
50-100 Mill	-18.6	-0.9	5.3	10.1	10.0
100-250 Mill	-7.1	1.0	11.2	15.3	12.3
250-500 Mill	-20.3	5.4	24.3	21.8	21.1
500 Mill+	0.7	4.5	9.6	14.2	11.1

Εικόνα 2.10 (α), (β): Συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία αποδόσεων επενδύσεων ΕΚΥΚ στην Ευρώπη

❖ Εικόνα 2.10(α): Ιδιαίτερα σημαντικά στοιχεία αναφέρονται σε αυτήν την εικόνα σχετικά με το σχεδιασμό της σύνθεσης ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων ΕΚ. Η συνολική επίδοση των ΕΚΥΚ (all venture) μεγιστοποιείται σε όλες τις κατηγορίες σε χρονικό ορίζοντα 10ετίας. Γενική είναι η αίσθηση ότι από καθαρά άποψη απόδοσης η επένδυση σε ΕΚΥΚ κατά το πρώιμο στάδιο (early stage) δεν επιτυγχάνει υψηλές αποδόσεις και υπάρχει η ανάγκη μόχλευσης των επενδύσεων ΕΚΥΚ με επενδύσεις expansion και balanced, ή ακόμη περισσότερο με την επένδυση σε άλλες μορφές ΕΚ όπως buyouts και generalist. Ωστόσο, αξίζει να επισημανθεί ότι η μεγαλύτερη σημασία της επένδυσης

early stage δεν βρίσκεται στην αναμενόμενη απόδοση αλλά στο γεγονός ότι αποτελεί το απαραίτητο στάδιο πριν την ανάπτυξη (expansion) και την κερδοφορία.

❖ Εικόνα 2.10(β): παρουσιάζει ανάλυση της απόδοσης ανάλογα με το μέγεθος του χαρτοφυλακίου επενδύσεων των EKYK, όπου φαίνεται ότι οι καλύτερες επιδόσεις αριμάζουν σε χρονικό ορίζοντα 5 και 10 ετών. Ωστόσο, αν και δεν μπορεί να υπάρχει μια σαφής εικόνα για το ιδανικό μέγεθος χαρτοφυλακίου με τις μεγαλύτερες αποδόσεις αξίζει να σημειωθεί ότι η τάξη μεγέθους € 50-100 εκ. παρουσιάζει συγκριτικά τις χαμηλότερες επιδόσεις.

Συμπερασματικά, η ειδική βαρύτητα των EKYK παραμένει στάσιμη ή με τάσεις υποχώρησης ως προς τις υψηλές επιδόσεις του 2000 στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης ύφεσης και σε αναμονή των ενδείξεων ανάκαμψης της αγοράς σε παγκόσμια κλίμακα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3. Η Ελληνική Αγορά Venture Capital

3.1

Η «άνοιξη» του ελληνικού χρηματιστηρίου έδωσε ώθηση στην ανάπτυξη του θεσμού του Venture Capital. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει συγκεντρωτικά στοιχεία για τα έτη 1998-2001 για την αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων στη χώρα μας, όπου παρατηρούνται τα ακόλουθα:

(σε Keuro)	1998	1999	Μεταβ. (%)	2000	Μεταβ. (%)	2001	Μεταβ. (%)
Διαθέσιμα κεφάλαια VC	82.708	86.369	4,43	301.583	249,18	491.549	62,99
Επενδυόμενα κεφάλαια	23.127	44.289	91,50	133.013	200,33	52.996	-60,16
Ποσοστό επενδ. (%)	6,44%	1,72%		11,28%		8,12%	◊

Πίνακας 1: Συγκεντρωτικά στοιχεία της ελληνικής αγοράς Venture Capital για τα έτη 1998-2001

Από το 1998 μέχρι το 2001 παρατηρείται εντυπωσιακή αύξηση των διαθεσίμων κεφαλαίων για venture capital, σε ποσοστό 494,32%. Αντίθετα τα επενδυόμενα κεφάλαια ενώ παρουσιάζουν σημαντική αύξηση από το 1998 στο 1999 της τάξης του 91,50% και εντυπωσιακή αύξηση της τάξης του 200,33% μεταξύ των ετών 1999 και 2000, την αμέσως επόμενη περίοδο 2000-2001 παρατηρείται μεγάλη πτώση (-60,16%) που σύμφωνα με τα στελέχη των εταιρειών venture capital οφείλεται στην ανυπαρξία αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων τη χρονική αυτή περίοδο. Ουσιαστικά, η μεγάλη αυτή πτώση οφείλεται στη σταδιακή πτώση του χρηματιστηρίου. Η πτώση αυτή περιόρισε τη δυνατότητα εξόδου από την επένδυση μέσω εισαγωγής στο χρηματιστήριο και έτσι οι εταιρείες venture capital στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις (start-ups) των οποίων οι επενδύσεις εμπεριέχουν υψηλότερο κίνδυνο και γι αυτό το λόγο και τα επενδυόμενα ποσά είναι σαφώς μικρότερα.

Η ανάπτυξη του Venture Capital μετά το 1999 σχετίστηκε άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι αποδόσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ στο διάστημα αυτό ήταν εντυπωσιακές και υπήρξε έξαρση στην ίδρυση νέων ΕΚΕΣ, οι

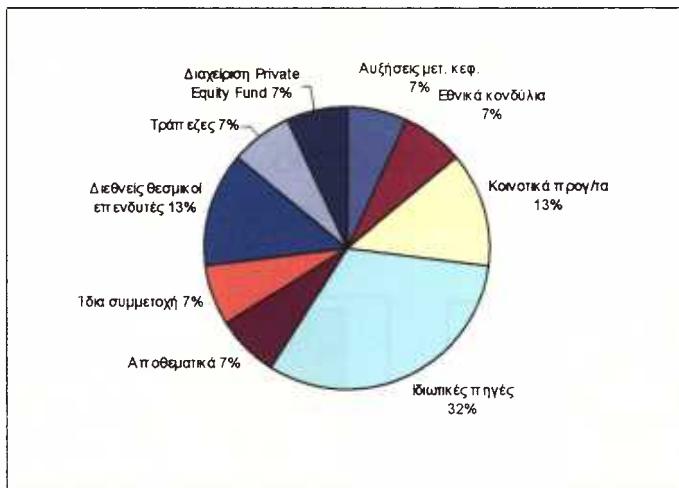
περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιριών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγράφων από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το Venture Capital εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμη και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυαν σε ώριμες εταιρίες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής του και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο XAA.

Η κατάσταση που επικράτησε στο συγκεκριμένο χώρο στην Ελλάδα ήταν μάλλον απογοητευτική, αφού πολλές από τις εγχώριες εταιρείες επιχειρηματικού κινδύνου ενδιαφέρονταν πρωτίστως να επενδύσουν σε εταιρείες που είχαν ήδη μια προϊστορία και όδευαν προς το Χρηματιστήριο, παρά να αναλάβουν το ρίσκο της χρηματοδότησης και καθοδήγησης νεοϊδρυόμενων εταιρειών ή άλλων που βρίσκονταν σε πρώιμο στάδιο. Δεν λειτουργούσαν υπέρ των νέων εταιριών που τις είχαν ανάγκη αλλά είχαν ως στόχο την γρήγορη έξοδο τους με ορίζοντα την είσοδο της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο και την απολαβή των δημιουργούμενων υπεραξιών.

Επιπροσθέτως τη συγκεκριμένη περίοδο του χρηματιστηριακού μπουμ του 2000 πολλές από τις εταιρίες Venture Capital έβαζαν απαράδεκτους όρους στις συμφωνίες που συνάπτανε με επιχειρήσεις που επρόκειτο να χρηματοδοτήσουν. Έτσι αύξαναν την προσωπική έκθεση των επιχειρηματιών σε κίνδυνο και έκαναν άλλες λύσεις χρηματοδότησης – ιδιωτική τοποθέτηση πλουσίων ιδιωτών, αναζήτηση στρατηγικών επενδυτών – πιο ελκυστικές.

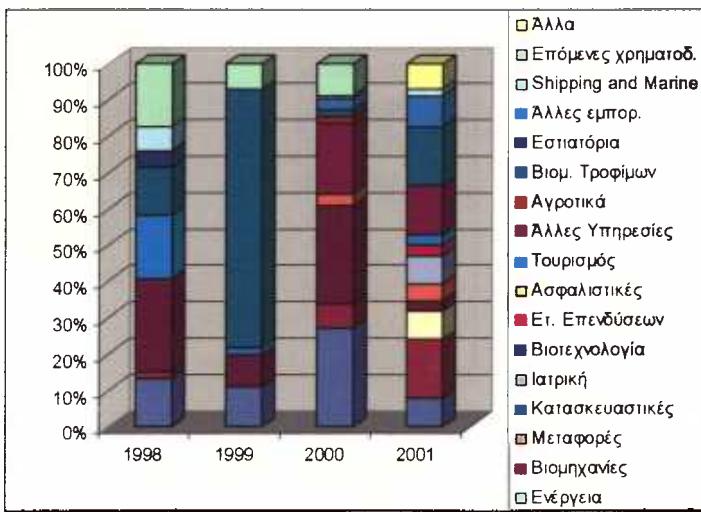
Πέρα όμως από τη χρηματοδότηση πολλές νέες εταιρείες είχαν ανάγκη από συμβουλές σε θέματα διοίκησης, μάρκετινγκ και ανάπτυξης προϊόντων που όμως οι εταιρίες Venture Capital δεν τους παρείχαν. Φαίνεται ότι και εκεί υπήρχε πρόβλημα λόγω έλλειψης αρκετών ικανών στελεχών που θα έκαναν κάτι τέτοιο.

Το μεγαλύτερο ποσοστό κεφαλαίων προέρχεται από ιδιωτικές πηγές ενώ σημαντικό ποσοστό (13%) προέρχεται και από τα κοινωνικά προγράμματα. Ένα επίσης μεγάλο ποσοστό της τάξης του 13% προέρχεται από θεσμικούς επενδυτές ενώ από τις υπόλοιπες πηγές τα κεφάλαια προέρχονται ισομερώς.



Εικόνα 3.1: Πηγές Άντλησης Κεφαλαίων

Τα κεφάλαια των εταιρειών Venture Capital διοχετεύθηκαν κυρίως στην βιομηχανία και ιδιαίτερα στην βιομηχανία τροφίμων που απορρόφησε το 72% των επενδύσεων. Συνολικά φαίνεται ότι μόλις το 2001 άρχισαν οι εταιρείες venture capital να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους πραγματοποιώντας επενδύσεις σε διαφορετικούς κλάδους.

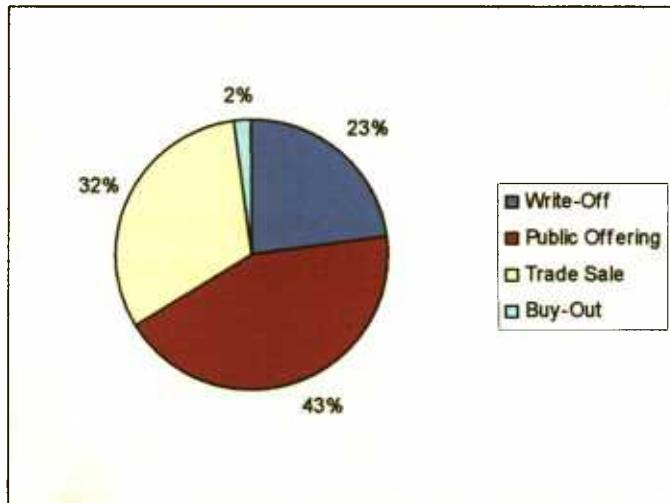
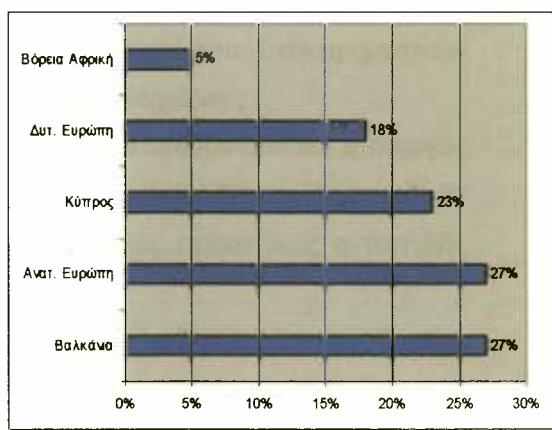
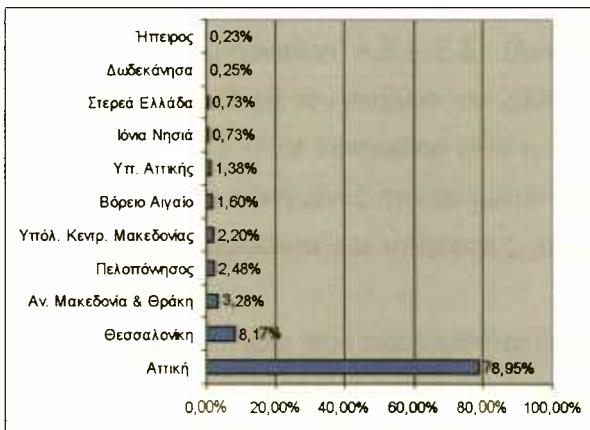


Εικόνα 3.2: Ποσοστιαία κατανομή ανά κλάδο επενδύσεων ως προς το ποσό επένδυσης

Η γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων παρουσιάζει μεγάλη ανομοιομορφία. Η περιοχή της Αττικής απορροφά το συντριπτικό ποσοστό του 78,95% ενώ η αμέσως

επόμενη περιοχή της Θεσσαλονίκης απορροφά πολύ μικρότερο (8,17%). Εμφανής είναι η προτίμηση σε περιοχές όπου υπάρχει βιομηχανική ανάπτυξη.

Το μεγαλύτερο ποσοστό (55%) των επενδύσεων των εταιρειών venture capital πραγματοποιούνται στο εξωτερικό. Οι περιοχές που προτιμούνται είναι κυρίως τα Βαλκάνια (27%), η Αν. Ευρώπη (27%) και ακολουθεί η Κύπρος (23%) η Δυτ. Ευρώπη (18%) και η Βόρεια Αφρική (5%).



Η έξοδος από την προς επένδυση επιχείρηση γίνεται σε διάστημα 3-6 ετών. Η προτιμούμενη μέθοδος εξόδου είναι η πώληση της συμμετοχής μετά την είσοδο της προς επένδυση εταιρείας στο χρηματιστήριο (Public Offering, 43%). Σε μεγάλο ποσοστό (32%) πραγματοποιούνται επίσης έξοδοι μέσω πώλησης σε στρατηγικό επενδυτή (Trade Sale) ενώ σπάνια (2%) προτιμάται η μέθοδος της πώλησης στην ομάδα του management της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (Buy-Out). Αρκετά υψηλό είναι το ποσοστό αποτυχίας σε αυτές τις επενδύσεις, όπου σχεδόν 1 στις 4 επενδύσεις (23%) καταλήγουν σε αποτυχία (Write-Off).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4. Στρατηγικές Επένδυσης και Δομή Χαρτοφυλακίου πέντε ηγετικών ελληνικών εταιρειών Venture Capital

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιείται μια

4.1 Alpha Trust Innovation A.E.K.E.S

Η Alpha Trust Innovation A.E.K.E.S. (Ανώνυμη Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών) ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2000 με €11 εκ. υπό διαχείριση.

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

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

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

Η στρατηγική της εταιρίας διαμορφώνεται και οι επενδυτικές προτάσεις εγκρίνονται από το επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο της Alpha Trust Innovation.

4.1.1 Κριτήρια Επένδυσης

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

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

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

4.1.2 Δομή Επένδυσης και Υποστήριξη Εταιριών

Η Alpha Trust Innovation επενδύει κατά μέσο όρο €1 εκ. συμμετέχοντας μειοψηφικά στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών. Απότερος σκοπός είναι η ρευστοποίηση της επένδυσης (αποεπένδυση) σε ένα χρονικό ορίζοντα 3 έως 5 χρόνων ανάλογα με την πορεία της εταιρίας. Η αποεπένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της εισαγωγής της εταιρίας στο χρηματιστήριο ή, κατόπιν συναίνεσης με τη διοίκηση και τους μετόχους, μέσω μεταβίβασης των συμμετοχών της Alpha Trust Innovation σε τρίτους.

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

Η Alpha Trust Innovation υποστηρίζει σε στρατηγικό επίπεδο τις εταιρίες στις οποίες επενδύει, προσθέτοντας στοιχεία που βοηθούν τους επιχειρηματίες στη βελτίωση της οργάνωσης, στην επιβολή εσωτερικής πειθαρχίας, στην αναζήτηση αποτελεσμάτων και στη σταδιακή αναγνώριση της έννοιας της "αξίας των μετόχων" (shareholders value). Εκπρόσωπος της Alpha Trust Innovation συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιριών, παρακολουθώντας την πορεία τους και προσφέροντας τη γνώση και εμπειρία του. Επιπλέον παρέχεται βοήθεια στην ανάλυση της στρατηγικής της εταιρίας, στο σχεδιασμό της χρηματοοικονομικής της δομής, και στη στελέχωσή της, αν αυτό χρειαστεί, με νέα μέλη.

4.1.3 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης

Κατ' αρχήν, θεωρείται καλό να μελετηθεί ένα σύντομο επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρίας. Ακολουθεί μία πρώτη συνάντηση, όπου εάν διαπιστωθεί ότι οι στόχοι της Alpha Trust Innovation και της εταιρίας που θα πραγματοποιηθεί η επένδυση είναι κοινοί, τότε

οι επαφές συνεχίζοντα προκειμένου η Alpha Trust Innovation να καταλάβει τη δομή, τη λειτουργία και τους στόχους της επιχείρησης όσο το δυνατόν καλύτερα.

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

Είναι επίσης πολύ σημαντικό να γίνει αντιληπτό το ανταγωνιστικό πλεονέκτημά της εταιρίας όπου πρόκειται να στηριχθεί η ανάπτυξή της. Επίσης, η ανάλυση των κινδύνων που πιθανώς να αντιμετωπίσει η εταιρία κατά την ανάπτυξή της, αφενός δίνει τη δυνατότητα καλύτερης κατανόησης της πιθανής επένδυσης και αφετέρου βοηθάει στην αντιμετώπισή τους.

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

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

Ας σημειωθεί ότι δίνεται ιδιαίτερη σημασία στο κλίμα εμπιστοσύνης και στην ανάπτυξη μίας εποικοδομητικής σχέσης συνεργασίας μεταξύ των επιχειρηματιών και της Alpha Trust Innovation. Άλλωστε αν όλα πάνε καλά, η συνεργασία πρόκειται να διαρκέσει για αρκετό διάστημα. Άλλωστε, η επιτυχία της Alpha Trust Innovation θα είναι προϊόν της επιτυχίας των επενδύσεών της.

4.1.4 Χαρτοφυλάκιο Εταιριών

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

Logisys AE - Management Buy-In



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

Vector Informatics Systems AE - Early-Stage

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

Harmony Cruises A.N.E. - Early-Stage

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

Γνώμων Πληροφορική AE - Early-Stage

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

Εταιρεία	Κλάδος	Τρόπος αποεπένδυσης	Ποσοστό απόκτησης του Μετοχικού Κεφαλαίου
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά		
Logisys SA	Logistics	Management Buy-In	25%
Harmony Cruises A.N.E.	Construction and management of mega-yachts		25%
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες		
Vector Informatics Systems AE	Specialized software applications		20%
Γνώμων Πληροφορική AE	Εγκατάσταση πληροφοριακών συστημάτων		20%

4.2 NBG Venture Capital

Η NBG Venture Capital είναι μια ηγετική ελληνική ιδιωτική εταιρία Ιδίων Κεφαλαίων (Private Equity) και Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (Venture Capital) που αναζητά επενδυτικές ευκαιρίες κυρίως στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Η NBG Venture Capital διαχειρίζεται προς το παρόν τρία funds με €135 εκατομμύρια συνολικά δεσμευμένα κεφάλαια:

Το NBG Greek Fund Limited με κεφάλαιο €45 εκατομμύρια για επενδύσεις στην Ελλάδα και επιλεκτικά στη δυτική Ευρώπη.

Το NBG Emerging Europe Fund LP με κεφάλαιο €30 εκατομμύρια για επενδύσεις κυρίως στην αναδυόμενη Ευρώπη, με ιδιαίτερη εστίαση στα Βαλκάνια και επιλεκτικά σε άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου.

Το NBG Technology LP με κεφάλαιο €60 εκατομμύρια για επενδύσεις στην τεχνολογία, τις βιομηχανίες μέσων μαζικής ενημέρωσης και τηλεπικοινωνιών (TMT), κυρίως στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Η NBG Venture Capital είναι μέλος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδας, του μεγαλύτερου ελληνικού χρηματοδοτικού οργανισμού. Προσδίδει ανώτερη αξία στις επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου της χρησιμοποιώντας τη μεγάλη αναγνωρισμότητα και το περιφερειακό δίκτυο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδας, καθώς επίσης και μέσω των δεξιοτήτων και της εμπειρίας των επαγγελματιών που τη στελεχώνουν.

4.2.1 Διαδικασία Αξιολόγησης Επένδυσης

Τα βασικά στάδια που ακολουθούνται κατά την αξιολόγηση μιας υποψήφιας επένδυσης από τα στελέχη της NBG Venture Capital συνοψίζονται παρακάτω:

Business Plan: Σε πρώτη φάση τα στελέχη της NBG Venture Capital μελετούν το Επιχειρηματικό Σχέδιο της υποψήφιας προς επένδυση εταιρίας

Συνάντηση: Στη συνέχεια ακολουθεί μια πρώτη συνάντηση με τα στελέχη της εταιρίας για να διαπιστωθεί αν υπάρχει σύγκλιση στόχων και οραμάτων

Έρευνα Αγοράς: Κρίνεται επίσης απαραίτητη η διεξαγωγή μιας έρευνας αγοράς για να διαπιστωθεί η εμπορευσιμότητα του προϊόντος, η βιωσιμότητα της εταιρίας και γενικά αν υπάρχουν δυνατότητες για επιχειρηματική επιτυχία.

Χρηματοοικονομική Ανάλυση: Πραγματοποιούνται επίσης χρηματοοικονομικές αναλύσεις των δεδομένων που προκύπτουν από την έρευνα αγοράς που προηγείται Τελικές Διαπραγματεύσεις: Τέλος, οι δύο πλευρές οδηγούνται στις τελικές διαπραγματεύσεις προκειμένου να πραγματοποιήσουν την αποτίμηση της εταιρίας και να θέσουν τους τελικούς όρους.

Λογιστικός και Νομικός Έλεγχος

4.2.2 Κριτήρια Επένδυσης

Τα βασικότερα κριτήρια που πρέπει να πληρεί μια εταιρία προκειμένου να επενδύσει σε αυτήν η NBG Venture Capital είναι:

- **Ραγδαίοι ρυθμοί ανάπτυξης:** Απαραίτητη προϋπόθεση είναι να μπορεί η εταιρία να διπλασιάσει τον κύκλο εργασιών της και την κερδοφορία της σε τουλάχιστον μια τριετία.
- **Διοίκηση:** Η υποψήφια προς επένδυση εταιρία πρέπει να έχει δυναμική και φιλόδοξη διοίκηση με διάθεση να παραχωρήσει ένα κομμάτι της εταιρίας σε θεσμικό επενδυτή
- **Κεφάλαια:** Το βασικό ερώτημα που τίθεται είναι αν η εταιρία χρειάζεται πράγματι πρόσθετα ίδια κεφάλαια για να συνεχίσει την ανάπτυξή της.

4.2.3 Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η NBG Venture Capital διερευνά ενεργά τις ευκαιρίες επένδυσης σε κεφάλαιο σποράς, κεφάλαιο ανάπτυξης καθώς και ευκαιρίες εξαγοράς σε όλες τις βιομηχανίες. Δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στους τομείς υψηλής προστιθέμενης αξίας με σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης. Εξετάζονται επίσης δυνατότητες επένδυσης σε επιχειρήσεις που επιδεικνύουν δυνατότητες κερδοφορίας μέσω της λειτουργικής και διευθυντικής βελτίωσης.

Το μέγεθος των κεφαλαίων επένδυσης που εξετάζονται χαρακτηριστικά από την NBG Venture Capital κυμαίνεται από αρκετές εκατοντάδες χιλιάδες Ευρώ μέχρι και 10 εκατομμύρια Ευρώ. Οι μεγαλύτερες επενδύσεις πραγματοποιούνται με τη συμμετοχή στρατηγικών επενδυτών ή άλλων χρηματοδοτικών οργανισμών. Εξετάζονται επενδύσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε οποιοδήποτε στάδιο ανάπτυξης. Από επιχειρήσεις



που βρίσκονται στις διαδικασίες ξεκινήματος σε ωριμότερες επιχειρήσεις οι οποίες όμως πρέπει να διαθέτουν καλό ιστορικό.

H NBG Venture Capital κατέχει ένα σημαντικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην εγχώρια αγορά λόγω του ισχυρού εμπορικού σήματος και του εκτενούς δικτύου του Ομίλου NBG. Η εταιρία, προάγει συστηματικά τις συνέργιες της με τον Όμιλο NBG τόσο για λόγους ανεύρεσης εταιριών προς επένδυση όσο και για λόγους due diligence. Οι επιχειρηματίες, οι διευθυντές και οι επιχειρήσεις μπορούν να ωφεληθούν από τη συνεργασία τους με την NBG Venture Capital λόγω της σχέσης της με τον κυρίαρχο χρηματοδοτικό οργανισμό στην Ελλάδα.

Αντιπροσωπευτική επένδυση

H NBG Venture Capital έχει επενδύσει στην Agris, μια από τις ηγετικές επιχειρήσεις αγρο-τεχνολογίας στην Ελλάδα. Με έδρα τη Θεσσαλονίκη, η επιχείρηση εμπλέκεται ενεργά στην παραγωγή και το εμπόριο των καλλιεργήσιμων σπόρων και κατέχει τα δικαιώματα εκμετάλλευσης για την Ελλάδα για διάφορες ποικιλίες σπόρων. Η AGRIS χρησιμοποίησε τα έσοδα από την επένδυση προκειμένου να μπει στη ραγδαία αυξανόμενη αγορά σποροφύτων, λαμβάνοντας τεχνογνωσία μέσω μιας στρατηγικής συμφωνίας με μια ηγετική διεθνή εταιρία της αγοράς.

4.2.4 Επενδύσεις στις Αναδυόμενες Ευρωπαϊκές Αγορές

H NBG Venture Capital επιδιώκει επενδύσεις κεφαλαίων κυρίως στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία καθώς επίσης και σε άλλες αναδυόμενες βαλκανικές χώρες (π.χ., Σερβία, ΠΓΔΜ). Η εταιρία επωφελείται ουσιαστικά από την εκτενή υποδομή του Ομίλου NBG, ο οποίος έχει μια ισχυρή παρουσία σε όλες τις βαλκανικές χώρες.

Εξετάζονται επίσης επενδύσεις σε άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης καθώς επίσης και στη Νοτιοανατολική Μεσόγειο (π.χ., Τουρκία, Αίγυπτος). H NBG Venture Capital πραγματοποιεί κοινές επενδύσεις στην Τουρκία με το τουρκικό Private Equity Fund I LP. Πρόκειται για ένα Fund \$41 εκατομμυρίων στο οποίο η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας είναι στρατηγικός επενδυτής. To Fund διοικείται από την τοπική θυγατρική της Advent International, μια διεθνή ηγετική εταιρία Private Equity με \$6 δισεκατομμύρια υπό τη διαχείρισή της.

Διερευνόνται ευκαιρίες επένδυσης σε όλους τους τομείς της βιομηχανίας τόσο κατά τις διαδικασίες έναρξης μιας επιχείρησης όσο και στη φάση ανάπτυξης των επιχειρήσεων

που έχουν θετικό ιστορικό. Σε πολλές περιπτώσεις προτιμάται η συνεπένδυση με αξιόπιστους στρατηγικούς συνεργάτες που, εκτός από την τη συμβολή κεφαλαίων, προσφέρουν επίσης τη γνώση και την πείρα τους σε ότι αφορά τη διοίκηση.

Οι επενδύσεις της NBG Venture Capital κυμαίνονται χαρακτηριστικά μεταξύ €1 εκατομμυρίου και €5 εκατομμυρίων. Επίσης, αξιολογούνται και μεγαλύτερες επενδύσεις για τις οποίες όμως υπάρχει η δυνατότητα να αντληθεί πρόσθετο κεφάλαιο είτε άμεσα από τον Όμιλο NBG είτε από άλλους οικονομικούς και στρατηγικούς επενδυτές.

Αντιπροσωπευτική επένδυση

Το NBG Emerging Europe Fund έχει επενδύσει στη βουλγαρική επιχείρηση Doverie Brico. Η επιχείρηση προγραμματίζει να αναπτύξει μια αλυσίδα μεγάλων καταστημάτων λιανικής πώλησης τύπου Do-It-Yourself (DIY) (με το εμπορικό όνομα “Mr.Bricolage”) στη Βουλγαρία και άλλες γειτονικές χώρες. Η εταιρία Mr.Bricolage είναι μια από τις κύριες γαλλικές αλυσίδες DIY με δίκτυο μεγαλύτερο των 340 καταστημάτων. Το πρώτο κατάστημα άνοιξε επιτυχώς στη Σόφια το Νοέμβριο του 2000 και η επιχείρηση είναι τώρα στο στάδιο της δημιουργίας επιπλέον καταστημάτων.

4.2.5 Επενδύσεις σε Τεχνολογία

Η Ελλάδα έχει τη δυνατότητα να αναπτυχθεί σε μια νέα ευρωπαϊκή κοιτίδα τεχνολογίας. Μια παγκόσμιας ποιότητας τοπική ομάδα παροχής πόρων έρευνας και ανάπτυξης, που θα εμπλουτίζεται από την παγκόσμια εμπειρία της ελληνικής διασποράς στον τομέα της εφαρμοσμένης μηχανικής, θα παρέχει τη δομική μονάδα για την ίδρυση δυναμικών νέων επιχειρήσεων σε διάφορους τομείς της τεχνολογίας.

Η NBG Venture Capital στοχεύει να επενδύσει σε αυτήν την αναξιοποίητη ελληνική δυνατότητα τεχνολογίας αναζητώντας επενδύσεις σε επιχειρήσεις τεχνολογίας που βρίσκονται σε πρώιμα στάδια ανάπτυξης (early stage).

Πρωταρχικός στόχος είναι η ίδρυση παγκόσμιων εταιριών τεχνολογίας η οποίες θα συνεργάζονται στενά με τις καλύτερες τοπικές επιστημονικές ομάδες. Γι αυτόν το λόγο η εταιρία υιοθετεί μια εμπράγματη προσέγγιση, που βοηθά τις επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου της σε όλες τις φάσεις της ανάπτυξής τους.

Η NBG Venture Capital εξετάζει επενδύσεις σε εταιρίες τεχνολογίας, μέσων μαζικής ενημέρωσης και τηλεπικοινωνιών που βρίσκονται στα πρώιμα στάδια της ανάπτυξής

τους (early stage) οι οποίες ταυτόχρονα αναπτύσσουν καινοτόμες τεχνολογίες και απευθύνονται στις ραγδαία αναπτυσσόμενες παγκόσμιες αγορές. Προκειμένου να επιτευχθεί ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο επένδυσης, η εταιρία πραγματοποιεί επίσης επενδύσεις και σε εδραιωμένες επιχειρήσεις στην Ελλάδα και τη νοτιοανατολική Ευρώπη οι οποίες υιοθετούν την τεχνολογία μέσω καινοτομικών επιχειρησιακών μοντέλων. Εξετάζονται επίσης επενδύσεις σε προχωρημένα στάδια ανάπτυξης εταιριών εκτός της νοτιοανατολικής Ευρώπης, κατά προτίμηση σε συνεργασία με άλλους διεθνείς επενδυτές (syndication).

Εκτενής βάση γνώσεων

Η ειδική ομάδα των στελεχών της εταιρίας που ασχολείται με επενδύσεις TMT έχει μια ευρεία γκάμα δεξιοτήτων καθώς επίσης και σημαντική διεθνή εμπειρία. Η εταιρία βασίζεται επίσης στην πείρα της Συμβουλευτικής της Επιτροπής, που αποτελείται από επιτυχημένους επιχειρηματίες, στελέχη εταιριών venture capital και ανώτερα στελέχη κορυφαίων επιχειρήσεων τεχνολογίας.

Εδραίωση στρατηγικών συνεργασιών και οικοδόμηση δικτύων

Οι ίδρυση επιχειρήσεων τεχνολογίας απαιτεί όχι μόνο γνώση της βιομηχανίας και στρατηγικό όραμα, αλλά και ισχυρές ικανότητες δικτύωσης, οι οποίες καθίστανται ιδιαίτερα σημαντικές όταν κανείς βρίσκεται έξω από τα σημαντικότερα παγκόσμια κέντρα τεχνολογίας. Η εταιρεία στοχεύει στην οικοδόμηση στρατηγικών συνεργασιών με επιχειρήσεις venture capital και με βιομηχανίες, τόσο σε διεθνές όσο και σε τοπικό επίπεδο. Οι συνεργασίες αυτές επιτρέπουν στην NBG Venture Capital να υποστηρίξει την ανάπτυξη των εταιριών του χαρτοφυλακίου της και να τους επιφέρει μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία.

Οι συνεργάτες της NBG Venture Capital περιλαμβάνουν:

Την Microsoft, η οποία ενεργεί ως σύμβουλος τεχνολογίας στην NBG Technology. Έτσι δίνεται οι δυνατότητα στις επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου της NBG Venture Capital να εκμεταλλευθούν τη μοναδική τεχνογνωσία και το εμπορικό δίκτυο της μεγαλύτερης επιχειρησης λογισμικού στον κόσμο.

Την iVen, μια από τις μεγαλύτερες ελληνικές θερμοκοιτίδες (incubator), που συνιδρύθηκε απά την NBG Venture Capital με στόχο να απευθυνθεί στην τοπική αγορά

κεφαλαίου σποράς (seed capital) και να υποστηρίξει τις επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ξεκίνημά τους, στην επίτευξη των επιχειρησιακών τους στόχων.

Η Ελληνική Διασπορά στον τομέα της εφαρμοσμένης μηχανικής και της διοίκησης τεχνολογίας αποτελεί έναν ανεκτίμητο πόρο για την ανάπτυξη ελληνικών επιχειρήσεων τεχνολογίας. Ενεργός σε όλα τα σημαντικά κέντρα τεχνολογίας στις ΗΠΑ και τη Δυτική Ευρώπη, η Ελληνική Διασπορά έχει καθιερώσει μια κυρίαρχη θέση τόσο σε αριθμούς όσο και σε επιτεύγματα σε σημαντικά πανεπιστήμια, ερευνητικά ίδρυματα και επιχειρήσεις τεχνολογίας. Η NBG Venture Capital είναι σε σταθερή συνεργασία με τα πολυάριθμα μέλη της ελληνικής τεχνολογικής κοινότητας προκειμένου να χτίσει ένα δίκτυο πόρων από τους οποίους θα επωφεληθούν οι επιχειρήσεις του χαρτοφυλακίου της.

Αντιπροσωπευτικές επενδύσεις

Theta Microelectronics Inc.

Η NBG Technology έχει επενδύσει στη Theta Microelectronics Inc. Η Theta Microelectronics Inc. είναι ένας παροχέας λύσεων RF-chipset, που έχει τις εγκαταστάσεις Έρευνας και Ανάπτυξης στην Αθήνα και έδρα στο Πάλο Άλτο της Καλιφόρνιας. Η εταιρία ειδικεύεται στο αναλογικό και στο αναμεμιγμένο σήμα ICs και στοχεύει να γίνει ο ηγέτης στη ραδιοτεχνολογία που θα επιτρέψει την ανάπτυξη των ευρυζωνικών ασύρματων συστημάτων επόμενης γενεάς στο ίδιο κόστος με αυτό των συστημάτων μιας ζώνης. Αυτήν την περίοδο η επιχείρηση εξετάζει την ανάπτυξη μιας οικογένειας προσαρμοστικών τσιπ RF για την αναδυόμενη τεχνολογία WLAN (802.11a και Hiperlan2) που λειτουργεί στις ζώνες των 5-6GHz.

Forth Photonics

Η NBG Technology έχει επενδύσει στη Forth Fotomics, ένα spin-off του Ιδρύματος Τεχνολογίας και Έρευνας (ITE) που έχει την έδρα του στην Κρήτη. Η νέα επιχείρηση εστιάζει σε διάφορες καινοτόμες διαγνωστικές τεχνολογίες απεικόνισης στους τομείς της Φασματικής Απεικόνισης και της Βιοφωτονικής (Biophotonics). Η σημαντικότερη εφαρμογή της Forth Phtonics είναι η μη παρεμβατική διάγνωση και θεραπεία του αυχενικού καρκίνου. Πιο συγκεκριμένα, έχει αναπτυχθεί ένα σύστημα απεικόνισης που επιτρέπει τη μη παρεμβατική ανίχνευση και χαρτογράφηση του αυχενικού καρκίνου. Στις

κλινικές δοκιμές που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα με το κολποσκόπιο (colposcope) της Forth Photonics έχει αποδειχθεί ότι οι διαγνωστικές του ικανότητες ξεπερνούν ουσιαστικά εκείνες των καθιερωμένων μεθόδων όπως του τεστ Παπανικολάου. Εκτός από το κολποσκόπιο, η Forth Photonics έχει αναπτύξει και έχει εμπορευτεί επιτυχώς μια καινοτομική κάμερα (Mu.S.I.S.-2007) που δίνει τη δυνατότητα επιστημονικής ανάλυσης των έργων τέχνης. Οι λειτουργίες, τα τμήματα μάρκετινγκ και πωλήσεων της επιχείρησης βρίσκονται στο Λονδίνο ενώ η δραστηριότητά Έρευνας και Ανάπτυξης πραγματοποιείται στο Ηράκλειο Κρήτης.

4.2.6 Επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη

Η NBG Venture Capital πραγματοποιεί επίσης επενδύσεις στη Δυτική Ευρώπη, συνήθως παράλληλα με επιτυχημένες ελληνικές επιχειρήσεις ή επιχειρηματίες. Υποστηρίζει δυναμικές ελληνικές εταιρίες στη στρατηγική επέκτασής τους εκτός Ελλάδας κυρίως σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συνήθως μέσω εξαγοράς των επιχειρήσεων σε τομείς στους οποίους οι έλληνες συνεργάτες της έχουν επιτύχει ηγεσία της εγχώριας αγοράς. Η NBG Venture Capital χορηγεί και τα κονδύλια και την οικονομική πείρα για να διευκολύνει τα διεθνή σχέδια επέκτασης των ελληνικών επιχειρήσεων.

Συνεργασία με την NBGI Private Equity

Η NBGI Private Equity είναι μια θυγατρική της NBG Venture Capital που έχει την έδρα της στο Λονδίνο. Οι δύο εταιρίες συνεργάζονται συχνά σε επενδύσεις κεφαλαίων στη Δυτική Ευρώπη με ελληνική διάσταση. Η NBGI Private Equity πραγματοποιεί επενδύσεις σε καθιερωμένες μικρομεσαίες επιχειρήσεις της “παραδοσιακής οικονομίας” σε όλο το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη. Διαχειρίζεται ένα Fund €100 εκατομμυρίων και παρέχει χρηματοδότηση εύρους £2 - £15 εκατομμυρίων κυρίως για τους ακόλουθους τύπους διαπραγματεύσεων:

- Κεφάλαιο Επέκτασης (Expansion Capital)
- Management Buy-out & Buy-in
- Recapitalisations and turnarounds
- Institution-led buy-outs

- Στρατηγικές Συμμαχίες με τις επιχειρήσεις

Αντιπροσωπευτική επένδυση

Το NBG Greek Fund έχει συνεπενδύσει με την NBGI Private Equity στην easyCar (στο παρελθόν γνωστή ως easyRentacar), μια πανευρωπαϊκή, χαμηλού κόστους επιχείρηση ενοικίασης αυτοκινήτων που ιδρύθηκε από τον Στέλιο Χατζηιωάννου. Η easyCar προσφέρει ιδιαίτερα ανταγωνιστικές τιμές στους καταναλωτές λόγω της φύσης του επιχειρησιακού μοντέλου στο οποίο βασίζεται. Το μοντέλο αυτό προϋποθέτει λήψη της πλειοψηφίας των κρατήσεων μέσω του διαδικτύου, προσφορά ενός και μόνο τύπου αυτοκινήτου και λειτουργία όχι στις καλύτερες περιοχές των πόλεων άλλα στις πιο βολικές, όπως είναι, τα κέντρα των πόλεων και τα αεροδρόμια. Η επιχείρηση ξεκίνησε τη λειτουργία της τον Απρίλιο του 2000 και έχει εξαπλωθεί μέχρι σήμερα στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Ισπανία, τη Γαλλία, τις Κάτω Χώρες και την Ελβετία. Η επιχείρηση απολαμβάνει το πολύ ισχυρό εμπορικό σήμα "easy" και προσφέρει εξαιρετική value for money, ιδιαίτερα για κρατήσεις που γίνονται εγκαίρως. Η easyCar μοιράζεται την επιχειρησιακή φιλοσοφία της easyJet, της κορυφαίας ευρωπαϊκής εταιρίας, χαμηλού κόστους, που ιδρύθηκε το 1995 και βρίσκονταν στην κορυφή του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου στα τέλη του 2000.

4.2.7 Έξοδος – Αποεπένδυση

Καταρχήν, η NBG Venture Capital επιδιώκει να βγει από τις επενδύσεις μέσα σε πέντε έτη. Επειδή δεν μπορεί να στηριχθεί στις τοπικές κεφαλαιαγορές δεδομένου του παρόντος σταδίου ανάπτυξής τους, η έξοδος επιδιώκεται είτε μέσω put option σε έναν στρατηγικό συνεργάτη είτε, εναλλακτικά, μέσω πώλησης σε έναν εμπορικό αγοραστή ή άλλο οικονομικό επενδυτή. Η εταιρία εστιάζει στις επενδύσεις που έχουν τη δυνατότητα να γίνουν ελκυστικοί στόχοι απόκτησης για τους διεθνείς παίκτες που επιδιώκουν να επεκταθούν στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης.

4.3 Global Finance

4.3.1 Φιλοσοφία Επενδύσεων

Η φιλοσοφία επενδύσεων της Global Finance είναι αμιγώς αναπτυξιακή και στοχευμένη σε επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοοικονομική και διοικητική υποστήριξη προκειμένου να πραγματοποιήσουν τα φιλόδοξα σχέδιά τους. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι πιθανό να κατέχουν ηγετική θέση στην αγορά ή κάποιο μοναδικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε οποιοδήποτε κλάδο της οικονομίας.

Βασικό κριτήριο επένδυσης της Global Finance είναι ο χαρακτήρας και η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της προς επένδυση εταιρείας. Η διοικητική ομάδα πρέπει να απαρτίζεται από επιτυχημένους επιχειρηματίες με ικανότητα να στηρίξουν την εταιρεία κατά την επέκτασή της και να την οδηγήσουν μεταξύ των κορυφαίων επιχειρήσεων της αγοράς.

Σε περιπτώσεις χρηματοδότησης ανάπτυξης (development financing), η Global Finance, χρηματοδοτεί επιχειρήσεις που επιζητούν να εκμοντερνιστούν και να επιταχύνουν την ανάπτυξή τους. Συνήθως αναλαμβάνει μειοψηφική συμμετοχή, αφήνοντας τον έλεγχο και την ιδιοκτησία στην υπάρχουσα διοίκηση στη οποία παρέχει πλήρη υποστήριξη.

Παρά την αύξηση του μεγέθους των επενδυτικών της κεφαλαίων, η Global Finance δείχνει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μικρές και μικρομεσαίες επενδύσεις σε υποσχόμενες επιχειρήσεις με εξαιρετική διοίκηση και ιδιαίτερα ραγδαίους ρυθμούς ανάπτυξης. Η στρατηγική αυτή ισχύει ιδιαίτερα για επενδύσεις στον τομέα της τεχνολογίας (όπως στις τηλεπικοινωνίες και την πληροφοριακή τεχνολογία), όπου ο ρυθμός ανάπτυξης και ανανέωσης είναι μεγαλύτερος.

Συγχρόνως, η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιεί και πολύ μεγάλες επενδύσεις αντλώντας κεφάλαια είτε από την επενδυτική της βάση είτε από τρίτους επενδυτές.

Η Global Finance επεκτείνει το γεωγραφικό της πεδίο δείχνοντας ιδιαίτερο ενδιαφέρον για επενδύσεις σε άλλες αναπτυγμένες ή αναδυόμενες αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται έλληνες επιχειρηματίες: Ευρωπαϊκή Ένωση, Αναδυόμενη Κεντρική Ευρώπη, (π.χ. Πολωνία, Ουγγαρία), Ανατολική Μεσόγειος, (π.χ. Αίγυπτος), κτλ.

Οι επενδύσεις στις ανατολικό-ευρωπαϊκές χώρες που βρίσκονται σε μεταβατικό στάδιο (π.χ. Βουλγαρία, Ρουμανία, κτλ), χρηματοδοτούνται μέσω ειδικών Funds της Global Finance.

Η Global Finance είναι αυτή που εισήγαγε για πρώτη φορά στην Ελλάδα, τα Management Buy-Outs (MBOs) και τα Management Buy-Ins (MBIs) που προσφέρουν νέες δυνατότητες στα διευθυντικά στελέχη. Παρέχει κεφαλαιακή και εμπράγματη υποστήριξη σε δυναμικές και φιλόδοξες διοικητικές ομάδες, με αποδεδειγμένη επιτυχή σταδιοδρομία, που θέλουν να συμμετέχουν στις επιχειρήσεις.

Η Global Finance συνεργάζεται επίσης με επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ζητήματα αναδιάρθρωσης της ιδιοκτησιακού τους καθεστώτος (όπως περιπτώσεις διαδοχής, διαφωνίας μεταξύ συνεργατών). Ακόμη, συνεργάζεται με μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν σχέδια εταιρικής αναδόμησης (όπως μια αποεπένδυση, ή ένα spin-off ενός επιχειρησιακού τμήματος).

Κύρια έμφαση δίνεται στη δημιουργία αξίας και την ανατίμηση του κεφαλαίου. Προτεραιότητα δίνεται συνήθως στην επανεπένδυση των αποδοχών, σε αντιδιαστολή με την εκταμίευση των μερισμάτων. Όλες οι πλευρές (διοίκηση, επενδυτές) ωφελούνται από την ανατίμηση του κεφαλαίου.

Τα κέρδη πραγματοποιούνται συνήθως μέσω εισαγωγής στο Χρηματιστήριο. Η μέθοδος αυτή αποτελεί την βασική μέθοδο εξόδου της Global Finance από την επένδυση. Ως αποδεκτές εναλλακτικές λύσεις θεωρούνται επίσης η εμπορική πώληση (trade sale) και η εξαγορά του μεριδίου της Global Finance από τη διοίκηση της εταιρείας (Buy-out).

4.3.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η Global Finance διαχειρίζεται αυτήν την περίοδο τρία Funds για επενδύσεις σε ελληνικές επιχειρήσεις. Τα συνολικά κεφάλαια, που ανέρχονται σε περισσότερα από \$320 εκατομμύρια, προέρχονται από προεξέχοντα μέλη της ελληνικής επιχειρησιακής κοινότητας καθώς επίσης και από σημαντικούς διεθνείς επενδυτές Ιδίων Κεφαλαίων (Private Equity).

Το πρώτο fund, το Baring Hellenic Ventures (BHV), ιδρύθηκε τον Νοέμβριο του 1991 και επενδύθηκε μέχρι το 1996. Η επένδυση εστίασε σε αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με ιστορικό υψηλών επιδόσεων και με ισχυρό εμπορικό σήμα. Το BHV αποδείχθηκε ένα από τα επιτυχέστερα funds στην Ευρώπη.

Το δεύτερο fund, το Global Capital Investors (GCI), που ιδρύθηκε τον Δεκέμβριο του 1997 συνέχισε την κύρια δραστηριότητα του BHV (ιδιωτικές εδραιωμένες επιχειρήσεις, με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης), αλλά πρόσθεσε και μερικά νέα στοιχεία: έδωσε

ιδιαίτερη έμφαση στις επενδύσεις σε τεχνολογία, επένδυσε σε ελληνικές επιχειρήσεις στο εξωτερικό, ενώ εισήγαγε επίσης τα MBO.

Μετά από την επιτυχία των δύο πρώτων fund, η Global Finance ίδρυσε το Global Capital Investors II (GCI II). Το fund αυτό, με κεφάλαιο €200 εκατομμυρίων, που αντλήθηκε από την ελληνική και διεθνή επενδυτική βάση της Global Finance έκλεισε τον Απρίλιο του 2000 και επενδύεται αυτήν την περίοδο. Το GCI II συνεχίζει την επιτυχή στρατηγική επενδύσεων της Global Finance και επωφελείται των πολλαπλών ευκαιριών που προσφέρονται από την αγορά.



4.3.3 Χαρτοφυλάκιο ελληνικών επιχειρήσεων

Εταιρεία	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
Τρόφιμα και Ποτά			
Goody's	Fast-food restaurant chain	1992	ASE
Endysi	Apparell retail chain	1992	ASE
Chipita	Snack food producer	1992	ASE
Grigoris	Snack food retail outlets	1998	ASE
Dodoni	Ice cream retail chain	1999	
Sea Farm Ionian	Fish farming	1999	ASE
Boutari	Wine and beer producer	1999	ASE
Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία			
Yioula Glassworks SA	Glass manufacturing	2001	-
Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά			
Mark Aalen	Retail chain	1993	
Epiphania	Corporate printing/publishing services	1993	ASE
Maxim	Textile dyeing and finishing	1994	ASE
Babyland	Toy retail chain	1995	ASE
Panagia	Health services	1996	ASE
Germanos	Energy systems, telecom/technology retailer	1996	ASE
Diakinisis	Logistics services	1998	ASE
Hadjioannou	Panty hose producer	1998	ASE
Lanitis Development LTD	Integrated Leisure Resort	2002	CSE
Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες			
Manos	Digital processing of image/sound	1994	
Eurodrip	Dripline irrigation	1995	ASE
DIS	Software	1995	ASE
Computer Logic	Software	1998	ASE
Profile Systems	Specialized software applications	1999	ASE
Information Dynamics	Systems Integration	1999	ASE
Temenos Holdings NV	Business Software	2000	SWX
Zephyr Tele/ions Inc.	IP Telecommunications	2000	
NetMed BV	Pay-TV, Interactive-TV, internet	2000	
Eurodrip Inc	Dripline irrigation (US subsidiary)	1998	

ASE: Athens Stock Exchange

SWX: Swiss Stock Exchange

CSE: Cyprus Stock Exchange

4.3.4 Επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη

H Global Finance, εκτός από την επενδυτική της δραστηριότητα στην Ελλάδα, διαχειρίζεται επίσης δύο ειδικευμένα Funds για επενδύσεις στην Ανατολική Ευρώπη: το EuroMerchant Balkan Fund και το Black Sea Fund με συνολικό κεφάλαιο \$90 εκατομμυρίων. Και τα δύο κεφάλαια υποστηρίζονται από την (EBRD) ETAA, την IFC και σημαντικούς έλληνες και διεθνείς επενδυτές.

Ο ρόλος των στρατηγικών συνεργατών

Σε ότι αφορά τη διαχείριση των Fund της Ανατολικής Ευρώπης, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις επένδυση παράλληλα με στρατηγικούς συνεργάτες, επιτυχημένες ελληνικές ή ξένες επιχειρήσεις. Οι στρατηγικοί συνεργάτες, εκτός από το μερίδιό τους σε κεφάλαιο, συμβάλλουν επίσης απαραίτητους πόρους τεχνογνωσίας και διαχείρισης βιομηχανίας. Δεδομένου ότι οι ανατολικό-ευρωπαϊκές οικονομίες ωριμάζουν, η εστίαση των επενδύσεων μετατοπίζεται βαθμιαία: από το Greenfield, διαδικασίες start-up στην απόκτηση μεριδίων καθιερωμένων τοπικών επιχειρήσεων.

H Global Finance διαδραματίζει έναν ενεργό ρόλο στην περιοχή εφόσον έχει τη δυνατότητα να εντοπίζει δυναμικές και υποσχόμενες τοπικές επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη από κεφάλαιο και τεχνογνωσία, καθώς επίσης και ξένους επενδυτές που ενδεχομένως θα ήθελαν να επενδύσουν σε συνεργασία με αυτήν.

4.3.5 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ανατολική Ευρώπη

Εταιρεία	Εταίρος	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Χώρα
Τρόφιμα και Ποτά				
Chipita Bulgaria	Chipita	Snack food producer	1996	Bulgaria
Delrom	Delta Dairy	Ice cream production/distribution	1996	Romania
Balkan Restaurants	Goody's Fast-food	restaurant chain	1997	Bulgaria
Titan/Moara Loulis	Loulis Flourmill	Flourmill & bakery	1998	Romania
Chipita Poland	Chipita	Snack food producer	1999	Poland
Chipita Romania	Chipita	Snack food producer	1999	Romania
Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία				
Stind	Youla/Frigoglass	Glass bottle production	1997	Bulgaria
Steelmet	ETEM	Aluminum profile production	1998	Bulgaria
Romcolor	Plastika Kritis	Aditives for plastics production	1996	Romania
Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά				
Neoset Balkans	Neoset	Furniture production and retailing	1996	Romania
Axxon Romania	Germanos	Sales/distribution of consumer goods	1996	Romania
Sicomed	Galenica	Pharmaceuticals	1999	Romania
Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες				
MobilRom	France Telecom	Wireless Telecommunications	2001	Romania
ASBISC Enterprises		IT Distribution	2002	Russia

4.4 Commercial Capital

H Commercial Capital είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες Ιδίων Κεφαλαίων (Private Equity) που εδρεύουν στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Τα κεφάλαια που διαχειρίζεται ανέρχονται στα €200 εκατομμύρια.

Τα κεντρικά γραφεία της βρίσκονται στην Αθήνα, ενώ έχει επίσης γραφεία στο Βουκουρέστι, την Κωνσταντινούπολη, το Κίεβο, τη Μόσχα, τη Λευκωσία και τη Σόφια, απασχολώντας πάνω από τριάντα επαγγελματίες στον τομέα των επενδύσεων παγκοσμίως.

Εστιάζει στους ταχέως αναπτυσσόμενους τομείς, με δυνατότητες μεγάλης ανάπτυξης και συμμετέχει σε επενδύσεις με προοπτικές διεθνούς ανάπτυξης και σημαντικών αποδόσεων. Επικεντρώνεται στους κλάδους τροφίμων και ποτών, οικοδομικών υλικών, καταναλωτικών αγαθών, λιανικών πωλήσεων, υπηρεσιών και τεχνολογίας.

H Commercial Capital, αντιμετωπίζει την Ανατολική Ευρώπη και της Ανατολικής Μεσογείου ως ενοποιημένη οικονομική περιοχή στην οποία προσφέρονται μακροπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες. Παράλληλα πραγματοποιεί επενδύσεις στην Κεντρική και Δυτική Ευρώπη και στη Βόρεια Αμερική.

Από το 1995, οπότε ξεκίνησε τη λειτουργία της, έχει αναλάβει υποχρεώσεις επενδύσεων που ανέρχονται στο ποσό των €195.05 εκατομμυρίων σε 59 επιχειρήσεις. Μέχρι σήμερα έχουν καταβληθεί €189.62 εκατομμύρια. Το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιεί κυμαίνονται από €1 εκατομμύριο μέχρι και €10 εκατομμύρια. Συνήθως αποκτά μειοψηφική συμμετοχή στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει.

Συνήθως δεν περιορίζει την επιλογή των επενδύσεων ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης της προς επένδυση εταιρίας. Παραμένει στην επένδυση για μια περίοδο δύο με εφτά ετών και διακόπτει τη συμμετοχή της με μια προσυμφωνημένη μέθοδο εξόδου. Μέχρι τις 31 Μαρτίου του 2003, η εταιρεία είχε πραγματοποιήσει την έξοδό της από 19 επιχειρήσεις.

4.4.1 Κριτήρια Επένδυσης

H Commercial Capital συμμετέχει σε επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές για γρήγορη ανάπτυξη και τις υψηλές αποδόσεις. Η συμμετοχή σε μια επιχείρηση εξετάζεται σοβαρά μόνο εάν η προτεινόμενη επιχείρηση περιλαμβάνει:

- Ισχυρή διοικητική ομάδα αποδεδειγμένη επιτυχή σταδιοδρομία στον τομέα των επιχειρήσεων

- Μεγάλη και δυναμικά αναπτυσσόμενη αγορά
- Νέο ή καινοτομικό προϊόν, τεχνολογία ή υπηρεσία που μπορούν να ικανοποιήσουν καλύτερα υπάρχουσες ή νέες ανάγκες
- Ευθυγράμμιση με τη διοικητική ομάδα της προτεινόμενης επιχείρησης στους εταιρικούς στόχους και τις προσδοκίες, καθώς επίσης και στις μεθόδους εφαρμογής και εξόδου

Η προετοιμασία μιας λεπτομερούς επιχειρησιακής πρότασης αποτελεί προϋπόθεση για ουσιαστικές συζητήσεις με την Commercial Capital. Οι επιχειρησιακές προτάσεις αξιολογούνται λεπτομερώς από μια ομάδα ειδικευμένων ανώτερων στελεχών. Όλες οι συζητήσεις και οι διαπραγματεύσεις είναι αυστηρά εμπιστευτικές.

4.4.2 Επενδύσεις στην Ελλάδα

Η Ελλάδα θεωρείται από την Commercial Capital μια αναπτυσσόμενη οικονομία που μπορεί να γεφυρώσει την Ευρωπαϊκή Ένωση με τις Αναδυόμενες Ευρωπαϊκές Οικονομίες. Οι βασικοί παράγοντες που συντελούν στην γρήγορη ανάπτυξή της και στην εξυγίανση και σταθεροποίηση της οικονομίας της είναι:

- Η υιοθέτηση του ευρώ
- Η βαθμιαία και σταθερή διαδικασία ιδιωτικοποίησης του δημόσιου τομέα
- Η μεταμόρφωση των οικογενειακών εταιρειών σε μεγάλες επιχειρήσεις
- Η αναδόμηση της βιομηχανίας

4.4.3 Επενδύσεις στα Βαλκάνια και την Ανατολική Μεσόγειο

Βαλκάνια

Η Commercial Capital επιδεικνύει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την περιοχή των Βαλκανίων. Μέχρι σήμερα έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις στη Ρουμανία και τη Βουλγαρία.

Η Ρουμανία και η Βουλγαρία έχουν ακολουθήσει μια πορεία πολιτικού εκσυγχρονισμού και οικονομικής φιλελευθεροποίησης από την αρχή της δεκαετίας του '90, παρόλο που δέχθηκαν αρκετούς σοβαρούς μακροοικονομικούς κλονισμούς.

Η αναδόμηση πραγματοποιείται με:

- Μαζική και πολύπλευρη βιόθεια για επενδύσεις σε υποδομές
- Σημαντικές διεθνής επενδύσεις σε νέες επιχειρήσεις
- Η επικείμενη εισαγωνή στην ΕΕ

Ανατολική Μεσόγειος

Κύπρος

Η Κύπρος αποτελεί το μεγαλύτερο οικονομικό και επιχειρησιακό κέντρο της Ανατολικής Μεσογείου και κατατάσσεται μεταξύ των χωρών με το υψηλότερο εισόδημα στη Μεσόγειο. Η είσοδος της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση προσανατολίζει τις τοπικές επιχειρήσεις στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους διεθνώς.

Tουρκία

Η οικονομία της Τουρκίας έχει αρχίσει να ανακάμπτει και αναμένεται υψηλή ανάπτυξη από την εισαγωγή μεγάλων επενδυτών. Η εφαρμογή προγραμμάτων ιδιωτικοποίησης και η αύξηση των επενδύσεων τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα αναμένεται να συμβάλλουν στην δυναμική ανάπτυξη της χώρας. Δεδομένου ότι η συμμετοχή της στην παγκόσμια οικονομία αυξάνεται, η Τουρκία αναμένεται να σταθεροποιήσει και να παγιώσει τον οικονομικό της ρόλο δίνοντας έτσι ευκαιρίες ανάπτυξης και αναδόμησης σε πολλές βιομηχανίες.

4.4.4 Επενδύσεις σε Ρωσία και Ουκρανία

Ρωσία

Μετά την κρίση του 1998, η Ρωσική οικονομία έχει πραγματοποιήσει μια σημαντική ανάκαμψη. Τα τελευταία δύο χρόνια, έχουν επιτευχθεί ποσοστά αύξησης 9.0% το 2000 και 5.0% το 2001. Η παραγωγή έχει αωθηθεί ιδιαίτερα από την ισχυρή εγχώρια κατανάλωση ενώ οι βιομηχανίες καταναλωτικών αγαθών ευημερούν. Η παρούσα κυβέρνηση έχει εισαγάγει σημαντικές μεταρρυθμίσεις που πρόκειται να δημιουργήσουν ένα φιλελεύθερο επιχειρησιακό περιβάλλον που θα χαρακτηρίζεται από διαφάνεια. Η ιδιωτικοποίηση έχει επιτευχθεί στους περισσότερες τομείς και τα έσοδα έχουν ενσωματωθεί στο κυβερνητικό φορολογικό πρόγραμμα.

Oukravía

Παρά την πολιτική αστάθεια που επικρατεί, η Ουκρανία έχει επιδείξει μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης του 5.4% το 2000 και 9.1% το 2001. Οι τομείς της βιομηχανίας και των εξαγωγών έχουν παρουσιάσει μεγάλη απόδοση, που ενισχύεται από την εξαιρετική αύξηση της ζήτησης. Η ιδιωτικοποίηση έχει προχωρήσει στους περισσότερους τομείς, ενώ η σταθερή οικονομική ανάπτυξη και οι υγιείς φορολογικές ρυθμίσεις είχαν θετική επίδραση στα χρηματιστήρια της Ουκρανίας.

4.4.5 Επενδύσεις στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη

Η μαζικές διαρθρωτικές αλλαγές, οι ιδιωτικοποιήσεις, η βελτίωση των εργασιακών συνθηκών και των υγειονομικών υπηρεσιών καθώς επίσης και πολλές άλλες αλλαγές οδήγησαν τις χώρες της Κεντρικής Ευρώπης πιο κοντά στην ιδιότητα του μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι αλλαγές αυτές δημιουργούν νέες αγορές και νέες ανάγκες ενώ σε κάθε χώρα υπάρχει μια νέα αναπτυσσόμενη κλάση μεσαίου και υψηλού εισοδήματος, με συνεχώς αυξανόμενη ζήτηση για περισσότερη τεχνολογία, μεγαλύτερη κατανάλωση και καλύτερες υπηρεσίες.

4.4.6 Άλλες Διεθνής Επενδύσεις

Παρόλο που η κύρια περιοχή ενδιαφέροντος της Commercial Capital αποτελείται από την Ελλάδα και την ευρύτερη περιοχή της Νότιας, Ανατολικής και Κεντρικής Ευρώπης, η εταιρεία επενδύει, σε ειδικές περιπτώσεις και στη Δυτική Ευρώπη και τη Βόρεια Αμερική. Οι επενδύσεις αυτές πραγματοποιούνται προκειμένου να αξιοποιηθούν οι ευκαιρίες που προκύπτουν από τις γρήγορες εξελίξεις στις τηλεπικοινωνίες και τους τομείς υψηλής τεχνολογίας.

4.4.7 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην Ελλάδα

Εταιρεία	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
	Τρόφιμα και Ποτά			
Adamis	Fish Roe, Cod Products, Frozen Fish Based Foods			
Cream Line	Hazelnut Praline, Wafer Biscuits, Chocolates			
Flora	Confectionery Products			
Synko	Poultry Products	1999	2002	Trade Sale
Venetis	Baked Foods and Confectionery			
	Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία			
Ecotum	Industrial Panels Made Out of Recycled Plastics			
Kyriakidis	Marble & Granite	1995	1999	Trade Sale
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα			
Babyland	Toys	1995	1997	ASE 1997
A. Michaelides Agricultural Industries	Tobacco Processing			
Panaghia	Clinic	1996	2001	ASE
Helen's Club - Raxevsky	Women's Clothing			
Rhodes Casino	Casino Operator	1995	1998	Trade Sale
Seitanides	Electrical Appliances			
Sit-Kyros	Home Accessories	1998	2000	Trade Sale
Star Cinemas	Multiplex Cinemas	1998	1999	Trade Sale
Total Care Network	Health Care Services			
	Άλλες Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες			
Alphagraphics	Print Related Services / Digital Publishing			
Decon	Ship Refurbishment			

Εταιρεία	Κλάδος	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
Incuriam	Construction			
Promota Hellas	Promotional & Business Gifts			
Smelter	Medical Equipment	1995	2001	Write Off
Spata	Real Estate			
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες			
Comquest	Communication Services			
Helbio	Energy from Biomass			
Quest Wireless	Fixed Wireless Telecommunications	2001	2001	Trade Sale
Theta Microelectronics	Wireless LAN Integrated Circuits			
	Άλλα Funds			
Marfin Momentum	Portfolio Management	1999	2001	Trade Sale
Marfin Magnum	Portfolio Management	1999	2001	Trade Sale

4.4.8 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στα Βαλκάνια και την Ανατολική Μεσόγειο

Εταιρεία	Κλάδος	Χώρα	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
Τρόφιμα και Ποτά					
Charalambides	Dairy Products	Κύπρος			
Delta Bulgaria	Ice Cream	Βουλγαρία			
Saint George's Mills Commercial	Cereals Processing	Περιοχή Μαύρης Θάλασσας	1997	1999	Trade Sale
Parametru	Dairy Products	Ρουμανία			
Vitamina	Canned Foods	Βουλγαρία			
Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία					
Isiklar Ambalaj	Kraft Paper Sacks	Τουρκία			
Λιανικό Εμπόριο και Άλλα					
Salamis	Tourism	Κύπρος	1998	1999	CSE
Άλλες Χρημ/κές Υπηρεσίες					
BIB	Investment Bank	Βουλγαρία	1997	2001	Trade Sale
Kyr-Com	Real Estate Development	Βουλγαρία			
PayNet	Electronic Payment Systems	Ρουμανία			
Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες					
Mobifon	Mobile Telephony	Ρουμανία			



4.4.9 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στη Ρωσία και την Ουκρανία

Εταιρεία	Κλάδος	Χώρα	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
	Τρόφιμα και Ποτά				
Altan	Pasta Production	Ρωσία			
Delcom	Ice Cream	Ρωσία	1996	1999	Write Off
Mr. Snack	Fast Food Chain	Ουκρανία			
	Οικοδομικά Υλικά και Συσκευασία				
Famadar	Corrugated Carton Boxes	Ρωσία			
Gecor Investments	Timber / Lumber	Ρωσία			
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά				
Euromart	Cash & Carry Stores	Ουκρανία			
	Άλλα Funds				
Ukraine Fund	Private Equity Fund - Small & Medium Size Companies	Ουκρανία			

4.4.10 Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στην υπόλοιπη Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη

Εταιρεία	Κλάδος	Χώρα	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
	Τρόφιμα και Ποτά				
Chipita East Europe	Flour Based Snacks				
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα				
A. J. Michaelides Commercial Enterprises	Tobacco Processing				
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες				
Ce Com	Fiber Optic Transmission				
Zephyr Telecommunications	IP Communication Platform				
	Άλλα Funds				
Baring Communications Equity Emerging Europe	Private Equity Fund - Telecommunications & Media				

4.4.11 Χαρτοφυλάκιο άλλων διεθνών επενδύσεων

Εταιρεία	Κλάδος	Χώρα	Έτος επένδυσης	Έτος αποεπένδυσης	Τρόπος αποεπένδυσης
	Λιανικό Εμπόριο και Άλλα Καταναλωτικά				
CRC Holdings	Mild Addiction Treatment	USA (CA)			
	Τεχνολογία και Τηλεπικοινωνίες				
Itsmobile	Mobile Commerce Systems	Ireland			
Netgain	Internet Incubator	USA	2000	2001	Write Off
Newsat Holdings	Geostationary Satellite Communications				
Temenos	Banking Software	Switzerland	1996	1999	Trade Sale
	Άλλα Funds				
GMT Communication Partners II	Private Equity Fund – Telecommunications				
Zero Stage Capital VII	Private Equity Fund - Technology	USA (Cambridge – Massachusetts)			

4.5 Vectis Capital

Η Vectis Capital είναι εταιρία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του Ομίλου Λεβέντη. Διαχειρίζεται συνολικά €26,5 εκατομμύρια και στους επενδυτές των κεφαλαίων αυτών περιλαμβάνονται, εκτός του Ομίλου Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου.

Με αυτά τα κεφάλαια η Vectis Capital πραγματοποιεί χρηματοδοτήσεις της μορφής Venture Capital/ Private Equity, συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει.

Πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρίες στις οποίες συμμετέχει, τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της, όσο και τις συνέργιες των τριών ομίλων/ επενδυτών των κεφαλαίων της. Τα παραπάνω στοιχεία συμβάλλουν ουσιαστικά στη δημιουργία επιτυχημένων και γοργά αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.

Η Vectis Capital επενδύει σε γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρίες που διαθέτουν:

- "Δυνατή" Διοικητική Ομάδα.
- Ποιοτικό, καινοτόμο Προϊόν/ Υπηρεσία.
- Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης.
- Δραστηριότητα σε δυναμικό και αναπτυσσόμενο κλάδο.
- Συνθήκες για σημαντική Κερδοφορία/ Απόδοση Κεφαλαίου.

Ανάλογα με το στάδιο του κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται η εταιρία ή η επιχειρηματική ιδέα, η Vectis Capital μπορεί να δώσει αρχικό κεφάλαιο (Start-up ή Seed Capital) ή κεφάλαιο ανάπτυξης (Development Capital).

Η Vectis Capital επενδύει στις υποψήφιες εταιρίες ποσά που κυμαίνονται από €882.400 (Δρχ 300 εκ.) έως €2.353.000 (Δρχ 800 εκ.). Το τελικό ποσό διαμορφώνεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητα της κάθε εταιρίας, τις επενδυτικές της ανάγκες και κατά περίπτωση μπορεί να υπάρξει και απόκλιση από τα παραπάνω όρια. Ο χρονικός ορίζοντας της κάθε επένδυσης κυμαίνεται από 3 έως 5 χρόνια.

Η χρηματοδότηση στηρίζεται σε μια συμφωνία μετόχων και γίνεται συνήθως μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας. Σε ειδικές περιπτώσεις, η Vectis Capital,

επενδύει και με εξαγορά υφιστάμενων μετοχών σε συνδυασμό με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Για την αποπληρωμή της, η Vectis Capital, δε στηρίζεται σε εμπράγματες ασφάλειες, αλλά στα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει. Διατηρεί έναν ενεργό ρόλο, προσφέρει πέρα από τα κεφάλαια σημαντικές επιχειρηματικές συνέργιες έτσι ώστε να συμβάλλει στην ουσιαστική ανάπτυξη της επιχείρησης.

Οι επενδυτές των κεφαλαίων που διαχειρίζεται η Vectis Capital είναι ο Όμιλος Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου. Οι τρεις αυτοί επενδυτές έχουν συνεισφέρει ισόποσα στο κεφάλαιο που διαχειρίζεται η Vectis Capital και ο καθένας φέρνει τις δικές του συνέργιες, ανάλογα με τον κλάδο που εκπροσωπεί.

4.5.1 Χαρτοφυλάκιο Επενδύσεων

Εταιρία	Κλάδος / Δραστηριότητα	Ποσό Επένδυσης
	KOY-KOY A.E. Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης	€ 1.467.351
	DD-Synergy A.E. Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAP	€ 440.205
	IDEAL SYSTEMS A.E. Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων	€ 2.201.027
	Ελληνικός Γύρος A.E. Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων	€ 698.459
	Αίολος Logistics Services A.E. Διανομή και εμπορία Α ύλων και τροφίμων σε εταιρίες μαζικής εστίασης	€ 880.411
	iven A.E. Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων και επιχειρηματικών ιδεών	€ 1.467.351
	Pizza Fan A.E. Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού.	€ 1.467.351
	Mantis Πληροφορική A.E. A.E. Λύσεις Warehouse Management Software και Customer interaction	€ 1.467.351

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5. Το Νομικό Πλαίσιο του Venture Capital στην Ελλάδα

5.1 Νόμος 1775/88

Η θέσπιση του νομικού πλαισίου για τη λειτουργία του θεσμού του Venture Capital πραγματοποιήθηκε με το Νόμο 1775/88 ΦΕΚ 101/24.5.88. Σύμφωνα με το νόμο αυτό, ο όρος Venture Capital αποδόθηκε στα ελληνικά ως Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (ΕΚΥΚ), ενώ οι εταιρίες που επενδύουν στα πλαίσια αυτού του θεσμού αναφέρονται ως Εταιρίες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ).

Ο νόμος αυτός έδινε σημαντικά κίνητρα για επενδύσεις μόνο στους τομείς υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Οι εταιρίες δηλαδή Venture Capital είχαν το δικαίωμα να επιδοτηθούν και να απολάβουν φορολογικές απαλλαγές μόνο στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις στις οποίες θα παρείχαν τις υπηρεσίες τους ήταν τεχνολογικά προηγμένες και καινοτομικές. Παρακάτω αναφέρονται μερικά χαρακτηριστικά σημεία του νόμου:

- Οι εταιρίες Venture Capital μπορούν: α) να ιδρύουν νέες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας ή β) να συμμετέχουν στο κεφάλαιο υφιστάμενων επιχειρήσεων, σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου τους για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας. Επιπλέον οι εταιρίες Venture Capital έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν εγγυήσεις σε χρηματοδοτικούς οργανισμούς προκειμένου αυτοί να χορηγούν δάνεια σε επιχειρήσεις (της κατηγορίας που ορίζει ο νόμος) και ακόμα να δανειοδοτούν οι ίδιες τις επιχειρήσεις εφόσον αυτές (εταιρία Venture Capital) δεν είναι μεταξύ των ιδρυτών ούτε συμμετέχουν στο κεφάλαιο των συγκεκριμένων επιχειρήσεων.
- Για την εφαρμογή του νόμου πρέπει οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται να έχουν τη νομική μορφή Ανώνυμης Εταιρίας ή Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης. Αυτό σημαίνει ότι επιχείρηση που δεν έχει κάποια από τις δύο αυτές νομικές μορφές, προκειμένου να μπορέσει να δεχθεί τη συμμετοχή της εταιρίας Venture Capital, πρέπει να μετατρέψει την υφιστάμενη νομική της μορφή.
- Οι εταιρίες Venture Capital μπορούν να προβαίνουν και μόνο στην παροχή υπηρεσιών στις επιχειρήσεις των προαναφερθέντων κλάδων, αλλά στις περιπτώσεις αυτές δεν επιδοτούνται και εν γένει δεν απολαμβάνουν τις ευνοϊκές ρυθμίσεις για τα εισοδήματά τους.

- Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών Venture Capital είναι 500 εκατ. δρχ και οι μετοχές αυτών ονομαστικές. Οι τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα, έχουν το δικαίωμα να ιδρύουν ή να συμμετέχουν σε εταιρίες Venture Capital χωρίς προηγούμενη άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι ποσοστό 20% του μετοχικού κεφαλαίου.
- Ο νόμος προβλέπει απλή απόκτηση μετοχών μιας επιχείρησης, χωρίς την αύξηση του κεφαλαίου της. Αυτό κάνει ξεκάθαρο το ρόλο της εταιρίας Venture Capital, που στην προκειμένη περίπτωση είναι χρηματοδοτικός.
- Δεν επιτρέπεται στις εταιρίες Venture Capital να συμμετέχουν σε μία επιχείρηση με κεφάλαια (πλέον των εγγυήσεων που έχουν δοθεί για την επιχείρηση), που υπερβαίνουν το 20% των ίδιων κεφαλαίων τους. Επίσης δεν μπορούν να αναλάβουν υποχρεώσεις μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαιά τους.

Παρά την ύπαρξη του σχετικού νομοθετικού πλαισίου για τη λειτουργία του Venture Capital, η ανάπτυξη του θεσμού στην Ελλάδα υπήρξε πολύ περιορισμένη. Η περιορισμένη ανάπτυξη του θεσμού μπορεί να αποδοθεί σε μια σειρά από ανασταλτικούς παράγοντες που επέδρασαν. Οι σημαντικότεροι από αυτούς ήταν:

- Ο περιορισμός του νόμου και η ύπαρξη κινήτρων, επιδοτήσεων και φοροαπαλλαγών μόνο για επενδύσεις σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας σε συνδυασμό με την πολύ μικρή ανάπτυξη του συγκεκριμένου τομέα δραστηριότητας στη χώρα.
- Η ύπαρξη περιορισμένων ευκαιριών που βρίσκονται μέσα στο πνεύμα του νόμου και που συγχρόνως προσφέρουν προοπτικές υψηλότερων αποδόσεων σε σχέση με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους.
- Η έλλειψη της απαραίτητης τεχνογνωσίας
- Η έλλειψη πληροφόρησης, στις περισσότερες επιχειρήσεις, για τη λειτουργία του θεσμού.
- Η έλλειψη κινήτρων για την ανάπτυξη του θεσμού και σε άλλους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας

- Οι πολύ υψηλές αποδόσεις της αγοράς χρήματος τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο (1988-1995).

5.2 Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών – ΕΚΕΣ

Λόγω της αναποτελεσματικότητας του προηγούμενου νόμου θεσπίστηκε νέος νόμος, ο Νόμος 2367/95 «Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α'261/1995), ο οποίος αναιρούσε τον προηγούμενο μετά την πάροδο δύο ετών. Σύμφωνα με το νέο αυτό νόμο και ειδικότερα στα άρθρα 5 ως 9, οι Εταιρίες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) μετονομάστηκαν σε Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ). Ο Νόμος 2367/95 υπέστη κάποιες τροποποιήσεις σύμφωνα με το Νόμο 2789/2000.

Ειδικότερα οι ρυθμίσεις των δύο νομοθετημάτων προβλέπουν:

- Επωνυμία: Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ)
- Νομική μορφή: οι ΕΚΕΣ είναι ανώνυμες εταιρίες. Για τη σύστασή τους ο Υπουργός Εμπορίου εξετάζει αν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του ειδικής νομοθεσίας και εγκρίνει την υπαγωγή της σε αυτήν. Επίσης, ο Υπουργός Εμπορίου ασκεί εποπτεία στις ΕΚΕΣ, μπορεί να ζητεί από αυτές οποιαδήποτε σχετικά στοιχεία και να επιβάλλει τη συμμόρφωση με τις κείμενες διατάξεις.
- Σκοπός: συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ελλάδα των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο, έχουν τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας ή της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης και ασκούν γεωργική, βιομηχανική, εκμεταλλευτική, βιοτεχνική, ζενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Εξαιρούνται σε κάθε περίπτωση κτηματικές εταιρίες, επιχειρήσεις τυχερών παιγνίων, αθλητικά σωματεία και οργανισμοί κοινής αφέλειας. Ειδικότερα η ΕΚΕΣ μπορεί:
 - Να επενδύει σε συμμετοχές (μετοχές Α.Ε. ή εταιρικά μερίδια Ε.Π.Ε.) στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, των οποίων οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.
 - Να επενδύει σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές, το αργότερο εντός 3 ετών από την απόκτησή τους, που εκδίδονται από μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο επιχειρήσεις.
 - ❖ Να παρέχει εγγύηση για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις, στις οποίες συμμετέχει.

- ❖ Να τοποθετεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και βραχυχρόνιες κινητές αξίες, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά και στην κεφαλαιαγορά, καθώς και σε τοποθετήσεις σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, στην Ελλάδα και στο εξωτερικό
- ❖ Να παρέχει τις υπηρεσίες της στις παραπάνω επιχειρήσεις όπως έρευνα αγοράς, ανάλυση επενδυτικών προγραμμάτων, οργάνωση.
- **Μετοχικό Κεφάλαιο:** Το ελάχιστο κεφάλαιο της ΕΚΕΣ ορίζεται σε 1.000.000.000 δραχμές και καταβάλλεται μόνο σε μετρητά. Κατά τη σύσταση της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με το ποσό των 500.000.000 δραχμών. Η καταβολή του υπόλοιπου κεφαλαίου μέχρι του ελάχιστου ποσού πρέπει να ολοκληρωθεί μέχρι τη λήξη της τρίτης εταιρικής χρήσης της ΕΚΕΣ. Με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου είναι δυνατή η αύξηση του ελάχιστου κεφαλαίου. Επενδυτικοί περιορισμοί σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο της ΕΚΕΣ:
 - ❖ Επένδυση κεφαλαίων ή παροχή εγγυήσεων από την ΕΚΕΣ κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του ν. 2190/1920, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει αθροιστικά το 20% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΕΣ. Ως "ίδια κεφάλαια" και "υποχρεώσεις" της εταιρίας θεωρούνται αντίστοιχα οι κατηγορίες Α και Γ του άρθρου 1 του ΠΔ 1123/1980, όπου συνυπολογίζεται ποσοστό 50% του συνόλου των εγγυήσεων που έχουν χορηγηθεί από την ΕΚΕΣ.
 - ❖ Δεν επιτρέπεται οι υποχρεώσεις της ΕΚΕΣ να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαιά της, ενώ εάν τούτο συμβεί η ΕΚΕΣ, μέσα στους πρώτους 6 μήνες της επόμενης διαχειριστικής χρήσης, είναι υποχρεωμένη να αποκαταστήσει με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τις υποχρεώσεις.
 - ❖ Μετά το κλείσιμο της τρίτης χρήσης της η Ε.Κ.Ε.Σ υποχρεούται να έχει συνεχώς επενδυμένα ποσοστά τουλάχιστον 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες. Σε αυτό το ποσοστό συμπεριλαμβάνονται:
 - οι συμμετοχές σε επιχειρήσεις, των οποίων οι μετοχές εισήχθησαν στο χρηματιστήριο μετά την επένδυση της ΕΚΕΣ, και για 5 έτη από την ημερομηνία εισαγωγής τους.
 - το προϊόν από τη ρευστοποίηση των παραπάνω συμμετοχών και για 12 μήνες από το τέλος της χρήσης εντός της οποίας γίνεται η ρευστοποίησή τους.

- **Μέτοχοι:** Οι μετοχές της ΕΚΕΣ είναι ονομαστικές και μπορούν να εισάγονται σε χρηματιστήριο αξιών. Φυσικά πρόσωπα, νομικά πρόσωπα και οι συνδεδεμένες με αυτά επιχειρήσεις, κατά την έννοια του ν. 2296/1995 δεν επιτρέπεται να κατέχουν, αμέσως ή εμμέσως, πάνω από το 30% των μετοχών της ΕΚΕΣ, ενώ για τα πιστωτικά ιδρύματα το αντίστοιχο όριο είναι 65%.
- **Αποτίμηση επενδύσεων:** Οι κανόνες αποτίμησης των επενδύσεων των ΕΚΕΣ καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου. Οι ΕΚΕΣ έχουν την υποχρέωση να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές.
- **Διοίκηση:** Επιτρέπεται στην ΕΚΕΣ να αναθέτει, με σύμβαση διαχείρισης, σε εξειδικευμένες εταιρίες την εκπλήρωση των σκοπών της και τη διαχείριση της περιουσίας της. Οι εταιρίες αυτές έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρίας και διαθέτουν την προς τούτο αναγκαία οργάνωση, στελέχωση και εμπειρία
- **Φορολογικές ρυθμίσεις - κίνητρα:** Οι κείμενες διατάξεις περί φορολογίας εισοδήματος, όπως ισχύουν κάθε φορά, εφαρμόζονται και στις ΕΚΕΣ με τις εξής παρεκκλίσεις:
 - ◊ Ο συντελεστής φορολογίας των ΕΚΕΣ ορίζεται σε 20% σε κάθε περίπτωση.
 - ◊ Αντικείμενο του φόρου εισοδήματος στις ΕΚΕΣ είναι τα μερίσματα που διανέμονται με οποιαδήποτε μορφή μετά την αναγωγή τους σε μικτό ποσό με την προσθήκη του φόρου που αναλογεί επί τούτων, εξαιρουμένου του τμήματος των μερισμάτων αυτών που προέρχονται σύμφωνα με σχετικές ειδικές διατάξεις του ν. 2238/1994 για μερίσματα ημεδαπών εταιριών.
 - ◊ Από το ποσό του φόρου που προκύπτει σύμφωνα με τα παραπάνω εκπίπτουν:
 - ο φόρος που παρακρατήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 114 του ν. 2238/1994 και που αναλογεί στα φορολογικά κέρδη των ΕΚΕΣ
 - ο φόρος που παρακρατήθηκε ή καταβλήθηκε για τα εισοδήματα τα οποία αφ' ενός μεν φορολογούνται με ειδικό τρόπο και εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης, αφ' ετέρου δε εμπειρέχονται στα φορολογητέα κέρδη των ΕΚΕΣ και
 - ο φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή για τα εισοδήματα που προέκυψαν σε αυτή και ο οποίος αναλογεί επί των εισοδημάτων τούτων

που εμπειριέχονται στα φορολογητέα κέρδη των ΕΚΕΣ, μη δυνάμενος ο φόρος αυτός να είναι μεγαλύτερος.

- ❖ Με αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών καθορίζονται η λογιστική εμφάνιση και ο τρόπος παρακολούθησης των αποθεματικών που σχηματίζουν οι ΕΚΕΣ από τα κέρδη κάθε χρήσης, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή των διατάξεων του παρόντος άρθρου.
 - ❖ Τα κέρδη που διανέμουν οι ΕΚΕΣ με τη μορφή αμοιβών και ποσοστών, εκτός μισθού, στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό, εξαιρουμένου του τμήματος των κερδών αυτών που προέρχονται από εισοδήματα που εξαιρούνται, φορολογούνται στο όνομα των ΕΚΕΣ μετά την αναγωγή τους σε μικτό ποσό με την προσθήκη του φόρου που αναλογεί επί τούτων. Ο φόρος υπολογίζεται με συντελεστή τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) ή σαράντα τοις εκατό (40%) σε κάθε περίπτωση, ανάλογα αν οι μετοχές των ΕΚΕΣ κατά τη λήξη της διαχειριστικής χρήσης είναι εισηγμένες ή μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
 - ❖ Οι διατάξεις των παραγράφων 1 έως και 5 του άρθρου 111 του ν. 2238/1994 δεν εφαρμόζονται στις ΕΚΕΣ.
 - ❖ Τα μερίσματα που διανέμουν οι ΕΚΕΣ στους μετόχους τους με οποιαδήποτε μορφή δεν υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος στο όνομα των τελευταίων, μη ισχυούσης οποιασδήποτε άλλης διάταξης η οποία ορίζει κάτι διαφορετικό. Το ίδιο ισχύει και όταν οι μέτοχοι των ΕΚΕΣ είναι νομικά πρόσωπα τα οποία διανέμουν περαιτέρω τα ως άνω μερίσματα στους εταίρους ή μετόχους αυτών.
- **Επιχορήγηση:** Ειδικά για τη συμμετοχή τους σε αύξηση του κεφαλαίου ή σε ίδρυση επιχειρήσεων, που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας στην Ελλάδα, οι ΕΚΕΣ επιχορηγούνται με ποσοστό μέχρι είκοσι τοις εκατό (20%) στο ποσό της συμμετοχής τους. Προς τον σκοπό αυτό διευκρινίζονται τα ακόλουθα:
- ❖ Για τον υπολογισμό του ύψους της επένδυσης υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας, εκτός από τις δαπάνες για την απόκτηση υλικών παγίων περιουσιακών στοιχείων λαμβάνονται υπόψη και οι δαπάνες για την κάλυψη προλειτουργικών δαπανών για έρευνα αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού, απόκτηση τεχνογνωσίας και εξόδων ιδρύσεως και οργανώσεως.

- ❖ Ως συμμετοχή κατά την έννοια του άρθρου αυτού θεωρείται η καταβολή μετοχικής ή εταιρικής εισφοράς σε αύξηση του κεφαλαίου ή σε ίδρυση επιχειρήσεων
- ❖ Η επιχορήγηση παρέχεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, περίληψη της οποίας δημοσιεύεται σε ΦΕΚ, ύστερα από γνώμη της κεντρικής γνωμοδοτικής επιτροπής του άρθρου 8 παρ. 1(a) του ν. 1892/1990, όπως ισχύει, μετά από γνώμη της Γενικής Γραμματείας Ενέργειας και Τεχνολογίας του Υπουργείου Ανάπτυξης.
- ❖ Με απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Ανάπτυξης καθορίζονται τα τεχνικοοικονομικά και άλλα απαραίτητα στοιχεία για το χαρακτηρισμό των επενδύσεων ως υψηλής τεχνολογίας ή καινοτομίας, τα απαιτούμενα δικαιολογητικά που συνοδεύουν την αίτηση για επιχορήγηση στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, οι προθεσμίες υποβολής της, η διαδικασία καταβολής της επιχορήγησης και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια.

5.3 TANEO

5.3.1 Εισαγωγή

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του Venture Capital στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του «Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας ΑΕ» («TANEO A.E.») με το άρθρο 28 του Νόμου 2843/2000.

Οι ελληνικές αρχές διαπίστωσαν ότι το “έλλειμμα ιδίων κεφαλαίων”, η ύπαρξη του οποίου έχει αναγνωριστεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, είναι ιδιαίτερα εμφανές στην Ελλάδα. Στην έκθεση του ΟΟΣΑ του 2000 με τίτλο “Η διεθνοποίηση της δραστηριότητας του επιχειρηματικού κεφαλαίου στις χώρες του ΟΟΣΑ: Επιπτώσεις για τις μετρήσεις και τις πολιτικές”, αναφέρεται ότι την περίοδο 1995-1999, ο λόγος συνολικών ιδίων κεφαλαίων – επένδυσης επιχειρηματικού κεφαλαίου ως ποσοστό επί τοις εκατό του ΑΕΠ ήταν 0,028 για την Ελλάδα, ενώ για την ΕΕ ο μέσος όρος ήταν 0,159.

Οι ελληνικές αρχές έκριναν λοιπόν ότι η δημιουργία και η λειτουργία του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε., είναι απαραίτητη για την αντιμετώπιση αυτού του ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων, μέσω της προώθησης της υιοθέτησης μιας δημόσιας/ιδιωτικής προσέγγισης η οποία σχεδιάστηκε για να περιορίσει τον κίνδυνο στρέβλωσης του ανταγωνισμού και, παράλληλα να διασφαλίσει ότι η παρέμβαση του δημόσιου τομέα θα επιφέρει αύξηση της εισροής επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ελλάδα.

Σκοπός της εταιρείας είναι η συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι οποίες θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξής τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα.

Γενικότερα, στόχος της εταιρίας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα. Συνεπώς, κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή του Τ.Α.Ν.Ε.Ο. στις εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα τους καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας.

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

α) στην ψήφιση του Νομοσχεδίου 2992/20.3.2002 για την επιχειρηματικότητα, το οποίο τροποποιεί τον προηγούμενο Νόμο 2843/2000 θέτοντας ένα πιο ευέλικτο θεσμικό πλαίσιο. Έτσι,

i) Συγχρηματοδοτεί τη σύσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (ΑΚΕΣ), τα οποία δεν θα φορολογούνται ως οργανισμός αλλά μόνο οι μέτοχοί τους, όπως συμβαίνει σε όλη την Ευρώπη (εισαγωγή της αρχής της φορολογικής ουδετερότητας).

Ξεκαθαρίζει επίσης το τοπίο γύρω από τον διαχειριστή των ΑΚΕΣ οι οποίες μπορεί να είναι είτε ανώνυμες εταιρίες (με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ), είτε ΕΠΕΥ, ή επιχειρήσεις που έχουν λάβει άδεια για την διαχείριση αντίστοιχων σχημάτων από τις αρχές άλλου κράτους μέλους του ευρωπαϊκού οικονομικού χώρου. Επιπλέον για την δημιουργία των Α.Κ.Ε.Σ δεν απαιτείται η ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (όπως προβλέπεται από τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 10 του ν.876/1979 όπως ισχύει).

ii) Τροποποιεί τις ιδρυτικές διατάξεις του ΤΑΝΕΟ (Άρθρο 8)

iii) Μεταχειρίζεται ευνοϊκά τις δαπάνες επιστημονικής και τεχνολογικής έρευνας των επιχειρήσεων, το ήμισυ του κόστους (50%) των οποίων θα αφαιρείται από το καθαρό εισόδημά τους κατά τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών τους

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

5.3.2 Ιστορική αναδρομή ίδρυσης ΤΑΝΕΟ

Τον Δεκέμβριο του 2001 ο υπουργός Οικονομίας Ν. Χριστοδουλάκης εξήγγειλε την έναρξη λειτουργίας του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας με ιδιωτικά στην πλειοψηφία τους κεφάλαια και με φορολογική «ουδετερότητα». Ο υπουργός Οικονομίας ανακοίνωσε επίσης ότι το κεφάλαιο του ΤΑΝΕΟ, θα ανέλθει στα 100 δισ. δραχμές το μεγαλύτερο μέρος των οποίων θα προέλθει από θεσμικούς επενδυτές μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, ενώ τα υπόλοιπα θα καταβληθούν από το Δημόσιο. Το τελικό ποσό που θα ενεργοποιηθεί, θα συμπληρωθεί από κεφάλαια ιδιωτικής τοποθέτησης μέσω της ίδρυσης των Α.Κ.Ε.Σ., που θα επενδύουν με την σειρά τους σε ελληνικές μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στον χώρο της νέας οικονομίας.

Η «ιδιωτικοποίηση» του Ταμείου, την οποία είχε εξαγγείλει ο υπουργός Οικονομίας Ν. Χριστοδουλάκης τον Δεκέμβριο του 2001 καθυστέρησε να προχωρήσει κυρίως λόγω της αρνητικής οικονομικής συγκυρίας που κατέστησε δύσκολη την προσπάθεια συγκέντρωσης κεφαλαίων για υψηλού ρίσκου επενδύσεις, όπως ήταν αυτές που επρόκειτο να προωθήσει το TANEO.

Ο δρόμος για τη δραστηριοποίηση του Ταμείου Νέας Τεχνολογίας (TANEO AE), άνοιξε, μετά τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στις 18/9/2002 (N 548/2002), ότι η λειτουργία του δεν αντίκειται στο καθεστώς των κρατικών ενισχύσεων.

Η Επιτροπή αφού έλαβε υπόψη τα θετικά στοιχεία του καθεστώτος της ενίσχυσης επιχειρήσεων μέσω του TANEO και το γεγονός ότι εφαρμόζεται σε ενισχυόμενη περιοχή, δέχθηκε ότι η στρέβλωση του ανταγωνισμού δεν είναι τέτοια ώστε να αντίκειται στο κοινό συμφέρον της προώθησης των μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε καινοτόμους επιχειρήσεις. Η Επιτροπή ζήτησε από την Ελλάδα να υποβάλει ετήσια έκθεση για τη λειτουργία του καθεστώτος ενίσχυσης των επιχειρήσεων.

Την Παρασκευή, 23/5/2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία της ιδιωτικής συμμετοχής Ελλήνων και ξένων θεσμικών επενδυτών μέσω της οποίας συγκεντρώθηκε το ποσό των 105 εκατ. ευρώ, το οποίο μαζί με τα 45 εκατ. Ευρώ που πήρε το TANEO μέσω του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων θα αποτελέσουν τη «μαγιά» για τις νέες επενδύσεις. Πλην των 150 εκατ. Ευρώ, θα επενδυθούν επιπλέον 150 εκατ. Ευρώ από εταιρείες Venture Capital, οπότε στον πρώτο κύκλο θα επενδυθούν συνολικά 300 εκατ. Ευρώ σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Το ενδιαφέρον για την ιδιωτική συμμετοχή, την οποία ανέλαβαν μέσω της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών η Εθνική Τράπεζα, η Deutsche Bank και η Eurobank, ήταν εξαιρετικά υψηλό, καθώς η έκδοση καλύφθηκε οκτώ φορές.

Τα χρήματα συγκεντρώθηκαν υπό τη μορφή έκδοσης ομολόγων δεκαετούς διάρκειας με την εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, τα οποία χαρακτηρίζονται από το δικαίωμα απόληψης κερδών από τις μελλοντικές υπεραξίες που θα παρουσιάσουν οι εταιρείες στις οποίες θα επενδυθούν τα κεφάλαια. Με άλλα λόγια, εκείνο που «πτούλησαν» οι τράπεζες στους θεσμικούς επενδυτές, ήταν η προσδοκία απόληψης κερδών με την ελάχιστη εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, όταν και εφόσον οι νέες εταιρείες μεγεθυνθούν επαρκώς.

Στόχος κατά τη διαδικασία της ιδιωτικής τοποθέτησης ήταν τα χαρτοφυλάκια ασφαλιστικών ταμείων (pension funds), τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Ούτως ή άλλως αυτά είναι και τα funds που συμμετέχουν κατά κόρον σε αντίστοιχα του TANEO

σχήματα του εξωτερικού, όπως είναι, για παράδειγμα, το UK High Technology Fund στη Μ. Βρετανία που αποτέλεσε και υπόδειγμα - μοντέλο για το TANEO.

Αξίζει να σημειωθεί πως το UK High Technology Fund παρέχει στους επενδυτές δύο κίνητρα: Ένα «δίχτυ ασφαλείας» βάσει του οποίου στην περίπτωση που δεν εξασφαλιστεί απόδοση 10% σε ετήσια βάση, τότε το κράτος αποποιείται των κερδών του προκειμένου να δώσει την ελάχιστη αυτή απόδοση - που ορίζεται κατά τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών - στους επενδυτές. Επιπλέον προβλέπεται ότι η αποχώρηση των επενδυτών από το κεφάλαιο θα γίνεται συντονισμένα.

5.3.3 Νομική Βάση TANEO

Οι βασικές ρυθμίσεις για την ίδρυση και λειτουργία του TANEO καθορίζονται:

- στο άρθρο 28 του Νόμου 2843/2000 (που αποτελεί lex specialis για το TANEO)
«Εκσυγχρονισμός χρηματιστηριακών συναλλαγών, εισαγωγή εταιριών επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία στο Χ.Α.Α. και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 219/12.10.2000)
- 1η τροποποίηση με το άρθρο 8 του Νόμου 2992/2002 «Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 54 20.3.2002)
- 2η τροποποίηση με το άρθρο 26 του Νόμου 3091/2002 «Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 330/24.12.2002)
- στην απόφαση Υπουργού Οικονομικών Αριθ.217550/2002 «Όροι και προϋποθέσεις συμμετοχής TANEO A.E. σε επενδυτικά σχήματα και σχετικά κριτήρια αξιολόγησης» (ΦΕΚ Β' 1544/11.12.2002)
- στην έγκριση του καθεστώτος κρατικής ενίσχυσης με τίτλο «Κρατική ενίσχυση αριθ. Ν 548/2002 – Ελλάδα, Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε. (TANEO A.Ε.)» (Βρυξέλλες, 18.09.2002, C(2002)3347 ,fin)

Ειδικότερα οι ρυθμίσεις των παραπάνω νομοθετημάτων προβλέπουν:

- Επωνυμία: Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε
- Νομική μορφή: ανώνυμη εταιρεία που διέπεται από τις διατάξεις της νομοθεσίας περί ανωνύμων εταιρειών και την ειδική νομοθεσία για το TANEO
- Σκοπός: είναι η μειοψηφική συμμετοχή σε ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (στο εξής: "επενδυτικά σχήματα") που θα ιδρυθούν ειδικά για το σκοπό αυτόν και θα διέπονται από τη νομοθεσία κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις για την συμμετοχή αυτή παρουσιάζονται στη συνέχεια:
 - ❖ Τα εν λόγω επενδυτικά σχήματα θα πρέπει να είναι αντικείμενο διαχείρισης φορέων του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοϊκονομικά κριτήρια και να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

- ❖ Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών ορίζονται οι ειδικότεροι όροι και οι προϋποθέσεις της συμμετοχής αυτής, καθώς και κάθε άλλο στοιχείο που είναι απαραίτητο για την εφαρμογή της παρούσας διάταξης, συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης επιχειρήσεων και κεφαλαίων προορισμένων για συμμετοχή σε ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, που θα διέπονται από τη νομοθεσία αλλοδαπού κράτους και θα επενδύουν στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, η διαχείριση επενδυτικών σχημάτων, όπως και η παροχή συμβουλών για τη διαχείρισή τους.
 - ❖ Η εταιρεία μπορεί να αναπτύσσει οποιαδήποτε δραστηριότητα σχετική με τους ανωτέρω σκοπούς και με την εν γένει προαγωγή του θεσμού των επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ελλάδα και την αλλοδαπή, περιλαμβανομένης της διοργάνωσης εκδηλώσεων κάθε μορφής. Η εταιρεία μπορεί να ιδρύει και γενικά να συμμετέχει σε νομικά πρόσωπα που έχουν παρεμφερείς σκοπούς.
 - ❖ Για την εκπλήρωση των σκοπών της η εταιρία μπορεί να επιχορηγείται από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων.
 - ❖ Μεταβολή του σκοπού της εταιρείας επιτρέπεται μόνο με διάταξη στο πλαίσιο του νόμου 2843/2000
- Επενδυτικά κριτήρια: Κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή της εταιρίας σε επενδυτικά σχήματα είναι η αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων και των διαχειριστών, καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών μπορούν να εξειδικεύονται τα κριτήρια της παραπάνω αξιολόγησης.
 - Γενική Συνέλευση Μετόχων (ΓΣ): Στις γενικές συνέλευσεις το Ελληνικό Δημόσιο εκπροσωπείται από τους Υπουργούς Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών ή από το εξουσιοδοτημένο από αυτούς πρόσωπο. Μετά από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας μπορεί να ανατίθεται σε ελεγκτικές εταιρίες ο περιοδικός έλεγχος των επί μέρους τοποθετήσεων της εταιρίας.
 - Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ): Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας απαρτίζεται από πέντε (5) μέλη, που ορίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Με όμοια απόφαση καθορίζεται το ύψος της αποζημίωσής τους. Σε περίπτωση κατά την οποία το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει ποσοστό μικρότερο του 50%

των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρίας, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, η αποζημίωσή τους και οι αμοιβές των μελών των ανωτέρω επιτροπών ορίζονται από τη γενική συνέλευση της εταιρίας.

- Επενδυτική Επιτροπή (ΕΕ): η σύστασή της με απόφαση του ΔΣ της εταιρίας, θα προβλέπεται στο καταστατικό και θα στελεχώνεται από καταξιωμένες προσωπικότητες του επιχειρηματικού και επιστημονικού κόσμου. Η ΕΕ θα γνωμοδοτεί επί των επενδυτικών προτάσεων που θα υποβάλλονται στην εταιρία και η σύμφωνη γνώμη της θα είναι αναγκαία για τη συμμετοχή της εταιρίας σε οποιοδήποτε επενδυτικό σχήμα.
- Μετοχικό Κεφάλαιο:
 - ◊ Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο ορίζεται σε € 93.470,29 και διαιρείται σε 10.000 μετοχές, ονομαστικής αξίας € 29,35, αναλαμβάνεται δε και καλύπτεται ολόκληρο με καταβολή μετρητών από το Ελληνικό Δημόσιο. Η καταβολή γίνεται μέσα σε δύο μήνες από τη δημοσίευση του καταστατικού της εταιρείας.
 - ◊ Με βάση το εγκεκριμένο καθεστώς κρατικής ενίσχυσης το ΤΑΝΕΟ θα συγκεντρώσει αρχικά 150 εκατ. Ευρώ και σε αυτό το πλαίσιο η Ελληνική Δημοκρατία θα αναλάβει χρηματοδοτικό ρόλο και θα συμμετάσχει στο ΤΑΝΕΟ ως το ποσό των €45 εκατ. Το υπόλοιπο του κεφαλαίου θα καλυφθεί από εμπορικούς επενδυτές εντός των ορίων του συνολικού του μεγέθους (και σύμφωνα με τους κανόνες των κεφαλαιαγορών).
 - ◊ Επιτρέπεται η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας με την έκδοση κοινών ή προνομιούχων μετοχών με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Τα προνόμια κάθε κατηγορίας προνομιούχων μετοχών ορίζονται ελευθέρως στο καταστατικό της εταιρίας και μπορεί να συνίστανται και σε οποιαδήποτε ειδική μεταχείριση του Ελληνικού Δημοσίου ως μετόχου, κατά παρέκκλιση της αρχής της ισότητας των μετόχων, είτε υπέρ αυτού είτε υπέρ των λοιπών μετόχων της εταιρίας.
 - ◊ Επιτρέπεται η μεταβίβαση των μετοχών του Ελληνικού Δημοσίου σε οποιοδήποτε πρόσωπο, η ολική ή μερική παραίτηση του Ελληνικού Δημοσίου, ως μετόχου της εταιρίας, από τα δικαιώματα προτίμησης κατά τη συμμετοχή στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και η συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στην εταιρία αποκλειστικά δια κοινών ή δια μιας ή περισσότερων κατηγοριών προνομιούχων μετοχών με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Τα θέματα αυτά θα

ρυθμίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.

- ◊ Με συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου αφ' ενός και των λοιπών μετόχων της εταιρίας αφ' ετέρου επιτρέπεται να συμφωνείται η εξαγορά του ποσοστού συμμετοχής των λοιπών μετόχων στην εταιρία αντί προκαθορισμένου τιμήματος κατά την προαίρεση των αντισυμβαλλόμενων μετόχων. Οι ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις κατάρτισης τέτοιων συμβάσεων καθορίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.
 - ◊ Επιτρέπεται με απόφαση του ΔΣ της εταιρίας η χωρίς περιορισμούς διανομή στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος κάθε ποσού που εισπράττει η εταιρία από τη συμμετοχή της σε επενδυτικά σχήματα στο πλαίσιο του νόμου του ΚΕΣΥΤ.
 - ◊ Οι εκδιδόμενες από την εταιρεία ομολογίες κατά το άρθρο 3β του κ. ν. 2190/1920 μπορούν να αποκτώνται από το Δημόσιο, ή από οποιονδήποτε τρίτο.
- **Καταστατικό:** Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως καταρτίζεται το καταστατικό της εταιρίας. Με το καταστατικό αυτό ρυθμίζονται θέματα που αφορούν:
- ◊ το σκοπό, τη διάρκεια, την έδρα
 - ◊ το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, τον αριθμό των μετοχών, την αύξηση και τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, την έκδοση των μετοχών και των προσωρινών τίτλων, τα δικαιώματα των μετόχων,
 - ◊ τη σύγκληση, τη συγκρότηση, τη λειτουργία και τις αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης και του διοικητικού συμβουλίου, το χρόνο θητείας των μελών του διοικητικού συμβουλίου,
 - ◊ την εταιρική χρήση, τη διανομή των κερδών, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τη λύση και την εκκαθάρισή της, την πρώτη εταιρική χρήση, τους πρώτους, τακτικό και αναπληρωματικό, ελεγκτές και κάθε άλλο θέμα που προβλέπεται από την κείμενη νομοθεσία.
 - ◊ Στο καταστατικό προβλέπεται, με απόφαση του ΔΣ της εταιρείας, η σύσταση της ΕΕ και άλλων επιτροπών με έργο την επεξεργασία του στρατηγικού σχεδιασμού της και την εν γένει προώθηση του σκοπού της. Με κοινή απόφαση των

Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών ορίζονται οι αμοιβές των μελών των επιτροπών αυτών.

- ❖ Η τροποποίηση του καταστατικού γίνεται με απόφαση της γενικής συνέλευσης, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, με την επιφύλαξη των διατάξεων του παρόντος νόμου.
- Προσωπικό:
 - ❖ Οι ανάγκες της εταιρίας σε προσωπικό μπορούν να καλύπτονται και με απόσπαση υπαλλήλων του Δημοσίου ή του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Η απόσπαση γίνεται με κοινή απόφαση του Υπουργού που εποπτεύει το φορέα προέλευσης και των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών. Η διάρκεια της απόσπασης ορίζεται μέχρι 2 χρόνια και μπορεί να παραταθεί με απόφαση των ίδιων Υπουργών. Οι αποδοχές των αποσπασμένων υπαλλήλων καθορίζονται στο ύψος των πάσης φύσεως αποδοχών που ελάμβαναν από το φορέα προέλευσης τους. Με απόφαση του ΔΣ της εταιρίας είναι δυνατή η χορήγηση σε αυτούς ειδικού πρόσθετου επιδόματος, ανάλογα με τα καθήκοντα τα οποία ασκούν. Ο χρόνος υπηρεσίας των αποσπασμένων στην εταιρία υπαλλήλων θεωρείται ως χρόνος υπηρεσίας στην οργανική τους θέση για οποιαδήποτε υπηρεσιακή συνέπεια. Οι αποσπασμένοι υπάλληλοι διατηρούν το βαθμό που είχαν κατά την απόσπαση στην εταιρία. Η διαπάνη μισθοδοσίας των αποσπασμένων υπαλλήλων βαρύνει τους φορείς από τους οποίους προέρχονται, οι οποίοι εξακολουθούν να καταβάλλουν τις πάσης φύσεως αποδοχές και ασφαλιστικές εισφορές αυτών. Τα τυχόν χορηγούμενα ειδικά επιδόματα βαρύνουν την εταιρία.
 - ❖ Για όσο διάστημα η πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας ανήκει σε ιδιώτες, η εταιρεία δεν υπάγεται στις διατάξεις του Ν. 2190/1994 (ΦΕΚ28/Α/) περί προσλήψεων προσωπικού μέσω ΑΣΕΠ.
- Φορολογικές ρυθμίσεις:
 - ❖ Η εταιρία δεν υπόκειται σε φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου και απαλλάσσεται από το φόρο έναρξης δραστηριότητας. Επίσης η εταιρία δεν υπόκειται σε οποιονδήποτε φόρο, τέλος ή δικαίωμα του Δημοσίου ή τρίτου για την κατάρτιση και τροποποίηση του καταστατικού της.
 - ❖ Η εταιρία δεν υπόκειται σε φόρο για το κάθε μορφής εισόδημα που προκύπτει από τη συμμετοχή της σε επενδυτικά σχήματα του πρώτου εδαφίου της παραγράφου 2

του παρόντος άρθρου. Κάθε ποσό που εισπράττουν οι μέτοχοι από την εταιρία για οποιαδήποτε αιτία, στην έκταση που υπερβαίνει το άθροισμα των ως τότε κάθε μορφής εισφορών τους στην εταιρία, εξομοιώνεται φορολογικά με πρόσθετη αξία που αποκτούν οι μεριδιούχοι αμοιβαίων κεφαλαίων από την εξαγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης, κατά την έννοια της περίπτωσης δ' της παραγράφου 1 του άρθρου 24 του Ν. 2238/1994.

- ❖ Η συμμετοχή στην εταιρία δεν συνεπάγεται αφ' εαυτής την απόκτηση από το μέτοχο της ιδιότητας κατοίκου Ελλάδας ή μονίμως εγκατεστημένης στην Ελλάδα αλλοδαπής επιχείρησης ή οργανισμού για την εφαρμογή φορολογικών διατάξεων.
- ❖ Οι πάσης φύσεως πρόσοδοι των ομολογιούχων δεν υπόκεινται σε περιορισμό ως προς το ύψος τους και περιλαμβάνονται στην έννοια του τόκου για τους σκοπούς της παραγράφου 8 του άρθρου 26 του Ν. 2789/2000 (ΦΕΚ 21/A). Επίσης, προκειμένου για ομολογιακά δάνεια της εταιρείας η έκδοση των οποίων λαμβάνει χώρα στο εξωτερικό, αυτά καλύπτονται κατά τον ίδιο τρόπο από τη διάταξη του άρθρου 29 του Ν. 2592/1998 (ΦΕΚ57/A).
- Προμήθειες Δημοσίου: Η εταιρεία λογίζεται ως χρηματοπιστωτική επιχείρηση του δημόσιου τομέα για την εφαρμογή της διάταξης της περίπτωσης Ι ιστ' της παραγράφου 5 του άρθρου 1 του Ν. 2286/1995 «Προμήθειες του δημόσιου τομέα και ρυθμίσεις συναφών θεμάτων» η οποία έτσι εξαιρεί το TANEO από την υπαγωγή στις διατάξεις του εν λόγω νόμου, εκτός των προμηθειών αυτού σε μηχανογραφικά, τηλεπικοινωνιακό εξοπλισμό, καθώς και σε μηχανήματα κλιματισμού και αναπαραγωγής εγγράφων.

5.4 Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας (ΚΕΣΥΤ)

5.4.1 Εισαγωγή

Όπως έχει αναγνωρισθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υφίσταται κενό στην παροχή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δηλαδή συνεχιζόμενη ατέλεια της κεφαλαιαγοράς που αποτρέπει την προσφορά από το να ικανοποιεί τη ζήτηση με τιμές αμοιβαία αποδεκτές, γεγονός που αποτελεί σημαντικό εμπόδιο για τις καινοτόμες και ως επί το πλείστον νέες επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας που παρουσιάζουν προοπτικές δυναμικής ανάπτυξης. Το πρόβλημα αυτό είναι ιδιαίτερα οξύ στην Ελλάδα, όπου τόσο ο τομέας των καινοτόμων επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας είναι σε υστέρηση σε σχέση με τον κοινοτικό μέσο όρο, όσο και οι επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου σε υψηλής τεχνολογίας ή/ και καινοτόμες ΜΜΕ που βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους είναι ουσιαστικά ανύπαρκτες. Επιπρόσθετα, ολόκληρη η ελληνική επικράτεια αποτελεί ενισχυόμενη περιοχή του Στόχου 1 σύμφωνα με το άρθρο 87(3)(a) της Συνθήκης ΕΚ μέχρι το τέλος του 2006.

Το ΚΕΣΥΤ (Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας) είναι ένα μέτρο που στοχεύει στην κάλυψη του κρίσιμου αυτού κενού στην παροχή κεφαλαίου, που υπάρχει στην Ελλάδα, ώστε να τονωθεί η ανάπτυξη του σημαντικά καθυστερημένου τομέα των καινοτόμων επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας αποφεύγοντας ταυτόχρονα κάθε αθέμιτη στρέβλωση της αγοράς.

Έχει ληφθεί ειδική μέριμνα ώστε το ΚΕΣΥΤ να είναι πλήρως συμβατό με την εφαρμοστέα κοινοτική νομοθεσία και πρακτική στα θέματα κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου και κρατικών ενισχύσεων, μεγιστοποιώντας παράλληλα το θετικό αντίκτυπο στην αναδυόμενη ελληνική αγορά κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου.

Η Ελληνική Κυβέρνηση έχει υποβάλλει την κοινοποίηση του καθεστώτος του ΚΕΣΥΤ έχοντας καθορίσει το γενικό πλαίσιο λειτουργίας του ώστε αυτό να είναι σύμφωνο με τους κανόνες κρατικών ενισχύσεων υπό μορφή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου. Αρκετές λεπτομέρειες του σχήματος του ΚΕΣΥΤ είναι ακόμη υπό επεξεργασία.

5.4.2 Σύντομη περιγραφή του μέτρου

Το ΚΕΣΥΤ είναι ένα νέο σχήμα κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου το οποίο θα λειτουργεί με τους όρους της αγοράς και θα χρηματοδοτείται από κοινού από δημόσιες και ιδιωτικές πηγές.

Το ΚΕΣΥΤ θα προσανατολίζεται στη συμμετοχή σε επιχειρήσεις («επιχειρήσεις-στόχοι») οι οποίες:

- είναι μικρού ή μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις υπό σύσταση ή σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης, δηλαδή βρίσκονται ακόμη στο στάδιο έρευνας και ανάπτυξης ή μόλις εισέρχονται στο στάδιο της εμπορικής αξιοποίησης χωρίς όμως να έχουν επιτύχει κερδοφορία και, επιπρόσθετα, είναι επιχειρήσεις που δεν έχουν συμπληρώσει 5 έτη από τη σύστασή τους, και
- δραστηριοποιούνται σε τομείς υψηλής τεχνολογίας, δηλ. αεροναυπηγική, ηλεκτρονικοί υπολογιστές και αυτοματοποιημένο επιχειρησιακό περιβάλλον, τεχνολογίες επικοινωνιών, τεχνολογίες λέιζερ, μικρό-οργανισμοί και γενετική μηχανική, ημιαγωγοί, και/ ή
- στηρίζονται στην καινοτομία, με την έννοια ότι βασίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε καινοτόμες μεθόδους τοποθέτησης στην αγορά, εστιασμένες είτε στην τεχνολογική καινοτομία είτε σε καινοτομία στο επιχειρηματικό μοντέλο και στον τρόπο παρουσίασης και προώθησης των προϊόντων τους στην αγορά.

Το ΚΕΣΥΤ θα στοχεύει σε απόκτηση μεσοπρόθεσμων κερδών και θα λειτουργεί:

- κατά κανόνα, μέσω άμεσης συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων-στόχων,
- σε περιπτώσεις υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου ή επενδύσεων υψηλού μεγέθους, μέσω από κοινού συμμετοχής (*syndication*) στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων-στόχων με άλλες πηγές χρηματοδότησης, οι οποίες τελούν υπό ιδιωτικό έλεγχο,
- σε εξαιρετικές περιπτώσεις και με σκοπό τη διασπορά του κινδύνου, μέσω συμμετοχής σε νέα ή υπάρχοντα σχήματα κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου (*funds' funding*), τα οποία τελούν υπό ιδιωτικό έλεγχο και λειτουργούν με επενδυτικά κριτήρια ανάλογα με αυτά του ΚΕΣΥΤ.

Το ΚΕΣΥΤ θα χρηματοδοτήσει μόνο επιχειρήσεις-στόχους (και, σε εξαιρετική περίπτωση, άλλα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου) που έχουν έδρα στην ελληνική επικράτεια, ανεξάρτητα από την εθνικότητα των μετόχων τους.

Το ΚΕΣΥΤ δε θα χρηματοδοτήσει επιχειρήσεις οι οποίες:

- ανήκουν στην παραγωγή, επεξεργασία και εμπορία αγροτικών προϊόντων, στη βιομηχανία άνθρακα και χάλυβα, στο ναυπηγοεπισκευαστικό τομέα, στον τομέα των συνθετικών ινών, στην αυτοκινητοβιομηχανία και τους τομείς της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, υπηρεσιών κοινής ωφέλειας και τυχερών παιγνίων
- έχουν διακόψει τη λειτουργία τους για οικονομικούς λόγους, είναι σε προφανή αδυναμία να ανταποκριθούν στις οικονομικές τους υποχρεώσεις, είναι σε κατάσταση πτώχευσης ή εκκαθάρισης ή αναγκαστικής διαχείρισης από τους πιστωτές τους, ή είναι επιχειρήσεις σε δυσχέρεια.

Νομική μορφή και βάση

Το ΚΕΣΥΤ θα είναι ένα χρηματοδοτικό σχήμα με μορφή ανώνυμης εταιρείας, της οποίας μοναδικός σκοπός θα είναι η παροχή ιδίων κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου σε επιχειρήσεις-στόχους (όπως ορίζονται ανωτέρω). Η ίδρυση και η λειτουργία του θα γίνουν υπό το καθεστώς: (α) του Ν. 2190/1920 (του νόμου περί ανωνύμων εταιρειών), (β) του άρθρου 10 του Ν. 2919/2001 (ειδικού νόμου που προβλέπει την ίδρυση του ΚΕΣΥΤ), και (γ) της νεώτερης νομοθεσίας που αφορά στη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών κλειστού τύπου στην Ελλάδα με βάση το άρθρο 7 του Ν 2992/2002, ώστε το ΚΕΣΥΤ να λειτουργεί υπό παρόμοιους ανταγωνιστικούς όρους.

Το ΚΕΣΥΤ είναι Μέτρο (2.6) του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανταγωνιστικότητα» του 3^{ου} ΚΠΣ.

Δομή

Το ΚΕΣΥΤ είναι ένα μέτρο βιώσιμου μεγέθους και τα συνολικά κεφάλαιά του αναμένεται να φθάσουν τα € 80.692.403, από τα οποία:

- € 36.673.000 (45,45%) θα είναι ιδιωτικά, και

- € 44.019.403 (54,55%) θα αποτελούν δημόσια συμμετοχή που θα καλύπτεται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (€ 29.493.000, δηλ. 36,55%) και εθνικούς πόρους (€ 14.526.403, δηλ. 18,00%).

Τα συγκεντρωθέντα ιδιωτικά κεφάλαια του ΚΕΣΥΤ θα προσελκυσθούν κατόπιν πτανευρωπαϊκών προσκλήσεων υποβολής προσφορών, που θα καθορίζουν, εάν είναι απαραίτητο, τυχόν ευνοϊκούς όρους προτίμησης για τους ιδιώτες επενδυτές. Αυτοί οι όροι θα είναι διαθέσιμοι σε όλους τους ενδιαφερόμενους ιδιώτες επενδυτές καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας του ΚΕΣΥΤ ή μέχρι την ολοσχερή κάλυψη του προβλεπόμενου κεφαλαίου του (βλ. ενότητα περί ιδιωτικής συμμετοχής για μία λεπτομερέστερη παρουσίαση).

Σημειώνεται ότι, μετά την αρχική ίδρυση του ΚΕΣΥΤ με δημόσια χρηματοδότηση (αρχικό μετοχικό κεφάλαιο €146.735), η δημόσια συμμετοχή θα εκταμιεύεται κατ' αναλογία με την αντίστοιχη ιδιωτική συμμετοχή, σε πλήρη συμμόρφωση με τους κανόνες του ΕΤΠΑ και των χρονικών ορίων του 3^{ου} ΚΠΣ για την Ελλάδα, δηλ. εγγραφή και δέσμευση κεφαλαίων μέχρι το τέλος του 2006 και εκταμίευσή τους μέχρι το τέλος του 2008.

Διοίκηση

Μετά την ίδρυση του ΚΕΣΥΤ –κατ' ανάγκη με δημόσια χρηματοδότηση (αρχικό μετοχικό κεφάλαιο €146.735) – και την επακόλουθη συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών, η διοίκησή του θα είναι ανεξάρτητη από την επιρροή και ανάμιξη του Κράτους και θα ακολουθήσει αυστηρά τις αρχές, τις προδιαγραφές και τις πρακτικές της ελεύθερης αγοράς.

Διοικητικό Συμβούλιο

Κατά την ίδρυση του ΚΕΣΥΤ, το Ελληνικό Κράτος θα ορίσει τα αρχικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, αλλά οι μεταγενέστεροι ιδιώτες μέτοχοι θα έχουν τη δυνατότητα να εκλέξουν τα δικά τους μέλη, με βάση τη νομοθεσία περί ανωνύμων εταιρειών και πιθανούς ευνοϊκούς όρους προτίμησης αναφορικά με τη διοίκηση του ΚΕΣΥΤ, που θα τους έχουν προσφερθεί από το Κράτος ως μέτοχο (δηλ. μπορεί να συμφωνηθεί ότι οι ιδιώτες μέτοχοι θα έχουν μεγαλύτερη αναλογικά αντιπροσώπευση στο Διοικητικό Συμβούλιο σε σχέση με τη μειοψηφική συμμετοχή τους στο κεφάλαιο, ως πρόσθετη εγγύηση για την ουσιαστική μη ανάμιξη του Κράτους στη διοίκηση του ΚΕΣΥΤ).

Διαχειριστής

Το Διοικητικό Συμβούλιο θα επιλέξει ένα Διαχειριστή μετά από πανευρωπαϊκή πρόσκληση υποβολής προσφορών. Ο Διαχειριστής (φυσικό ή νομικό πρόσωπο) πρέπει να επιδείξει τη δυνατότητά του να προσελκύσει ιδιωτικά κεφάλαια στο ΚΕΣΥΤ, καθώς και την κατάλληλη εμπειρία και προσωπικό που απαιτούνται για τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων ή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην αγορά-στόχο που θα δραστηριοποιηθεί το ΚΕΣΥΤ. Ο Διαχειριστής θα δρα σύμφωνα με τις προδιαγραφές και τις πρακτικές της αγοράς και κυρίως:

- Θα προσελκύει ιδιωτικές επενδύσεις στο ΚΕΣΥΤ,
- Θα προτείνει τη γενική επενδυτική στρατηγική σύμφωνα με τους στόχους και τους περιορισμούς του ΚΕΣΥΤ,
- Θα εντοπίζει, αξιολογεί και προτείνει στην Επενδυτική Επιτροπή ελκυστικές ευκαιρίες και μορφές επένδυσης,
- Θα υλοποιεί και παρακολουθεί τις επιλεχθείσες επενδύσεις,
- Θα πραγματοποιεί επικουρικά καθήκοντα που προάγουν τα παραπάνω.

Επενδυτική Επιτροπή

Η Επενδυτική Επιτροπή θα είναι ανεξάρτητη από τα υπόλοιπα διοικητικά όργανα του ΚΕΣΥΤ και θα αποτελείται από όχι λιγότερα από τρία και όχι περισσότερα από πέντε μέλη, τα οποία θα διακρίνονται για την ανεξαρτησία τους και τις οικονομικές ή/ και τεχνολογικές γνώσεις τους αναφορικά με την αγορά στην οποία θα δραστηριοποιείται το ΚΕΣΥΤ. Τα μέλη της Επενδυτικής Επιτροπής, εκτός από ένα το οποίο θα ορίζεται απευθείας από τον Διαχειριστή, θα εκλέγονται από το Διοικητικό Συμβούλιο με βάση κατάλογο υποψηφίων τον οποίο θα συντάσσουν αποκλειστικά οι ιδιώτες μέτοχοι, ενώ το Κράτος, με βάση μία Σύμβαση Μετόχων (Shareholders' Agreement) που θα συνάπτεται με καθένα ιδιώτη μέτοχο, θα δεσμεύεται να επικυρώνει απλώς τον κατάλογο υποψηφίων. Αυτή η διευθέτηση έχει σκοπό να προσφέρει ακόμη μία διοικητικής φύσης εγγύηση στους ιδιώτες επενδυτές. Κάθε επένδυση του ΚΕΣΥΤ θα πραγματοποιείται απαραίτητα κατόπιν σχετικής έγκρισης της Επενδυτικής Επιτροπής.

Αμοιβή

Η αμοιβή του Διαχειριστή θα υπολογίζεται επί διπλής βάσης, δηλ. ως αμοιβή διαχείρισης και ως πρόσθετη αμοιβή επιτυχίας, και στις δύο περιπτώσεις συνδεδεμένες με την απόδοσή του:

- η αμοιβή διαχείρισης θα υπολογίζεται ως ποσοστό επί του καταβεβλημένου κεφαλαίου του ΚΕΣΥΤ (κατά κανόνα, 2,5% ετησίως, κυμαινόμενου όμως ανάλογα με την επιτυχία άντλησης ιδιωτικών κεφαλαίων για το ΚΕΣΥΤ),
- η αμοιβή επιτυχίας θα καθορίζεται από την αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων του ΚΕΣΥΤ και θα υπολογίζεται ως ποσοστό της επιστροφής επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) του ΚΕΣΥΤ με ρήτρα συμμετοχής επί της δημιουργίας υπεραξίας (carried interest) πέραν ενός ορίου αποδοτικότητας που θα προκαθορίζεται με βάση τις επικρατούσες προσδοκίες της αγοράς.

Τα μέλη της Επενδυτικής Επιτροπής θα λαμβάνουν αμοιβή επιτυχίας υπολογιζόμενη με παρόμοιο τρόπο με αυτή του Διαχειριστή.

Συνεπώς, η αμοιβή τόσο του Διαχειριστή όσο και των μελών της Επενδυτικής Επιτροπής θα συνδέεται άμεσα με τη συνολική επίδοση του ΚΕΣΥΤ, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές των κανόνων των κρατικών ενισχύσεων υπό μορφή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου αλλά και με τις πρακτικές του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (EIF).

Ιδιωτική συμμετοχή στο ΚΕΣΥΤ από Επενδυτές Οικονομίας της Αγοράς («ΕΟΑ»)

Το ποσοστό συμμετοχής των ΕΟΑ στο κεφάλαιο του ίδιου του ΚΕΣΥΤ θα είναι ελαφρά μεγαλύτερο του 45%, που είναι σημαντικά ανώτερο από το ελάχιστο ποσοστό του 30% που εφαρμόζεται σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου που δραστηριοποιούνται σε ενισχυόμενες περιοχές.

Όπως σημειώθηκε στην εισαγωγή, το μέτρο έχει σκοπό να αντιμετωπίσει την παρούσα επιφυλακτικότητα των ιδιωτικών κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην Ελλάδα να επενδύσουν στις επιχειρήσεις-στόχους του ΚΕΣΥΤ. Με το σκοπό αυτό, το ΚΕΣΥΤ θα ιδρυθεί ώστε να λειτουργήσει ως καταλύτης για την προσέλκυση και ενεργοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων στον τομέα αυτόν.

Για να προσελκυστούν ιδιωτικά κεφάλαια αυτού του τύπου, είναι συχνά απαραίτητο να παρέχονται στους ιδιώτες επενδυτές ευνοϊκοί όροι προτίμησης, διπτής φύσεως (είτε χωριστά είτε σωρευτικά):

- οικονομικής (π.χ. προτεραιότητα στη διανομή των αποδόσεων μέχρις ενός ορισμένου επιπέδου που θα ορίζεται στη Συμφωνία Μετόχων, πέραν του οποίου η διανομή θα γίνεται κατ' αναλογία) και/ ή
- θεσμικής (θέματα διοίκησης, κλπ.).

Αναμένεται ότι το γεγονός καθαυτό της δημόσιας συμμετοχής στα αρχικά στάδια της ενεργοποίησης της αγοράς κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην Ελλάδα αναφορικά με τις επιχειρήσεις-στόχους του ΚΕΣΥΤ θα αποτελέσει επαρκές κίνητρο για την προσέλκυση και δραστηριοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, η διαθεσιμότητα δημοσίων κεφαλαίων θα περιορίσει σε αποδεκτά επίπεδα τον κίνδυνο και την έκθεση σε αυτόν των ιδιωτών επενδυτών, οι οποίοι έτσι αποκτούν κίνητρο να επενδύσουν στις προαναφερθείσες επιχειρήσεις-στόχους, ενώ στην παρούσα φάση η σχέση κινδύνου με την προσδοκώμενη απόδοση είναι αποτρεπτική.

Αυτή η παρέμβαση προς την κατεύθυνση της μείωσης του κινδύνου των ιδιωτών επενδυτών είναι η ελάχιστη απαραίτητη ώστε να επιτευχθεί ο σκοπός του μέτρου.

Ο στόχος είναι να προκαλέσει το μέτρο την ελάχιστη δυνατή στρέβλωση στην αγορά και, για το λόγο αυτό, το ΚΕΣΥΤ αρχικά δε θα προσφέρει με δική του πρωτοβουλία οποιονδήποτε οικονομικό ευνοϊκό όρο στους ιδιώτες επενδυτές: το ΚΕΣΥΤ θείανται απλά ένα κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου χωρίς καμία διαφορά από παρόμοια κεφάλαια στην Ελλάδα πέραν του ότι θα περιλαμβάνει δημόσια συμμετοχή.

Πρέπει να σημειωθεί ότι το ΚΕΣΥΤ θα προσφέρει στους ιδιώτες επενδυτές αυξημένη συμμετοχή στη διοίκησή του, μέσω:

- της αναλογικά μεγαλύτερης εκπροσώπησης των (μειοψηφούντων) ιδιωτών μετόχων στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΚΕΣΥΤ, και
- της πρότασης (και ουσιαστικά εκλογής) των μελών της Επενδυτικής Επιτροπής αποκλειστικά από το Διαχειριστή και τους ιδιώτες επενδυτές,

παρέχοντας έτσι στους ιδιώτες επενδυτές έναν υψηλό βαθμό ελέγχου και εμπιστοσύνης, ώστε να προσελκυστούν ιδιωτικά κεφάλαια αλλά και να λειτουργήσει το ΚΕΣΥΤ ως συνήθης οικονομικός φορέας στην αγορά.



Εν τούτοις, εάν μετά από πανευρωπαϊκή πρόσκληση υποβολής προσφορών διαπιστωθεί ότι τα παραπάνω δεν είναι αρκετά ώστε να προσελκύσουν επαρκή ιδιωτική συμμετοχή, το ΚΕΣΥΤ θα εξετάσει την πιθανότητα να προσφέρει και άλλους ευνοϊκούς όρους σε ιδιώτες επενδυτές, υπογραμμίζοντας ότι οι όροι αυτοί:

- Θα είναι εφεξής διαθέσιμοι σε όλους τους ενδιαφερόμενους ιδιώτες επενδυτές καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας του ΚΕΣΥΤ ή μέχρι την επίτευξη της οροφής του κεφαλαίου του ΚΕΣΥΤ (σε συμμόρφωση με την Ανακοίνωση της Επιτροπής «Κρατικές ενισχύσεις και επιχειρηματικά κεφάλαια», 2001/C 235/03), και
- Θα είναι σύμφωνοι με τον Κανόνα αριθ. 8 αναφορικά με τη χρηματοδοτική συμμετοχή των Διαρθρωτικών Ταμείων σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου (Κανονισμός της Επιτροπής (ΕΚ) 1685/2000 της 28^{ης} Ιουλίου 2000, όπως τροποποιήθηκε από τον Κανονισμό της Επιτροπής (ΕΚ) 1145/2003 της 28^{ης} Ιουνίου 2003).

5.4.3 Λειτουργία του μέτρου

Τα κριτήρια επένδυσης θα είναι ιδιωτικοοικονομικά, δηλαδή θα έχουν γνώμονα το κέρδος, και θα επικεντρώνονται κυρίως:

- στη φερεγγυότητα της επιχείρησης-στόχου και των μετόχων της,
- στην ποιότητα και αφοσίωση των μετόχων, της διοίκησης και του προσωπικού της (γνώση, εμπειρία, καινοτομία κλπ.)
- στο λεπτομερές και επαρκώς τεκμηριωμένο επιχειρηματικό σχέδιο, στη βιωσιμότητα, στις προοπτικές και στην προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσης (ενόψει της σχετικής αγοράς-στόχου),
- στην έλλειψη πρόσβασης της επιχείρησης-στόχου σε οργανωμένες αγορές κεφαλαίων,
- στο ύψος και στο κινητροδοτικό αποτέλεσμα της επένδυσης,
- στο χρονοδιάγραμμα της ωρίμανσης της επένδυσης και στην πρόβλεψη μηχανισμού αποεπένδυσης.

Ιδιαίτερη έμφαση θα δοθεί στο κινητροδοτικό αποτέλεσμα της συμμετοχής του ΚΕΣΥΤ, δηλ. στο ρόλο του ως καταλύτη τόσο για να προσελκύσει ΕΟΑ στον τομέα των κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην Ελλάδα όσο και, πιο σημαντικό, για να επιτρέψει στις επιχειρήσεις-στόχους να αναπτύξουν τις καινοτόμες και υψηλής τεχνολογίας δραστηριότητες τους καλύπτοντας το χρηματοδοτικό κενό το οποίο προς το παρόν εμποδίζει την εμφάνιση και ανάπτυξή τους.

Σε αυτό το πλαίσιο, εκτιμάται πως το ΚΕΣΥΤ, πέραν της επιτυχούς χρήσης του κυρίου επενδυτικού εργαλείου της άμεσης συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων-στόχων (είτε ανεξάρτητα είτε από κοινού με άλλους ΕΟΑ), μπορεί σε εξαιρετικές περιπτώσεις να συμμετέχει σε άλλα επιχειρηματικά κεφάλαια ώστε να μοχλεύει την αποτελεσματικότητά του και την επενδυτική ικανότητα των κεφαλαίων αυτών σε ολόκληρο το εύρος της αγοράς-στόχου.

Οι προαναφερθείσες σκέψεις εξυπηρετούν ένα βαθύτερο σκοπό: το ΚΕΣΥΤ πρέπει να «ξεκινήσει τη χιονοστιβάδα» με την ελάχιστη δυνατή παρέμβαση και πρέπει να λειτουργήσει ως βατήρας για την ενεργοποίηση ενός αυξανόμενου αριθμού και μεγέθους ιδιωτικών κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου στην Ελλάδα, που θα επενδύουν στις επιχειρήσεις-στόχους. Πιστεύεται ότι η συνολική προσέγγιση συνιστά επαρκή εγγύηση για την αποφυγή παροχής υπεραπόδοσης προς ιδιώτες επενδυτές.

Το ΚΕΣΥΤ θα επενδύει κατ' ανώτερο €2.000.000 ανά επιχείρηση-στόχο. Αυτό θα επιτρέψει μεγαλύτερη διασπορά της αποσκοπούμενης καταλυτικής επιρροής του ΚΕΣΥΤ και επίσης θα αποτελέσει εγγύηση ότι η χρηματοδότηση από το ΚΕΣΥΤ δε θα σπαταληθεί σε σταθερά ζημιογόνες επενδύσεις.

Έκαστη δόση χρηματοδότησης προς μια επιχείρηση-στόχο θα περιορίζεται σε €1.000.000 ανά εξάμηνο ενώ γενικά αναμένεται να είναι αρκετά χαμηλότερη, δεδομένου του μεγέθους και του σταδίου ανάπτυξης των επιχειρήσεων-στόχων. Σημειώνεται ότι οι εκταμιεύσεις που θα γίνονται σε κατ' αποκοπή εφαρμογή ενός διακανονισμού χρηματοδότησης θα θεωρούνται ως μία δόση ακόμη και εάν λαμβάνουν χώρα σε διάστημα που εκτείνεται πέραν των 6 μηνών.

Οι επενδύσεις του ΚΕΣΥΤ θα γίνονται μόνο σε επιχειρήσεις-στόχους ή κεφάλαια που είναι ανεξάρτητα από τους μετόχους και τα μέλη των διοικητικών οργάνων του ΚΕΣΥΤ (συμπεριλαμβανομένου και του Διαχειριστή).

Η συμμετοχή του ΚΕΣΥΤ σε οποιαδήποτε επιχείρηση-στόχο (ή, κατ' εξαίρεση, άλλο κεφάλαιο) θα αφορά πάντα μειοψηφικό μερίδιο, παρέχοντας διαχειριστική υποβοήθηση/



καθοδήγηση (μέσω του Διαχειριστή) όπου απαιτείται και ζητείται για τη βελτιστοποίηση της επίδοσης της επιχείρησης-στόχου και της απόδοσης της επένδυσης του ΚΕΣΥΤ.

Πρέπει να υπογραμμιστεί ότι το ΚΕΣΥΤ θα λειτουργήσει σε συνεργασία με άλλα κεφάλαια (μέσω από κοινού συμμετοχής ή, κατ' εξαίρεση, συμμετοχής σε άλλο κεφάλαιο) μόνο εφόσον η ιδιωτική συμμετοχή στα κεφάλαια αυτά ξεπερνά το 50% ώστε να είναι βέβαιη η χρήση της χρηματοδότησής του με αγοραίο κίνητρο και πρωταρχική επιδίωξη την επίτευξη κέρδους. Επίσης, στην περίπτωση της συμμετοχής σε άλλο κεφάλαιο, το κεφάλαιο στο οποίο θα συμμετέχει το ΚΕΣΥΤ θα πρέπει να λειτουργεί εντός των ίδιων επενδυτικών κριτηρίων με αυτών του ΚΕΣΥΤ, ώστε να αποφευχθεί η εκτροπή των κεφαλαίων του ΚΕΣΥΤ σε επενδύσεις που δεν πληρούν τις εφαρμοστέες κατευθυντήριες γραμμές περί κρατικών και περιφερειακών ενισχύσεων.

Ο χρονισμός της συγκέντρωσης των κεφαλαίων του ΚΕΣΥΤ θα είναι ο ακόλουθος:

- στην αρχή, δηλ. κατά την ίδρυση του ΚΕΣΥΤ, το Ελληνικό Κράτος θα συνεισφέρει το μετοχικό κεφάλαιο (€146.735) το οποίο θα καλύψει τις (ελάχιστες) δαπάνες διοίκησης και λειτουργίας του ΚΕΣΥΤ μέχρι την εισδοχή ιδιωτών επενδυτών και την αντίστοιχη συμμετοχή κεφαλαίων του ΕΤΠΑ,
- ο Διαχειριστής θα επιδιώξει δεσμεύσεις συμμετοχής από πιθανούς ιδιώτες επενδυτές μέχρι του ποσού των €36.673.000,
- οι δεσμευμένες ιδιωτικές συμμετοχές θα καταβάλλονται στο μετοχικό κεφάλαιο λίγο πριν την πραγματοποίηση της επιλεχθείσας επένδυσης του ΚΕΣΥΤ και σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα εκταμίευσης αυτής: με τον τρόπο αυτό θα εξασφαλιστεί ότι δε θα υπάρχουν ανενεργά κεφάλαια (ως αχρησιμοποίητο μέρος του κεφαλαίου του ΚΕΣΥΤ) και ότι δε θα γίνεται εκταμίευση κεφαλαίων από το ΕΤΠΑ και εθνικούς πόρους μέχρι να έχει εντοπιστεί η επιχείρηση-στόχος και να έχει εγκριθεί η σχετική επένδυση από την Επενδυτική Επιτροπή,
- παράλληλα με την καταβολή του μεριδίου του ιδιώτη επενδυτή (ή επενδυτών) και κατ' αναλογία με τη συνεισφορά τους, θα καταβάλλεται το κεφάλαιο που αναλογεί στο ΕΤΠΑ και στους εθνικούς πόρους.

Το ΚΕΣΥΤ θα επενδύει μόνο εφόσον έχει συμφωνηθεί με την επιχείρηση-στόχο ο μηχανισμός εξόδου (αποεπένδυσης) με βάση δύο παράλληλα κριτήρια: ένα χρονικό όριο (συνήθως 5-7 έτη), μετά το οποίο το ΚΕΣΥΤ θα εξέλθει από την επένδυση, και ένα όριο

απόδοσης (δηλ. ένα όριο κέρδους ή ζημίας) πέραν του οποίου το ΚΕΣΥΤ θα εξέλθει από την επένδυση. Οι συγκεκριμένες ρυθμίσεις θα εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά της κάθε επένδυσης. Στην ειδική περίπτωση της συνεργασίας με άλλο κεφάλαιο (syndication ή funds funding), ένα πρόσθετο κριτήριο αποεπένδυσης θα είναι ένα χρονικό όριο για την πραγματοποίηση των σχεδιαζόμενων επενδύσεων στο επίπεδο των επιχειρήσεων-στόχων: εάν η προθεσμία αυτή παρέλθει χωρίς να έχουν γίνει επενδύσεις στις επιλεχθείσες επιχειρήσεις-στόχους, τότε το ΚΕΣΥΤ θα έχει διατηρήσει το δικαίωμα να εξέλθει από το συγχρηματοδοτικό σχήμα.

Το ΚΕΣΥΤ δεν αναμένεται να διαλυθεί με την εκπνοή του 3^{ου} ΚΠΣ, αλλά θα συνεχίσει να λειτουργεί επενδύοντας τα κεφάλαια και τα κέρδη των μετόχων του δημοσίου προς την εκπλήρωση των σκοπών του.

Η επίδοση του ΚΕΣΥΤ θα εκτιμηθεί με βάση οικονομικούς και περιφερειακούς δείκτες, όπως:

- αντληθέν κεφάλαιο για το ΚΕΣΥΤ
- αριθμός και είδος επιχειρήσεων στις οποίες πραγματοποιήθηκε επένδυση
- απόδοση των επενδύσεων
- βαθμός επανεπένδυσης
- επιπτώσεις όπως:
 - ◊ νέες επιχειρήσεις που δημιουργήθηκαν στην αγορά-στόχο
 - ◊ νέες θέσεις εργασίας
 - ◊ αύξηση της απασχόλησης στον τομέα-στόχο εν γένει
 - ◊ βαθμός επιβίωσης των νέων επιχειρήσεων στις οποίες πραγματοποιήθηκε επένδυση
 - ◊ μόχλευση ιδιωτικής χρηματοδότησης στην αγορά-στόχο
 - ◊ βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος.

5.4.4 Συμβατότητα του μέτρου με τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων

Όπως προαναφέρθηκε, το ΚΕΣΥΤ θα λειτουργήσει σαφώς εντός των κατευθυντηρίων γραμμών και των κριτηρίων της Επιτροπής αναφορικά με τη συμβατότητα των κρατικών ενισχύσεων υπό τη μορφή επιχειρηματικών κεφαλαίων:

- α) Οι επενδύσεις του ΚΕΣΥΤ θα στοχεύουν αποκλειστικά μικρές και/ ή μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις στην εκκίνησή τους ή σε άλλα αρχικά στάδια εξέλιξής τους, οι οποίες έχουν ιδρυθεί και λειτουργούν στην Ελλάδα, ολόκληρη η επικράτεια της οποίας είναι ενισχυόμενη περιοχή σύμφωνα με το άρθρο 87(3)(a) της Συνθήκης ΕΚ. Επιπρόσθετα, κάθε δόση χρηματοδότησης σε μια επιχείρηση, όπως προαναφέρθηκε, θα περιορίζεται κατ' ανώτατο όριο σε €1.000.000, σύμφωνα με τον τρέχοντα Χάρτη Περιφερειακών Ενισχύσεων που ισχύει μέχρι το τέλος του 2006. Το όριο αυτό θα προσαρμοστεί σύμφωνα με τους μελλοντικούς Χάρτες Περιφερειακών Ενισχύσεων που θα τύχουν εφαρμογής κατά τη διάρκεια λειτουργίας του ΚΕΣΥΤ.
- β) Το ΚΕΣΥΤ θα λειτουργήσει μόνο μέσω της παροχής ιδίων κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου (και όχι με άλλες μορφές χρηματοδότησης) και δε θα παρέχει χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που ήδη έχουν πρόσβαση σε οργανωμένες αγορές κεφαλαίων.
- γ) Οι αποφάσεις για τις επενδύσεις από το ΚΕΣΥΤ θα έχουν κίνητρο το κέρδος και τη διαχείριση των κεφαλαίων της εταιρίας θα αναλάβουν επαγγελματίες και ειδικοί της αγοράς (Διαχειριστής και Επενδυτική Επιτροπή), των οποίων η αμοιβή θα είναι άμεσα συνδεδεμένη με την απόδοση του ΚΕΣΥΤ. Επιπρόσθετα, οι ΕΟΑ έχουν σημαντική (άνω του 45%) συμμετοχή στα κεφάλαια του ΚΕΣΥΤ και η συμμετοχή του ΚΕΣΥΤ σε επιχειρήσεις-στόχους ή άλλα χρηματοδοτικά σχήματα θα είναι πάντα τέτοια ώστε η ιδιωτική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων-στόχων να είναι τουλάχιστον 75%.
- δ) Η δομή και η λειτουργία του ΚΕΣΥΤ ουσιαστικά περιορίζει κάθε στρέβλωση του ανταγωνισμού μεταξύ επενδυτών και μεταξύ κεφαλαίων στο μικρότερο δυνατό βαθμό: οι ΕΟΑ θα κληθούν να συμμετάσχουν στο ΚΕΣΥΤ μέσω πανευρωπαϊκής πρόσκλησης υποβολής προσφορών, η οποία θα προσδιορίζει τυχόν ευνοϊκούς όρους που θα προσφέρονται σε κάθε ΕΟΑ που θα επιθυμεί να συμμετάσχει, χωρίς χρονικό περιορισμό και μέχρι την επίτευξη της οροφής των κεφαλαίων του ΚΕΣΥΤ. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι στις περιπτώσεις όπου το ΚΕΣΥΤ θα χρησιμοποιήσει τους μηχανισμούς της συγχρηματοδότησης με άλλα κεφάλαια ή, σπανιότερα, της συμμετοχής του σε άλλα κεφάλαια, θα λειτουργήσει με βάσει αυστηρά ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια, θα συμμετέχει στους μηχανισμούς αυτούς κατά μειοψηφία και θα επενδύει με τους ίδιους όρους με τους άλλους επενδυτές. Συνακόλουθα, το ΚΕΣΥΤ θα λειτουργήσει στην αγορά ως συνήθης οικονομικός φορέας της οικονομίας της αγοράς και δε θα προσφέρει κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα στα κεφάλαια με τα οποία θα συνεργαστεί στο πλαίσιο συγκεκριμένου συγχρηματοδοτικού σχήματος.

ε) Το ΚΕΣΥΤ δεν επικεντρώνεται σε συγκεκριμένους τομείς αλλά στην τεχνολογική και επιχειρηματική καινοτομία, αλλά ακόμη και εάν κριθεί ότι, λόγω της κατεύθυνσης αυτής, πράγματι το ΚΕΣΥΤ έχει τομεακό χαρακτήρα, αυτό δικαιολογείται τόσο επιχειρηματικά όσο και πολιτικά, όπως αναγνωρίστηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας την 23-24 Μαρτίου 2000 και την ίδια την Επιτροπή. Σε κάθε περίπτωση, οι τομείς της ναυπηγοεπισκευαστικής βιομηχανίας και της ΕΚΑΧ εξαιρούνται από τη χρηματοδότηση του ΚΕΣΥΤ.

στ) Οι επενδύσεις του ΚΕΣΥΤ θα γίνονται βάσει επιχειρηματικού σχεδίου για κάθε επένδυση, το οποίο θα εξετάζεται από το Διαχειριστή και την Επενδυτική Επιτροπή, ενώ θα εξασφαλίζεται συγκεκριμένος μηχανισμός αποεπένδυσης για κάθε επένδυση βάσει των ειδικών χαρακτηριστικών της.

ζ) Όπως περιγράφηκε ανωτέρω, πιστεύεται ότι η δομή και οι λειτουργικοί περιορισμοί του ΚΕΣΥΤ αποκλείουν οποιαδήποτε μορφή κρατικής ενίσχυσης στο επίπεδο των επιχειρήσεων-στόχων (όπου το ΚΕΣΥΤ θα λειτουργεί με αυστηρά ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια), καθιστώντας έτσι τον καθορισμό ορίων σώρευσης ενισχύσεων σε κάθε επιχείρηση άνευ αντικειμένου. Σε κάθε περίπτωση, σημειώνεται ότι σύντομα αναμένεται να τεθεί σε λειτουργία κεντρικό μητρώο των ελληνικών επιχειρήσεων που έχουν λάβει κρατική ενίσχυση, κάτι που μπορεί να παράσχει πρόσθετο έλεγχο επί πιθανής σώρευσης κρατικών ενισχύσεων από μία επιχείρηση πέραν των επιτρεπτομένων ορίων.

5.4.5 Πρόσθετα ζητήματα και δεσμεύσεις

Παρά το γεγονός ότι το άρθρο 10, παρ. ιβ', του Ν. 2919/2001 προβλέπει τη δυνατότητα απόσπασης προσωπικού του δημόσιου τομέα στο ΚΕΣΥΤ (υποδεικνύοντας ότι ο μισθός και οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης του εν λόγω προσωπικού θα καταβάλλονται από τη δημόσια υπηρεσία ή επιχείρηση από την οποία προέρχεται το προσωπικό αυτό), η Ελληνική Κυβέρνηση ρητά δεσμεύεται να μην κάνει χρήση αυτής της πρόβλεψης εκτός από την περίπτωση προσωπικού του δημόσιου τομέα που ορίζεται μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του ΚΕΣΥΤ εκπροσωπώντας το Δημόσιο. Σε αυτή την περίπτωση, κατά πάγια πρακτική, τα μέλη αυτά θα λαμβάνουν από την υπηρεσία ή την επιχείρησή τους αποζημίωση για την κάθε μία συμμετοχή τους σε συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, πέραν και άνω του κανονικού μισθού τους. Αυτή η πρόσθετη αποζημίωση, ακόμη και εάν θα καταβάλλεται από τη δημόσια υπηρεσία ή επιχείρηση (και όχι από το ίδιο το ΚΕΣΥΤ), δε συνιστά κρατική ενίσχυση αφού αφορά στην

εκπροσώπηση του Δημοσίου στο Διοικητικό Συμβούλιο (του οποίου τα μέλη δε λαμβάνουν καμία αμοιβή από το ΚΕΣΥΤ) και, σε κάθε περίπτωση, περιλαμβάνεται σαφώς στα όρια του *de minimis*.

Η Ελληνική Κυβέρνηση θα υποβάλλει ετήσια έκθεση για την πρόοδο και τη λειτουργία του μέτρου.

5.4.6 Νομικό Πλαίσιο

Οι βασικές ρυθμίσεις για την ίδρυση και λειτουργία του ΚΕΣΥΤ καθορίζονται:

- Στο άρθρο 10, παράγραφος 1 του Νόμου 2919/2001 «Σύνδεση έρευνας και τεχνολογίας με την παραγωγή και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 128/25.6.2001)
- Στο Επιχειρησιακό Πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» (ΕΠΑΝ) του Γ' ΚΠΣ και ειδικότερα στο συμπλήρωμα προγραμματισμού του μέτρου 2.6 «Δημιουργία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας (ΚΕΣΥΤ)» και στη διαδικασία υλοποίησης αυτού με όλες τις σχετικές ρυθμίσεις μια εκ των οποίων προδιαγράφει την υλοποίηση του παρόντος επιχειρησιακού σχεδίου.

Στη συνέχεια κωδικοποιούνται οι ρυθμίσεις των δύο αυτών νομικών εγγράφων:

- Επωνυμία: Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας ΑΕ ("ΚΕΣΥΤ ΑΕ")
- Νομική μορφή: ανώνυμη εταιρεία με έδρα την Αθήνα που διέπεται από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, εκτός από τις ειδικές ρυθμίσεις του Ν 2919/2001 και του μέτρου 2.6 του ΕΠΑΝ που παρουσιάζονται στη συνέχεια.
- Σκοπός: ενίσχυση της επιχειρηματικής δραστηριότητας σε τομείς τεχνολογικής έντασης και έντασης γνώσης, που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και ειδικότερα:
 - ◊ Χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων, επιχειρηματιών και επιστημόνων, στο τομέα των νέων τεχνολογιών και των νέων επιχειρηματικών προτύπων
 - ◊ Παροχή διοικητικής υποστήριξης, υποδομών και συμβουλευτικών υπηρεσιών, που συμβάλλουν στην οργάνωση και στον επιχειρηματικό σχεδιασμό σε αυτόν τον τομέα
 - ◊ Συνεργασία με εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και χρηματοδοτικούς φορείς για την από κοινού επένδυση στις νέες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης,
 - ◊ Συμμετοχή με κεφάλαιο σε χρηματοδοτικούς φορείς, οι οποίοι έχουν συναφή με την εταιρεία σκοπό.

Στο ανωτέρω πλαίσιο, οι ειδικότεροι όροι και οι προϋποθέσεις για την παροχή χρηματοδότησης θα καθορίζονται με Κοινή Υπουργική Απόφαση (Οικονομικών και Ανάπτυξης). Μετά από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας μπορεί να ανατίθεται σε εταιρείες ορκωτών ελεγκτών ο περιοδικός έλεγχος των επί μέρους τοποθετήσεων της εταιρίας.

- **Μετοχικό Κεφάλαιο:**

- ◊ Αρχικό μετοχικό κεφάλαιο: 50.000.000 δραχμές (€ 146.735) διαιρούμενο σε πέντε χιλιάδες (5.000) ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 10.000 δραχμών (€29,34). Καλύπτεται ολόκληρο με καταβολή μετρητών από το Ελληνικό Δημόσιο μέσα σε δύο (2) μήνες από τη δημοσίευση του καταστατικού της εταιρείας. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξηθεί μέσω κοινών αποφάσεων των Υπουργών Οικονομικών και Ανάπτυξης, με δυνατότητα ανάληψης και καταβολής του σχετικού ποσού από το Δημόσιο, φορείς ή εταιρείες του ευρύτερου δημόσιου τομέα, τράπεζες - μέλη της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, ΕΚΕΣ και χρηματοδοτικούς φορείς. Για κάθε άλλη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εφαρμόζονται οι διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920.
- ◊ Συνολικά Κεφάλαια (στο πλαίσιο του μέτρου 2.6 του ΕΠΑΝ): η δυνατότητα χρηματοδότησης αναμένεται να φθάσει τα € 80.692.403, από τα οποία € 36.673.000 (45,45%) θα είναι ιδιωτικά, και € 44.019.403 (54,55%) θα αποτελούν δημόσια συμμετοχή που θα καλύπτεται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης (€ 29.493.000, δηλ. 36,55%) και εθνικούς πόρους (€ 14.526.403, δηλ. 18,00%).
- Γενική Συνέλευση (ΓΣ): Στις γενικές συνελεύσεις το Ελληνικό Δημόσιο εκπροσωπείται από τους Υπουργούς Οικονομικών και Ανάπτυξης ή από το εξουσιοδοτημένο από αυτούς πρόσωπο.
- Διοίκηση: απαρτίζεται από Διοικητικό Συμβούλιο, Γενικό Διευθυντή και προαιρετικά από Ειδικό Συμβούλιο ως ακολούθως:
 - ◊ Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ): αποτελείται από πέντε μέλη με διετή θητεία, δυνάμενα να επαναδιοριστούν, το οποίο λειτουργεί σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρείες, και τα μέλη του διορίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και Ανάπτυξης. Με όμοια απόφαση καθορίζεται το ύψος της αποζημίωσής τους.

- ❖ Γενικός Διευθυντής (ΓΔ): προσλαμβάνεται από το ΔΣ με σύμβαση διάρκειας τεσσάρων (4) ετών ύστερα από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος. Ο ΓΔ είναι το ανώτατο εκτελεστικό όργανο της εταιρείας, διευθύνει τις εργασίες της και συμμετέχει στις συνεδριάσεις του ΔΣ χωρίς δικαίωμα ψήφου.
- ❖ Ειδικό Συμβούλιο (ΕΣ): Το καταστατικό μπορεί να προβλέπει τη σύστασή του ύστερα από απόφαση του ΔΣ της εταιρείας. Αποτελείται από διακεκριμένους επιστήμονες, με εξειδίκευση και πείρα στον τομέα των νέων τεχνολογιών και πρόσωπα καταξιωμένα στον επιχειρηματικό και ακαδημαϊκό κόσμο. Έργο του Ε.Σ είναι η χάραξη των στρατηγικών επιλογών της εταιρείας. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Ανάπτυξης καθορίζονται οι λεπτομέρειες για τη συγκρότηση και λειτουργία του.
- Καταστατικό: καταρτίζεται με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Ανάπτυξης, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και ρυθμίζει όλα τα σχετικά θέματα όπως:
 - ❖ σκοπό, διάρκεια, έδρα
 - ❖ έκδοση των μετοχών και των προσωρινών τίτλων, δικαιώματα των μετόχων
 - ❖ σύγκληση, συγκρότηση, λειτουργία και αρμοδιότητες της ΓΣ και του ΔΣ
 - ❖ πρώτη εταιρική χρήση, λύση και εκκαθάριση
 - ❖ διανομή των κερδών, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις
 - ❖ ελεγκτές (τακτικό και αναπληρωματικό)
 - ❖ Η τροποποίηση του καταστατικού γίνεται με απόφαση της ΓΣ, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κ.Ν.2190/1920 και τις ειδικές θεσμικές ρυθμίσεις για το ΚΕΣΥΤ.
- Φορολογικές ρυθμίσεις: Η εταιρεία δεν υπόκειται σε οποιονδήποτε φόρο, τέλος ή δικαίωμα Δημοσίου ή τρίτου για την κατάρτιση και την τροποποίηση του καταστατικού της.
- Προσωπικό: Το προσωπικό της εταιρείας προσλαμβάνεται όπως ορίζει η παράγραφος 3 του άρθρου 1 του ν. 2527/1997. Με κοινή απόφαση του Υπουργού Ανάπτυξης και του κατά περίπτωση αρμόδιου Υπουργού, μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας, είναι δυνατή η απόσπαση στην εταιρεία

προσωπικού του Δημοσίου ή φορέων του δημόσιου τομέα, όπως αυτός ορίζεται στην παρ. 1 του άρθρου 14 του ν. 2190/1994.

- **Επιχειρησιακό Σχέδιο:** η παράγραφος Δ του μέτρου 2.6 ορίζει σαφώς ότι για την δημιουργία και λειτουργία του ΚΕΣΥΤ απαιτείται καθορισμός: (α) του απαραίτητου Νομικού Πλαισίου λειτουργίας του, με την ψήφιση του νόμου για τη σύστασή του και τον καθορισμό των κανόνων της λειτουργίας του και (β) των ειδικότερων όρων και προϋποθέσεων για τη παροχή χρηματοδοτήσεων προς τις επιχειρήσεις. Σε αυτό το πλαίσιο η ΓΓΒ προκήρυξε την σύνταξη σχετικού επιχειρησιακού σχεδίου που υλοποιείται μέσω της παρούσας μελέτης.
- Κοινοποίηση του καθεστώτος ενίσχυσης στην ΕΕ: η παράγραφος Δ του μέτρου 2.6 ορίζει ότι εφόσον το ΚΕΣΥΤ δεν υλοποιείται στη βάση ήδη εγκεκριμένου καθεστώτος ενίσχυσης, θα υπάρξει κοινοποίηση για έγκριση καθεστώτος ενίσχυσης στις αρμόδιες υπηρεσίες της Ε.Ε, που θα υλοποιηθεί στο πλαίσιο της σύνταξης του επιχειρησιακού σχεδίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6. Case Study - Commercial Capital SA

Στις 16 Αυγούστου του 1997, μετά από διαπραγματεύσεις ενός μήνα, ο υπουργός Ιδιωτικοποιήσεων της Δημοκρατίας της Ρουμανίας, ανακοίνωσε την απόφασή του να πουλήσει το 40% της εταιρείας Μύλοι Titan στην εταιρεία Saint George Mills Commercial (SGMC) έναντι του ποσού των \$4,25 εκατομμυρίων. Η SGMC ήταν ένα joint venture μεταξύ των Μύλων Αγίου Γεωργίου και της Εμπορικής Κεφαλαίου, μια ελληνική εταιρεία venture capital που ανήκε στην Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδας (Exhibit 1). Άλλος ένας πλειοδότης στην προσφορά ήταν η Ένωση Εργαζομένων της Titan οι οποίοι εκείνο το πρωινό ξεκίνησαν απεργία προκειμένου να διαμαρτυρηθούν για την απώλειά τους.

6.1 Οι συνεταίροι

6.1.1 Commercial Capital

Η Commercial Capital ιδρύθηκε το 1993 από την Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδας (Exhibit 1). Αρχικά, το βασικό αντικείμενο της εταιρείας ήταν η διαχείριση χαρτοφυλακίων (Exhibit 2). Με το άνοιγμα των συνόρων των κομμουνιστικών κρατών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, η διοίκηση της τράπεζας διαπίστωσε ότι υπάρχουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις στην εν λόγω περιοχή. Όταν τον Σεπτέμβριο του 1994 η τράπεζα αποφάσισε να μετατρέψει την Commercial Capital σε εταιρεία venture capital, τη θέση του CEO κατέλαβε ο Κ. Φρονίστας.

Η περιοχή ενδιαφέροντος της Commercial Capital επεκτείνονταν από την Κύπρο ως τη Ρωσία, συμπεριλαμβάνοντας περισσότερες από 12 χώρες. Η εταιρεία όμως δεν είχε καμία εμπειρία σε αυτές της μεταλλασσόμενες αναδυόμενες αγορές. Είχαν περάσει μόλις πέντε χρόνια από την πτώση των κομμουνιστικών καθεστώτων και κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα πραγματοποιούνταν σε ένα χαοτικό περιβάλλον. Ήταν φανερό ότι για να πετύχει μια οποιαδήποτε επενδυτική προσπάθεια στην περιοχή, απαιτούνταν ιδιαίτερες ικανότητες και προσεκτική στρατηγική προκειμένου να περιοριστεί το επίπεδο του κινδύνου. Προσλήφθηκε λοιπόν ως ειδικός διευθύνων σύμβουλος, ο Δρ. Χαράλαμπος Βλαχούτσικος, ο οποίος είχε μακρά εμπειρία επιχειρηματικής δραστηριότητας στην περιοχή και μπορούσε να βοηθήσει στην χάραξη της στρατηγικής και στην ανάπτυξη τοπικών δικτύων. Δεδομένου ότι είχε αποκτήσει βαθιά γνώση του πολιτικού, κοινωνικού, οικονομικού και επιχειρηματικού περιβάλλοντος της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης

το ζητούμενο ήταν να κατορθώσει να «γεφυρώσει το χάσμα» που υπήρχε μεταξύ της Commercial Capital και των χωρών αυτών. Ξεκίνησε λοιπό προσπαθώντας να μάθει στα στελέχη της Commercial Capital τις μεθόδους, τις τακτικές, τις αξίες και τις πρακτικές του Σοβιετικού συστήματος διοίκησης που εφαρμόζονταν στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη. Όπως επεσήμανε χαρακτηριστικά:

«Ηθελα να προσαρμοστούν (τα στελέχη) στον τρόπο σκέψης ενός διαφορετικού συστήματος. Αυτό πιστεύω πως είναι το πρωταρχικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της Commercial Capital. Για παράδειγμα, ήθελα να διαπιστώσουν ότι η άγνοια που έχουν οι γηγενείς managers σε βασικές καπιταλιστικές concepts όπως είναι το μάρκετινγκ και η λογιστική δεν είναι ενδεικτικά ανεπάρκειας και ανικανότητας. Στην πραγματικότητα, οι managers αυτοί ήταν διευθυντές παραγωγής με διαφορετικές αξίες. Ανέπτυξαν εξαιρετικές ικανότητες στο να αντιμετωπίζουν την μόνιμη έλλειψη προμηθειών σε ένα κρατικομονοπωλιακό σύστημα και κατόρθωναν να επιτυγχάνουν τους στόχους παραγωγής που έθετε το υπουργείο τους».

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας της στρατηγικής της Commercial Capital ήταν η γεωγραφική της προσέγγιση. Σε αντίθεση με άλλους ξένους επενδυτές εκείνη την εποχή, η εταιρεία επέλεξε να αποφύγει τον διαχωρισμό των κεφαλαίων της ανάλογα με τη χώρα για την οποία θα προορίζονταν. Αντίθετα, η Commercial Capital θεωρούσε την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη σαν μία ενοποιημένη περιφέρεια που συμπεριλάμβανε και την Ελλάδα. Η Ελλάδα βρίσκονταν κοντά τόσο γεωγραφικά όσο και πολιτισμικά, με μακρά ιστορία επιχειρηματικών και εμπορικών σχέσεων με τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης πριν την επικράτηση του Σοβιετικού συστήματος. Για αυτό το λόγο οι αναδυόμενες αυτές αγορές αποτελούσαν μία φυσική επέκταση της σχετικά μικρής ελληνικής αγοράς. Και η Ελλάδα, εκείνη την περίοδο βρίσκονταν σε ιδιαίτερη θέση, ολοκληρώνοντας τις διαδικασίες των μεγάλων αλλαγών που απαιτήθηκαν προκειμένου να ενσωματωθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι έλληνες είχαν πλούσια εμπειρία γραφειοκρατίας και κυβερνητικής παρέμβασης στη χώρα τους. Η ελληνική κυβέρνηση ολοκλήρωνε ένα πρόγραμμα μαζικών αποκρατικοποιήσεων αρκετά παρόμοιο με αυτό που πραγματοποιούνταν στα Βαλκάνια. Για όλους αυτούς τους λόγους, οι ελληνικές εταιρείες είχαν λιγότερες επιφυλάξεις από άλλους ξένους επενδυτές, για επενδύσεις στα Βαλκάνια.

Το 1994-1995, η Commercial Capital αποφάσισε να καθιερώσει την παρουσία της στην περιοχή ανοίγοντας γραφεία στο Βουκουρέστι, το Κίεβο, τη Μόσχα, τη Λευκωσία και τη Σόφια. Ωστόσο, εκείνη την χρονική περίοδο δεν υπήρχαν γηγενείς διακεκριμένοι ειδικοί

επενδύσεων και η Commercial Capital, υπό τις οδηγίες του Βλαχούτσικου, δεν ήθελε να προσλάβει στελέχη από την Ελλάδα. Ανταυτού, η εταιρεία προσέλαβε γηγενείς με δύο κουλτούρες (“bi-cultural”) τους οποίους αποκαλούσε “μεταρρυθμιστές” (“transformers”). Οι μεταρρυθμιστές δεν είχαν μόνο εσωτερική γνώση για το πως να χειρίζονται τις οικονομικές μεταλλάξεις των χωρών τους, αλλά διακρίνονταν από εξαιρετική κατανόηση του καπιταλιστικού συστήματος και των περιορισμών του.

Η στρατολόγηση τέτοιων υποψηφίων ήταν εξαιρετικά λεπτή υπόθεση. Εκτός από τις ικανότητες, η Commercial Capital ήθελε ανθρώπους που μπορούσε να εμπιστευτεί. Έπρεπε να βρει ανθρώπους με αδιαμφισβήτητη φήμη και τιμιότητα προκειμένου να χτίσει μια “αλυσίδα εμπιστοσύνης”. Στη Βουλγαρία, για παράδειγμα, ο σύνδεσμος ήταν ένας πρώην διπλωμάτης που δούλεψε ως εμπορικός συνεργάτης της Βουλγαρίας στην Ελλάδα για περισσότερα από 10 χρόνια. Μιλούσε και ελληνικά και βουλγαρικά και γνώριζε τους περισσότερους από τους έλληνες επιχειρηματίες που είχαν εμπορικές συναλλαγές στη Βουλγαρία υπό του κομμουνιστικό καθεστώς. Ένα τέτοιο άτομο ήταν ανεκτίμητο απόκτημα εφόσον μπορούσε να καταλάβει το σύστημα και να ξεπεράσει την εχθρότητα και τον φόβο των ντόπιων προς τους ξένους επενδυτές.

Η σύναψη συνεργασιών ήταν επίσης ένα βασικό στοιχείο της στρατηγικής της Commercial Capital. Στις αρχές του 1994 η εταιρεία άρχισε συζητήσεις με έλληνες βιομηχάνους που ενδιαφέρονταν να επεκτείνουν τις αγορές τους στα Βαλκάνια και ήταν πρόθυμοι να μοιραστούν τους κινδύνους. Η Commercial Capital θα συνεισφέρει την χρηματοοικονομική γνώση και την γνώση των ιδιαιτεροτήτων της χώρας και οι βιομήχανοι την επιχειρηματική γνώση. Το προαπαιτούμενο μια τέτοιας στρατηγικής ήταν η τέλεια ευθυγράμμιση μεταξύ της Commercial Capital και της βιομηχανίας για τους επενδυτικούς στόχους και τη διοίκηση του joint venture όπως επίσης και για τον χρόνο και τον τρόπο με τον οποίο μπορούσε η Commercial Capital να βγει από την επένδυση.

6.1.2 Μύλοι Αγίου Γεωργίου

Τον Ιούλιο του 1995 κατά τη διάρκεια ενός ταξιδιού του στη Βουλγαρία ο Levis γνώρισε τον συνεπιβάτη του Ξενοφών Βουδούρογλου, τον διευθυντή παραγωγής της εταιρείας Μύλοι Αγίου Γεωργίου. Η εταιρεία που αποτελεί τον ηγέτη της ελληνικής αγοράς, ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1926 από δύο οικογένειες μυλωνάδων, τους Συμεόνογλου και τους Βουδούρογλου μετά τον διωγμό τους από τη Νότια Τουρκία. Η εταιρεία εισήχθη το 1952.

Αρχικά, οι Μύλοι Αγίου Γεωργίου παρήγαγαν μόνο αλεύρι. Αργότερα, εμπλούτισαν το προϊοντικό τους χαρτοφυλάκιο με την εισαγωγή και διανομή κατεψυγμένων προϊόντων ζύμης και την παραγωγή μακαρονιών. Από το 1984 μέχρι το 1994, η εταιρεία διάνυσε μια περίοδο μεγάλων ανακατατάξεων και έγινε και πάλι κερδοφόρα το 1989 (Exhibit 3). Το 1995, οι Μύλοι Αγίου Γεωργίου κατείχαν το 20% της ελληνικής αγοράς αλεύρων και το 10% της αγοράς κατεψυγμένων προϊόντων ζύμης (Exhibit 4). Η εταιρεία ένοιωθε εξαιρετικά περιορισμένη στην ελληνική αγορά αλεύρων. Στην πραγματικότητα, ο ανταγωνισμός ήταν ισχυρός και η όλο και αυξανόμενη δύναμη των supermarkets πίεζε τα περιθώρια κέρδους. Υπό αυτές τις συνθήκες η εταιρεία εξέταζε το ενδεχόμενο επέκτασής της στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη.

Κατά τη διάρκεια της συζήτησης μεταξύ του Levis και του Βουδούρογλου έγινε πλήρως κατανοητό ότι οι δύο εταιρίες είχαν παρόμοιους στόχους. Και οι δύο εταιρίες ενδιαφέρονταν να αποκτήσουν εταιρίες που θα μπορούσαν μέσω μιας αναδόμησης να αυξήσουν την κερδοφορία τους. Εταιρίες που με μια συντηρητική επένδυση σε μοντέρνο εξοπλισμό και την καθοδήγηση από μια έμπειρη διοικητική ομάδα θα μπορούσαν να παράγουν αλεύρι και προϊόντα αλεύρου υψηλότερης ποιότητας και με υψηλότερη απόδοση νικώντας τον τοπικό ανταγωνισμό. Πολύ μύλοι στην Ανατολική Ευρώπη ταίριαζαν με την παραπάνω περιγραφή. Είχαν ικανότητες στην αγορά της πρώτης ύλης, του σιταριού, αλλά είχαν αναποτελεσματική παραγωγή και καταστροφικό μάρκετινγκ.

Οι Μύλοι Αγίου Γεωργίου ήταν για την Commercial Capital ένας σοβαρός και ευσπόληπτος συνεταίρος που είχε την απαιτούμενη αριστεία να αναδομήσει τέτοιου είδους βιομηχανίες. Η εταιρεία Μύλοι Αγίου Γεωργίου πίστευε ότι είχε πλεονέκτημα εφόσον η Ελλάδα μόλις πρόσφατα είχε μεταλλαχθεί από ένα παρόμοιο με αυτές τις χώρες καθεστώς, με υψηλό πληθωρισμό και ελεγχόμενες αγορές. Για τους Μύλους Αγίου Γεωργίου, η Commercial Capital είχε αρκετά πλεονεκτήματα. Αρχικά, σε αντίθεση με τις άλλες εταιρίες venture capital με τις οποίες ήρθε σε επαφή η εταιρεία Μύλοι Αγίου Γεωργίου, η Commercial Capital δεν εστίαζε στη χρηματοδότηση ενός συγκεκριμένου σχεδίου αλλά επιζητούσε μια πιο ευρεία και μακροχρόνια στρατηγική συμμαχία που θα κάλυπτε όλη την περιοχή. Επιπροσθέτως, η Commercial Capital παρείχε ισχυρή υποστήριξη στους Μύλους Αγίου Γεωργίου στην περιοχή. Για παράδειγμα οι Μύλοι Αγίου Γεωργίου θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την παρουσία της Commercial Capital στα Βαλκάνια. Εξάλλου, η Commercial Capital ήταν διατεθειμένη να συμμετάσχει ενεργά στην επένδυση, τόσο πριν όσο και μετά την εξαγορά. Τέλος, η Commercial

Capital υποστηρίζονταν από την Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδας η οποία ελέγχεται από το κράτος.

6.1.3 Saint George's Mills Commercial

Στις συναντήσεις που ακολούθησαν οι δύο εταιρείες επισημοποίησαν τη συνεργασία τους, υπογράφοντας ένα Υπόμνημα Κατανόησης (Memorandum of Understanding, MOU). Με το υπόμνημα αυτό, που υπογράφτηκε τον Δεκέμβριο του 1995, ιδρύθηκε μια νέα εταιρεία, η Saint George's Mills Commercial, η οποία ανήκε από κοινού στους Μύλους Αγίου Γεωργίου (51%) και στην Commercial Capital (49%). Στη θέση του CEO ορίστηκε ο Βουδούρογλου. Η SGMC λειτουργούσε σαν μια ανεξάρτητη εταιρεία. Απέκτησε το απαιτούμενο know-how και τις απαιτούμενες υπηρεσίες τόσο από τους μετόχους της, τους Μύλους Αγίου Γεωργίου και την Commercial Capital όσο και από τρίτους. Το υπόμνημα που υπογράφτηκε προϋπέθετε τη δημιουργία δύο ομάδες εργασίας με αντιπροσώπους και από τις δύο εταιρείες (Exhibit 5). Η Στρατηγική ομάδα εργασίας λειτουργούσε ως διοικητικό συμβούλιο ενώ η Λειτουργική ομάδα εργασίας ως εκτελεστική επιτροπή.

6.2 Η είσοδος στη Ρουμανία

Η SGMC άρχισε να διερευνά τη Ρουμανική αγορά το 1996 έχοντας ως βάση, τα γραφεία της Commercial Capital στο Βουκουρέστι. Ο Βουδούρογλου, μεταξύ άλλων, επισκέφθηκε την Titan SA, ένα από τα μεγαλύτερα εργοστάσια αλεύρων και αρτοσκευασμάτων στο Βουκουρέστι.

6.2.1 Titan Flour Mill and Bakery

Το 1995 η Titan SA απέκτησε από την Buhler, μηχανήματα άλεσης αλεύρων τελευταίας τεχνολογίας. Η Buhler ήταν ο μεγαλύτερος κατασκευαστής εξοπλισμού άλεσης αλεύρων στης Ελβετία. Έχοντας αυξήσει τη δυναμικότητα παραγωγής αλεύρων σε 320 t/day και τη δυναμικότητα παραγωγής αρτοσκευασμάτων σε 160 t/day, η Titan Mills ήταν ο ηγέτης της ρουμανικής αγοράς. Το Βουκουρέστι ήταν το μεγαλύτερο αστικό κέντρο της Ρουμανίας με πληθυσμό που ανέρχονταν στα 2,3 εκατομμύρια (το 10% του συνολικού Ρουμανικού πληθυσμού), και η Titan κατείχε το 18% της αγοράς ψωμιού (Exhibit 7). Επιπλέον, σίχε πολύ καλό όνομα και εικόνα στην αγορά. Ήταν ο μόνος παραγωγός

νιφάδων καλαμποκιού στη Ρουμανία, και χρησιμοποιούσε έναν παλιό μύλο αραβόσιτου, δυναμικότητας 150 t/day. Η Titan αγόραζε τις πρώτες ύλες ως επί τω πλείστων από την NAAP, και όπως οι περισσότεροι αλευρόμυλοι στη Ρουμανία το 1997, αγόραζε το σιτάρι σε τιμές προνομιακές (Τεκμήριο 20).

Η γραμμή παραγωγής της Titan περιελάμβανε άλευρο σίτου διαφόρων τύπων, άλευρο καλαμποκιού, ψωμί, αρτοσκευάσματα, και νιφάδες αραβόσιτου. Αρτοσκευάσματα και γλυκίσματα αποτελούσαν περισσότερο από το 60% των πωλήσεων (Τεκμήριο 21). Τα καταστήματα λιανικής της Titan αποτελούσαν ένα άλλο σημαντικό απόκτημα. Η Titan κάλυψε την αγορά άρτου στο Βουκουρέστι με 40 καταστήματα λιανικής (28 ιδιόκτητα) και ένα στόλο 27 φορτηγών διανομής που απέκτησε το 1996. Το 50% της παραγωγής αλεύρου από τον μύλο, καταναλώνονταν στα αρτοποιία της. Το 1997 το εναπομείναν αλεύρι πωλήθηκε σε χονδρική σε σάκους των 50 χιλιόγραμμων (60% από το οποίο πωλήθηκε σε μικρά αρτοποιία) και σε σάκους του ενός χιλιόγραμμου (όλα πωλήθηκαν σε καταστήματα λιανικής). Οι κύριοι πελάτες της Titan για πωλήσεις αλεύρου ήταν τα αρτοποιία του Βουκουρεστίου (Τεκμήριο 20). 25% της παραγωγής ψωμιού πωλήθηκε μέσω των ιδίων καταστημάτων λιανικής της Titan στα οποία περίπου 80000 άνθρωποι αγόραζαν ψωμί κάθε μέρα. Η SGMC εύκολα μπορούσε να προωθήσει καινούρια προϊόντα μέσω αυτής της οδού λιανικής πώλησης.

6.2.2 Η Titan υπό το Κομμουνιστικό καθεστώς

Η αρτοποιία Titan ξεκίνησε την λειτουργία της το 1965. Ο αρχικός εξοπλισμός προέρχονταν από την Ιταλία, αλλά κατά την διάρκεια των χρόνων είχε «Ρουμανοποιηθεί». Στην πραγματικότητα, λόγω της έλλειψης συναλλάγματος τα ανταλλακτικά παράγονταν εντός της χώρας. Το 1968 μύλος άλεσης αραβόσιτου προστέθηκε και η Titan ξεκίνησε την παραγωγή νιφάδων καλαμποκιού. Από το 1977 ως το 1990 η Titan ήταν θυγατρική της Milling, Bakery and Pasta Enterprise του Βουκουρεστίου, που διοικούνταν ως μία σοσιαλιστική κρατική εταιρεία υπό ένα ιδιαίτερο μοντέλο παραγωγής σύμφωνα με το οποίο η “ζήτηση” προσδιορίζονταν από το κράτος και όχι από τις προτιμήσεις των καταναλωτών. Κάθε περιοχή του Βουκουρεστίου είχε ένα αρτοπωλείο που συντονίζονταν από την εταιρεία Άρτου Βουκουρεστίου. Έτσι, δεν υπήρχε ανταγωνισμός μεταξύ των παραγωγών άρτου. Όλες οι μονάδες χρηματοδοτούνταν προκειμένου να καλύψουν τα έξοδα της παρούσας παραγωγής και της μισθοδοσίας. Η χρηματοδότηση για επενδύσεις πραγματοποιούνταν ξεχωριστά και

με βάση προκαθορισμένο πλάνο. Τα έσοδα των πωλήσεων, που προέρχονταν από προκαθορισμένους πελάτες σε προκαθορισμένες τιμές, επέστρεφαν στον κρατικό προϋπολογισμό. Το μεγαλύτερο μέρος των κερδών, αν υπήρχαν, κατακρατούνταν από το κράτος. Σε περίπτωση που υπήρχαν ζημίες, αυτές καλύπτονταν και πάλι από το κράτος. Οι μονάδες μπορούσαν να κρατήσουν μόνο ένα μικρό ποσοστό των κερδών για ανάπτυξη και περαιτέρω επένδυση. Όλες οι παραπάνω συνθήκες που επικρατούσαν δεν παρείχαν κανένα κίνητρο για προσπάθεια κερδοφορίας.

Η Άννα Ιλιέσκου, ένα ικανό στέλεχος της Titan, εργάστηκε για πρώτη φορά στην εταιρεία το 1969, αποχώρησε το 1985 για να εργαστεί στο Υπουργείο Γεωργίας και επέστρεψε ως γενικός μάνατζερ το 1989. Με περισσότερα από 20 χρόνια προϋπηρεσίας στην εταιρεία, η Ιλιέσκου είχε συνδεθεί με την εταιρεία και θεωρούσε τους εργαζομένους ως μέλη της οικογένειάς της. Σε αντάλλαγμα, οι εργαζόμενοι της Titan της έδειχναν αφοσίωση και πίστη. Στον απόηχο της εξέγερσης του 1989, τη Εταιρεία Άρτου Βουκουρεστίου διαιρέθηκε σε 10 ανεξάρτητες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένης και της Titan. Όπως και άλλες αρτοβιομηχανίες, η Titan ήταν υποτιμημένη, κυρίως επειδή το κράτος είχε απορροφήσει το λειτουργικό της κεφάλαιο. Στις αρχές του 1990 η εταιρεία επαναξιολόγησε τα περιουσιακά της στοιχεία. Λόγω του υψηλού πληθωρισμού, αυτή η επαναξιολόγηση οδήγησε σε υψηλή αύξηση των αξιών, που έπρεπε να αποδοθεί στο κράτος σε μετρητά. Για να καλύψουν αυτήν την υποχρέωση, οι επιχειρήσεις έπρεπε να δανειστούν από τράπεζες με υπέρμετρα επιτόκια.

6.2.3 Από την παραγωγή ψωμιού στην παραγωγή σιτάλευρου

Το 1989 η Titan ήταν γνωστή στο Βουκουρέστι για την χαμηλή ποιότητα ψωμιού. Η Ιλιέσκου, προκειμένου να βελτιώσει την εικόνα της εταιρείας και να βελτιώσει τη μικρή οικονομική απόδοση, αποφάσισε να επενδύσει στην αγορά ενός νέου μύλου προκειμένου να βελτιωθεί η ποιότητα του αλεύρου. Μέχρι το 1994 μπορούσε να προμηθεύεται μόνο χαμηλής ποιότητας άλευρα από δύο μύλους που κατείχαν το μονοπάλιο της αγοράς αλεύρων του Βουκουρεστίου. Οι εργαζόμενοι υποστήριξαν τις αποφάσεις της Ιλιέσκου γιατί διαπίστωσαν ευκαιρίες αύξησης του μισθού τους και προσδοκούσαν ότι σταδιακά θα μπορούσαν να αγοράσουν την εταιρεία και έτσι να διασφαλίσουν τις δουλειές τους.

Η Titan δεν μπορούσε να αντλήσει κεφάλαια επειδή δεν είχε ούτε εγγυήσεις ούτε πιστώσεις για επενδύσεις. Έπρεπε να προηγηθεί μια μακρόχρονη και περίπλοκη

διαδικασία προκειμένου να δοθεί έγκριση για χρηματοδότηση από τις τράπεζες σε συντονισμό με το Υπουργείο Γεωργίας και Τροφίμων. Επιπλέον τα επιτόκια ήταν εξαιρετικά υψηλά και μόνο οι εγγυήσεις λαμβάνονταν υπόψη για την παροχή πίστωσης για επενδύσεις. Όταν μεταξύ του Δεκεμβρίου του 1993 και του Δεκεμβρίου του 1994 τα επιτόκια έπεσαν από το 416% στο 78% η Titan ξεκίνησε την κατασκευή μέρους του μύλου με ίδια κεφάλαια που εξασφάλισε καθυστερώντας την εξόφληση των προμηθευτών. Έτσι η εταιρεία αντιμετώπιζε πολύ σοβαρές ελλείψεις αλεύρου εφόσον οι προμηθευτές αρνούνταν να πουλήσουν εφόσον δεν είχαν πληρωθεί. Στα μισά της κατασκευής του μύλου, η Ιλιέσκου κατόρθωσε να πάρει πίστωση από μια τράπεζα προκειμένου να ολοκληρώσει την κατασκευή του μύλου και να αγοράσει εξοπλισμό. Για να αποδείξει ότι η Titan άξιζε την πίστωση, η Ιλιέσκου έφτασε στα άκρα προσφέροντας το διαμέρισμά της και το αυτοκίνητό της ως εγγύηση.

Χάριν της υψηλής ποιότητας αλεύρου, οι πωλήσεις εκτινάχθηκαν στα ύψη μέσα σε δύο βδομάδες, χωρίς καμία προσπάθεια μάρκετινγκ, και το ψωμί της Titan έγινε η νούμερο ένα μπράντα του Βουκουρεστίου. Επειδή η τιμή του ψωμιού και του αλεύρου ήταν φιξ, δεν υπήρχαν περιθώρια κέρδους αλλά λόγω της υψηλής ποιότητας αλεύρου μπορούσαν να παραχθούν περισσότερα ψωμιά ανά κιλό αλεύρου. Μπορούσαν επίσης να επέλθουν έσοδα και από την πώληση αλεύρου που λόγω της υψηλής τους ποιότητας μπορούσε να πουληθεί σε υψηλή τιμή. Έτσι, το 1994 ξεκίνησε η πώληση αλεύρου σε πακέτα.

6.3 Η εξαγορά της Titan από το management και τους εργαζομένους

Το 1995 η Ιλιέσκου κατέθεσε αίτηση εξαγοράς της Titan από το management και τους εργαζομένους (Management Employee Buyout, MEBO). Έλαβε θετική απάντηση από τον αρμόδιο οργανισμό (SOF, State Ownership Fund), αλλά με τις εθνικές εκλογές του 1996 άλλαξε η ιεραρχία και ο Σορίν Δημητρίου αντικατέστησε τον προηγούμενο Υπουργό Ιδιωτικοποιήσεων. Το 1996 η Ιλιέσκου κατέθεσε και δεύτερη αίτηση.

Παρόλο που η εταιρεία ήταν χρεωμένη, εν μέρει λόγω της αγοράς του νέου μύλου το 1994 (Exhibit 8 και 9), το 1995 ήταν το πιο σύγχρονο εργοστάσιο αλεύρων στη Ρουμανία και είχε κερδοφορία για πρώτη φορά μετά το 1989. Στην περίοδο 1994-1996 οι πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 66% και τα καθαρά κέρδη κατά 122%. Κατά τη διάρκεια της πτώσης, η εταιρεία είχε περισσότερους εργαζομένους από όσους χρειάζονταν. Το 1997 απασχολούσε 1.310 εργαζομένους εκ των οποίων το 60% είχαν προϋπηρεσία περισσότερη των 20 χρόνων. Ο μέσος μισθός ήταν \$110 το μήνα και η εταιρεία έπρεπε

να πληρώνει επιπλέον \$27 το μήνα σε φόρους. Επίσης, μόνο το 40% των μετοχών της Titan διατείθοντα για πώληση από το Υπουργείο Ιδιωτικοποιήσεων. Το υπόλοιπο 60% το κατείχαν 19.000 μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων των εργαζομένων της Titan. Οι Ρουμάνοι αγόρασαν τις μετοχές με αποδείξεις που διένειμε η κυβέρνηση. Λόγω της μεγάλης αναγνωρισμότητας του ονόματος της Titan, η εταιρεία εγγράφηκε για ποσό τέσσερις φορές μεγαλύτερο του διαθεσίμου.

6.4 Πρόσκληση για την Titan

Το Μάρτιο του 1997 η SGMC πληροφόρησε επίσημα τον SOF ότι ενδιαφέρονταν για την Titan. Ο Βουδούρογλου επισκέφθηκε επίσημα το εργοστάσιο τον Απρίλιο. Παρόλο που η εταιρεία του έκανε καλή εντύπωση, φοβόταν την πρόκληση της διοίκησης.

“Εντυπωσιάστηκα από την καθαρότητα της εταιρείας. Ωστόσο, παρόλο που κατάλαβα ότι η διοίκηση είχε καλές προθέσεις και προσπαθούσε για το καλό της εταιρείας, δεν μου άρεσε ο τρόπος που αντιμετώπιζαν τη δουλειά τους. Παρόλα αυτά, αισθανόμουν ότι μπορούσαμε να αλλάξουμε τις νοοτροπίες και να τους αθήσουμε να δουλέψουν με μεγαλύτερη αποδοτικότητα και ότι η μείωση του προσωπικού θα αποτελούσε πρόκληση.”

Μετά τη συγκατάθεση των μετόχων της SGMC να προχωρήσουν στην απόκτηση της Titan, ξεκίνησε η διαδικασία ανεύρεσης του προσώπου εκείνου που θα έπαιζε το ρόλο του transformer και θα συμβούλευε τον Βουδούρογλου σε ότι αφορούσε τη διαδικασία ιδιωτικοποίησης. Τον Μάιο, οι Μύλοι Αγίου Γεωργίου πρότειναν, για αυτήν την θέση, τον Γιάννη Χρυσοβελόνη, που γεννήθηκε και μορφώθηκε στη Ρουμανία, εγκαταστάθηκε στην Ελλάδα τη δεκαετία του 1960 και αργότερα μετανάστευσε στην Αγγλία. Ο Χρυσοβελόνης, που επέστρεψε στην Ρουμανία το 1990 ελπίζοντας να επανιδρύσει την οικογενειακή του τράπεζα, είχε πολύ μεγάλη εμπειρία από τον αγροτικό και τον τραπεζικό κλάδο.

Τον ίδιο μήνα, ο πρόεδρος της Ρουμανίας επέρκειτο να πραγματοποιήσει την πρώτη του επίσημη επίσκεψη στην Ελλάδα. Η επίσκεψη αυτή είχε σκοπό να ενθαρρύνει τους Έλληνες να επενδύσουν στη Ρουμανία. Αυτό θα βοηθούσε τη χώρα στη διαδικασία ένταξής της στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κάτι ανάλογο με αυτό που έκανε η Αυστρία για την Ουγγαρία. Μέσω μιας ανεπίσημης επικοινωνίας, η Commercial Capital κατάφερε να οργανώσει ένα meeting εργασίας μεταξύ του Υπουργού Ιδιωτικοποιήσεων Δημητρίου, ο οποίος συνόδευε την προεδρική αντιπροσωπία, τον πρόεδρο της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδας, Κώστα Γεωργούτσακο, και τον CEO των Μύλων Αγίου Γεωργίου, Άρη

Συμεόνογλου. Το meeting πραγματοποιήθηκε στην ιδιωτική τραπεζαρία του προέδρου της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδας.

Ο αντικειμενικός σκοπός του Φρονίστα στο meeting, ήταν να αποδείξει ότι η SGMC ήταν ένας σοβαρός επενδυτής που υποστηρίζονταν από μια μεγάλη τράπεζα και μια σοβαρή βιομηχανία. “Θέλαμε να τους δείξουμε ότι πηγαίναμε για τα λεφτά, αλλά ήμασταν τίμοι και επειδή θέλαμε σοβαρά να βελτιώσουμε τη λειτουργία της Titan, δεν επρόκειτο να δωροδοκηθούμε”.

Η εντυπωσιακή παρουσίαση του Γεωργούτσακου παρακίνησε τον Δημητρίου να διαπιστώσει το ενδιαφέρον της SGMC για την Titan και υποσχέθηκε να καταστρώσει ένα πρόγραμμα για την ιδιωτικοποίηση της εταιρείας. Ένα χρόνο πριν, ο SOF είχε εκκινήσει την αποτίμηση της Titan. Μετά τη συνάντηση, ο Χρυσοβελόνης διατήρησε στο Βουκουρέστι σταθερές σχέσεις με το μεσαίο management του SOF προκειμένου να διασφαλίσει ότι η υπόθεση ιδιωτικοποίησης της Titan είχε προτεραιότητα. “Στη Ρουμανία,” είπε, “μπορεί να είσαι ο υπουργός και να παίρνεις μια απόφαση, αλλά κάτω έχεις τους ίδιους παλιούς managers που επέζησαν του καθεστώτος Τσαουσέσκου επειδή δεν υπάρχει κάποιος άλλος να κάνει τη δουλειά.”

Το Ιούνιο, ο Βουδούρογλου ξαναεπισκέφτηκε τη διοίκηση της Titan. Τους ενημέρωσε ότι η SGMC εξέφρασε ενδιαφέρον να αποκτήσει μέρος της Titan (κατά τη διαδικασία ιδιωτικοποίησης της), και σε περίπτωση που ο κατάφερνε, ήθελε το τοπικό management να παραμείνει. Όπως εξήγησε, “Ηθελα να ξέρουν τις προθέσεις μας και ότι δεν επρόκειτο να κάνουμε κάτι πίσω απ' την πλάτη τους.”

Το θέμα των απολύσεων προκειμένου να μειωθούν τα κόστη προκαλούσε ιδιαίτερη ταραχή στους Ρουμάνους. Παραβίαζε μια θεμελιώδη αξία του κολεκτιβισμού σύμφωνα με τον οποίο όλοι οι εργαζόμενοι μιας εταιρείας, ανεξάρτητα από τη θέση τους στην ιεραρχία, ήταν ίσοι ως μέλη της κολεκτίβας. Έτσι, κατά τη διάρκεια αυτής της επίσκεψης η διοίκηση της Titan ενημέρωσε τον Βουδούρογλου ότι και η PAS της Titan επρόκειτο να διεκδικήσει την εταιρεία. Ο Χρυσοβελόνης γνώριζε πολύ καλά οργανισμούς όπως η PAS. “Η PAS ήταν το μέσο με το οποίο η παλιά ιεραρχία έλεγχε τη Ρουμανία. Ο πρόεδρος της PAS ήταν ο γενικός διευθυντής του εργοστασίου, και ο αντιπρόεδρός της ήταν ο οικονομικός διευθυντής. Οι υπόλοιποι εργαζόμενοι τους ακολουθούσαν, επειδή στη Ρουμανία ήταν σημαντικό να συντάσσεσαι με τους καχυρούς.”

Οι managers ήθελαν να αποκτήσουν τις μετοχές της εταιρείας ώστε να διατηρήσουν την ισχύ τους και να βγάλουν χρήματα, οι εργαζόμενοι ήθελαν να διατηρήσουν τις δουλειές

τους, να πληρώνονται εμπρόθεσμα και να κάνουν τις διακοπές τους. Όπως επεσήμανε ο Χρυσοβελόνης, “Αν ζητούσες από τους εργαζόμενους να σου δανείσουν τις μετοχές που τους είχαν δοθεί, δεν θα το έκαναν. Στην πραγματικότητα, πίστευαν ότι οι μετοχές ήταν η εγγύηση διατήρησης της δουλειάς τους.”

6.5 Due Diligence

Η απειλή που προέκυψε από την πρόθεση της PAS να αποκτήσει μερίδιο της Titan δεν ήταν ευκαταφρόνητη. Η PAS μπορούσε να βρει υποστήριξη από καθιερωμένους πολιτικούς οι οποίοι μπορούσαν να αντλήσουν χρήματα προκειμένου να αγοράσουν το μερίδιο του 40%. Μόλις λοιπόν στα μέσα του Ιουνίου η SOF εκδήλωσε επίσημα την πρόθεσή της για απόκτηση της Titan, η SGMC ξεκινήσει τη διαδικασία due diligence μέσω των δικηγόρων της και των λογιστών της (PriceWaterhouse). Η προθεσμία υποβολής των προσφορών έληγε στις 15 Ιουλίου και έτσι υπήρχαν πολύ μικρά χρονικά περιθώρια. Η διοίκηση της Titan δεν είχε λάβει την απαιτούμενη γραπτή οδηγία από τον SOF προκειμένου να αποκαλύψει τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης. Στις αρχές του Ιουλίου η SOF κάλεσε σε συνάντηση τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη. Επειδή οι οικονομικές και νομικές εκθέσεις ήταν ανεπαρκής λόγω έλλειψης στοιχείων, η SGMC και οι μέτοχοι της έπρεπε να καταφύγουν σε λιγότερο επίσημες πηγές πληροφόρησης μέσω του δικού τους τοπικού δικτύου.

Η SGMC είχε τέσσερις βασικές επιφυλάξεις σχετικά με την Titan. Πρώτον, έπρεπε να γίνει γνωστό αν η Titan είχε πλήρωση όλους τους φόρους που χρωστούσε. Πολλές φορές οι κρατικές επιχειρήσεις μπορούσαν να αναβάλλουν την πληρωμή των φόρων. Δεύτερον, έπρεπε να προσκομισθούν αποδείξεις ότι η Titan κατείχε την γη στην οποία βρίσκονταν το εργοστάσιο και ότι κάποια από τα πάγια στοιχεία της δεν είχαν ενοικιασθεί σε άλλη εταιρεία. Το θέμα της ιδιοκτησίας γης ήταν περίπλοκο, επειδή η Ρουμανία ήταν η μόνη χώρα στην περιοχή στην οποία εφαρμόζονταν πλήρως η αρχή της αποζημίωσης πρώην απαλλοτριωμένων περιουσιών. Πολλές κρατικές επιχειρήσεις που μπήκαν στη διαδικασία της ιδιωτικοποίησης δεν είχαν έγκυρους τίτλους ιδιοκτησίας γης. Η πρωταρχική έρευνα απέδειξε ότι η Titan είχε υπό την ιδιοκτησία της τη γη αλλά υπήρχαν κάποιες αμφιβολίες. Τρίτον, υπήρχε ο φόβος του εγκλωβισμού σε μακροχρόνια συμβόλαια με προμηθευτές και πελάτες στα οποία υπήρχαν δεδομένοι και απαραβίαστοι όροι. Τέταρτον, σε περίπτωση απόκτησης του 40% της Titan, η διοίκηση των Μύλων Αγίου Γεωργίου ανησυχούσε για το ενδεχόμενο μελλοντικής κατάληψης του εργοστασίου

και γενικά για την δυνατότητα διοίκησής του. Λόγω της πιεστικής προθεσμίας της 15^{ης} Ιουλίου 1997, η SGMC έπρεπε να προχωρήσει στην υποβολή προσφοράς πριν ξεκαθαρίσει τα παραπάνω ζητήματα.

6.6 Οι διαπραγματεύσεις

Σύμφωνα με πληροφορίες που συλλέχθηκαν από διάφορες πηγές – τους προμηθευτές της Titan, την SOF, την έκθεση του λογιστή, τη νομική αναφορά, και το παράρτημα της Εμπορικής Τράπεζας στης Ελλάδας στη Ρουμανία – η Commercial Capital και η SGMC εκτίμησαν ότι η τιμή αντικατάστασης της Titan, εξαιρουμένων των άυλων στοιχείων, ήταν περίπου \$27 εκατομμύρια (Exhibit 10). Το καταστατικό της ιδιωτικοποίησης προέβλεπε ότι οι προσφορές, μετά την υποβολή τους, θα υπόκειντο σε διαπραγματεύσεις. Για αυτό το λόγο, η SGMC αρχικά πρόσφερε \$1 εκατομμύριο για το 40% της Titan. Στην πρώτη συνάντηση διαπραγμάτευσης που πραγματοποιήθηκε στις 5 Αυγούστου του 1997, η SOF ζήτησε από την SGMC να αυξήσει την προσφορά της. Δυο μέρες αργότερα η SGMC έλαβε μια αναφορά στην οποία ξεκαθαρίζονταν η φορολογική κατάσταση της Titan. Ακολούθως, έκανε στην SOF νέα προσφορά \$4 εκατομμυρίων. Το ποσό αυτό μπορούσε έπειτα από διαπραγματεύσεις να ανέβει και μέχρι τα \$4.25 εκατομμύρια. Επιπροσθέτως, η SGMC δεσμεύτηκε να επενδύσει το ίδιο ποσό μέσα στα επόμενα τέσσερα χρόνια.

Αργότερα το ίδιο απόγευμα, ο SOF κάλεσε τους δύο συμμετέχοντες (την SGMC και την Titan) να κάνουν ανακωχή αλλά ο PAS αρνήθηκε. Η Ιλιέσκου και ο Ιονέλ Τιούντορ, ο οικονομικό διευθυντής της Titan, ένιωσαν βαθιά θιγμένοι και προσβεβλημένοι από τον SOF. Χαρακτηριστικά διαμαρτυρήθηκαν:

“Ο SOF δεν μας έστειλε καμία γραπτή οδηγία προκειμένου να δώσουμε εμπιστευτικές πληροφορίες στην SGMC. Παρόλο που στο παρελθόν αποδείξαμε ότι μπορούσαμε να επιβιώσουμε σε δύσκολους καιρούς και να πραγματοποιήσουμε επιτυχείς επενδύσεις, ο SOF δεν μας θεώρησε ποτέ ως πιθανούς επενδυτές. Δεν είχαμε ίσες ευκαιρίες να διαπραγματευτούμε την προσφορά. Ήταν σαν να προσπαθούσε ο SOF να μας ταπεινώσει.”

Στη συνάντηση συμμετείχε και ο ισχυρός πρόεδρος του Εργατικού Σωματίου, ο οποίος ανακοίνωσε ότι θα στήριζε οποιονδήποτε αγοραστή που θα μπορούσε να εγγυηθεί ότι θα διασφαλίζονταν τα δικαιώματα των εργαζομένων. Ο Βουδούρογλου εκμεταλλευτικέ

την ευκαιρία επισημαίνοντας ότι η SGMC δεν επρόκειτο να απολύσει κανέναν εργαζόμενο.

6.7 Η αποδοχή της προσφοράς της SGMC

Στις 15 Αυγούστου, ο ανακοίνωσε επίσημα την αποδοχή της προσφοράς της SGMC. Ο Δημητρίου επεσήμανε ότι, εκτός από το ότι επρόκειτο για την καλύτερη προσφορά, σημαντικός ρόλος έπαιξε και η πολιτική της κυβέρνησης να ενθαρρύνει σημαντικές ελληνικές επενδύσεις για να δοθεί κίνητρο στην Ελλάδα ώστε να βοηθήσει τη χώρα να μπει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Εκείνο το πρώι, ξεκίνησε απεργία διαμαρτυρίας για την απόφαση. Ήταν ένα μεγάλο μέρος του Βουκουρεστίου ξαφνικά αντιμετώπισε έλλειψη του ψωμιού, της βασικής τροφής των Ρουμάνων, και τα μέσα άρχισαν να δυσφημίζουν την SGMC. Εντωμεταξύ, η PAS έστελνε διαμαρτυρίες εκφράζοντας την άποψή της στο Κοινοβούλιο, απαιτώντας να συζητήσει με τον Δημητρίου. Ο Βουδούρογλου και ο Χρυσοβελόνης φοβούμενοι τα χειρότερα πίστευαν ότι η Ιλιέσκου θα προσπαθούσε, μέσω δεσμεύσεων και αποκλειστικών συμβολαίων, να υποτιμήσει την αξία της Titan, προκειμένου να τους αποθαρρύνει από την επένδυση.

6.8 Τα δεδομένα και οι εναλλακτικές

Στις 19 Αυγούστου, ο Φρονίστας, η διοίκηση των Μύλων Αγίου Γεωργίου, ο Βουδούρογλου και όλοι όσοι είχαν εργαστεί για το σχέδιο απόκτησης της Titan, επρόκειτο να συναντηθούν στα κεντρικά γραφεία της Commercial Capital στην Αθήνα, προκειμένου να αποφασίσουν να προχωρήσουν ή όχι στην επένδυση. Η διοίκηση των Μύλων Αγίου Γεωργίου ήταν ενθουσιασμένοι με την προοπτική απόκτησης της Titan. Πίστευαν ότι άξιζε τον κόπο να πάρουν το ρίσκο γιατί θα τους δίνονταν η δυνατότητα ελέγχου ολόκληρης της αλυσίδας, από την παραγωγή στην εμπορία. Ο Φρονίστας αντιμετώπιζε ένα δίλημμα. Ως ένας επενδυτής venture capital ενδιαφέρονταν για τη δυνατότητα κερδοφορίας και τον προσδιορισμό της κατάλληλης στιγμής εξόδου από την επένδυση. Επιπλέον ο συνδυασμός όλων των αρνητικών παραγόντων δεν καθιστούσαν την επικείμενη επένδυση αρκετά δελεαστική.

Από την άλλη πλευρά, η δυνατότητα απόκτησης του ηγέτη της αγοράς και μιας από τις καλύτερες βιομηχανίες επεξεργασίας δημητριακών στη Ρουμανία, σε τόσο χαμηλή τιμή, ήταν δελεαστική. Επιπροσθέτως, η Titan ήταν εξοπλισμένη με τον μοναδικό σύγχρονο μύλο, δυτικής τεχνολογίας, που υπήρχε στο Βουκουρέστι. Μόνο η αξία του μύλου έφτανε

στα \$5 εκατομμύρια, και βρίσκονταν σε περιοχή υψηλής αξίας. Είχε το δικό του δίκτυο 40 καταστημάτων με 80.000 πελάτες καθημερινά, ευρεία γκάμα προϊόντων και ένα δυνατό όνομα. Η εταιρεία αποτελούσε την ιδανική πλατφόρμα εισαγωγής νέων καταναλωτικών προϊόντων σε μια παρθένα αγορά. Επιπλέον, η Titan, μετά την απόκτησή της από την SGMC θα λάμβανε, σύμφωνα με τη νομοθεσία, το 60% της τιμής απόκτησης, δηλαδή \$2.55 εκατομμύρια.

Ο Φρονίστας είχε αρκετές εναλλακτικές. Μπορούσε να αποφασίσει ότι το σχέδιο ήταν πολύ ριψοκίνδυνο και ότι η SGMC δεν θα μπορούσε να διοικήσει αποδοτικά την Titan δεδομένων των συνθηκών αγοράς. Ωστόσο, απορρίπτοντας την Titan, η Commercial Capital, θα έχανε τη μεγάλη ευκαιρία να ανοίξει το δρόμο των επενδύσεων στη Ρουμανία. Ήταν πολύ απίθανο να βρεθεί ένα τόσο καλό εργοστάσιο επεξεργασίας δημητριακών όχι μόνο στη Ρουμανία αλλά και σε οποιαδήποτε άλλη χώρα της περιοχής. Επίσης, η απόρριψη θα έθετε σε κίνδυνο τις πιθανές μελλοντικές επενδύσεις στη Ρουμανία, αφού η Commercial Capital θα έχανε την αξιοπιστία της.

Μια άλλη εναλλακτική ήταν η προσπάθεια μετρίασης των κινδύνων. Το σημαντικότερο ζήτημα ήταν η εξασφάλιση της πλειοψηφίας των μετοχών ώστε να αποφευχθεί οποιαδήποτε απόπειρα από την πλευρά της PAS να αγοράσει της υπόλοιπες μετοχές. Η SGMC δεν είχε πρόσβαση στον κατάλογο των μετόχων, αλλά ο Χρυσοβελόνης πίστευε ότι οι εργαζόμενοι κατείχαν το 10% των μετοχών της εταιρείας. Ωστόσο, η αγορά των μετοχών της Titan από το RASDAQ μπορεί να απαιτούσε υψηλό κόστος. Το RASDAQ ήταν ένα μικρό χρηματιστήριο, και ήταν δυνατό, πολύ γρήγορα, να εντοπιστεί ένας Έλληνας επενδυτής που θα αναζητούσε μετοχές.

Μεγάλη ανησυχία προκαλούσε επίσης και η αρνητική δημοσιότητα. Ο τύπος είχε εστιάσει πλήρως στην SGMC, τονίζοντας το μικρό της μέγεθος και τους περιορισμένους της πόρους, χωρίς να τη συνδέει με τους μετόχους της. Επίσης, ο Φρονίστας ανησυχούσε για τα πιθανά προβλήματα που θα προκαλούσε η διοίκηση. Ωστόσο, όπως επισημάνθηκε από τον Βλαχούτσικο, η Ιλιέσκου ήταν ένα αξιόπιστο και υπεύθυνο πρόσωπο που δεν θα προκαλούσε κακό στην εταιρεία και τους εργαζόμενούς της, αφού τους υπερασπίστηκε με τόση δύναμη. Σε κάθε περίπτωση, έπρεπε να γίνει κάπι προκειμένου να αποφευχθεί οποιαδήποτε αρνητική πολιτική, όπως η ενοικίαση των περιουσιακών στοιχείων της Titan ή η υπογραφή μακροχρόνιων συμβολαίων προμηθειών ή πωλήσεων. Από την άλλη, ο SOF κατείχε ακόμη το 40% των μετοχών, και ήταν υπεύθυνος για τη διατήρηση των προσυμφωνηθέντων, αντιμετωπίζοντας ακόμη και τους απεργούς και τον δυσαρεστημένο, λόγω της έλλειψης ψωμιού, πληθυσμό του

Βουκουρεστίου. Ο Φρονίστας, είχε στη διάθεσή του μόνο μια βδομάδα για να αποφασίσει αν θα δεσμευτεί να αγοράσει την Titan και να κάνει τις κατάλληλες κινήσεις προκειμένου να περιορίσει τους κινδύνους.

6.9 Η διασφάλιση της επένδυσης

Ο Αριστείδης Φρονίστας και η διοίκηση των Μύλων Αγίου Γεωργίου, συμφώνησαν τον Αύγουστο του 1997 να προχωρήσουν στην απόκτηση της Titan έναντι \$4.25 εκατομμυρίων. Παράλληλα θα λαμβάνονταν και κάποια συγκεκριμένα μέτρα προκειμένου να περιοριστούν οι κίνδυνοι που θα αντιμετώπιζε η επένδυση.

- ☞ Προκειμένου να λυθεί το θέμα του μειοψηφικού πακέτου μετοχών, η SGMC θα αγόραζε από το RASDAQ το 10.1% των μετοχών της Titan, πριν την υπογραφή του συμβολαίου εξαγοράς.
- ☞ Η Commercial Capital θα έστελνε του δικούς της δικηγόρους προκειμένου να ελέγξουν τους όρους του συμβολαίου εξαγοράς.
- ☞ Η SGMC θα ζητούσε από τον SOF να προβεί σε άμεσες ενέργειες προκειμένου να αποτρέψει την Titan από την ανάληψη νέων υποχρεώσεων.

Στις 21 Αυγούστου, η SGMC υπέβαλε στον SOF μια εγγυητική επιστολή από την Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδας με την οποία δεσμεύονταν να πληρώσει στον SOF \$4.25 εκατομμύρια με την υπογραφή του συμβολαίου. Μετά από αυτό, ο SOF έδωσε στην SGMC ένα προσχέδιο του συμβολαίου. Στις αρχές Σεπτεμβρίου, η PAS της Titan οδήγησε τον SOF σε δικαστική αντιπαράθεση με την κατηγορία ότι χαριστικά έδωσε την Titan στην SGMC. Ενώ η προσοχή του τύπου ήταν στραμμένη στη δίκη, η SGMC, με τη βοήθεια της Commercial Capital, ήρθε σε επαφή με χρηματιστές προκειμένου να εντοπίσει και να αγοράσει της μετοχές της Titan. Η τιμή τους είχε φτάσει στα 3.000 Λευ, ενώ την άνοιξη του 1997 ανέρχονταν μόλις στα 800 Λευ. Ακόμη όμως και το ποσό των 3.000 Λευ ανά μετοχή ήταν το μισό από αυτό που είχαν προθυμοποιηθεί να πληρώσουν στον SOF. Τελικά η PAS αποσύρθηκε από την διαμάχη πριν ακόμη προκύψει δικαστική απόφαση, λόγω των μεγάλων οικονομικών απαιτήσεων.

Στις 6 Οκτωβρίου, η SGMC υπέγραψε με την SOF το συμβόλαιο απόκτησης του 40% των μετοχών της Titan. Μαζί με τις μετοχές που αγόρασε από το RASDAQ, η SGMC κατείχε τώρα το 50.1% του συνολικού κεφαλαίου. Στο συμβόλαιο προκαθορίζονταν ότι η SGMC έπρεπε να επενδύσει στην Titan, άλλο ένα ποσό €4.25 εκατομμυρίων στα

επόμενα τέσσερα χρόνια και δεν μπορούσε να απολύσει κανέναν εργαζόμενο στα επόμενα δύο χρόνια, εκτός και αν τείθονταν θέμα πειθαρχίας.

6.10 Ευθυγράμμιση Στόχων

Ο νομικός έλεγχος ήταν το εύκολο μέρος. Τώρα, η SGMC έπρεπε να διοικήσει την Titan. Η απεργία είχε σταματήσει αλλά οι εργαζόμενοι κρατούσαν αρνητική στάση. Ανησυχούσαν αν θα διατηρούσαν τις δουλειές τους και φοβόντουσαν τις επικείμενες αλλαγές που θα πραγματοποιούσε η νέα διοίκηση. Επιπροσθέτως, ήταν ακόμη θυμωμένη και απογοητευμένοι επειδή έχασαν τον αγώνα διεκδίκησης της Titan.

Η πρώτη συνάντηση του Βουδούρογλου, ως ιδιοκτήτη, με τους εργαζόμενους, ήταν ψυχρή αλλά όχι εχθρική. Ο Βουδούρογλου, ακολουθώντας τη συμβουλή του Βλαχούτσικου, διατήρησε την ίδια διοικητική ομάδα υπό την εποπτεία του. Έτσι, παρέμειναν όλοι οι managers εκτός από την Ιλιέσκου, η οποία παραιτήθηκε αμέσως. Ο Βουδούρογλου, αναγνωρίζοντας τη μεγάλη της επιρροή και γνωρίζοντας ότι θα του ήταν σχεδόν αδύνατο να διοικήσει με επιτυχία την εταιρεία σε περίπτωση που εκείνη αποχωρούσε αμέσως, έπεισε την Ιλιέσκου να παραμείνει ως μέλος του διοικητικού συμβουλίου. Η θέση στο διοικητικό συμβούλιο, της έδινε τη δυνατότητα και να συνεχίσει να υπερασπίζεται τους εργαζόμενους αλλά και να διαφυλάξει την αξιοπιστία της.

Το νέο διοικητικό συμβούλιο συμπεριλάμβανε, εκτός από την Ιλιέσκου, αντιπροσώπους από τους Μύλους Αγίου Γεωργίου, την Commercial Capital και τον SOF. Η σύνθεσή του είχε σχεδιαστεί έτσι από τον Βουδούρογλου ώστε να αντικατοπτρίζει τη συνοχή με το προηγούμενο διοικητικό συμβούλιο και να διασφαλίζει τη συμμετοχή του SOF και των εργαζομένων. Ωστόσο υπήρχαν μεγάλες διαφορές μεταξύ του παλιού και του καινούργιου διοικητικού συμβουλίου. Υπό το κομμουνιστικό καθεστώς, το διοικητικό συμβούλιο ήταν “διακοσμητικό” και συνεδρίαζε μια φορά το μήνα για να επικυρώσει και να υπογράψει τις αποφάσεις της διοίκησης. Το νέο διοικητικό συμβούλιο, αντιθέτως, είχε άμεση επιρροή στη λειτουργία της Titan και κατάφερε να βρει μια κοινή γλώσσα επικοινωνίας για όλα τα μέλη.

6.11 Εμπιστοσύνη και Ενδυνάμωση

Στην αρχή, ο Βουδούρογλου και η Ιλιέσκου μοιράζονταν το ίδιο γραφείο προκειμένου να επισημανθεί σε όλου ότι υπήρχε συνέχεια και ότι η νέα διοίκηση συνεργάζονταν με την παλιά. Παρόλα αυτά, αυτή η περίοδος συγκατοίκησης ήταν παράξενη αφού ο

Βουδούρογλου παρέμενε ένας ξένος που έπρεπε να γίνει αποδεκτός από την εργατική δύναμη της Titan. Προσπάθησε λοιπόν να γνωρίσει τους εργαζόμενους και τις οικογένειές τους και έτσι να υποκαταστήσει το “μητρικό ρόλο” της Ιλιέσκου. Οργάνωσε κατά τη διάρκεια του χρόνο διάφορες εκδηλώσεις όπως εορτασμούς γενεθλίων και των Χριστουγέννων. Έμαθε να μιλά ρουμανικά και προσπάθησε να προσαρμοστεί στις τοπικές συνήθειες.

Παρόλο που οι μισθοί δεν αυξήθηκαν, ο Βουδούρογλου προσπάθησε να δείξει στους εργαζόμενους ότι ενδιαφέρονταν για αυτούς. Ήθελε να τους μεταφέρει το αίσθημα του ανήκειν και της ασφάλειας, βελτιώνοντας παράλληλα την παραγωγικότητά τους και τις συνθήκες εργασίας τους, εκσυγχρονίζοντας το εργοστάσιο. Βέβαια, ο σύγχρονος εξοπλισμός αύξανε την παραγωγικότητα, αλλά η SGMC δεν είχε το δικαίωμα να κάνει απολύσεις. Η εταιρεία αντιμετώπισε αυτό το πρόβλημα με διάφορους τρόπους. Το βασικό ζητούμενο ήταν να διατηρηθούν οι εργαζόμενοι απασχολημένοι για να διασφαλιστεί η αξιοπρέπειά τους. Καταρχάς, η εταιρεία εξασφάλισε ότι οι εργαζόμενοι που ήταν υπεράριθμοι στα τμήματά τους θα συνέχιζαν να πραγματοποιούν δουλειές γενικών καθηκόντων. Δεύτερον, ο Βουδούρογλου στόχευσε στους νεώτερους εργαζόμενους με δυνατότητες μάθησης, τους οποίου ενθάρρυνε να μπουν στο οικονομικό τμήμα ή στο τμήμα πωλήσεων. Τα δύο αυτά τμήματα υπόκειντο σε πολύ μεγάλες αναδιατάξεις. Το τμήμα πωλήσεων έπρεπε να δημιουργηθεί από την αρχή με τη βοήθεια ενός Έλληνα συμβούλου. Το οικονομικό τμήμα έπρεπε να εξαπλωθεί και να υιοθετήσει τα δυτικά πρότυπα λογιστικής και οικονομικών. Και στα δύο τμήματα, ο Βουδούρογλου χρειάζονταν εργαζόμενους αρκετά ευέλικτους ώστε να αποκτήσουν νέες δυνατότητες. Αυτό προϋπέθετε ότι οι εργαζόμενοι αυτοί θα ήταν πρόθυμοι να αλλάξουν τη νοοτροπία τους και να ανοιχτούν σε ένα δραματικά νέο επιχειρησιακό σύστημα. Οι λίγοι εργαζόμενοι που δυσαρεστήθηκαν με τη νέα οργανωτική δομή, αποχώρησαν από την Titan.

6.12 Εκπαίδευση

Η εκπαίδευση των εργαζομένων ήταν ακόμη μία προτεραιότητα, αλλά ο Βουδούρογλου ήθελε επίσης να τους δείξει ότι εκτιμούσε και τις υπάρχουσες ικανότητές τους. Πίστευε ότι οι Ρουμάνοι managers είχαν πολύ καλή βασική εκπαίδευση αλλά δεν είχαν τη γνώση και την εμπειρία των οικονομικών συστημάτων της ελεύθερης αγοράς.

Ο Βουδούρογλου έστειλε τους υψηλά ιστάμενους managers σε σεμινάρια και επισκέψεις σε επιχειρήσεις του εξωτερικού και σε διεθνείς εκθέσεις προκειμένου να εκτεθούν και να εκπαιδευτούν στις μεθόδους και τα συστήματα της οικονομίας της αγοράς. Οργανώθηκαν μαθήματα αγγλικής γλώσσας για τα μεσαία και ανώτερα στελέχη. Προσέλαβε επίσης, γερμανούς και έλληνες ειδικούς για να βοηθήσουν σε θέματα σταθεροποίησης της ποιότητας των αλεύρων, βελτίωσης της ποιότητας του ψωμιού και marketing προϊόντων ζύμης. Άλλα οι ειδικοί αυτοί αναφέρονταν στους Ρουμάνους managers που ήταν υπεύθυνοι επίλυσης τους προβλήματος. Για παράδειγμα, ο Βουδούρογλου ανέθεσε την ευθύνη των μηχανών παραγωγής νιφάδων καλαμποκιού και ζύμης, στους Ρουμάνους managers. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, “Το πιο σημαντικό ήταν ότι ένιωθαν υπεύθυνοι, μάθαιναν και μας είχαν αποδεχθεί.”

Η προσέγγιση αυτή ήταν ο ακρογωνιαίος λίθος της ιδέας του Βλαχούτσικου για “ισορροπία” μεταξύ δυτικών και τοπικών managers. Παρατήρησε ότι, “Είναι σημαντικό να κατανοήσουμε ότι τα στοιχεία που προσφέρουν οι τοπικοί managers – το δίκτυο, η αίσθηση του κινδύνου, η κατανόηση της τοπικής νομοθεσίας και της γραφειοκρατίας, η προστασία από το οργανωμένο έγκλημα – είναι ισάξια με το κεφάλαιο και την τεχνογνωσία που προσφέρει η Δυτική εταιρεία.”

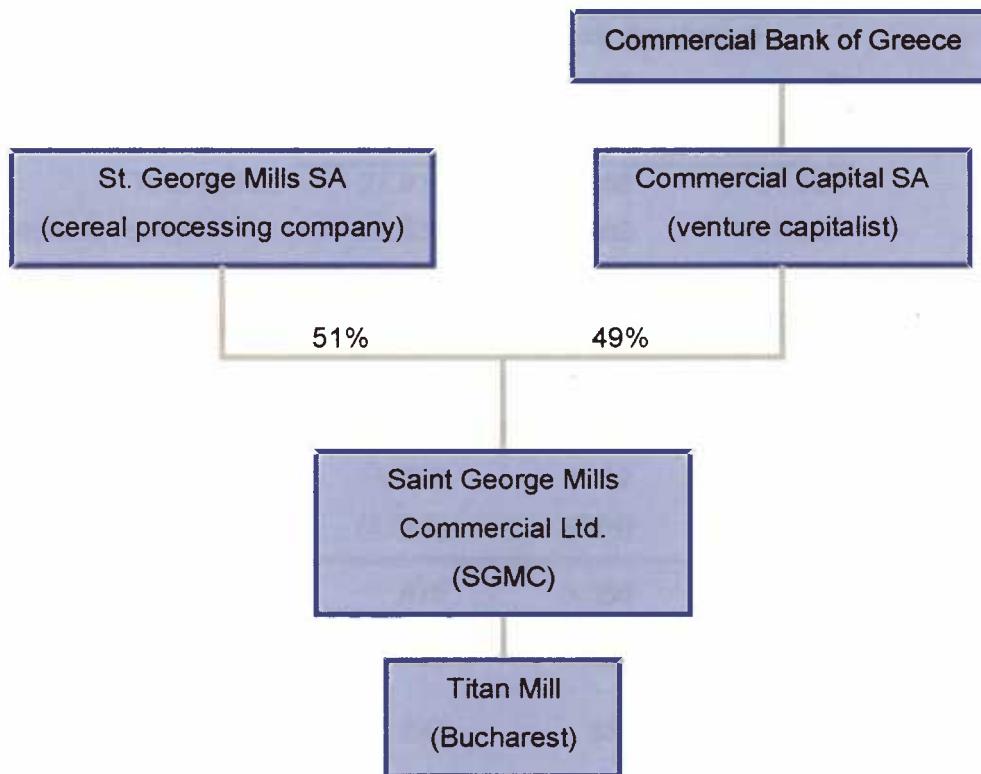
Η ιδέα της κερδοφορίας με τη χρήση πλεονάζοντος ρευστού ήταν ιδιαίτερα δύσκολη για τους Ρουμάνους managers. Όντας ειδικοί στο να διοικούν υπό συνθήκες έλλειψης ρευστότητας, καταπιέζοντας από την πλεονάζουσα ρευστότητα και δεν είχαν την ευελιξία να την εκμεταλλευτούν και να επιφέρουν έσοδα από αυτήν. Αντίστοιχα, υπό το κομμουνιστικό καθεστώς, η Titan προσανατολίζονταν μόνο προς την παραγωγή. Υπό την απώλεια ανταγωνισμού, όλα όσα παράγονταν πουλιόντουσαν. Έτσι δεν υπήρχε καμία ανάγκη για διαχείριση αποθέματος ή στρατηγική πωλήσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, η διαφοροποίηση και ο εμπλουτισμός των προϊόντων αλεύρου και αρτοποιίας προκειμένου να αυξηθούν οι τιμές πώλησης, προαπαιτούσε μεγάλες αλλαγές για τους εργαζόμενους της Titan.

6.13 Έξοδος από την επένδυση

Την άνοιξη του 1998, ο Βουδούρογλου, προκειμένου να αποδεσμευτεί και να αναλάβει νέες επενδύσεις, προσέλαβε τον Ελευθέριο Γκάρη να τον αντικαταστήσει στη θέση του γενικού διευθυντή της Titan. Μέχρι το τέλος του 1998, τα κέρδη προ φόρων της Titan

έφτασαν στα \$4.613 εκατομμύρια (Exhibit 11 and 12). Τον ίδιο χρόνο, η SGMC απέκτησε την MOPAN, μια μονάδα αρτοποιίας στην Τρανσυλβανία. Τον Ιανουάριο του 1999, η Κατσέλης, η μεγαλύτερη ελληνική αρτοβιομηχανία, απέκτησε από την SGMC το 7% της Titan. Τον Ιανουάριο του 1999, η εταιρεία Μύλοι Λούλη, μια άλλη ελληνική εταιρεία του ίδιου κλάδου, απέκτησε τον έλεγχο των Μύλων Αγίου Γεωργίου μέσω απόκτησης μετοχών. Ήταν η Commercial Capital αποφάσισε, τον Ιούλιο του 1999 να πουλήσει το μερίδιό της. Με την έξοδο αυτή, η Commercial Capital πραγματοποίησε κέρδη \$10 εκατομμυρίων (Exhibit 13).

Exhibit 1: Investors Organization Chart



Source: Commercial Capital Annual Reports

Exhibit 2: Commercial Capital's Financial Information

	1996	1995	1994
Consolidated Balance Sheet (in millions of Greek drachmas)			
Private Equity investments	2.842	1.112	0
Other assets	25.072	26.046	21.630
Total assets	27.914	27.158	21.630
Shareholder equity	27.837	27.082	21.607
Liabilities (other)	77	76	23
Total Liabilities	27.914	27.158	21.630
Consolidated Income Statements (in millions of Greek drachmas)			
Total Revenues	1.837	3.912	1.467
Total Expenses	(1.045)	(774)	(71)
EBT	678	3.056	1.344
Number of employees	40	30	8
Exchange rate: GRD/USD	247	237	241

Source: Commercial Capital Annual Reports

Exhibit 3: Saint George's Mills Financial Information

	1996	1995	1994
Consolidated Balance Sheet (in millions of Greek drachmas)			
Fixed assets	3.311	3.191	3.093
Current assets	8.325	8.673	7.308
Total assets	11.636	11.864	10.401
Total Shareholder Equity	2.878	2.878	2.878
Liabilities (other)	8.700	8.986	7.523
Total Liabilities	11.578	11.864	10.401
Consolidated Income Statements (in millions of Greek drachmas)			
Total Revenue	17.791	16.000	15.158
Total Expenses	16.784	15.197	14.658
EBT	1.007	803	500
Profit margin	5,7%	5,0%	3,3%
Exchange rate: GRD/USD	247	237	241

Source: Saint George's Mills' Annual Reports

Exhibit 4: Information on Saint George's Mills Products, Markets, and Competitors in Greece in 1996

Products	Size of the Greek Market	Saint George's Mills' Market Share	Competitors
Various types of flour and semolina for use by industrial and private consumers	About 800.000 tons	174.000 tons	About 200 mills of all sizes, of which the largest were Loulis Mills and Allatini Mills, which together produced about 250.000 tons

Source: Saint George's Mills' Annual Report to stockholders and Mr. Xenophon Voudouroglou.



Exhibit 5: Details of the Memorandum of Understanding and Shareholder Agreement between Saint George's Mills and Commercial Capital

Ownership of SGMC	Saint George's Mills: 51% Commercial Capital: 49%
Management control over SGMC	Saint George's Mills (3/5 members in the board of Directors) Selected general veto rights (80% of the General Assembly votes)
	Extension, merger, dissolution of SGMC Change of SGMC's object, nationality, sale or acquisition, and share capital Distribution of profits
Selected veto rights of Commercial Capital	Acquisition, loan agreement, or guarantee over \$200.000 Share transfer Business plan approval Strategic decisions in investments in which Saint George's Mills holds at least 51% Election of the chairman of the board Appointment of General Assembly representatives in SGMC and in companies in which SGMC has some participation
Target of SGMC	Start production and distribution of flour in Bulgaria Assess the potential of other agribusiness activities in the Balkans
Implementation	Operational and strategic task forces with staff from both shareholders
Goal If the Two Shareholders	Ensure and achieve the listing of SGMC in a stock exchange
Exit	If SGMC fails to be listed by 2004, Commercial Capital will have the right to the repurchase by Saint George's Mills of the total or part of its shares in SGMC (price to be determined by a formula in the shareholder's agreement) Saint George's Mills warrants that it will maintain at least 51% ownership in SGMC until the company is listed on the stock exchange

Source: Commercial Capital

Exhibit 6: Titan's Facilities in 1991

	Capacity	Built in	Condition
Modem flour mill	320 t/day	1995	Good, yield: 74%
Old com mill	165 t/day	1967	Bad, very low yield
Corn flake factory	4 t/day	1970	Bad
Bakery	170 t/day, 13 lines	1964 and 1969	Bad, but good operation
Outlets	40 (28 owned)		

Source: Commercial Capital

Exhibit 7: Titan's Market in 1997

	Size of the Bucharest market	Titan's Market structure	Competitors
Fresh bread	900 t/day	18%	20% is produced by small Turkish bread producers; 80% by industrial bakers
Long life bread (toast, special bread)	3 t/day		Tow small bakeries in Bucharest
Wheat flour:		20%	Spicul, Baneasa (both large flour mill/bakery complexes in Bucharest)
Bulk (large industrial bakery)	135 t/day		
Sacks of 25 Kg (smaller bakeries and patisseries)	120 t/day		
Packs sold retail	No data		
Patisserie	No data		Three medium-size private companies
Com flour	No data		None in Bucharest; three industrial mill in Romania
Com flakes	4 t/day	90% (est.)	None in Romania; foreign firms only

Source: Xenophon Voudouroglou

Exhibit 8: Titan's Balance Sheet (in million lei)

	1996	1994	1993
Consolidated Balance Sheet (in millions of Greek drachmas)			
Total Fixed assets	20.797	16.560	1.912
Other assets	13.732	3.705	1.310
Total assets	34.528	20.2654	3.222
Shareholder's Equity	14.187	8.393	1.255
Total liabilities	20.341	11.872	1.967
Total Equity plus liabilities	34.528	20.265	3.222
Exchange rate (lei/\$)	4.140	1.767	1.276

Source: ISI Emerging Markets accessed on August 30, 2000

Exhibit 9: Titan's Income Statement (in million lei)

	1996	1995	1994	1993
Turnover	70.826	40.819	18.243	N/A
Gross profit	7.904	1.985	1.275	176
Net profit	4.146	1.100	794	97
Exchange rate (lei/\$)	4.140	2.643	1.767	1.276

Source: ISI Emerging Markets accessed on August 30, 2000

Exhibit 10: Estimate of Titan Replacement Value by SGMC in July 1997

ASSETS	Capacity	or	Construction	%	of	Estimated	Total (\$)
	Amount			Replacement	Value/unit		
				Value			
Land	36.000 m ²				\$20		720.000
Buildings	18.175 m ²		60's, 70's, 90's	50	\$400		7.270.000
Silos:							
Wheat	5.000 t		1995	100			500.000
Four	1.000 t		1995	100			800.000
Flour	2.000 t		60's	50			1.600.000
Shops	2.800 m ²				\$500		1.400.000
Flour mill	320 t/d		1995	75	DM 4,2 in 1994		2.700.000
Corn flour mill	165 t/d		1967				2.000.000
Corn flake plant	4 t/d		1970	33			1.500.000
Bakery	160 t/d	1964	1969	33			9.000.000
Trucks	26 trucks 3-5 t		1996		20.000		1.040.000
Total Fixed Assets							28.530.000
Cash	1.380 m. Lei				7.100 Lei/\$		190.000
Accounts receivable	3.502 m. Lei				7.100 Lei/\$		490.000
Inventories	5.017 m. Lei				7.100 Lei/\$		710.000
Other assets	2.649 m. Lei				7.100 Lei/\$		370.000
Total Current Assets							1.760.000
TOTAL ASSETS							30.290.000
(estimate)							
Accounts payable	4.170				7.100 Lei/\$		587.000
Other liabilities	5.274				7.100 Lei/\$		742.000
Estimated long-term liabilities							2.000.000
TOTAL LIABILITIES							3.290.000
(estimate)							
EST. NET VALUE OF TITAN							26.961.000

Source: Prepared by Xenophon Voudouroglo, June 1997

Exhibit 11: Titan's Balance Sheet (in US dollars)

	1998	1997
Tangible Fixed assets	11.165	5.201
Other assets	3.336	4.395
Total assets	14.501	9.596
Total shareholder's Equity	10.263	2.568
Total liabilities	4.238	7.028
Total Shareholder's Equity plus liabilities	14.501	9.596

Source: SGM annual reports

Exhibit 12: Titan's Income Statement (in US dollars)

	1996	1995
Revenue	24.538	22.841
Profit from operations	4.451	3.482
EBT	4.613	2.385
Earnings pre share (EBT/8.848.100 shares)	0,52	0,27

Source: SGM annual reports

Exhibit 13: Commercial Capital's Financial Results (in millions of Greek drachmas)

	1999	1998	1997	1996
Consolidated Balance Sheet				
Private Equity investments	11.562	8.574	4.815	2.842
Other assets	41.318	25.341	28.577	25.072
Total assets	52.880	33.915	33.372	27.914
Total Shareholder Equity	49.425	32.542	29.519	27.837
Liabilities (other)	3.455	1.373	3.853	77
Total Liabilities	52.880	33.915	33.372	27.914
Consolidated Income Statement				
Total Revenue	18.106	5.841	2.447	1837
Total Expenses	2.220	1.456	1.024	1045
EBT	15.710	4.169	1.309	678
Number of employees	76	58	45	40
Exchange rate GRD/\$	329	283	283	247

Source: Commercial Capital's annual reports.

Βιβλιογραφία

1. Kevin McNally, "Corporate Venture Capital, Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector", Routledge Studies in Small Business
2. William D. Bygrave, Jeffry A. Timmons, "Venture Capital at the Crossroads", Harvard Business School Press
3. Lerner, Lerner, "Venture Capital and Private Equity, A Casebook", John Wiley and sons
4. Alex Bance, "Why and How to Invest in Private Equity", EVCA Investor Relations Committee Paper
5. Ε.Ε.Τ.Α.Α., "Οδηγός Χρηματοδοτικών Εργαλείων", Κοινοτική Πρωτοβουλία ADAPT
6. Ραγκούση Στυλιανή, Διδακτορική Διατριβή, "Τα νέα τραπεζικά προϊόντα, μέσο για την ενδυνάμωση των επενδύσεων. Εφαρμογή σε περιφερειακό επίπεδο στην Ελλάδα", Αθήνα 1995
7. Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Μαρία Μπακατσάκη-Μανουδάκη, "Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

EVCA Bibliography		
Title	Source	Publication Info
2001 Annual Report,	EVCA (EVCA)	May 2002
EVCA Corporate Brochure,	EVCA (EVCA)	March 2002
White Paper 2001	EVCA (EVCA)	September 2001
<i>EVCA Yearbook 2003 - Survey 2002</i>	EVCA (Research)	June 2003
<i>EVCA Corporate Venturing European Activity Update 2001</i>	EVCA (Research)	September 2002
<i>The Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe</i>	EVCA (Research)	June 2002
<i>EVCA Yearbook 2002 - Survey 2001</i>	EVCA (Research)	June 2002
<i>EVCA Corporate Venturing European Activity Report 2000</i>	EVCA (Research)	September 2001
<i>The Economic and Social Impact of Buyouts and Buyins in Europe</i>	EVCA (Research)	January 2001
<i>Better Exits</i> , John Wall - Julian Smith, Price Waterhouse Corporate Finance	EVCA (Research)	1997
<i>Why and How to Invest in Private Equity</i> , An EVCA Investor Relations Committee Paper, Written by Alex Bance, UBS Warburg	EVCA (Investor)	April 2002
<i>EVCA International Investors Conference 2003 Proceedings</i> (Geneva, 12-13/3/03)	EVCA (Investor)	April 2003
<i>EVCA Guidelines 2003</i>	EVCA (Investor)	June 2003
<i>Fund Raising and Investor Relations</i>	EVCA (Investor)	December 2000
<i>Benchmarking European Tax & Legal Environments</i> Benchmark Paper	EVCA (Tax & Legal)	March 2003
<i>European Technology Success Stories</i> , An EVCA High-Tech Committee Paper	EVCA (Others)	September 2002
<i>European Buyout Success Stories</i> , An EVCA Buyout Committee Paper	EVCA (Others)	October 2001

European Commission bibliography on Risk Capital – Entrepreneurship – Private equity		
Title	Source	Publication Info
<i>Progress report on the Risk Capital Action Plan</i> (Communication from the commission to the council and the European parliament)	European Commission	Brussels, 18.10.2000 COM(2000) 658 final
<i>Risk Capital Action Plan (RCAP)</i>	European Commission	June 1998
<i>Risk Capital: a key to job creation in the European Union</i>	European Commission	Brussels, 31.03.1998 SEC(1998)552 final
<i>Enterprises' access to finance</i> (Commission staff working paper)	European Commission	Brussels, 19.10.2001 SEC(2001) 1667
<i>Evaluation of financial engineering measures in structural policies</i> (Structural Policies Final Report)	European Commission	April 1998
<i>Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration.</i> (Report on a conference organized by EC, 24-11-1998, Brussels.)	DG Economic and Financial Affairs	January 1999
<i>Benchmarking business angels</i> , Final report	DG Enterprise	4 November 2002
<i>Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe</i> (Final report - BANNOCK CONSULTING)	DG Enterprise	June 2001
<i>Green Paper Entrepreneurship in Europe</i> (Document based on COM(2003) 27 final)	DG Enterprise	Brussels, 21.01.2003
<i>Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy</i> (Draft document for consultation)	DG REGIO	August 2002 (Draft document)
<i>Guide to Financial Engineering in Regional Policy</i> (Inception report)	DG REGIO	March 2002 (Version 2)
<i>Guide to Financial Engineering Techniques</i> (Used by Commission in the context of Regional Policy)	DG REGIO	1994

Ελληνική Νομοθεσία	
ΚΕΣΥΤ: Ν 2919/2001 (άρθρο 10). «Σύνδεση έρευνας και τεχνολογίας με την παραγωγή και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 128/25.6.2001
ΚΕΣΥΤ: «Δημιουργία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών Υψηλής Τεχνολογίας» ΕΠΑΝ Συμπλήρωμα Προγραμματισμού Τεχνικό Δελτίο Μέτρου 2.6	Έκδοση 5/21.3.2003
ΑΚΕΣ Ν. 2992/2002 «Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 54 20.3.2002
ΕΚΕΣ Ν. 2367/1995 (άρθρα 5 έως 9) «Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 261/1995
ΕΚΕΣ 1 ^η Τροποποίηση Ν. 2789/2000 «Προσαρμογή ελληνικού δικαίου προς οδηγία αριθ. 98/26/EK και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 21 11.2.2000
Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε. (TANEO A.E.) (State Aid – Ν 548/2002 – Ελλάδα)	Βρυξέλλες, 18.09.2002 C(2002)3347 fin
TANEO Ν. 2843/2000 «Εκσυγχρονισμός χρηματιστηριακών συναλλαγών, εισαγωγή εταιρικών επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία στο Χ.Α.Α. και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 219/12.10.2000
TANEO 1 ^η Τροποποίηση Ν. 2992/2002 «Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις»	ΦΕΚ Α' 54 20.3.2002
TANEO 2 ^η Τροποποίηση: Ν. 3091/2002 «Απλουστεύσεις και βελτιώσεις στη φορολογία εισοδήματος και κεφαλαίου και άλλες διατάξεις».	ΦΕΚ Α' 330/24.12.2002
TANEO: «Όροι και προϋποθέσεις συμμετοχής TANEO A.E. σε επενδυτικά σχήματα και σχετικά κριτήρια αξιολόγησης» (ΥΑ Αριθ. 217550/2002)	ΦΕΚ Β' 1544/11.12.2002
«Σύσταση Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (Ν.Ε.Χ.Α.), ρυθμίσεις γενικότερων της Κεφαλαιαγοράς, ... και άλλες διατάξεις» (Ν. 2733/1999).	ΦΕΚ Α' 155/30.7.1999
«Χρηματοδοτική στήριξη νέων επιχειρήσεων έντασης γνώσης-τεχνοβλαστών (SPIN OFF)» (ΠΔ 17 /2001)	ΦΕΚ Α' 14 31.1.2001

