



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
**Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών**
————— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —————

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Β' ΤΟΜΕΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΕΝΙΑΙΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ : ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ : 2018-2019

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΗΣ

ΝΙΚΟΛΕΤΑΣ ΙΣΤΒΑΝ ΝΑΓΥ

ΑΜ: 7340010418013

ΤΙΤΛΟΣ: «VENTURE CAPITALS-ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ»

Επιβλέποντες:

Επίκουρη Καθηγήτρια, Χ. Λιβαδά

Αναπληρώτρια Καθηγήτρια, Α. Μικρουλέα

Καθηγητής, Γ. Μιχαλόπουλος

ΑΘΗΝΑ, 2019

Copyright © [Αθήνα, 2019, Νικολέτα Ιστβάν Νάγυ]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τη συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
I. Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΓΕΝΙΚΑ	
A. Έννοια του venture capital - συνεισφορά στις καινοτόμες επιχειρήσεις και την ευρύτερη οικονομία	7
B. Σύντομη ιστορική ανασκόπηση	10
Γ. Χρηματοδοτική λειτουργία	
1. Χρηματοδότηση με ίδια και ξένα κεφάλαια.....	11
2. Ειδικότεροι σκοποί χρηματοδότησης: MBO,MBI,LBO.....	14
Δ. Στάδια και κριτήρια χρηματοδότησης επιχειρήσεων	
1. Στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων.....	16
2. Κριτήρια χρηματοδότησης επιχειρήσεων.....	18
Ε. Οργανωτική δομή των εταιρειών Venture Capital.....	20
ΣΤ. Σύγκριση με συγγενείς μορφές χρηματοδότησης	
1. Private Equity (Ιδιωτικό Κεφάλαιο).....	23
2. Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ).....	25
3. Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ).....	26
4. Hedge Funds (Αντισταθμιστικά Κεφάλαια).....	27
5. Business Angels (Επιχειρηματικοί Άγγελοι).....	28
6. Crowdfunding (Συμμετοχική Χρηματοδότηση).....	29

II. ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

A. Η νομοθεσία στην Ελλάδα για τα τις Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και η ιστορική εξέλιξή της	31
B. Ο Νόμος 2367/1995 για τις ΕΚΕΣ όπως τροποποιήθηκε μέχρι σήμερα	
1. Τροποποιήσεις μέχρι σήμερα.....	32
2. Έννοια, νομική φύση , ίδρυση και σκοπός (άρθρο 5).....	33
3. Μετοχικό κεφάλαιο ,εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά / εποπτεία και κανόνες αποτίμησης (άρθρο 6).....	37
4. Επιχορήγηση, φορολογικές απαλλαγές και φορολογικά κίνητρα (άρθρα 7,8,9).....	39
5. Ειδικό ζήτημα- απόκτηση άδειας παραμονής πολίτη τρίτης χώρας με επένδυση σε ΕΚΕΣ (Ν.4605/2019).....	41
Γ. Fund of Funds: ΤΑΝΕΟ και Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα.....	41
Δ. Σχέσεις των εμπλεκόμενων στη χρηματοδότηση μερών.....	45
1. Σχέσεις επενδυτών και ΕΚΕΣ	46
2. Σχέσεις ΕΚΕΣ και Εταιρείας Στόχου	
i. Καταστατικές ρυθμίσεις και Εξωεταιρικές Συμφωνίες.....	48
ii. Ειδικότερες συμφωνίες και ρήτρες κατά την παροχή κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών	51
iii. Το πρόβλημα agency στις επενδύσεις μέσω venture capital	66
iv. Ειδικότερα ζητήματα	68
Ε. Αποεπένδυση-Exit Strategy.....	73

III : ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

A. Εισαγωγή: Τα επιχειρηματικά κεφάλαια ως κοινοτικός στόχος και η προσπάθεια ενιαίας ρύθμισης των συλλογικών επενδυτικών σχημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση....75

B. Οι Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ) της **Οδηγίας 2011/61/ΕΕ**.....76

Γ. Κανονισμός 2013/345 EuVECA και Κανονισμός 2013/346 EuSEF

1. EuVECA: Εποπτεία και κανόνες διαφάνειας για το Διαχειριστή Ευρωπαϊκών Εταιρειών Venture Capital.....78

i. Σκοπός και βασικές γραμμές Κανονισμού.....78

ii. Υποχρεώσεις Διαχειριστή και Συγκρούσεις Συμφερόντων (συμπλήρωση με τον κατ' εξουσιοδότηση **Κανονισμό της Επιτροπής 2019/820**).....80

2. EuSEF: Η αγορά των κοινωνικών επενδύσεων στην Ε.Ε.....82

Δ. Κανονισμός 2017/1991: Τροποποίηση και ενίσχυση πλαισίου Κανονισμών 2013/345 και 2013/346.....83

Ε. Κανονισμός 2019/1156: Ρύθμιση διαφημιστικών ανακοινώσεων.....85

ΣΤ. Αποτίμηση σε Ευρωπαϊκό επίπεδο86

IV : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....87

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....89

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί να σκιαγραφήσει μια συνολική εικόνα του θεσμού των venture capital τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο μέσω της ανάλυσης της ελληνικής νομοθεσίας αλλά και των Κανονισμών που έχουν εκδοθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση με βασικό σκοπό την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και τη μεγιστοποίηση των επενδύσεων στον Ευρωπαϊκό χώρο. Δευτερευόντως, η παρούσα πραγματεύεται και τη γενικότερη κοινωνικοοικονομική επιρροή που παρουσιάζει ο ως άνω θεσμός αλλά και την επενδυτική στρατηγική των εταιρειών αυτών.

Σήμερα, έχοντας αφήσει πίσω κατά μια δεκαετία μία από τις μεγαλύτερες οικονομικές κρίσεις που είχε ζήσει ο κόσμος, η αγορά φαίνεται να εστιάζει πλέον όχι μόνο στην επίτευξη κέρδους πάση θυσία, αλλά και στην επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο, την προαγωγή της πράσινης οικονομίας, τεχνολογίας και καινοτομίας με απώτερο σκοπό τη διοχέτευση κεφαλαίων στην αγορά και τη βελτίωση της ποιότητας ζωής. Προς αυτήν την κατεύθυνση κινείται το venture capital, αποδιδόμενο στα ελληνικά ως κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών. Υποστηρίζεται ότι δεν πρόκειται για μια παροδική τάση της οικονομίας αλλά αντίθετα, βαθύτεροι οικονομικοί λόγοι, όπως η υψηλή ανεργία, εδραιώνουν τη δράση τους στον τομέα του «επιχειρείν». Πράγματι, η χρηματοδότηση μέσω venture capital συνδράμει σημαντικά στην τόνωση της οικονομίας μέσω των επενδύσεων, στην προαγωγή της έρευνας και της καινοτόμου δράσης αλλά και στη δημιουργία θέσεων εργασίας μέσω της ανάπτυξης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων¹.

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αποτελούν έναν εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης καινοτόμων μη εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά start up εταιρειών μέσω της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο των τελευταίων, λόγω του ότι συνήθως δεν έχουν πρόσβαση στις παραδοσιακές μορφές δανειοδότησης. Το όφελος της χρηματοδοτούμενης εταιρείας είναι διττό: απολαμβάνει χρηματοδότησης μέσω ιδίων κεφαλαίων, έναντι των επαχθέστερων οικονομικά ξένων κεφαλαίων. Επιπροσθέτως, σε περίπτωση αποτυχίας της επένδυσης τα ίδια κεφάλαια υπόκεινται στον επιχειρηματικό κίνδυνο καθώς σε περίπτωση πτώχευσης η επενδύτρια εταιρεία δεν έχει αξίωση

¹ Erik P.M. Vermeulen and Diogo Pereira Dias Nunes, «The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds», 2012, SSRN Papers

επιστροφής των εισφορών της αν η εταιρική περιουσία δεν επαρκεί για τούτο. Αντίθετα, οι δανειστές που χορηγούν ξένα κεφάλαια αναγγέλλονται ως πτωχευτικοί πιστωτές απολαμβάνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερη ασφάλεια δικαίου από τους μετόχους. Το όφελος της χρηματοδοτούσας εταιρείας από την άλλη είναι περισσότερο μακροπρόθεσμο: σκοπεύει μέσα από τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, την παροχή εξειδικευμένων υπηρεσιών καθώς και την ανάμειξη στη διαχείριση της εταιρείας-στόχου να μεγιστοποιήσει την αξία των μετοχών της τελευταίας και να καρπωθεί το κέρδος από την μεταπώληση της συμμετοχής της όταν αυτή είναι αρκούντως υψηλή. Αυτό επιτυγχάνεται όπως θα αναλυθεί παρακάτω κυρίως μέσω της εισαγωγής της στην οργανωμένη αγορά.

Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα μελέτη προσδοκά να οριοθετήσει την έννοια του venture capital, να παρουσιάσει τους βασικούς άξονες της επενδυτικής στρατηγικής του και να σκιαγραφήσει το εθνικό και ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο από το οποίο αυτή διέπεται με ιδιαίτερη έμφαση στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών, στις συμφωνίες χρηματοδότησης αλλά και τους κανόνες που ισχύουν σε ενωσιακό επίπεδο όσον αφορά τους διαχειριστές των εταιριών αυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL ΓΕΝΙΚΑ

A. Έννοια του venture capital - συνεισφορά στις καινοτόμες επιχειρήσεις και την ευρύτερη οικονομία

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, που αποδίδονται διεθνώς με τον όρο venture capital, αποτελούν ένα σύνολο κεφαλαίων οργανωμένων συνήθως με τη μορφή κεφαλαιουχικής εταιρείας, όπου υπάρχει διάκριση του φορέα που αντλεί τα κεφάλαια και του φορέα που τα διαχειρίζεται². Τα κεφάλαια αυτά εισφέρονται κατά βάση από πιστωτικά ιδρύματα ή θυγατρικές τους αλλά ανά περίπτωση και από οικονομικά ευκατάστατους ιδιώτες, σε κάθε περίπτωση από επαγγελματίες και επιλέξιμους επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν την απαραίτητη πείρα ,ειδίκευση και γνώσεις για να λαμβάνουν τις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις και εξού δεν χρήζουν αυξημένης προστασίας όπως οι ιδιώτες επενδυτές. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος για τον οποίον οι εταιρείες κεφαλαίων

² Ρόκας,Γκόρτσος,Μικρουλέα,Χρυσάνθης,Λιβαδά, «Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου» ,2016,σελ.651

επιχειρηματικών συμμετοχών δεν απευθύνονται στο ευρύ κοινό για άντληση κεφαλαίων (public offer) αλλά απευθύνονται σε συγκεκριμένες κατηγορίες σοφιστικές κυρίως επενδυτών μέσω του θεσμού της ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement). Με τον τρόπο αυτόν οι εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών δεν υποχρεούνται να εκδώσουν ενημερωτικό δελτίο ούτε απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη λειτουργία τους³.

Με τη σειρά τους, οι εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών επενδύουν τα χρήματά τους σε μικρές ως επί το πλείστον επιχειρήσεις που εμφανίζουν ραγδαίες προοπτικές ανάπτυξης αλλά λόγω του ότι τα προϊόντα ή υπηρεσίες τους δεν έχουν δοκιμαστεί ακόμα στην πράξη είναι αβέβαιο αν η επένδυση θα επιφέρει το επιθυμητό κέρδος. Για αυτό το λόγο ονομάζονται και κεφάλαια υψηλού κινδύνου (χαρακτηριστικά στα αγγλικά risk capital και στα γαλλικά société de capital risque) ή καινοτόμα κεφάλαια, ακριβώς επειδή η μορφή αυτή επένδυσης εγκυμονεί υψηλό ρίσκο για την χρηματοδοτούσα εταιρεία, το οποίο αντισταθμίζεται βέβαια με την αναμονή εξίσου υψηλού κέρδους, υψηλότερου από το μέσο όρο των τραπεζικών επιτοκίων. Αξίζει να τονιστεί ακόμα ότι τα venture capital δεν αποτελούν μια μορφή επένδυσης όπου απλώς αναμένεται με παθητική στάση η τιμή της μετοχής να ανέλθει σε υψηλό επίπεδο για να μεταπωληθεί, ούτε απλώς αναμένονται κέρδη από τις διανομές μερισμάτων ή τόκων. Αντιθέτως οι εταιρείες venture capital αναλαμβάνουν ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας, στη χάραξη της στρατηγικής της, στην αναζήτηση προμηθευτών, πελατών και ικανών στελεχών αλλά και στην παροχή επιχειρηματικών συμβουλών και τεχνογνωσίας για την βέλτιστη απόδοσή της.

Προκειμένου να αντιληφθεί κανείς την πολυπλοκότητα που παρουσιάζει ο θεσμός του venture capital θα πρέπει να ανατρέξει στις ρίζες του και στην ανάγκη που έρχεται να καλύψει. Όπως όλα τα νέα χρηματοδοτικά εργαλεία, έτσι και το venture capital ήρθε να προσαρμοστεί στην τάση που δημιούργησε η δυσχέρεια τραπεζικού δανεισμού, η διεθνοποίηση της αγοράς, ο ολοένα και αυξανόμενος ανταγωνισμός αλλά και η εκτόξευση των νέων τεχνολογιών. Η ανταπόκριση κυρίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην ταχύτατη εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας δεν μπορούσε να αντιμετωπιστεί παρά με

³Ίδιοι, σελ. 651

έναν θεσμό δυναμικό και ελαστικό όπως είναι αυτός των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών⁴.

Λέγεται εντούτοις πώς μία πολύ καλή ιδέα συνήθως δεν φτάνει από μόνη της για να εξελιχθεί σε μια κερδοφόρα επιχείρηση και αυτό συμβαίνει λόγω της δυσπιστίας που δείχνουν οι επενδυτές προς την κάθε νέα ιδέα η οποία δεν έχει δοκιμαστεί ακόμα στην πράξη. Αν όμως κανένας δεν έδινε πίστη σε μια έστω αμφίβολη αλλά πρωτοποριακή ιδέα, η εξέλιξη θα είχε τελματώσει σε σημείο που μάλλον οι οικονομία θα είχε παραμείνει στην εποχή της βιομηχανικής επανάστασης. Με σκοπό λοιπόν την προαγωγή της παγκόσμιας οικονομίας και ανάπτυξης ο θεσμός του venture capital αποτελεί κινητήριο μοχλό για την χρηματοδότηση πολύ μικρών επιχειρήσεων οι οποίες άλλως δεν θα μπορούσαν να επιδείξουν σπουδαίες χρηματοοικονομικές επιδόσεις για να έχουν πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό και να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της αγοράς. Βέβαια η εταιρεία venture capital προκειμένου να επενδύσει σε μια τέτοια επιχείρηση η οποία εξ'ορισμού παρουσιάζει υψηλές πιθανότητες αποτυχίας οφείλει να εξετάσει αν ο συγκεκριμένος κλάδος στον οποίον δραστηριοποιείται η επιχείρηση έχει προοπτικές δυναμικής εξέλιξης καθώς αν το προϊόν ή η υπηρεσία που επιθυμεί να αναπτύξει η εταιρεία διαθέτει την απαραίτητη καινοτομία για να επιτύχει.

Από την άλλη, τα οφέλη για την ευρύτερη οικονομία από τη χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι πολλαπλής φύσεως · αρχικά, η ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων συμβάλλει ενεργά στη δημιουργία θέσεων εργασίας και στη μείωση της ανεργίας. Έπειτα, η δημιουργία θέσεων εργασίας οδηγεί με τη σειρά της σε διοχέτευση κεφαλαίου στην αγορά και ακολούθως στην κίνηση της οικονομίας, σώζοντας ενδεχομένως και άλλες μικρές επιχειρήσεις από την οικονομική κατάρρευση. Τέλος, η κίνηση της οικονομίας επιφέρει επιτυχέστερη είσπραξη των φόρων από τα κρατικά όργανα και διοχέτευση των εισπραχθέντων πόρων εκ νέου στην αγορά μέσω κρατικών επενδύσεων και κοινωνικών παροχών προς τους πολίτες.

Αντιλαμβάνεται κανείς λοιπόν πώς η χρηματοδότηση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που παρουσιάζουν αξιόλογες και εφαρμόσιμες ιδέες κυρίως νέας τεχνολογίας επηρεάζει την ομαλή κυκλική πορεία της οικονομίας.

⁴ Σ.Α. Μούζουλας, «Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης», 1997

B. Σύντομη ιστορική ανασκόπηση

Ο θεσμός των Venture Capital στη νεότερή του μορφή έκανε την εμφάνισή του για πρώτη φορά στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1950, εντούτοις ο θεσμός γνώρισε τη μεγαλύτερη ανάπτυξη του μετά το 1980. Έκτοτε, μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες όπως τις γνωρίζουμε σήμερα (Airbnb, Microsoft, Google, Intel, E-bay κ.α.)⁵ έλαβαν την κινητήρια χρηματοδότησή τους από εταιρείες Venture Capital που οραματίστηκαν την επενδυτική ευκαιρία σε αυτές⁶. Έτσι και σήμερα, οι ΗΠΑ κατέχουν την πρωτιά στη χρηματοδότηση μικρομεσαίων καινοτόμων επιχειρήσεων μέσω Venture Capital.

Όσον αφορά στην Ευρώπη, το Ηνωμένο Βασίλειο κατέχει την πρώτη θέση των χωρών που αγκαλιάζουν το θεσμό των Venture Capital, συγκεντρώνοντας στα τέλη της δεκαετίας του 1980 μαζί με τις ΗΠΑ το 75% των παγκόσμιων αποθεμάτων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών⁷. Ακόμα πιο πρόσφατα, το 2015, το συνολικό επενδυθέν κεφάλαιο των Venture Capital στο Ηνωμένο Βασίλειο έφτασε τα 833 εκατ. ευρώ, όσο στην Ελλάδα την ίδια χρονιά το ποσό αυτό ήταν σχεδόν μηδενικό⁸.

Λόγω της μεγάλης αναπτυξιακής δυναμικής τους, της συμβολής τους στη δημιουργία θέσεων εργασίας αλλά και της τόνωσης του ανταγωνισμού, τα επιχειρηματικά κεφάλαια και η ενοποίηση της αγοράς συλλογικών εναλλακτικών κεφαλαίων έχει καταστεί ρητός στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπως διαφαίνεται από ανακοινώσεις της Επιτροπής και τους σχετικούς Κανονισμούς που θα εξεταστούν στη συνέχεια⁹.

Όσον αφορά τη χώρα μας, ο θεωρητικός διάλογος για τη δομή, τη λειτουργία και τους νομικούς προβληματισμούς γύρω από τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών βρίσκεται σε πολύ πρώιμο στάδιο ενώ η νομοθετική ρύθμιση μόλις πρόσφατα έχει εκσυγχρονιστεί. Η πρώτη προσπάθεια νομοθετικής ρύθμισης των κεφαλαίων

⁵ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

⁶ Wikipedia ,Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών
[https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών#Venture_Capital_και_εταιρίες_Venture_Capital_\(Εταιρίες_Κεφαλαίων_Επιχειρηματικών_Συμμετοχών_-_ΕΚΕΣ_\)](https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών#Venture_Capital_και_εταιρίες_Venture_Capital_(Εταιρίες_Κεφαλαίων_Επιχειρηματικών_Συμμετοχών_-_ΕΚΕΣ_))

⁷ Ειδικό αφιέρωμα Venture Capital-Μια ανασκόπηση, Γ.Κ. Γκανέτσου ,Α.Κ. Φρονίστα, κ.α. σε Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτ.1995

⁸ Eurostat, Venture Capital Investment in million,2015

⁹ Ανακοίνωση της Επιτροπής «Κοινοτικές κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται για την προώθηση των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις»,2006 και Ανακοίνωση της Επιτροπής «Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις κρατικές ενισχύσεις για την προώθηση των επενδύσεων χρηματοδότησης επιχειρηματικού κινδύνου», 2014

επιχειρηματικών συμμετοχών επιχειρήθηκε με το νόμο 1775/1988 «περί εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου», σκοπός του οποίου ήταν η διαμόρφωση ενός κατάλληλου θεσμικού πλαισίου για την προώθηση των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας με την παροχή και των κατάλληλων φορολογικών κινήτρων και απαλλαγών¹⁰. Ωστόσο, τα λιγοστά άρθρα που ρύθμιζαν το θεσμό, ο περιορισμός των ευνοϊκών ρυθμίσεων του νόμου μόνο για τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας αλλά και η δαιδαλώδης γραφειοκρατία κατά τη χορήγηση των επιδοτήσεων δεν συνέβαλαν στην μακροζωία του νόμου, ο οποίος μόλις εννιά χρόνια μετά την ψήφισή του έπαυσε να ισχύει¹¹. Τη σκυτάλη πήρε ο νόμος 2367/1995 ο οποίος και κατήργησε δύο χρόνια μετά τη θέση του σε ισχύ το νόμο 1775/88 και ο οποίος ισχύει μέχρι σήμερα, με τις τροποποιήσεις που έχει υποστεί όπως θα εκτεθεί στη συνέχεια.

Γ. Χρηματοδοτική Λειτουργία

1. Χρηματοδότηση με ίδια και ξένα κεφάλαια

Η διάκριση ιδίων κεφαλαίων και χρέους εμπίπτει στην ευρύτερη κατηγορία της εξωτερικής χρηματοδότησης -σε αντίθεση με την εσωτερική χρηματοδότηση όπου τα κεφάλαια με τα οποία χρηματοδοτείται η επιχείρηση προέρχονται από την ίδια τα λειτουργικά της κέρδη-. Στην εξωτερική δηλαδή χρηματοδότηση τα εισφερόμενα κεφάλαια προέρχονται από τρίτους, είτε μετόχους είτε ξένους προς την εταιρεία επενδυτές, πάντως όχι από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης¹².

Τόσο η παροχή χρηματοδοτικής συνδρομής μέσω ιδίων κεφαλαίων όσο και με τη μορφή χρέους, επιφέρει πλεονεκτήματα για την εταιρεία που χορηγεί και που λαμβάνει τη χρηματοδότηση. Όσον αφορά στη χρηματοδοτούσα εταιρεία, η χρηματοδότηση μέσω συμμετοχής στο κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης ενέχει σαφώς υψηλότερο ρίσκο καθώς η πρώτη συμμετέχει σε όλους τους επιχειρηματικούς κινδύνους της δεύτερης, ωσεί επιχειρηματίας, απολαμβάνομενη βεβαίως διοικητικών δικαιωμάτων και δικαιωμάτων ψήφου. Το ρίσκο αυτό από την άλλη αντισταθμίζεται με υψηλότερες απολαβές από τα

¹⁰ Εισηγητική έκθεση Ν.1775/1988

¹¹ Εισηγητική έκθεση Ν.2367/1995

¹² Εισήγηση Β. Τουντόπουλου «Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα», σε 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας», 2009

διανεμόμενα μερίσματα σε σύγκριση με την απόληψη τόκου. Από την άλλη, η χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια δεν εγκυμονεί μεγάλους κινδύνους για τη χρηματοδοτούσα εταιρεία καθώς ο δανειστής διατηρεί ακέραια τα δικαιώματά του στην περιουσία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης ,συνήθως προστατεύεται και με εξασφαλίσεις, ωστόσο η αναμενόμενη απόδοση των τόκων θα είναι χαμηλότερη συνήθως από την απόδοση των μετοχών¹³ .

Όσον αφορά στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία, προτιμότερη είναι συνήθως η υγιέστερη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια και ο επιμερισμός του επιχειρηματικού κινδύνου παρά η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού η οποία και κοστοβόρα είναι και τις υποχρεώσεις της εταιρείας επαυξάνει. Δεν είναι ασύνηθες βέβαια μια εταιρεία να εμμένει στη διατήρηση του ελέγχου από την ίδια, χωρίς δηλαδή να διαταράσσουν νεοεισερχόμενοι μέτοχοι τις ισορροπίες εντός της εταιρείας και να προτιμά τον εξωτερικό δανεισμό ο οποίος επιπροσθέτως παρέχει και φορολογικά πλεονεκτήματα στην εταιρεία¹⁴.

Μια ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης ανάμεσα σε κεφάλαιο και χρέος που γνωρίζει η ελληνική και διεθνής έννομη τάξη συνιστά το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο (convertible bonds). Πρόκειται για υβριδική μορφή χρηματοδότησης καθώς ο κάτοχός της ομολογίας μέχρι να ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής παραμένει δανειστής της εταιρείας με όλα τα προνόμια (τόκους και ενδεχόμενες εξασφαλίσεις) ενώ όταν θεωρήσει ότι είναι ευνοϊκές οι συνθήκες για την μετατροπή σε μετοχές, με την άσκηση του σχετικού δικαιώματος, καθίσταται μέτοχος της εταιρείας. Συνιστά δηλαδή το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπό την αίρεση της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής¹⁵. Με αυτόν τον τρόπο λοιπόν η χρηματοδοτούμενη εταιρεία κεφαλαιοποιεί το χρέος του ομολογιακού δανείου που έχει εκδώσει.

Η παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης μέσω venture capital συνίσταται σε συμμετοχή στο κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και στην απόκτηση της ιδιότητας του μετόχου-εταίρου, χωρίς να αποκλείεται όμως η εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών να θελήσει να επιμερίσει τον κίνδυνο και να χρηματοδοτήσει μέσω μετατρέψιμου

¹³ Debt and Equity, Philip H. Dybvig & Yu Wang, 2002, SSRN Papers

¹⁴ Εισήγηση Β. Τουντόπουλου «Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα», σε 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας»,2009

¹⁵ Ν. Ρόκας , Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2018

ομολογιακού δανείου (συχνά σε προνομιούχες μετοχές)¹⁶ ή και με συνδυασμό ομολογιακού δανείου και συμμετοχής στο κεφάλαιο έως ότου επιβεβαιωθεί για το βαθμό επικινδυνότητας της επένδυσής της.

Ως συμμετοχική εταιρεία, το venture capital δεν έχει την ιδιότητα ενός απλού μετόχου αλλά συνεπενδύει, συμμετέχει, συνεπειχηρεί με τους ιδρυτές της νεοφυούς εταιρείας ενώ η συμμετοχή του στο κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης δεν υπερβαίνει συνήθως το 49%¹⁷. Αν και η κύρια λειτουργία των venture capital είναι η χρηματοδοτική, ωστόσο η καθημερινή ενασχόληση με τα διοικητικά ζητήματα της εταιρείας, η παροχή οικονομικών συμβουλών και τεχνογνωσίας, η ενεργή αναζήτηση συνεργατών για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της χρηματοδοτούμενης είναι τα στοιχεία αυτά που προσδίδουν μια πρόσθετη υπεραξία στην επιχείρηση¹⁸. Η επίτευξη αυτής ακριβώς της υπεραξίας κατά τη μεταβίβαση των μετοχών συνιστά το κέρδος στο οποίο αποσκοπεί η εταιρεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

Επειδή όμως η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων παραμένει επένδυση υψηλού ρίσκου και επειδή οι εταιρείες venture capital ως συμμετοχικές τείνουν προς διασπορά του κεφαλαίου, επενδύοντας σε περισσότερες επιχειρήσεις με σκοπό ακριβώς την αντιστάθμιση του κινδύνου, είναι σύνηθες επίσης οι εταιρείες αυτές να προβαίνουν σε επένδυση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές που εκδίδει η χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Με αυτόν τον τρόπο τα συμφέροντα της εταιρείας κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι περισσότερο εξασφαλισμένα καθώς λαμβάνει θέση δανειστή της εταιρείας με όλα τα πλεονεκτήματα και παράλληλα διατηρεί το δικαίωμα της μετατροπής σε μετοχές, συχνά προνομιούχες, αν, και όταν εκείνη κρίνει ότι είναι συμφερότερο.

Τέλος, υπάρχει η δυνατότητα η χρηματοδότηση να παρέχεται συνδυαστικά και μέσω συμμετοχής στο κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και μέσω έκδοσης ομολογιακού δανείου. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία venture capital καθίσταται την ίδια στιγμή και δανειστής και μέτοχος της εταιρείας. Η πρακτική αυτή ωστόσο εγείρει

¹⁶ Πρακτική που χρησιμοποιείται κυρίως στις ΗΠΑ καθώς οι προνομιούχες μετοχές διασπείρουν τον κίνδυνο της μη επιτυχούς επένδυσης σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης (Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», Δ. Βασιλείου σε ΔΕΕΤ,1995)

¹⁷ Οι εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών αποφεύγουν συνήθως να αποκτήσουν τον έλεγχο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης καθώς στην αντίθετη περίπτωση θα ήταν υποχρεωμένες να υποβάλλουν δημόσια πρόταση εξαγοράς, πράγμα που δεν είναι ο σκοπός τους.

¹⁸ Marjan Petreski, "The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses",2006, SSRN Papers

ζητήματα εταιρικού δικαίου καθώς ο μέτοχος είθισται να χρηματοδοτεί την εταιρεία του μέσω ιδίων κεφαλαίων και όχι μέσω δανειοδότησης, η οποία δεν υπόκειται καταρχήν στον επιχειρηματικό κίνδυνο (ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση). Ωστόσο προς αποτροπή καταχρήσεων και διακινδύνευσης των συμφερόντων των λοιπών δανειστών είναι δυνατόν τα χορηγηθέντα μέσω δανείου κεφάλαια να εξισωθούν με μετοχικές εισφορές, εφόσον παρασχέθηκαν σε περίοδο που οι οικονομική κατάσταση της εταιρείας δεν ήταν καλή¹⁹.

2. Ειδικότεροι σκοποί χρηματοδότησης: MBO, MBI, LBO

Ιδιαίτεροι χρηματοδοτικοί σκοποί που εξυπηρετούνται επίσης με την χρήση venture capital funds είναι το Management Buy Out (MBO), το Management Buy In (MBI) καθώς και το Leveraged Buy Out (LBO).

Ως Management Buy Out εννοείται η εξαγορά της πλειοψηφίας ή ολόκληρου του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας από την υπάρχουσα διοίκησή της. Η τακτική αυτή ακολουθείται συνήθως από εξειδικευμένα στελέχη της εταιρείας με τεχνικές και οικονομικές γνώσεις στο συγκεκριμένο τομέα της επιχείρησης οι οποίοι κατέχουν το know-how και θα μπορέσουν στο μέλλον ως ιδιοκτήτες να διοικήσουν για ίδιο λογαριασμό την εταιρεία με μεγαλύτερη επιτυχία και κέρδος για τους ίδιους. Η απόκτηση ωστόσο μιας συμμετοχής τέτοιου μεγέθους απαιτεί σημαντικούς πόρους. Αυτή τη λειτουργία έρχεται να καλύψει η εταιρεία venture capital η οποία χρηματοδοτεί την απόκτηση του μετοχικού πακέτου για τη διοίκηση έναντι προμηθειών και επιτοκίων που έχουν προσυμφωνηθεί²⁰.

Το Management Buy In από την άλλη συνιστά εταιρική πράξη στην οποία μια εξωτερική ομάδα διαχείρισης αγοράζει τόσο ποσοστό συμμετοχής όσο εξασφαλίζει τον έλεγχο στην εταιρεία-στόχο και συγχρόνως αντικαθιστά την υφιστάμενη ομάδα διοίκησης. Η χρηματοδότηση για αυτόν τον σκοπό χρησιμοποιείται κυρίως όταν η υφιστάμενη διοίκηση δεν παρουσιάζει καλή απόδοση ή όταν οι μετοχές της εταιρείας είναι υποτιμημένες²¹.

¹⁹ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρούλέα, Χρυσάνθη, Λιβαδά, «Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου», 2016, σελ.652

²⁰ Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», Δ. Βασιλείου σε ΔΕΕΤ, 1995

²¹ <https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>

Τέλος, συγγενή μορφή των ανωτέρω συνιστά η μοχλευμένη εξαγορά (Leveraged Buy Out) η οποία ορίζεται ως η διαδικασία με την οποία μια εταιρεία (εξαγοράζουσα) που επιθυμεί να αποκτήσει τις μετοχές (share deal) μιας άλλης εταιρείας (εξαγοραζόμενη) αλλά δεν κατέχει τα απαραίτητα προς τούτο οικονομικά μέσα, απευθύνεται σε ένα πιστωτικό ίδρυμα συνήθως και αιτείται το τελευταίο να εκταμιεύσει δάνειο που θα χρηματοδοτήσει την εξαγορά της επιχείρησης, τουλάχιστον κατά 75%²². Ως εξασφάλιση του πιστωτικού ιδρύματος παρέχονται κάποια περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Η διαδικασία αυτή στην πράξη είναι εξαιρετικά περίπλοκη καθώς η εξαγοράζουσα εταιρεία που ζητεί το δάνειο από το πιστωτικό ίδρυμα προσφέρει ως εξασφάλιση κάτι για το οποίο δεν έχει εξουσία διάθεσης. Αυτός ο σκόπελος προσπερνάται μέσω της σύγχρονης με την εκταμίευση του δανείου, συγχώνευση των δύο εταιρειών (εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης) έτσι ώστε η αρχικώς εξαγοράζουσα εταιρεία πλέον να είναι σε θέση να παράσχει στην εξασφάλιση στην τράπεζα, αφού όλα τα περιουσιακά στοιχεία της πρώην εξαγοραζόμενης θα της ανήκουν πλέον²³.

Στο εταιρικό δίκαιο²⁴ ο νομοθέτης ρυθμίζει μια υποπερίπτωση (ίσως μικρότερης κλίμακας) του leveraged buy out μέσω της χορήγησης χρηματοδοτικής συνδρομής από την ίδια την ανώνυμη εταιρεία, η οποία εκδίδει μετοχές δικές της με σκοπό την απόκτησή τους από τρίτους. Τα μέσα χρηματοδότησης που προβλέπει ο νόμος είναι η εγγύηση, το δάνειο και οι προκαταβολές, εντούτοις επιβάλλονται αυστηρές προϋποθέσεις για την εγκυρότητα μιας τέτοιας συναλλαγής. Αντιμετωπίζεται δηλαδή με καχυποψία από τον Έλληνα νομοθέτη η παροχή πιστώσεων σε τρίτους με σκοπό την απόκτηση μετοχών της εταιρείας ακριβώς λόγω του κινδύνου υπερχρέωσης της χρηματοδοτούσας την εξαγορά εταιρείας²⁵.

²² Σ.Α. Μούζουλας, «Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης», 1997, σελ.17

²³ How to work a Leveraged Buy Out or LBO - How to Buy a Business - David C Barnett, εκπαιδευτικό υλικό στο <https://www.youtube.com/watch?v=UrBLOtRY00I>

²⁴ Άρθρο 51 Νόμου 4548/2018 για την ΑΕ

²⁵ Ν. Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2018

Δ. Στάδια και κριτήρια χρηματοδότησης επιχειρήσεων

1. Στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων

Χαρακτηριστικό γνώρισμα των εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών που συχνά τις διακρίνει στην πράξη από παρόμοια funds είναι ότι η παροχή κεφαλαίου στρέφεται κατεξοχήν σε νεοφυείς επιχειρήσεις, κυρίως τεχνολογίας, που παρουσιάζουν κάποια αυθεντική και υλοποιήσιμη ιδέα, αν και αυτό δεν αποτελεί απαρέγκλιτο κανόνα. Ο λόγος για τον οποίον οι εταιρείες venture capital προτιμούν τον προαναφερθέντα τομέα επενδύσεων είναι επειδή αποτελεί τον κατεξοχήν κλάδο ο οποίος μέσα σε μια περίοδο 5-7 ετών αναμένεται να παρουσιάσει ρεαλιστικές πιθανότητες ραγδαίας ανάπτυξης έτσι ώστε η εταιρεία να καταστεί αρκετά μεγάλη προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία venture capital θα έχει εξασφαλίσει μια ασφαλή στρατηγική εξόδου από την επένδυση²⁶.

Κανόνα από την άλλη αποτελεί το γεγονός πως σε όσο αρχύτερο στάδιο πραγματοποιείται μια επένδυση τόσο μεγαλύτερο ρίσκο ενέχει και συνεπώς τόσο μεγαλύτερο κέρδος δύναται να αποφέρει στην εταιρεία venture capital²⁷. Αντίστοιχα αν μια επένδυση υλοποιείται σε μια ώριμη και δοκιμασμένη στην πράξη επιχείρηση τότε το ρίσκο και οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι μειωμένες. Επιπροσθέτως οφείλει να τονιστεί ότι η εταιρεία venture capital δεν είναι υποχρεωμένη να χρηματοδοτήσει το κάθε στάδιο ανάπτυξης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, ειδικά αν η τελευταία δεν ανταποκρίνεται στις οικονομικές επιδιώξεις της, εκτός βέβαια αν τούτο έχει συμφωνηθεί με ρήτρα περαιτέρω χρηματοδότησης όπως θα εκτεθεί στη συνέχεια. Συχνά επίσης στην πράξη συμβαίνει περισσότερες εταιρείες-κυρίως περισσότερες Τράπεζες λειτουργούσες ως κοινοπραξία- να χρηματοδοτούν από κοινού μια νεοσύστατη εταιρεία προκειμένου να συγκεντρώσουν το υψηλό κεφάλαιο και να επιμερίσουν τον επενδυτικό κίνδυνο.

Με την εμπειρική λοιπόν παρατήρηση των επενδύσεων venture capital η θεωρία έχει εντάξει τα στάδια χρηματοδότησης επιχειρήσεων στις ακόλουθες βασικές κατηγορίες: seed financing (χρηματοδότηση σποράς) και start-up stage (στάδιο εκκίνησης), early stage

²⁶ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

²⁷ Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων: Ο ρόλος των VC και PE εταιρειών <http://www.hvca.gr/venture-capital/ti-einai-to-venture-capital-to-private-equity.html>

financing όπου περιλαμβάνεται το πρώτο στάδιο χρηματοδότησης, expansion ή mezzanine financing (δεύτερο και τρίτο στάδιο) και τέλος το later stage (τέταρτο στάδιο χρηματοδότησης)²⁸.

Καταρχάς, στο στάδιο της αρχικής δημιουργίας ή σποράς, το οποίο ενέχει και το μεγαλύτερο ρίσκο για τον χρηματοδότη²⁹, το μόνο που δύναται η επιχείρηση να επιδείξει είναι η πρωτότυπη ιδέα για το προϊόν ή την υπηρεσία που σκοπεύει να υλοποιήσει, ενδεχομένως κάποια καταχώρηση διπλώματος ευρεσιτεχνίας. Συνεπώς δεν υπάρχει ακόμα στο στάδιο αυτό ενεργή επιχείρηση, ούτε το προϊόν ή ιδέα έχει δοκιμαστεί ακόμα στην πράξη. Συνήθως ήδη σε αυτό το στάδιο το 70% των ιδεών κρίνονται ανεφάρμοστες και απορρίπτεται η αίτηση χρηματοδότησης³⁰.

Κατά δεύτερον, το start-up stage είναι εκείνο στο οποίο οι εταιρείες venture capital δίνουν τη μεγαλύτερη σημασία. Σε αυτό το στάδιο η επιχείρηση ετοιμάζει το business plan της και το σχέδιο προώθησης των προϊόντων της, χωρίς όμως ακόμα να τα έχει διοχετεύσει στην αγορά. Πρόκειται συνεπώς για το στάδιο οργάνωσης που προηγείται του λανσαρίσματος των προϊόντων ή υπηρεσιών της επιχείρησης.

Ακολουθεί το early stage financing, ή πρόωρη χρηματοδότηση (πρώτο στάδιο), όπου η εταιρεία επιδιώκει να εξεύρει τα κεφάλαια που είναι απαραίτητα προκειμένου να εκκινήσει την παραγωγή και προώθηση των προϊόντων της. Στο παρόν στάδιο πραγματοποιούνται πιλοτικές δοκιμές των προϊόντων, έρευνες marketing καθώς και δομική οργάνωση της επιχείρησης³¹.

Έχοντας εισέλθει πλέον στο ενδιάμεσο στάδιο (mezzanine financing), και συγκεκριμένο στο δεύτερο στάδιο, η εταιρεία έχει ξεκινήσει να προωθεί τα εμπορεύματά της εντούτοις έχει ανάγκη κεφαλαίου κίνησης (working capital) προκειμένου να απορροφήσει τις ζημιές που ακόμα παρουσιάζει. Ακολούθως, η παροχή χρηματοδότησης στο τρίτο στάδιο, απευθύνεται κυρίως σε επιχειρήσεις οι οποίες λειτουργούν στο νεκρό τους σημείο (break-even point), δηλαδή στο σημείο όπου η επιχείρηση καλύπτει σταθερά το σύνολο των

²⁸ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

²⁹ Εξού και συνήθως το στάδιο αυτό χρηματοδοτείται από business angels και όχι venture capital funds

³⁰ Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», Δ. Βασιλείου σε ΔΕΕΤ,1995

³¹ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

εξόδων της, μη πραγματοποιώντας ούτε κέρδος ούτε ζημία. Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση έχει ανάγκη επέκτασης της δραστηριότητάς της ή βελτίωσης των λειτουργικών της δομών, προκειμένου να ξεκινήσει να παράγει κέρδος.

Τέλος, στο τέταρτο στάδιο πλέον κρίνεται ότι η χρηματοδοτούμενη εταιρεία έχει μια σταθερή και δοκιμασμένη πορεία και κοντεύει (συνήθως μέσα σε ένα έτος) στην εισαγωγή των μετοχών της στο χρηματιστήριο.

Όλη η παραπάνω πορεία χρηματοδότησης μια επιχείρησης μπορεί να διαρκέσει από 5 έως και 10 έτη, ανάλογα με τον τομέα της επιχείρησης, τον ενδεχόμενο ανταγωνισμό, την ικανότητα των διαχειριστών αλλά και τις προοπτικές της αγοράς την εκάστοτε χρονική περίοδο.

2. Κριτήρια χρηματοδότησης επιχειρήσεων

Προκειμένου η εταιρεία venture capital να καταλήξει στη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης, θα μελετήσει πολυάριθμες επιλογές, από τις οποίες ελάχιστες θα έχουν την ευκαιρία να εξεταστούν ενδελεχώς και μόλις μερικές από αυτές θα φτάσουν μέχρι την τελική υπογραφή συμφωνητικού χρηματοδότησης³². Οι εταιρείες που τελικά θα καταφέρουν να φτάσουν στο τελικό αυτό στάδιο θα περάσουν από λεπτομερές due diligence και σκληρές διαπραγματεύσεις προτού εκταμιευθεί το ποσό της χρηματοδότησης. Αυτό είναι λογικό αν αναλογιστεί κανείς ότι οι διοικητές (general partners) εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων διαχειρίζονται και αυτοί με τη σειρά τους ξένα κεφάλαια επενδυτών (limited partners), προς τους οποίους υπέχουν υποχρέωση πίστης και ορθής διαχείρισης των επενδεδυμένων χρημάτων, πάντοτε μέσα στα εύλογα όρια που ορίζει ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης. Επομένως κάθε επενδυτική ευκαιρία οφείλει να εξετάζεται με ιδιαίτερη σύνεση και πάντοτε προς το συμφέρον των επενδυτών της εταιρείας επιχειρηματικών συμμετοχών.

Αρχικά, μια εταιρεία venture capital είναι δυνατόν να λάβει γνώση σχετικά με μια προτεινόμενη επένδυση με τρεις τρόπους: είτε παθητικά (passive deal-flow), όπου αντλεί

³² Χαρακτηριστικά λέγεται ότι οι απαντήσεις των εταιρειών VC σε αιτήματα χρηματοδότησης είναι περισσότερα «όχι» παρά «ναι» - Marjan Petreski όπως ανωτέρω, όπου αναφορά σε Mason and Harrison, 2004

πληροφόρηση σχετικά με μια καινοτόμο ιδέα μέσω προωθητικών ενεργειών και εκδηλώσεων, διαφημίσεων, ακόμα και μέσω διαδικτύου, είτε με την ενεργή αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών από την ίδια (active deal-flow), είτε τέλος μέσω σύστασης από κάποιον έμπειρο συνεργάτη του επιχειρηματικού δικτύου. Μάλιστα, έρευνες στις ΗΠΑ και την Ολλανδία έχουν αναδείξει πως οι επαφές και οι προτάσεις χρηματοδότησης που προέρχονται από το γνωστό επιχειρηματικό κύκλο της εταιρείας venture capital θεωρούνται πιο αξιόπιστες και σοβαρές και εν τέλει παρουσιάζουν περισσότερες πιθανότητες επιτυχούς έκβασης παρά εκείνες που προέρχονται από άλλες πηγές πληροφόρησης εκτός κύκλου γνωριμιών³³.

Βασικό κριτήριο παροχής ή μη της χρηματοδότησης αποτελεί σε κάθε περίπτωση ο ανθρώπινος παράγοντας, η επένδυση δηλαδή παρουσιάζει έντονο προσωπικό χαρακτήρα (intuitus personae)³⁴ : ο επιχειρηματίας που προσεγγίζει μια εταιρεία προς ανεύρεση χρηματοδότησης, θα πρέπει να διακρίνεται από ωριμότητα σκέψης, να διαθέτει επαρκή γνώση για την αγορά στην οποία πρόκειται να απευθυνθεί, ηγετικές ικανότητες προκειμένου να μπορεί να διευθύνει ορθά την επιχειρηματική ομάδα, καλή φήμη και ιστορικό στα επιχειρηματικά του δρώμενα (αν δεν πρόκειται για νέο επιχειρηματία). Φυσικά υψίστης σημασίας κριτήριο αποτελεί και ολόκληρη η στελέχωση της επιχείρησης με ικανά πρόσωπα που διαθέτουν απαραίτητες γνώσεις και δυναμισμό προκειμένου να αποφέρουν τα επιθυμητά κέρδη στην εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών.

Επιπροσθέτως, η εταιρεία venture capital εξετάζει λεπτομερώς την επιχειρηματική ιδέα και τις προοπτικές της, τις πρακτικές ανάγκες που έρχεται να καλύψει, την πελατεία αλλά και την αγορά στην οποία απευθύνεται. Θετικό αντίκτυπο αφήνει η ήδη προστασία της ιδέας με δίπλωμα ευρεσιτεχνίας. Η αγορά στην οποία απευθύνεται η ιδέα θα πρέπει να είναι ανεκμετάλλευτη και μικρή³⁵ σε πρώτο στάδιο έτσι ώστε να μην έχει ανταγωνισμό ο οποίος θα μπορούσε ενδεχομένως να επαυξήσει τα αρχικά έξοδα της χρηματοδότησης. Εξίσου σημαντικό είναι η αγορά να έχει προοπτικές γρήγορης ανάπτυξης προκειμένου ιδανικά εντός πενταετίας να αποφέρει υψηλά κέρδη προς ρευστοποίηση. Συνακόλουθο με

³³ "How do venture capitalists screen business plans-evidence from the Netherlands and the US", Tsvi Vinig, Maarten De Haan, 2002, SSRN Papers

³⁴ Σ.Α. Μούζουλας, «Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), η κατάρτιση της συμφωνίας χρηματοδότησης», 1997, σελ. 13

³⁵ Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», Δ. Βασιλείου σε ΔΕΕΤ, 1995

τα ανωτέρω είναι να έχουν διαμορφωθεί ήδη κανάλια προώθησης και διανομής των προϊόντων ή υπηρεσιών στην αγορά, προς εξοικονόμηση χρόνου και πόρων και μεγιστοποίηση του αναμενόμενου κέρδους.

Τέλος όσον αφορά στην οικονομική σκοπιά της επένδυσης, ιδιαίτερης σημασίας είναι η απόδοση να είναι αρκετά υψηλότερη των τραπεζικών επιτοκίων αλλά και των απλών διανομών μερισμάτων, η επένδυση να είναι άμεσα αποδοτέα σε 5-10 χρόνια- ιδανικά μέσα στην πρώτη πενταετία από την πραγματοποίησή της- καθώς και εύκολα ρευστοποιήσιμη στην πρωτογενή αγορά, δηλαδή να έχει μελετηθεί εξαρχής το exit strategy της εταιρείας και να είναι εύκολα υλοποιήσιμο³⁶. Στο σημείο αυτό παρατηρείται το εξής φαινομενικά παράδοξο: ενώ βασικός σκοπός της επένδυσης της εταιρείας κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι η ανέλιξη της εταιρείας σε σημείο όπου θα της αποφέρει υψηλά κέρδη, εντούτοις από την αρχή της αξιολόγησης η εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών ήδη σχεδιάζει λεπτομερώς την στρατηγική εξόδου της. Η τακτική όμως αυτή δεν είναι στην πραγματικότητα παράδοξη, καθώς σε κάθε περίπτωση η χρηματοδοτούσα επιχείρηση οφείλει να έχει ένα back-up plan το οποίο θα ενεργοποιήσει σε περίπτωση που το εγχείρημα αποτύχει προκειμένου να έχει τις λιγότερες δυνατές ζημιές.

E. Οργανωτική δομή των εταιρειών Venture Capital

Οι εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών χαρακτηρίζονται διεθνώς ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές (financial intermediaries) με την έννοια ότι αντλούν κεφάλαια από επενδυτές και τα επανεπενδύουν σε εταιρείες που έχουν προοπτικές υψηλών αποδόσεων, διαμεσολαβούν δηλαδή στην κίνηση κεφαλαίου από έναν φορέα στον άλλον. Ως προς αυτή τη λειτουργία τους ομοιάζουν με τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία επίσης αντλούν κεφάλαια από τους καταθέτες και τα επενδύουν εκ νέου, δανείζοντάς τα σε φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις³⁷. Η βασικές διαφορές τους είναι αφενός ότι η λειτουργία αυτή των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι δημόσια και εποπτεύεται αυστηρά προς προστασία των καταθετών και αφετέρου ότι το κέρδος των πιστωτικών

³⁶ "How do venture capitalists choose investments", Kaplan, S.N., Strömberg, 2000, white papers

³⁷ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

ιδρυμάτων από τη δραστηριότητά τους αυτή είναι μικρότερο από αυτό στο οποίο αποσκοπεί μια εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών.

Λειτουργούν δηλαδή οι εταιρείες venture capital ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων (ΟΣΕΚΑ) -χωρίς όμως να εποπτεύονται ως τέτοιαι-³⁸, όπου περισσότεροι επενδυτές με παρόμοια επενδυτικά οράματα και επιδιώξεις ενώνουν τα κεφάλαιά τους σε ένα ισχυρό fund αντί να προβαίνουν σε μεμονωμένες επενδύσεις μικρότερης κλίμακας. Το venture capital εμπίπτει στην κατηγορία των μη εποπτευόμενων συλλογικών επενδύσεων σε κεφάλαιο επιχειρήσεων, όπου οι επενδυτές συμμετέχουν στο fund όπως προειπώθηκε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης.

Οι επενδυτές που συμμετέχουν στις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου μπορεί να ποικίλλουν: κυρίως είναι θυγατρικές τραπεζών και ασφαλιστικών επιχειρήσεων, μεγάλα ταμεία κρατικής και ευρωπαϊκής ενίσχυσης (fund of funds) όπως το TANEΟ στη χώρα μας ή τα επενδυτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ιδιωτικές επενδυτικές κοινοπραξίες, γνωστές οικογένειες με μεγάλη περιουσία αλλά και οι λεγόμενοι «επιχειρηματικοί άγγελου».

Ως προς τη νομική της μορφή, μια εταιρεία venture capital μπορεί να περιβληθεί τον τύπο της ανώνυμης εταιρείας (όπως θα εκτεθεί παρακάτω, η Α.Ε. είναι το υποχρεωτικό νομικό ένδυμα για τις ελληνικές ΕΚΕΣ), της ετερόρρυθμης εταιρείας (limited partnership), της αφανούς εταιρείας (dormant partnership) καθώς και σε μερικές περιπτώσεις της κοινοπραξίας (joint venture). Γίνεται επιπλέον διάκριση της διαχείρισης σε εσωτερική και εξωτερική³⁹, ανάλογα με το εάν ο διαχειριστής αποτελεί όργανο εσωτερικό της εταιρείας ή αν του έχει ανατεθεί η διαχείριση με εξωτερική σύμβαση διαχείρισης (σύμβαση management) στην οποία περίπτωση δικαιούται και διαχειριστικής αμοιβής.

Στην περίπτωση της Α.Ε. τα πράγματα είναι σχετικά απλά καθώς ο επενδυτής καθίσταται μέτοχος της εταιρείας venture capital αναμένοντας η συμμετοχή του να φτάσει σε ικανοποιητικά για την επένδυσή του επίπεδα έτσι ώστε να μπορεί να τη ρευστοποιήσει. Διαχειριστής των χρημάτων των επενδυτών είναι εκ του νόμου το διαχειριστικό όργανο της Α.Ε., το διοικητικό συμβούλιο, το οποίο είναι υπόλογο για τη διαχείριση των

³⁸ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Χρυσάνθη, Λιβαδά, «Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου», 2016, σελ.650

³⁹ Προϊμίο Κανονισμού 345/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου – EuVECA και άρθρο 5 παρ. 6 Ν.2367/1995

κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή βέβαια είναι δυνατόν να εγείρονται προβλήματα agency και σύγκρουσης συμφερόντων λόγω της πιθανής ασυμμετρίας πληροφόρησης από πλευράς των επενδυτών όπως θα εκτεθεί παρακάτω.

Στην πιο συνηθισμένη της εκδοχή, η εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών λαμβάνει τη μορφή ετερόρρυθμης εταιρείας, όπου εκ των πραγμάτων διαμορφώνονται εταίροι δύο ταχυτήτων: ο ετερόρρυθμος εταίρος (limited partner) ο οποίος εισφέρει κεφάλαιο ως επενδυτής στην εταιρεία venture capital χωρίς να εμφανίζεται στις προς τα έξω σχέσεις και χωρίς φυσικά να έχει κάποια υποχρέωση (πέραν της καταβολής της εισφοράς του), και ο ομόρρυθμος εταίρος (general partner) ο οποίος είναι συνήθως και ο ιδρυτής της εταιρείας και ο διαχειριστής των εισφερόμενων κεφαλαίων. Εκείνος αποφασίζει για τον τρόπο επένδυσης και αποεπένδυσης των κεφαλαίων, παράλληλα όμως υπέχει πλήρη ευθύνη έναντι των επενδυτών αλλά και έναντι τρίτων. Για το μετριασμό της ευθύνης των general partners είναι σύνηθες στην πράξη αυτοί να λαμβάνουν τη μορφή της Ανώνυμης Εταιρείας αλλά και να ασφαλίζονται έναντι διαχειριστικών πταισμάτων.

Αντίστοιχη με τη λειτουργία της ετερόρρυθμης εταιρείας είναι και αυτή της αφανούς αφού και στην περίπτωση αυτή υφίστανται εταίροι δύο ταχυτήτων- ο εμφανής και ο αφανής- που επιτελούν παρόμοιο ρόλο όπως και ο ομόρρυθμος και ο ετερόρρυθμος εταίρος αντίστοιχα. Η αφανής εταιρεία ωστόσο αποτελεί εσωτερική εταιρεία, δεν εμφανίζεται δηλαδή στις συναλλαγές ως τέτοια, ενώ η Ετερόρρυθμη αποτελεί εξωτερική εταιρεία.

Τέλος, η κοινοπραξία σχηματίζεται κατά βάση για συγκεκριμένο επενδυτικό project μεγάλης εμβέλειας (συγκεκριμένου σκοπού) όπου μεμονωμένοι venture capitalists δεν θα ήταν δυνατόν από μόνοι τους να ανταποκριθούν στο χρηματοδοτικό κόστος. Τέτοιες χρηματοδοτικές κοινοπραξίες σχηματίζουν στην πράξη κυρίως οι Τράπεζες.

Εκτός όμως από τους επενδυτές και το διαχειριστικό όργανο, μια εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει αποτελεσματικά, χωρίς εξειδικευμένα στελέχη και έμπειρους στο είδος τους υπαλλήλους. Μεταξύ του προσωπικού που μπορεί να απασχολεί μια εταιρεία venture capital είναι ένας ή περισσότεροι διευθυντές (principal), ο οποίος είναι συνήθως υπεύθυνος να αναζητεί και να προτείνει νέες ευκαιρίες επένδυσης αλλά και να επιβλέπει τις υπάρχουσες, οι συνεργάτες (associates) οι οποίοι είναι συνήθως μαθητευόμενοι που παρακολουθούν τις καθημερινές συνεργασίες και επικοινωνίες της εταιρείας, παρευρίσκονται σε συναντήσεις

με επιχειρηματίες, αποκτούν τις απαραίτητες διασυνδέσεις για το μέλλον και μαθαίνουν πώς να αναγνωρίζουν μια καλή επενδυτική ευκαιρία⁴⁰. Σημαντική θέση διαδραματίζει επίσης ο αναλυτής (analyst) ο οποίος προβαίνει σε ενδελεχή νομικό, οικονομικό και φορολογικό έλεγχο της επιχείρησης που είναι υποψήφια προς χρηματοδότηση προκειμένου να εκθέσει τους κινδύνους που μπορεί αυτή να συνεπάγεται καθώς και ειδικοί σύμβουλοι (advisors ή consultants) οι οποίοι έχουν εξειδικευμένες γνώσεις σε συγκεκριμένους τομείς δραστηριότητας και με αυτόν τον τρόπο δύνανται να παρέχουν τεχνικές συμβουλές στην εταιρεία venture capital, αν βεβαίως η ίδια δεν εξειδικεύεται σε αυτόν τον τομέα επένδυσης.

ΣΤ. Σύγκριση με συγγενείς μορφές χρηματοδότησης

1. Private Equity (Ιδιωτικό Κεφάλαιο)

Τα private equity funds (ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια) μπορεί να οριστούν ως εναλλακτικά συλλογικά κεφάλαια όπου η λέξη «εναλλακτικά» ορίζεται σε αντίθεση με τις παραδοσιακές μορφές επένδυσης σε μετοχές και ομόλογα, σε τίτλους δηλαδή που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη (δημόσια) οργανωμένη αγορά⁴¹. Χαρακτηριστικό των κεφαλαίων αυτών είναι η ανωνυμία που προσφέρουν στα επενδύσιμα κεφάλαια, καθώς και τη χρηματοδοτική και φορολογική ευελιξία τους. Τούτο μπορεί να γίνει ευκολότερα αντιληπτό αν αναλογιστεί κανείς πως με την εισαγωγή μιας εταιρείας στην οργανωμένη αγορά και την έναρξη της διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών της, αμέσως με την έκδοση ενημερωτικού δελτίου διοχετεύεται πληθώρα πληροφοριών σχετικών με την εταιρεία στο ευρύ κοινό, ενισχύεται η υποχρέωση πληροφόρησης (μέσω της υποχρέωσης τριμηνιαίας/εξαμηνιαίας/ετήσιας υποβολής οικονομικών καταστάσεων) και η εποπτεία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι ως άνω διαδικασίες και υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών και τεράστιο κόστος δημιουργούν για τις εταιρείες αυτές αλλά και τα μάτια του κόσμου στρέφουν προς τη δραστηριότητα της επιχείρησης, πράγμα που οι περισσότερες θα επιθυμούσαν να αποφύγουν.

⁴⁰ <https://mixergy.com/interviews/what-does-an-associate-at-a-venture-capital-firm-do/>

⁴¹ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, A. Metrick and A. Yasuda, 2011, SSRN Papers

Το «μειονέκτημα» αυτό της οργανωμένης αγοράς έρχεται να καλύψει ο θεσμός του private equity ο οποίος επεκτείνεται σε ευρύ φάσμα επενδυτικών σχημάτων και η σαφής οριοθέτησή του μάλλον αποτελεί δυσχερές εγχείρημα. Νομοθετική ρύθμιση των σχημάτων αυτών δεν υπάρχει⁴², πλην της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ η οποία αφορά στην εποπτεία των διαχειριστών συλλογικών εναλλακτικών κεφαλαίων, ούτε ασφαλής νομικός ορισμός, οπότε και η διαφοροποίησή του δεν γίνεται με κριτήρια νομικά αλλά κυρίως εμπειρικά, με βάση κυρίως το είδος και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσής τους.

Αρχικά, και τα private equity funds και τα venture capital funds αποτελούν μορφές εναλλακτικών συλλογικών επενδύσεων σε κεφάλαιο εταιρειών όπου ιδιοκτησία και διοίκηση είναι διακριτά. Παρόλο που συνήθως ο επικεφαλής ενός κεφαλαίου private equity είναι κάποιος επιχειρηματίας με σημαντική οικονομική επιφάνεια ή στέλεχος με ικανοποιητικό track record στη διοίκηση και κερδοφόρο ανάπτυξη εταιρειών ωστόσο στο ίδιο fund μπορούν να τοποθετηθούν και άλλα κεφάλαια που επιθυμούν να διατηρήσουν την ανωνυμία τους. Με αυτό τον τρόπο, αυξάνεται σημαντικά το pool κεφαλαίων και κατ' επέκταση η επενδυτική δυναμική τους μέσω της λογικής «η ισχύς εν τη ενώσει»⁴³. Αντίστοιχα, διαχειριστής στα venture capital funds είναι επίσης επιχειρηματικό πρόσωπο, ο ιδρυτής του, ο οποίος κατέχει εξειδικευμένες γνώσεις περί του τομέα επενδύσεων που επιθυμεί να ενασχοληθεί και στην πράξη κατέχει τη θέση του ομορρύθμου εταίρου. Επιπροσθέτως, τα private equity funds πραγματοποιούν επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών, εισηγμένων και μη. Ως προς αυτό διαφέρουν από τα venture capital funds τα οποία επενδύουν σε μικρές νεοφυείς επιχειρήσεις με απώτερο σκοπό την εισαγωγή των μετοχών τους στην οργανωμένη αγορά. Τα private equity funds επενδύουν επίσης σε προβληματικές επιχειρήσεις με σκοπό την εξυγίανσή τους και την άνοδο της τιμής των μετοχών τους ενώ τα venture capital κυρίως στα αρχικά στάδια ανάπτυξης μιας καινοτόμου επιχείρησης. Τέλος, ο χρονικός ορίζοντας επένδυσης στα private equity funds κυμαίνεται στα 3-5 έτη (μάλιστα αν δεν συμμετέχουν στη διοίκηση ο χρόνος αυτός μπορεί

⁴² Αν και από το 2018 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ετοιμάζει θεσμικό πλαίσιο για τη νομοθετική ρύθμιση των private equity funds ,hedge funds και του crowdfunding.

⁴³ <https://www.capital.gr/epixeiriseis/656475/exeis-polla-lefta-ftiaxe-ena-private-equity-fund>

να είναι ακόμα συντομότερος)⁴⁴ ενώ η επένδυση μέσω venture capital είναι περισσότερο μεσομακροπρόθεσμη, και μπορεί να κυμαίνεται από 5 έως και 10 έτη⁴⁵.

Εν κατακλείδι, μπορεί να σημειωθεί ότι σκοπός των εταιρειών venture capital είναι κυρίως αναπτυξιακός και επιτυγχάνεται μέσω της μεσομακροπρόθεσμης τοποθέτησης των κεφαλαίων τους σε start up καινοτόμες επιχειρήσεις κυρίως τεχνολογικού προσανατολισμού ενώ τα private equity funds δεν έχουν κάποιο συγκεκριμένο προσανατολισμό ως προς το είδος της επένδυσης που επιλέγουν, κρινόμενο ad hoc με βάση την επενδυτική ευκαιρία και τις αποδόσεις που προσφέρει η συγκεκριμένη επένδυση.

2. Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ)

Στην ελληνική πρακτική οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (εφεξής ΟΣΕΚΑ) λαμβάνουν κατεξοχήν τη μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου (εφεξής Α/Κ), αν και μπορούν να λάβουν και καταστατική μορφή Ανώνυμης Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου, και συνιστούν ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά τα οποία ανήκουν εξ αδιαίρετου στους μεριδιούχους του, φυσικά ή νομικά πρόσωπα. Επενδυτικός σκοπός του Α/Κ είναι η επίτευξη της κατά το δυνατόν υψηλότερης απόδοσης, σε μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, μέσω της υπεραξίας των επενδύσεων που πραγματοποιεί και των προσόδων που εισπράττει. Το Α/Κ δεν έχει νομική προσωπικότητα και οι μεριδιούχοι του, εκπροσωπούνται από εταιρία διαχείρισης, την Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου (εφεξής ΑΕΔΑΚ). Η ΑΕΔΑΚ οφείλει να έχει αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 500.000 ευρώ, αδειοδοτείται δε και εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁴⁶.

Ουσιαστικά η φιλοσοφία των ΟΣΕΚΑ στηρίζεται στη λογική της συνένωσης κεφαλαίων από περισσότερους επενδυτές με κοινούς επενδυτικούς στόχους (όπως και στα venture capitals) οι οποίοι δημιουργούν ένα ισχυρό κεφάλαιο το οποίο διανέμεται σε μερίδια.

⁴⁴ Μη εποπτευόμενες συλλογικές επενδύσεις (hedge funds, private equity funds), Χ.Σ.Χρυσάνθης σε 19^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009

⁴⁵ Venture Capital and Private Equity: A Course Overview, Josh Lerner, 2001, SSRN Papers

⁴⁶ Προσάρτημα επικαιροποίησης στο εγχειρίδιο του ETI - Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής, Λήψη διαβίβαση και εκτέλεση εντολών, Ε' έκδοση, Μαρία – Μαρίνα Βασιλικού, Νοέμβριος 2015

Αντίθετα στα venture capitals οι επενδυτές δεν αποκτούν εξ' αδιαιρέτου μερίδια επί μιας κοινής περιουσίας αλλά μετοχές στην εταιρεία venture capital η οποία εν αντιθέσει με τους ΟΣΕΚΑ, έχει νομική προσωπικότητα.

Οι ΟΣΕΚΑ κατά τη θεωρία ⁴⁷ παρουσιάζουν τα ακόλουθα βασικά χαρακτηριστικά: έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την επένδυση συλλογικών κεφαλαίων που συγκεντρώνουν από το ευρύ κοινό (για το λόγο αυτό και εποπτεύονται) κυρίως σε κινητές αξίες, η εξαγορά ή εξόφληση των μεριδίων τους από τους δικαιούχους πραγματοποιείται από το ενεργητικό τους, και τέλος λειτουργούν με γνώμονα την αρχή της κατανομής των κινδύνων (risk spreading). Σε αυτό το σημείο παρατηρείται ομοιότητα με τις εταιρείες venture capital⁴⁸ καθώς και εκείνες κατευθύνουν τις επενδύσεις τους προς περισσότερους τομείς ακόμα και σε διαφορετικές γεωγραφικές ζώνες, προκειμένου μία επιτυχής επένδυση να μπορέσει να αντισταθμίσει την ενδεχόμενη αποτυχημένη έκβαση κάποιας άλλης.

3. Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (εφεξής ΑΚΕΣ) εισήχθησαν στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 2992/2002 και έκτοτε αποτελούν σημαντικά εργαλεία συλλογικών επενδύσεων.

Τα ΑΚΕΣ αποτελούν ομάδα περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα, έναν δηλαδή κλειστού τύπου οργανισμό εναλλακτικών επενδύσεων, ορισμένης διάρκειας (μέχρι 20 έτη), το οποίο αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης από Διαχειριστή και διαθέτει θεματοφύλακα. Διαχειριστής του ΑΚΕΣ μπορεί να οριστεί ΕΠΕΥ, ΑΕΔΑΚ ή Α.Ε. με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ.

Το ελάχιστον μετοχικό του κεφάλαιο του ΑΚΕΣ ορίζεται σε 3.000.000 ευρώ καταβλητέο μόνο σε μετρητά (όχι σε είδος) ενώ η ελάχιστη αξία συμμετοχής κατά τη σύσταση είναι τουλάχιστον 150.000 ευρώ. Η εισαγωγή του ΑΚΕΣ στην οργανωμένη αγορά είναι προαιρετική, σε αντίθεση με την ΕΚΕΣ της οποίας η εισαγωγή είναι υποχρεωτική.

Το ΑΚΕΣ συνιστά και αυτό ομάδα περιουσίας, όχι νομικό πρόσωπο, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεριδιούχους)

⁴⁷ Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Ρόκας, Γκόρτσος κ.α., ό.α.

⁴⁸ Μούζουλας, ό.α.

όπως οι ΟΣΕΚΑ, αλλά το ΑΚΕΣ επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές εταιρείες οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση στην οργανωμένη αγορά. Επιτρέπεται εντούτοις στις ΑΚΕΣ να επενδύουν σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές καθώς και σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα απόληψης πέραν του τόκου και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών⁴⁹. Υπό την έννοια της συμμετοχής στο κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων το ΑΚΕΣ ομοιάζει με το venture capital καθώς και οι δύο συλλογικές μορφές επένδυσης συμπεριφέρονται με τον ίδιο επενδυτικό τρόπο. Ειδοποιός διαφορά που τις διακρίνει όμως είναι το γεγονός ότι η εταιρεία venture capital έχει νομική προσωπικότητα και ως εκ τούτου οι επενδυτές της δεν αποκτούν απλώς εξ 'αδιαιρέτου μερίδια όπως στις ΑΚΕΣ αλλά εταιρικές συμμετοχές με τη μορφή μετοχών ή εταιρικών μεριδίων.

4. Hedge Funds (Αντισταθμιστικά Κεφάλαια)

Τα hedge funds εμπίπτουν και αυτά στην κατηγορία των μη εποπτευόμενων συλλογικών επενδύσεων υψηλού κινδύνου, ιδιαίτερο γνώρισμα των οποίων είναι η επιθετική επενδυτική συμπεριφορά τους καθώς και η επιδίωξη άμεσα ρευστοποιήσιμου βραχυπρόθεσμου κέρδους, (μπορεί το hedge fund να προβαίνει σε μαζικές αποεπενδύσεις ακόμα και μέσα σε 2-4 εβδομάδες) μια στρατηγική που πολλές φορές χαρακτηρίζεται ως τυχοδιωκτική⁵⁰. Όπως και για τα private equity, έτσι και για τα hedge funds είναι δύσκολο να δοθεί επακριβής νομικός ορισμός, ορίζονται δε κατεξοχήν με βάση την ως άνω εκτεθείσα επενδυτική τους συμπεριφορά.

Οι διαχειριστές των hedge funds συνήθως εκμεταλλεύονται κάποια ανωμαλία στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και επεμβαίνουν αποκομίζοντας τεράστια οφέλη, αποσταθεροποιώντας παράλληλα την αγορά. Η πρακτική αυτή επομένως κατέδειξε πως το πρόβλημα της δικαιοπολιτικής αντιμετώπισης των hedge funds δεν κινείται μόνο σε επίπεδο ατομικής προστασίας του επενδυτή αλλά έχει πλέον αναχθεί σε ζήτημα θεσμικής προστασίας της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς⁵¹. Αυτός ήταν και ο λόγος που οδήγησε

⁴⁹ Άρθρο 7 Νόμου 2992/2002 για τις ΑΚΕΣ

⁵⁰ Μη εποπτευόμενες συλλογικές επενδύσεις, Χρυσάνθης ό.α.

⁵¹ Hedge Funds:Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο των συλλογικών επενδύσεων, Ν.Α.Φράγκος, σε ΔΕΕ 8-9/2004,894

την Ευρωπαϊκή Ένωση στην έκδοση της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές των συλλογικών επενδυτικών κεφαλαίων. Οι ρυθμίσεις βέβαια της Οδηγίας είναι περισσότερο προσανατολισμένες προς την προστασία του επενδυτή μέσω της πληρέστερης πληροφόρησής του, της αδειοδότησης του διαχειριστή συλλογικών επενδυτικών μορφωμάτων, την αποτίμηση των επενδύσεων κλπ., χωρίς να έχει θεσμοθετηθεί ένα ουσιώδες και αποτελεσματικό πλαίσιο προστασίας της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς⁵².

Τα hedge funds διαφέρουν από τα venture capitals και το private equity διότι δεν επενδύουν σε κεφάλαιο επιχειρήσεων αλλά σε επενδυτικά προϊόντα διάφορων κατηγοριών τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην οργανωμένη αγορά. Επίσης διαφέρουν ως προς το χρόνο της αποεπένδυσής τους και τη γενικότερη συμπεριφορά τους: ενώ όπως προαναφέρθηκε τα hedge funds αποβλέπουν σε υπερβολικά βραχυπρόθεσμο κέρδος χωρίς να τους ενδιαφέρει η ανάπτυξη της επιχείρησης του εκδότη των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία εναποθέτουν τα διαθέσιμά τους, οι εταιρείες venture capital από την άλλη επενδύουν περισσότερο μακροπρόθεσμα και με έντονο προσωπικό ενδιαφέρον για τη συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας στην οποία επενδύουν, για την παροχή συμβουλών και εγγυήσεων και για την εν γένει βέλτιστη πορεία της.

5. Business Angels (Επιχειρηματικοί Άγγελοι)

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι συνήθως είναι ευκατάστατοι ιδιώτες οι οποίοι επενδύουν την προσωπική τους περιουσία διαθέτοντας χρόνο, εμπειρία και τεχνογνωσία σε νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης. Τα προς επένδυση κεφάλαια που διαθέτουν κυμαίνονται συνήθως από 50.000€ έως 200.000€, χωρίς αυτό να είναι απόλυτο. Οι επενδυτές σπάνια είναι άσχετοι με τον τομέα – συνήθως είναι πρώην επιτυχημένοι επιχειρηματίες, που κατόρθωσαν να αναπτύξουν τις επιχειρήσεις τους και έχοντας τα προς τούτο επαρκή κεφάλαια τα διοχετεύουν πίσω στην αγορά με την υποστήριξη αυθεντικών και καινοτόμων ιδεών. Συχνά μάλιστα αποκαλούνται από την κοινότητα επιχειρηματικού κεφαλαίου και «ανόητοι οδοντίατροι»

⁵² Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Ρόκας, Γκόρτσος κ.α., ό.α.

(dumb dentists) μάλλον επειδή αρκετοί από τους επενδυτές επαγγέλλονταν οδοντίατροι⁵³. Οι business angels αναλαμβάνουν και εκείνοι διττό ρόλο στην επιχείρηση στην οποία μετέχουν: αφενός είναι επενδυτές που επενδύουν τα κεφάλαιά τους αποσκοπώντας στην επίτευξη κεφαλαιακών αποδόσεων, αφετέρου διαδραματίζουν ενεργό ρόλο στην επιχείρηση μετέχοντας ενεργά στην διοίκησή της⁵⁴, ομοιάζοντας προς αυτό με μια εταιρεία venture capital.

Η διαφοροποίησή τους από μια εταιρεία venture capital έγκειται στο ότι οι business angels είναι φυσικά πρόσωπα που επενδύουν την προσωπική τους περιουσία, ως εκ τούτου είναι συνήθως ταχύτεροι στη λήψη αποφάσεων και αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο, ενώ τα venture capital funds είναι οργανωμένα σε μορφή εταιρείας συνήθως και επενδύουν χρήματα εισφερθέντα από τρίτους επενδυτές προς τους οποίους οι διαχειριστές είναι υπόλογοι, εξού και προβαίνουν σε πιο συνετές και υπολογίσιμες επενδύσεις.

6. Crowdfunding (Συμμετοχική Χρηματοδότηση)

Εγγενές πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι νέοι επιχειρηματίες στην αρχή της επιχειρηματικής τους πρωτοβουλίας είναι η προσέλκυση κεφαλαίου, δεδομένης της έλλειψης εξασφαλίσεων, επαρκών ταμειακών ροών και αποδεδειγμένης επιτυχίας της επιχείρησης. Τα τελευταία χρόνια έχει επικρατήσει η τάση ορισμένοι επίδοξοι επιχειρηματίες να βασίζονται στο διαδίκτυο προς αναζήτηση άμεσης οικονομικής βοήθειας από το ευρύ κοινό (crowd), δηλαδή από ανώνυμους χρηματοδότες, αντί να προσεγγίσουν έμπειρους επενδυτές όπως οι επιχειρηματικοί άγγελοι, οι τράπεζες ή τα επιχειρηματικά κεφάλαια⁵⁵.

Καθώς φαινόταν η ολοένα και μεγαλύτερη διάσταση που θα λάμβανε το crowdfunding, η Ε.Ε. ήρθε να ρυθμίσει το θεσμό το 2018 με τη θεσμοθέτηση κοινών κανόνων για τη δημιουργία και τη λειτουργία ευρωπαϊκών παρόχων υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης στον επιχειρηματικό τομέα. Το υιοθετημένο κείμενο στοχεύει στην ομαλή λειτουργία των

⁵³ Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου, Δ. Βασιλείου ό.α.

⁵⁴ Ελληνική Ένωση Νεοφυών Επιχειρήσεων : <http://hellenicstartups.gr/hellenic-angels/>

⁵⁵ Σ.Α. Μούζουλας, Συμμετοχική χρηματοδότηση, Π.Ν. Σάκκουλας, 2019, σελ. 19

υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης εντός της εσωτερικής αγοράς και στην ενίσχυση της διασυνοριακής χρηματοδότησης επιχειρήσεων στην Ε.Ε., παρέχοντας ένα ενιαίο πλαίσιο κανόνων στην παροχή υπηρεσιών crowdfunding⁵⁶. Λέγεται μάλιστα ότι αυτή η πρωτοβουλία θα εξαναγκάσει την αγορά venture capital της Ευρώπης να γίνει πιο ανταγωνιστική⁵⁷.

Η πρακτική του crowdfunding παρόλο που δεν παρουσιάζει άμεση λειτουργική συνάφεια με το θεσμό του venture capital, ωστόσο ομοιάζει με αυτόν στο ότι και το crowdfunding αποτελεί ένα δυναμικό εργαλείο συλλογής κεφαλαίων από το ευρύ κοινό προς ευόδωση κάποιας συγκεκριμένης επιχειρηματικής ιδέας ή υλοποίηση κάποιου project καθώς και στο ότι χρησιμοποιείται και αυτό ως εργαλείο χρηματοδότησης start up εταιρειών. Διαφοροποιείται από το venture capital καθότι οι επενδυτές μέσω crowdfunding δεν έχουν συνήθως καμία συμβατική δέσμευση με την επιχείρηση την οποία χρηματοδοτούν, ούτε κάποια αξίωση επιστροφής των κεφαλαίων τους τουλάχιστον στις συνηθισμένες περιπτώσεις χρηματοδότησης βάσει δωρεάς ή βάσει κάποιας συμβολικής ανταμοιβής. Περισσότερο όμοιο με το venture capital είναι το “Investment-based crowdfunding” ή “συμμετοχική επένδυση” όπου το κοινό χρηματοδοτεί μια εταιρεία μέσω της απόκτησης χρηματοπιστωτικών μέσων που εκδίδει και προσφέρει η τελευταία⁵⁸. Και στην περίπτωση αυτή όμως δεν θα πρόκειται για επαγγελματίες επενδυτές όπως στην περίπτωση του venture capital αλλά για ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι χρήζουν αυξημένης προστασίας. Καθώς λοιπόν η εμπειρική δοκιμή του θεσμού του crowdfunding δεν έχει εξελιχθεί ακόμα στο επίπεδο των venture capital funds αλλά και εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ επενδυτή και επιχείρησης, η επένδυση μέσω κάποιας πλατφόρμας crowdfunding απαιτεί ακόμα ιδιαίτερη προσοχή καθώς παρουσιάζει αυξημένο ρίσκο για τον επενδυτή.

⁵⁶ Crowdfunding: Έτοιμο το νέο νομοθετικό πλαίσιο της ΕΕ για τις πλατφόρμες πληθοχρηματοδότησης αρθρογραφία στο <https://www.lawspot.gr/nomika-nea/crowdfunding-etoimo-neo-nomothetiko-plaisio-tis-ee-gia-tis-platformes>

⁵⁷ Crowdfunding: Τι ισχύει μετά την ψήφιση του νέου κανονισμού, αρθρογραφία στο <http://www.epixeiro.gr/article/111383>

⁵⁸ Α. Κουλορίδας, Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω διαδικτύου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ.47

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Α. Η νομοθεσία στην Ελλάδα για τα τις Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και η ιστορική εξέλιξή της

Η πρώτη απόπειρα νομοθετικής ρύθμισης του θεσμού των ΕΚΕΣ στη χώρα μας έγινε με το νόμο 1775/1988 «Περί εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου» με τον οποίον επιδιώχθηκε η προώθηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας μόνο. Ο Έλληνας νομοθέτης στα πολύ πρώιμα χρόνια ανάπτυξης των ΕΚΕΣ στην Ελλάδα επιθυμούσε να διαμορφώσει ένα κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο με τη θέσπιση ειδικών ευνοϊκών κινήτρων που θα προτρέψουν την ανάληψη επενδύσεων στους ανωτέρω τομείς⁵⁹. Προς αυτόν τον σκοπό θεσπίστηκαν τα πρώτα κίνητρα και ενισχύσεις στο φορολογικό τομέα με επιδοτήσεις και απαλλαγές από το φόρο εισοδήματος επιχειρήσεων. Ο νόμος αυτός εντούτοις αποδείχθηκε μικρόβιος αφού δεν κατάφερε να ανταποκριθεί στα τότε δεδομένα της Ελλάδας και μόλις 7 χρόνια από την ψήφισή του αντικαταστάθηκε, μετά δε από 9 χρόνια καταργήθηκε εντελώς. Μια μικρή αναφορά σε αυτό το σημείο αξίζει να γίνει στο προεδρικό διάταγμα 456/1995 το οποίο επιχείρησε ανεπιτυχώς να κωδικοποιήσει σε ενιαίο κείμενο όλες τις νομοθετικές διατάξεις που αφορούν στην παροχή επενδυτικών κινήτρων.

Επειδή λοιπόν όπως προαναφέρθηκε η εμβέλεια δράσης του νόμου 1775 ήταν περιορισμένη στις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας και εξαιτίας της μεγάλης δυναμικής που έμελλε να αναπτύξει ο θεσμός για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις τα επόμενα χρόνια στον ελληνικό και ευρωπαϊκό χώρο, ο νόμος 2367/1995 στην αρχική του μορφή, λαμβάνοντας υπόψιν τις πρακτικές τάσεις της αγοράς να ανοίξει ο θεσμός των venture capital, διεύρυνε το πεδίο εφαρμογής του και σε επιχειρήσεις που ακούν γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εν γένει εμπορική δραστηριότητα. Σκοπός του νόμου 2367/1995, όπως αναφέρεται στην εισηγητική του έκθεση, ήταν κυρίως αναπτυξιακός, «η εισαγωγή ενός σύγχρονου θεσμικού πλαισίου για την χρηματοδότηση επιχειρηματικού κεφαλαίου στη χώρα μας». Πράγματι, έως και

⁵⁹ Εισηγητική έκθεση σχεδίου Ν.1775/88

σήμερα, εν έτει 2019, ο νόμος 2367 βρίσκεται σε πλήρη ισχύ και εφαρμογή, με τις διευρύνσεις, τροποποιήσεις και βελτιώσεις που έχει υποστεί έκτοτε.

Ο νόμος 2367 κινείται προς δύο κατευθύνσεις: καταρχάς, θέτει τις προϋποθέσεις και τα κριτήρια για να υπαχθεί μια επιχείρηση στην έννοια της ΕΚΕΣ, διευρύνει τον σκοπό τους, ρυθμίζει ζητήματα προστασίας τους και εισάγει μια σειρά καινοτομιών. Κατά δεύτερον, τροποποιεί τις ισχύουσες υπό το κράτος του νόμου 1775 φορολογικές ελαφρύνσεις της ΕΚΕΣ και των μετόχων της έτσι ώστε να αναπτυχθεί ουσιαστικά ο νέος θεσμός, να καταπατηθεί η φοροδιαφυγή αλλά και να εξομαλυνθούν οι δαιδαλώδεις γραφειοκρατικές διαδικασίες για τη διεκδίκηση των επιχορηγήσεων και φορολογικών εκπτώσεων⁶⁰.

B. Ο Νόμος 2367/1995 για τις ΕΚΕΣ όπως τροποποιήθηκε μέχρι σήμερα

1. Τροποποιήσεις μέχρι σήμερα

Ο νόμος 2367 θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και αυτός ένας από τους πολύπαθους νόμους που γνωρίζει η ελληνική έννομη τάξη, καθώς μετρώντας πλέον 24 χρόνια ζωής έχει μεν εξασφαλίσει τη θέση του στη ρύθμιση της χρηματοδότησης των ελληνικών ΕΚΕΣ, παρόλα αυτά έχει υποστεί μικρότερες ή μεγαλύτερες τροποποιήσεις και βελτιώσεις του πλαισίου του προκειμένου να μπορέσει να ανταποκριθεί στα ολοένα και πιο απαιτητικά δρώμενα της διεθνούς επένδυσης μέσω venture capital. Η πιο κρίσιμη τροποποίηση του νόμου 2367 επήλθε με το **νόμο 4141/2013** «Επενδυτικά εργαλεία ανάπτυξης, παροχή πιστώσεων και άλλες διατάξεις» ο οποίος επέφερε ριζικές αλλαγές και αντικατέστησε σχεδόν όλο το νόμο τόσο για την υπό εξέταση ΕΚΕΣ όσο και για τις ΑΚΕΣ. Ως σκοπός του αναπτυξιακού νόμου 4141 περιγράφεται η δυνατότητα της ελληνικής αγοράς να προσφέρει διεθνώς στους επενδυτές ένα νέο φάσμα εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων (ΕΚΕΣ, ΑΚΕΣ και ΑΕΕΧ) έτσι ώστε να διαμορφωθεί ένα αξιοπρεπές επενδυτικό περιβάλλον για την προσέλκυση νέων οικονομικών πόρων στην Ελλάδα⁶¹.

Η σημαντικότερη -κατά την άποψη της γράφουσας- τροποποίηση του νόμου επήλθε με την κατάργηση σχεδόν όλων των περιορισμών ως προς το είδος της εταιρείας στην οποία

⁶⁰ Μούζουλας, «Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών», 1995 σελ. 68,69

⁶¹ Εισηγητική έκθεση Ν.4141/2013

δύναται μια ΕΚΕΣ να επενδύσει. Πράγματι, στην αρχική της μορφή και έως το 2013 μια ΕΚΕΣ μπορούσε να επενδύσει σε επιχειρήσεις με γεωργική, βιομηχανική, μεταλλευτική, βιοτεχνική, ξενοδοχειακή ή εμπορική δραστηριότητα. Βέβαια η εν γένει εμπορική δραστηριότητα κάλυπτε και τότε ευρύ φάσμα επιχειρήσεων εντούτοις ο νομοθέτης του 1995 φαινόταν πιο διστακτικός να διευρύνει τις επενδυτικές δυνατότητες τις ΕΚΕΣ, ίσως με το σκεπτικό ότι ήταν προτιμότερο η χρηματοδότηση να στηρίζει επιχειρήσεις ζωτικές για την ελληνική οικονομία όπως ο τουρισμός, η αγροτική ανάπτυξη και βιοτεχνική παραγωγή. Πλέον, με την τροποποίηση του άρθρου 2 του ν. 4141/2013 η ΕΚΕΣ ορίζεται ως η ανώνυμη εταιρεία αποκλειστικού σκοπού η οποία συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων, χωρίς να εξειδικεύονται περαιτέρω σε ποιες επιχειρήσεις δύναται να συμμετέχει μια ΕΚΕΣ. Ο μόνος περιορισμός που παρέμεινε είναι αυτός του τελευταίου εδαφίου του άρθρου 5 σύμφωνα με τον οποίον «εξαιρούνται σε κάθε περίπτωση κτηματικές εταιρείες, επιχειρήσεις τυχερών παιγνίων, αθλητικά σωματεία και οργανισμοί κοινής ωφέλειας». Οι ΕΚΕΣ συνεπώς εξακολουθούν να μπορούν να επενδύουν σε επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικών εργασιών, ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις καθώς και σε επιχειρήσεις ΜΜΕ που υπό το προγενέστερο καθεστώς απαγορευόταν.

Τέλος, μικρότερες τροποποιήσεις επήλθαν με το άρθρο 21 του Ν. 4209/2013 (ο οποίος ενσωμάτωσε την Οδηγία για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων) σχετικά με την ανάθεση φύλαξης του χαρτοφυλακίου της ΕΚΕΣ σε θεματοφύλακα, το άρθρο 105 του ίδιου νόμου, με βάση το οποίο παρέχεται η δυνατότητα στην ΕΚΕΣ να επενδύει σε τίτλους κτήσης μετοχών (warrants) αλλά και δικαιώματα προαίρεσης (options), με το άρθρο 60 του Ν.4509/2017 σχετικά με την παράταση της προθεσμίας από 18 σε 24 μήνες για την υποχρεωτική εισαγωγή της ΕΚΕΣ σε οργανωμένη αγορά, ακόμα τέλος και με το νέο νόμο για τις ΑΕ, Ν. 4548/2018, όσον αφορά στη διοικητική έγκριση για τη σύσταση της ΕΚΕΣ.

2. Έννοια, νομική φύση , ίδρυση και σκοπός (άρθρο 5)

Σύμφωνα με το άρθρο 5 παράγραφοι 1 και 4, η ΕΚΕΣ συνιστά εταιρεία αποκλειστικού σκοπού η οποία περιβάλλεται αναγκαστικά το νομικό ένδυμα της Ανώνυμης Εταιρείας, διέπεται δηλαδή καταρχήν από τις διατάξεις του νόμου 2367/1995 όπως αυτές

τροποποιήθηκαν και ισχύουν σήμερα και συμπληρωματικά από τις εκάστοτε διατάξεις για την Α.Ε. Όπως προεκτέθηκε, η ΕΚΕΣ πλέον δεν περιορίζεται στο να επενδύει σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένους κλάδους επαγγέλματος αλλά είναι ελεύθερη να συμμετέχει κατά βούληση στο κεφάλαιο οιασδήποτε εταιρείων οι οποίες κατά την εκτίμησή της έχουν προοπτικές εξέλιξης και κερδοφορίας, με μόνο περιορισμό τις εταιρείες του τελευταίου εδαφίου της παραγράφου 1 του άρθρου 5. Η απελευθέρωση αυτή των επενδυτικών επιλογών των ΕΚΕΣ είναι εύλογη δεδομένης της επέκτασης της δημιουργικότητας και καινοτομίας ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών και όχι μόνο στα παραδοσιακά επαγγέλματα που χαρακτήριζαν την Ελλάδα του 20^{ου} αιώνα.

Σπουδαία καινοτομία της τροποποίησης που επέφερε το άρθρο 2 του νόμου 4141/2013 συνιστά η δυνατότητα των ΕΚΕΣ να επενδύουν πλέον και σε εταιρείες εισηγμένες στην οργανωμένη αγορά ή σε Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) πράγμα που απαγορευόταν υπό το προγενέστερο καθεστώς με το σκεπτικό ότι η πλειονότητα των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι οποίες έχουν ανάγκη χρηματοδότησης δεν έχουν το μέγεθος και τα οικονομικά μέσα προκειμένου να είναι ήδη εισηγμένες στην οργανωμένη αγορά. Ο μόνος περιορισμός που επιβάλλει το άρθρο 5 παράγραφος 3 του Ν. 2367 είναι οι επενδύσεις της ΕΚΕΣ σε εισηγμένες εταιρείες ή κινητές αξίες να μην υπερβαίνουν σωρευτικά το 40% του ενεργητικού της. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της μπορεί να μεταβάλλει αυτό το ποσοστό. Βέβαια και στο προϊσχύσαν καθεστώς κατ'εξαίρεση επιτρεπόταν η συμμετοχή της ΕΚΕΣ σε κεφάλαιο εισηγμένης εταιρείας με την προϋπόθεση ότι η επένδυσή της ήταν αποτέλεσμα άσκησης δικαιώματος που απέρρεε από προϋπάρχουσα επένδυση της ΕΚΕΣ στην επιχείρηση και για χρονικό διάστημα που δεν ξεπερνούσε τα 2 έτη από την εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά. Διακρίνουμε στο σημείο αυτό σημαντική διαφοροποίηση των ελληνικών ΕΚΕΣ από το διεθνή θεσμό του venture capital: σε διεθνές επίπεδο, σκοπός των εταιρειών venture capital όπως αναλύθηκε παραπάνω, είναι μια start up κυρίως επιχείρηση να αποκτήσει τα οικονομικά μέσα για να αναπτυχθεί, να κερδοφορήσει, και σε τελικό στάδιο να εισαχθεί στο χρηματιστήριο προκειμένου η χρηματοδοτούσα εταιρεία να αποκομίσει το κέρδος που προκύπτει από τη διαφορά κτήσης και πώλησης των μετοχών της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Αντίθετα, στις ελληνικές ΕΚΕΣ επειδή παρατηρείται η τάση να πραγματοποιείται επένδυση και στα πιο ώριμα στάδια μιας εταιρείας, ο Έλληνας

νομοθέτης θεώρησε σκόπιμο να απαλείψει τον περιορισμό αυτόν και να επιτρέψει στις ΕΚΕΣ την επένδυση και σε εισηγμένες εταιρείες.

Επιπλέον, ενώ υπό το προηγούμενο καθεστώς οι ΕΚΕΣ επιτρεπόταν να επενδύουν μόνο σε επιχειρήσεις με έδρα την Ελλάδα, πλέον η δυνατότητα επένδυσης δίνεται και σε εταιρείες που εδρεύουν σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και σε τρίτες χώρες εφόσον οι εταιρείες αυτές δραστηριοποιούνται με κάποια μορφή εγκατάστασης στη χώρα μας. Ειδικά για τις επενδύσεις σε εταιρείες που εδρεύουν σε άλλα κράτη-μέλη της Ένωσης θα θεωρούσε κανείς αυτονόητη την ύπαρξη μιας τέτοιας ρύθμισης και πριν το 2013 αφού αυτή συμβαδίζει με την αρχή της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων εντός της Ε.Ε. αλλά και της αρχής της μη διάκρισης, θεμέλιο λίθο του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Όσον αφορά στην ίδρυση, σκοπός της τροποποίησης που επήλθε με το Ν. 4141 είναι η απλοποίηση της διαδικασίας σύστασης της ΕΚΕΣ, αφού σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση πρόσθετα διοικητικά βάρη δεν συνάδουν πλέον με τα νέα χαρακτηριστικά της ΕΚΕΣ ως εισηγμένης εταιρείας. Πράγματι, ο Ν.4141 κατήργησε εκτός των άλλων και την παράγραφο 7 του άρθρου 5 του Ν.2367 η οποία απαιτούσε για τη σύσταση της ΕΚΕΣ έγκριση του Υπουργού Εμπορίου αποτελώντας αποτρεπτικό παράγοντα για την ίδρυση ΕΚΕΣ. Πλέον η σύσταση της ΕΚΕΣ πραγματοποιείται με συστατική καταχώρηση στο ΓΕΜΗ ,μόλις δε αυτό εκδώσει την εγκριτική απόφαση για τη σύσταση, αυτή κοινοποιείται υποχρεωτικώς στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Βέβαια, εάν η ΕΚΕΣ επιθυμεί παράλληλα να λειτουργήσει και ως Διαχειριστής Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ) ,όπως συχνά συμβαίνει στην πράξη, οφείλει να λάβει πρώτα ειδική άδεια προς τούτο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Σε αυτήν την περίπτωση επίσης η ΕΚΕΣ ως ΔΟΕΕ θα χρειαστεί να λάβει πρόσθετη έγκριση από τον Υπουργό Οικονομίας και Ανάπτυξης ύστερα από έλεγχο νομιμότητας⁶².

Όσον αφορά στην πραγμάτωση του εταιρικού σκοπού, ο νόμος παρέχει στις ΕΚΕΣ ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών (και όχι μόνο) εργαλείων προς κεφαλαιοδότηση και εν γένει υποστήριξη των επιχειρήσεων. Καταρχάς, η ΕΚΕΣ δύναται με βάση το άρθρο 5 παράγραφος 2^α να επενδύει σε εταιρικές συμμετοχές, είτε μετοχές ΑΕ είτε μερίδια ΕΠΕ. Ως εκ τούτου συνάγεται πως η ΕΚΕΣ δεν επιτρέπεται να επενδύει σε προσωπικές εταιρείες ούτε σε άλλες μορφές κεφαλαιουχικών εταιρειών όπως η ΙΚΕ. Πάντως, ο αποκλεισμός

⁶² Σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ.3 του Ν.4548/2018

της επένδυσης σε ΙΚΕ ίσως οφείλει να εξεταστεί εκ νέου, δεδομένου ότι η νέα αυτή ευέλικτη εταιρική μορφή έχει κερδίσει έδαφος τα τελευταία χρόνια έναντι της δυσκίνητης ΕΠΕ η οποία τείνει να καταργηθεί στην πράξη. Εκτός από μετοχές και εταιρικά μερίδια, η ΕΚΕΣ έχει τη δυνατότητα πλέον να επενδύει και σε τίτλους κτήσης μετοχών (warrants) και σε δικαιώματα προαίρεσης (options) με βάση την προσθήκη που επήλθε με το άρθρο 105 του Ν.4209/2013. Κατά δεύτερον, η ΕΚΕΣ έχει τη δυνατότητα να επενδύει και σε ομολογίες μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου που εκδίδει η χρηματοδοτούμενη εταιρεία καθώς και στην περίπτωση αυτή η ΕΚΕΣ καθίσταται εν δυνάμει μέτοχος της εταιρείας, αφού οποτεδήποτε το κρίνει κατάλληλο, προβαίνει στην άσκηση του δικαιώματος μετατροπής και αντί των ομολογιών λαμβάνει μετοχές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (με ταυτόχρονη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας). Εννοείται ότι η επένδυση σε κεφάλαιο και σε χρέος μπορούν να συνδυαστούν για τη χρηματοδότηση μια επιχείρησης αφού αποτελούν έναν ασφαλή χρηματοδοτικό εργαλείο προκειμένου η ΕΚΕΣ να αξιολογήσει σε πρώτο βαθμό την επικινδυνότητα της επένδυσης. Ακόμα μία δραστηριότητα που εμπίπτει στους σκοπούς της ΕΚΕΣ είναι να παρέχει εγγυήσεις και δάνεια στις επιχειρήσεις στις οποίες συμμετέχει. Πράγματι πολλές φορές η ΕΚΕΣ λαμβάνει και ρόλο πρόσθετου υποστηρικτή της επιχείρησης στην οποία συμμετέχει, αφού μπορεί η κεφαλαιακή ενίσχυση να μην είναι πάντοτε αρκετή. Σε αυτήν την περίπτωση όμως μπορεί να ανακύψει πρόβλημα ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης, καθώς η ΕΚΕΣ έχοντας πλέον καταστεί μέτοχος της εταιρείας στην οποία συμμετέχει, με βάση την καλή πίστη έχει υποχρέωση καταρχήν να εφοδιάζει την εταιρεία με ίδια κεφάλαια τα οποία είναι υπέγγυα έναντι των δανειστών. Όταν όμως η ΕΚΕΣ επιλέγει να χρηματοδοτεί την εταιρεία μέσω δανεισμού υπάρχει περίπτωση να καταστρατηγείται η προστασία των δανειστών η οποία επιτυγχάνεται βασικά μέσω του θεσμού του μετοχικού κεφαλαίου. Για αυτό το λόγο σε μεμονωμένες περιπτώσεις που κρίνονται ad hoc μπορεί τα δάνεια της ΕΚΕΣ ως μετόχου να εξισωθούν με ίδια κεφάλαια και ως εκ τούτου να απόλλονται εάν η εταιρεία περιέλθει σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Ζήτημα συναλλαγής με συνδεδεμένα μέρη με βάση το άρθρο 99 του Ν. 4548 συνήθως δεν τίθεται αφού στην πλειονότητα των περιπτώσεων η ΕΚΕΣ δεν αποκτά πλειοψηφικό πακέτο μετοχών στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση και ως εκ τούτου δεν αποκτά τον έλεγχο. Επιπροσθέτως η ΕΚΕΣ δύναται σύμφωνα με την υποπερίπτωση δ' να τοποθετεί τα διαθέσιμά της σε καταθέσεις και μέσα

χρηματαγοράς⁶³, καθώς και σε τοποθετήσεις σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Πέραν της χρηματοδοτικής συνδρομής, η ΕΚΕΣ παρέχει πολύτιμες επιχειρηματικές συμβουλές και υποστήριξη προς την εταιρεία στο κεφάλαιο της οποίας συμμετέχει, αφού η συμμετοχή της δεν είναι μόνο επενδυτική αλλά και επιχειρηματική. Πράγματι, η ΕΚΕΣ όντας ένας πραγματικός συνétairos, μεριμνά για την ορθή και αποτελεσματική λειτουργία της διοίκησης, τη στελέχωση της εταιρείας με ικανά άτομα, την έρευνα αγοράς και ενδεχόμενες ευκαιρίες επέκτασης της επιχειρηματικής δραστηριότητας και γενικά παρέχει υπηρεσίες πάσης φύσεως που συντελούν στην πραγματοποίηση του εταιρικού σκοπού της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

Σύμφωνα με την παράγραφο 6 του άρθρου 5, επιτρέπεται σε ΕΚΕΣ να αναθέτει τη διαχείριση της εταιρείας και της περιουσίας της σε εξειδικευμένες εταιρείες εξωτερικής διαχείρισης οι οποίες κατέχουν την προς τούτο απαιτούμενη εμπειρία και εξειδίκευση. Διαχειριστής μπορεί να οριστεί πάροχος επενδυτικών υπηρεσιών κράτους μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, διαχειριστής οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ) αλλά και ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίου κεφαλαίου (ΑΕΔΑΚ), η οποία διαχειρίζεται τους ΟΣΕΚΑ, καθεμία με τις προϋποθέσεις αδειοδότησης και λειτουργίας της.

Τέλος, ο νόμος 4141/2013 κατήργησε ρητώς τις παραγράφους 5,7 και 8 του άρθρου 5 με το σκεπτικό ότι επέβαλλαν αχρείαστες πρόσθετες υποχρεώσεις στους επενδυτές και δημιουργούσαν προσκόμματα στην ανάπτυξη του θεσμού στην Ελλάδα.

3. Μετοχικό κεφάλαιο, εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά / εποπτεία και κανόνες αποτίμησης (άρθρο 6)

Το άρθρο 6 ορίζει το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών σε 300.000€ το οποίο καταβάλλεται ολοσχερώς κατά την ίδρυση της εταιρείας, δεν επιτρέπεται δηλαδή υπό το νέο καθεστώς μετά το 2013 μερική καταβολή. Ορίζεται ρητώς ότι το ποσό αυτό μπορεί να ανακαθορίζεται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών ύστερα από εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁶⁴. Πλέον

⁶³ Προσθήκη που επήλθε με το α.105 του Ν.4209/2013

⁶⁴ Όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 105 του Ν.4209/2013

δεν προβλέπεται ότι το μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να αποτελείται εξολοκλήρου από μετρητά, συνεπώς επιτρέπεται και η εισφορά σε είδος κεφαλαιουχικής φύσεως. Οι μετοχές της ΕΚΕΣ είναι υποχρεωτικώς ονομαστικές προς συμμόρφωση των επιταγών του ευρωπαϊκού δικαίου για την αποτροπή νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και καταπολέμηση της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.

Η σπουδαιότερη εντούτοις μεταβολή που επέφερε η αναμόρφωση του νόμου 4141 είναι η υποχρέωση εισαγωγής της ΕΚΕΣ σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ εντός 24 μηνών από τη σύστασή της, σε αντίθεση με το καθεστώς που ίσχυε πριν το 2013 όπου η ΕΚΕΣ είχε τη δυνατότητα αυτή χωρίς να είναι υποχρεωμένη να πράξει τούτο. Δικαιολογητικός λόγος προφανώς της νομοθετικής αυτής ρύθμισης είναι ο αυστηρότερος έλεγχος και εποπτεία των ΕΚΕΣ οι οποίες μέχρι τότε κινούνταν στα όρια της διαφάνειας ελλείψει αποτελεσματικού συστήματος ελέγχου. Ως εισηγμένες όμως εταιρείες εποπτεύονται πλέον από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προς την οποία υπέχουν υποχρέωση συνεχούς πληροφόρησης και συμμόρφωσης. Η νέα παράγραφος 2 του άρθρου 6 ορίζει επίσης ότι σε περίπτωση παρόδου των 24 μηνών χωρίς εισαγωγή της εταιρείας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατόπιν αίτησης της ΕΚΕΣ μπορεί να παρατείνει την προθεσμία αυτή για εκ νέου 24 μήνες⁶⁵. Εφόσον όμως η ΕΚΕΣ δεν συμμορφωθεί ούτε με αυτήν την προθεσμία (αρχική και δοθείσα), λύεται αυτοδικαίως, ανακαλούνται τα φορολογικά της οφέλη καθώς και όλες οι προβλεπόμενες φορολογικές ελαφρύνσεις που της είχαν χορηγηθεί. Η ΕΚΕΣ συνεπώς τίθεται υπό εκκαθάριση.

Οι λοιπές παράγραφοι του άρθρου 6 περιέχουν κανόνες σχετικά με συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη και κανόνες αποτίμησης αλλά και διατήρησης των ιδίων κεφαλαίων σε ικανοποιητικά επίπεδα. Ως προς τις συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη ορίζεται ότι η ΕΚΕΣ δεν επιτρέπεται να τοποθετεί αθροιστικά ποσό άνω του 25% των ιδίων της κεφαλαίων σε συνδεδεμένες με εκείνη επιχειρήσεις (μητρική-θυγατρική), με την επιφύλαξη πάντα του άρθρου 23^α (νυν άρθρο 99) του νόμου για τις Α.Ε. Σε αντίθετη περίπτωση ο νομοθέτης εικάζει πως θίγεται η οικονομική υπόσταση ή εν πάση περιπτώσει διακυβεύεται η ανεξαρτησία δράσης της ΕΚΕΣ αφού ιστορικός σκοπός της παραμένει η επένδυση σε νέους τομείς που προάγουν την εθνική οικονομία και όχι η μεταφορά οικονομικών πόρων μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων.

⁶⁵ Πριν την τροποποίηση με το άρθρο 60 του Ν.4509/2017 η παράταση μπορούσε να δοθεί για 18 μήνες

Όπως προβλέπεται από την παράγραφο 5 του άρθρου 6, δεν επιτρέπεται οι υποχρεώσεις της ΕΚΕΣ να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαιά της όπως αυτά ορίζονται στα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα. Στις υποχρεώσεις συνυπολογίζεται επιπροσθέτως ποσοστό 50% του συνόλου των εγγυήσεων που έχουν παρασχεθεί από την ΕΚΕΣ με το σκεπτικό ότι ένα ικανό ποσοστό αυτών είναι πιθανό να εκπέσει και να μετατραπεί σε μελλοντική υποχρέωση. Σε περίπτωση που οι υποχρεώσεις υπερβούν τα ίδια κεφάλαια μέσα σε 6 μήνες από την στιγμή που λαμβάνει χώρα η υπέρβαση, η ΕΚΕΣ υποχρεούται να λάβει μέτρα προς εξισορρόπηση τουλάχιστον των υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων, μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Αν η αύξηση δεν πραγματοποιηθεί εντός 6 μηνών ανακαλείται η άδεια λειτουργίας της ΕΚΕΣ και τίθεται αυτομάτως υπό εκκαθάριση με βάση τους όρους του νόμου και του καταστατικού της. Προβλέπεται ακόμα στην παράγραφο 6 πως με το κλείσιμο της τρίτης χρήσης η ΕΚΕΣ είναι υποχρεωμένη να έχει συνεχώς επενδεδυμένο ποσό τουλάχιστον που αντιστοιχεί στο 50% των ιδίων κεφαλαίων τις είτε σε μετοχές είτε σε ομολογίες όπως εκτέθηκε ανωτέρω. Ως προς την αποτίμηση, τα στοιχεία του ενεργητικού της ΕΚΕΣ αποτιμώνται σύμφωνα με τους κανόνες που επιβάλλουν τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής αναφοράς (ΔΠΧΑ). Τέλος, η ΕΚΕΣ αναθέτει τη φύλαξη του χαρτοφυλακίου της σε θεματοφύλακα του άρθρου 21 του νόμου 4209/2013.

Έννομη συνέπεια της παράβασης των ανωτέρω διατάξεων βάσει της τελευταίας παραγράφου του άρθρου 6 είναι η απώλεια των φορολογικών και πλεονεκτημάτων και επιχορηγήσεων που δικαιούται η ΕΚΕΣ.

4. Επιχορήγηση, φορολογικές απαλλαγές και φορολογικά κίνητρα (άρθρα 7,8,9)

Στο άρθρο 7 προβλέπονται τα κριτήρια με βάση τα οποία μια εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών δικαιούται να λάβει την επιχορήγηση του 20% της πραγματοποιούμενης επένδυσής της. Αρχικά, μόνο μέσω της συμμετοχής σε κεφάλαιο άλλης επιχείρησης δύναται η ΕΚΕΣ να απολαύσει της επιχορήγησης, συνεπώς επενδύσεις σε ομολογίες (έστω και μετατρέψιμες σε μετοχές) δεν καθιστούν την ΕΚΕΣ δικαιούχο της επιχορήγησης. Δεύτερον, ο νόμος περιορίζει τους τομείς επένδυσης στους οποίους θα πρέπει να συμμετάσχει η ΕΚΕΣ στις επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, ακόμα πιο ειδικά, μόνο εταιρειών που εδρεύουν στην Ελλάδα. Συνεπώς επενδυτικές

δράσεις σε άλλους τομείς της οικονομίας, ή σε εταιρείες που δεν εδρεύουν στην Ελλάδα, δεν παρέχουν δικαίωμα επιδότησης στην ΕΚΕΣ. Το τελευταίο αυτό είναι εύλογο καθώς ο εθνικός νομοθέτης μεριμνά για την ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας και όχι της οικονομίας κάθε κράτους μέλους της Ένωσης. Μια τέτοια ρύθμιση δεν αντιτίθεται λοιπόν στο δίκαιο της Ε.Ε. ούτε εισάγει δυσμενή διακριτική μεταχείριση έναντι άλλων κρατών-μελών καθώς κάθε χώρα είναι ελεύθερη να προάγει το εθνικό οικονομικό της περιβάλλον χορηγώντας επιδοτήσεις σε εταιρείες που επιλέγουν να επενδύσουν εντός της χώρας.

Η επιδότηση του 20% δεν αφορά μόνο τη συμμετοχή στο κεφάλαιο αλλά και άλλα έξοδα που τυχόν συνέχονται με αυτήν όπως την κάλυψη προλειτουργικών δαπανών για την έρευνα αγοράς, δαπανών για την εκπαίδευση προσωπικού, για την απόκτηση τεχνογνωσίας και εξόδων ιδρύσεως και οργανώσεως. Η επιχορήγηση παρέχεται με βάση απόφαση του Υπουργού Οικονομίας ύστερα από γνωμοδότηση ειδικού οργάνου που κρίνει και αποφασίζει εάν η επένδυση εμπίπτει ή όχι στον ορισμό της υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, για τα δικαιολογητικά και τις προθεσμίες κ.λ.π..

Το άρθρο 8 ρυθμίζει με αναλυτικό τρόπο τις φορολογικές ελαφρύνσεις που παρέχονται από τον παρόντα αναπτυξιακό νόμο. Αντικείμενο του φόρου εισοδήματος είναι τα μερίσματα που διανέμονται και φορολογούνται με συντελεστή 20%. Πέραν από αυτόν τον φόρο τα μερίσματα που διανέμουν οι ΕΚΕΣ στους μετόχους τους δεν υπόκεινται σε κανέναν περαιτέρω φόρο (όπως πχ. φόρο μερισμάτων) ούτε οι λήπτες των κερδών υπόκεινται σε περαιτέρω φόρο εισοδήματος φυσικών ή νομικών προσώπων.

Τέλος το άρθρο 9 ορίζει πως εταιρείες οι οποίες τυχόν δραστηριοποιούνταν κατά την στιγμή ψήφισης του παρόντος νόμου στην παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου με βάση τον προγενέστερο τότε νόμο 1775, έχουν προθεσμία 2 ετών να δηλώσουν με αίτησή τους την επιθυμία τους να διέπονται εφεξής από το ευνοϊκό πεδίο διατάξεων του νόμου 2367. Τέλος η παράγραφος 3 του εν λόγω άρθρου καταργεί ρητά 2 χρόνια μετά την έναρξη ισχύος του (δηλαδή από το Δεκέμβρη του 1997) το νόμο 1775.

5. Ειδικό ζήτημα- απόκτηση άδειας παραμονής πολίτη τρίτης χώρας με επένδυση σε ΕΚΕΣ (Ν.4605/2019)

Ο Κώδικας Μετανάστευσης και Κοινωνικής Ένταξης (Ν.4251/2014) περιλαμβάνει διατάξεις που διευκολύνουν την παραμονή επενδυτών τρίτων χωρών, των οποίων οι επενδύσεις έχουν χαρακτηριστεί ως στρατηγικές επενδύσεις, μέσω της παροχής διευρυσμένων χρονικών ορίων παραμονής για τους εκπροσώπους των επενδυτικών φορέων και των συνεργατών τους. Παράλληλα, παρέχεται δυνατότητα χορήγησης αδειών διαμονής σε πολίτες τρίτων χωρών και σε μέλη οικογενειών τους, που προβαίνουν σε αγορά ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα, η αξία της οποίας υπερβαίνει τις 250.000 Ευρώ⁶⁶.

Πλέον, με τη θέση σε ισχύ του Ν.4605/2019 της 1ης Απριλίου 2019 οι πολίτες τρίτων χωρών έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν άδεια παραμονής επενδυτή με εισφορά κεφαλαίου τουλάχιστον 400.000 ευρώ σε εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών για απόκτηση μετοχών (ΕΚΕΣ) ή σε αμοιβαίο κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ) για απόκτηση μεριδίων εφόσον οι παραπάνω οργανισμοί έχουν ως σκοπό επενδύσεις αποκλειστικά σε επιχειρήσεις με έδρα ή/και εγκατάσταση στην Ελλάδα⁶⁷.

Παρατηρούμε επομένως πως ο Έλληνας νομοθέτης εξακολουθεί και σήμερα να παρέχει σημαντικά κίνητρα επενδύσεων σε ΕΚΕΣ αλλά και ΑΚΕΣ (και άλλα συγγενή χρηματοδοτικά μορφώματα) προς προαγωγή και ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας.

Γ. Fund of Funds: TANEO και Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα

Το Fund of Funds (FOF) ,όπως προϋδεάζει και η λέξη, αποτελεί κεφάλαιο μεγάλης κλίμακας το οποίο με τη σειρά του επενδύει σε άλλα κεφάλαια όπως οι ΕΚΕΣ. Σχηματικά θα μπορούσε να γίνει λόγος για κάποιο ελληνικό ή ευρωπαϊκό ταμείο (fund) που έχει συσταθεί με νόμο με σκοπό τη χρηματοδότηση ΕΚΕΣ και άλλων εναλλακτικών επενδυτικών σχημάτων και την παροχή ενισχύσεων και επιδοτήσεων με απώτερο σκοπό την οικονομική επίρρωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Επιπρόσθετος λόγος για τα

⁶⁶ <https://www.enterprisegreece.gov.gr/h-ellada-shmera/zoi-stin-ellada/adeies-diamonhs>

⁶⁷ Άρθρο 42 Νόμου 4605/2019 το οποίο τροποποιεί το άρθρο 16 του Νόμου 4251/2014

funds of funds να χρηματοδοτήσουν ένα άλλο επενδυτικό κεφάλαιο και όχι απευθείας το κεφάλαιο μιας επιχείρησης ή κινητές αξίες αυτής, είναι το γεγονός ότι ένα επαγγελματικό επιχειρηματικό κεφάλαιο όπως μια ΕΚΕΣ παρέχει μεγαλύτερη επενδυτική ασφάλεια στο fund of fund διότι ως έμπειρος του χώρου διαχειρίζεται τα κεφάλαια με μεγαλύτερη σύνεση και επαγγελματισμό απ' ό,τι μια απλή εμπορική εταιρεία. Επιπροσθέτως το fund of fund εξοικονομεί και το κόστος διαχείρισης της χρηματοδοτούμενης εταιρείας αλλά και τα επιπλέον κόστη παροχής υπηρεσιών marketing, εκπαίδευσης προσωπικού κλπ. αφού όλα αυτά τα κόστη τα επωμίζεται η ΕΚΕΣ που τελικά επενδύει στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Fund of funds δημιουργούν συχνά ασφαλιστικά ταμεία που επενδύουν τις ασφαλιστικές εισπράξεις τους αλλά και θυγατρικές εταιρείες τραπεζών που ιδρύονται για αυτόν τον σκοπό.

Το πρώτο ελληνικό fund of funds που συστάθηκε είναι το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε (TANEO). Ιδρύθηκε με το άρθρο 28 του Ν.2843/2000 από το Ελληνικό Δημόσιο, αποσκοπώντας στη δημιουργία μιας ανεπτυγμένης αγοράς επιχειρηματικών κεφαλαίων καθώς και στην ανάπτυξη της καινοτόμου δράσης στη χώρα μας. Η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και ιδιαίτερα των νέων επιχειρηματιών καθώς επίσης και η δημιουργία αγοράς επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ελλάδα, η οποία πριν την δημιουργία του TANEO δεν ήταν ιδιαίτερα έντονη, αποτελεί πυξίδα λειτουργίας του υπερταμείου⁶⁸. Το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας, δίνοντας μια νέα ώθηση στο χώρο της ανταγωνιστικής ανάπτυξης ταμείων επιχειρηματικού κινδύνου με προσανατολισμό τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, φιλοδοξεί να συνεργάζεται με έμπειρους επενδυτές που πιστεύουν στη δυναμική της επιχειρηματικότητας και συντελούν στην επίτευξη των φιλοδοξιών των νέων επιχειρηματιών. Το TANEO χορηγεί ουσιαστικά επιχειρηματικά κεφάλαια συνεπενδύοντας με ιδιώτες επενδυτές και πιστωτικά ιδρύματα για να ενισχύσει οικογενειακές επιχειρήσεις και φιλόδοξα εγχειρήματα⁶⁹.

Σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν. 2992/2002 που αναμόρφωσε το θεσμικό πλαίσιο του TANEO, το τελευταίο έχει ως σκοπό τη μειοψηφική συμμετοχή σε ΑΚΕΣ και ΕΚΕΣ και άλλα συναφή σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου που θα ιδρυθούν ειδικά για τον σκοπό αυτόν και θα διέπονται από νομοθεσία κράτους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα

⁶⁸ http://www.innovation.upatras.gr/contents_gr.asp?id=158

⁶⁹ <http://www.taneo.gr/ContentSub.aspx?C=8>

εν λόγω επενδυτικά σχήματα θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης φορέων του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

Οι ΕΚΕΣ δηλαδή που επιθυμούν να λάβουν χρηματοδοτική συνδρομή από το ΤΑΝΕΟ θα πρέπει να επιλέξουν να επενδύσουν σε κεφάλαιο ή εκδιδόμενες ομολογίες μικρών ελληνικών επιχειρήσεων που βρίσκονται κατεξοχήν στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και δραστηριοποιούνται κυρίως στον τομέα της νέας οικονομίας και τεχνολογίας. Αυτό όμως δεν είναι απόλυτο καθώς το ΤΑΝΕΟ έχει τη διακριτική ευχέρεια να επενδύσει σε οποιοδήποτε σχήμα θεωρεί ότι προάγει την εθνική οικονομία. Αυτό αποδεικνύεται από την πρόσφατη (τέλος του 2018) δημιουργία Fund of Funds από το ΤΑΝΕΟ, με αρχικό ύψος επένδυσης τα 50 εκατομμύρια ευρώ, το οποίο απευθύνεται σε κινηματογραφικές και τηλεοπτικές παραγωγές καθώς και στην παραγωγή οπτικοακουστικού περιεχομένου και βιντεοπαιχνιδιών στην Ελλάδα⁷⁰.

Φυσικά τα κριτήρια χρηματοδότησης μιας ΕΚΕΣ από το ΤΑΝΕΟ θα είναι αντίστοιχα με εκείνα που εφαρμόζει μια ΕΚΕΣ για να χρηματοδοτήσει μια εταιρεία καινοτομίας. Έτσι το ΤΑΝΕΟ θα εξετάσει μεταξύ άλλων το επιχειρηματικό σχέδιο της ΕΚΕΣ, τις επιτυχείς επενδύσεις στις οποίες έχει προβεί μέχρι στιγμής, τα ποσοστά κερδών που της έχουν αποφέρει, τους λοιπούς επενδυτές της ΕΚΕΣ, τους προτεινόμενους όρους συνεργασίας, την ομάδα διοίκησης και το ευρύτερο προσωπικό αλλά και τη φιλοσοφία δράσης της ΕΚΕΣ.

Σήμερα, το ΤΑΝΕΟ συνεχίζει την ανοδική του πορεία σχηματίζοντας καινούργια funds of funds που θα δώσουν έναν αέρα στις σημερινές καινοτόμου δράσης επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, στις αρχές του 2018 το ΤΑΝΕΟ συνήψε Memorandum of Understanding (MoU) με επενδυτική εταιρεία-κολοσσό των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων ύψους 400 εκατομμυρίων ευρώ, fund το οποίο θα ανήκει στη συνδιαχείριση των δύο εταιρειών και θα διοχετευθεί στον τομέα του τουρισμού⁷¹. Στις αρχές δε του 2019 το ΤΑΝΕΟ απηύθυνε πρόσκληση σε funds να συμμετάσχουν σε επενδύσεις ύψους 1 δισεκατομμυρίου ευρώ το

⁷⁰ <https://banks.com.gr/taneo-dimiourgise-neo-fund-funds/>

⁷¹ <http://www.epixeiro.gr/article/82296>

οποίο μοιράζεται σε 4 διαφορετικές δράσεις επένδυσης της νέας αλλά και της παραδοσιακής οικονομίας⁷².

Από την άλλη, η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα (ΕΑΤ), διάδοχος του Εθνικού Ταμείου Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ), αποτελεί αναπτυξιακή εταιρεία με σκοπό την στήριξη, προώθηση και ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, της καινοτομίας και της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων σε πηγές χρηματοδότησης καθώς και η ενθάρρυνση και υποστήριξη επενδυτικών πρωτοβουλιών στη χώρα⁷³.

Η ίδρυση του φορέα ανατρέχει στο 2003, όταν αρχικά ιδρύθηκε το Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων (ΤΕΜΠΜΕ Α.Ε), μία ανώνυμη εταιρία του Ελληνικού Δημοσίου με σκοπό τη διευκόλυνση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην χρηματοπιστωτική αγορά. Το ΤΕΜΠΜΕ επιτέλεσε ένα υψίστης σημασίας διαμεσολαβητικό έργο, καθώς επέτρεψε την πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην τραπεζική χρηματοδότηση αναλαμβάνοντας μέρος του κινδύνου που δεν επωμίζονταν τα πιστωτικά ιδρύματα. Ακολούθως με το Ν. 3912/2011 συστάθηκε το ΕΤΕΑΝ, ως καθολικός διάδοχος της ΤΕΜΠΜΕ. Τέλος, με τον νόμο 4608/2019 τροποποιήθηκε ο ιδρυτικός νόμος της ΕΤΕΑΝ και μετεξελίχθηκε, με τη νέα της επωνυμία, σε Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα αποκτώντας πλέον διευρυμένους σκοπούς. Σήμερα, η Ελληνική Αναπτυξιακή Τράπεζα έχει εξασφαλίσει ένα σημαντικό μερίδιο στην διαμεσολάβηση χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις παρέχοντας πλέον, εκτός από εγγυήσεις, και άλλα σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, μέσω της δημιουργίας ταμείων ειδικού σκοπού από τα οποία εξασφαλίζονται χρηματοδοτήσεις χαμηλού κόστους⁷⁴.

Τρέχοντα προγράμματα της ΕΑΤ είναι το γνωστό μας «Πρόγραμμα Εξοικονόμησης Κατ'οίκον» με προϋπολογισμό τα 292,43 εκατομμύρια ευρώ το οποίο στοχεύει στην παροχή οικονομικών κινήτρων για δράσεις εξοικονόμησης ενέργειας στον οικιακό κτιριακό τομέα, με στόχο την μείωση των ενεργειακών αναγκών των κτιρίων⁷⁵ αλλά και το πρόγραμμα «Επιχειρηματική Χρηματοδότηση – ΤΕΠΙΧ II» το οποίο αφορά στην

⁷²<https://www.kathimerini.gr/1008451/article/oikonomia/epixeirhseis/to-taneo-kalei-funds-na-symmetasxoyh-se-ependyseis-1-dis-eyrw>

⁷³ Άρθρο 2 Νόμου 4608/2019

⁷⁴ <https://www.etean.gr/PublicPages/Identity.aspx>

⁷⁵ <https://www.etean.gr/PublicPages/CurrentProgram.aspx?ID=95>

παροχή επιχειρηματικών δανείων προερχόμενων από το ΕΣΠΑ με ευνοϊκό επιτόκιο σε πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις προκειμένου να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια⁷⁶.

Δ. Σχέσεις των εμπλεκόμενων στη χρηματοδότηση μερών

Σε κάθε σχέση χρηματοδότησης και τα δύο μέρη μεριμνούν προκειμένου να προασπιστούν τα συμφέροντά τους, ιδιαίτερα δε η χρηματοδοτούσα εταιρεία η οποία αναλαμβάνει και τον οικονομικό κίνδυνο. Αλλά και η επιχείρηση που λαμβάνει τη χρηματοδότηση οφείλει να εξετάσει τους όρους αυτής προκειμένου να μη βρεθεί προ εκπλήξεων. Έτσι στην πιο παραδοσιακή μορφή χρηματοδότησης, στον τραπεζικό δανεισμό, τα συγκρουόμενα συμφέροντα είναι περισσότερο έντονα. Αντίθετα στη χρηματοδότηση μέσω venture capital δημιουργείται μια κοινωνία συμφερόντων αφού η χρηματοδοτούσα εταιρεία μετέχει επίσης στους επιχειρηματικούς κινδύνους της χρηματοδοτούμενης, γίνεται δηλαδή συνέταιρος, πράγμα το οποίο ωθεί την εταιρεία venture capital σε ορθή διαχείριση με σκοπό το κέρδος και των δύο.

Από την στιγμή λοιπόν που μια ΕΚΕΣ αποφασίσει να ξεκινήσει τη δραστηριότητά της, θα πρέπει για αρχή να έχει υπολογίσει τρεις βασικές παραμέτρους: πρώτον, οφείλει να εξεύρει τα αναγκαία κεφάλαια προς χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στο κεφάλαιο των οποίων επιθυμεί να συμμετέχει. Τα κεφάλαια στην ΕΚΕΣ θα τα εισφέρουν εξειδικευμένοι συνήθως επενδυτές που γνωρίζουν καλά το επενδυτικό περιβάλλον αλλά πολλές φορές και fund of funds όπως εκτέθηκε παραπάνω. Δεύτερον, η ΕΚΕΣ θα πρέπει να αποφασίσει αν επιθυμεί να λάβει μια εταιρική μορφή όπου η ίδια θα διατηρήσει την εσωτερική διαχείριση του χαρτοφυλακίου της ή αν θα αναθέσει τη διαχείριση σε εξωτερικό διαχειριστή. Στη δεύτερη περίπτωση οφείλει να λάβει υπόψιν ότι ισχύουν αυστηροί κανόνες συμμόρφωσης δεδομένου ότι από το 2013 έχει ενσωματωθεί στη χώρα μας η Οδηγία 61/2011 της Ε.Ε. σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων η οποία θέτει πλείστες προϋποθέσεις αδειοδότησης αλλά και αυστηρές ρυθμίσεις εποπτείας. Τρίτον, εφόσον έχει επιλύσει όλα τα παραπάνω, η ΕΚΕΣ οφείλει να σχεδιάσει προσεκτικά το πλάνο της επένδυσης σε μια επιχείρηση, τη διαμόρφωση

⁷⁶ <https://www.espa.gr/el/Pages/ProclamationsFS.aspx?item=4350>

καταστατικών όρων αλλά και εξωεταιρικών συμφωνιών, να θέσει εύλογες εξασφαλιστικές ρήτρες χρηματοδότησης, και εν γένει να προγραμματίσει την οργάνωση και λειτουργία της επιχείρησης στην οποία προτίθεται να επενδύσει. Από όλα αυτά καταλαβαίνει λοιπόν κανείς ότι δημιουργείται ένα τεράστιο πλέγμα νομικών σχέσεων μεταξύ επενδυτών-ΕΚΕΣ-τυχόν εξωτερικού διαχειριστή-εταιρείας στόχου. Η παρούσα μελέτη θα περιοριστεί στο συγκεκριμένο πλέγμα σχέσεων μεταξύ εσωτερικού διαχειριστή, ΕΚΕΣ και επενδυτή, τις προϋποθέσεις που οφείλει να πληροί ένας εξωτερικός διαχειριστής οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων έναντι των επενδυτών και της ΕΚΕΣ και κυρίως στη σχέση μεταξύ ΕΚΕΣ και χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

1. Σχέσεις επενδυτών και ΕΚΕΣ

Οι συμβατικές σχέσεις σε επίπεδο εταιρικού δικαίου που αναπτύσσονται μεταξύ διαχειριστή και επενδυτών αφορούν συνοπτικά την ορθή διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών, την ενημέρωσή τους για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων, την ευθύνη του διαχειριστή κεφαλαίων σε περίπτωση απώλειας ή και μείωσης της εταιρικής περιουσίας, την πρόληψη και αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων, την ανάθεση εσωτερικού ελέγχου σε ανεξάρτητο όργανο και τη διαχείριση κινδύνων κλπ.

Στην ελληνική έννομη τάξη η ΕΚΕΣ δύναται να λάβει αποκλειστικά και μόνο τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας. Ως εκ τούτου εκ του νόμου διαχειριστικό της όργανο αποτελεί το Διοικητικό Συμβούλιο (εφεξής Δ.Σ.) το οποίο είναι αρμόδιο για ζητήματα εσωτερικής διαχείρισης και εξωτερικής εκπροσώπησης της εταιρείας αλλά και πλήρως υπόλογο έναντι των μετόχων για τη διαχείριση των πόρων της εταιρείας. Με βάση δηλαδή τη θεωρία της agency, υπάρχει διάσπαση του φορέα που αναλαμβάνει την οικονομική διαχείριση (agent) και του φορέα των οικονομικών ιδιοκτητών της εταιρείας (principal). Προς άμβλυνση των αντικρουόμενων συμφερόντων, η νομοθεσία για την Α.Ε. γνωρίζει πλείστες ασφαλιστικές δικλείδες για την προάσπιση των συμφερόντων των επενδυτών-μετόχων. Στην περίπτωση λοιπόν μιας ελληνικής εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, οι επενδυτές προστατεύονται προληπτικά μέσω της υποχρέωσης πληροφόρησης που υπέχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έναντι των μετόχων, μέσω του δικαιώματος άσκησης veto σε ύποπτες συναλλαγές του Δ.Σ. με συνδεδεμένα μέρη, μέσω του δικαιώματός τους να ανακαλούν οποτεδήποτε και χωρίς σπουδαίο λόγο

τα μέλη του διαχειριστικού οργάνου αλλά και μέσω της δυνατότητάς τους να προκαλούν τον έκτακτο έλεγχο της εταιρείας εάν υπάρχει πιθανολόγηση ή και βάσιμοι λόγοι για κακοδιαχείριση. Σε κατασταλτικό επίπεδο ενεργοποιούνται οι διατάξεις για την ευθύνη των διαχειριστών έναντι της εταιρείας όπου οι μέτοχοι μπορούν με την εταιρική αγωγή να αποκαταστήσουν τη ζημία που υπέστη η εταιρεία, και συνεπώς η εσωτερική αξία των μετοχών τους. Φυσικά η εταιρική αγωγή δεν αποκλείει περαιτέρω άμεση ευθύνη των διοικητών έναντι συγκεκριμένου μετόχου-επενδυτή προς αποκατάσταση της άμεσης ζημίας που υπέστη (λόγου χάριν όταν έχει παράνομα αποκλειστεί το δικαίωμα προτίμησης σε αύξηση κεφαλαίου).

Στις αλλοδαπές έννομες τάξεις επίσης γίνεται διάκριση του φορέα που συγκεντρώνει τα κεφάλαια και εκείνου που τα διαχειρίζεται- δηλαδή σε καμία περίπτωση το venture capital δεν λειτουργεί μέσω της αυτοδιαχείρισης των προσωπικών εταιρειών- όπου ο φορέας που διαχειρίζεται τις επενδύσεις μπορεί να έχει ή όχι νομική προσωπικότητα. Σε περίπτωση που δε διαθέτει νομική προσωπικότητα λαμβάνει τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου και οι «συμμετοχές» ανήκουν εξ αδιαιρέτου στους μεριδιούχους του, φυσικά ή νομικά πρόσωπα ή και αφανούς εταιρείας όπου ο εμφανής εταίρος που εμφανίζεται στις προς τα έξω συναλλαγές είναι ο διαχειριστής ενώ ο αφανής εταίρος είναι ο επενδυτής. Οι σχέσεις αυτών των τελευταίων καθορίζονται με βάση τις μεταξύ τους συμφωνίες. Στις προς τα έξω δε σχέσεις επειδή μόνο ο εμφανής εταίρος εμφανίζεται, μόνο αυτός υπέχει και ευθύνη. Από την άλλη, σε περίπτωση που ο φορέας διαθέτει νομική προσωπικότητα, όπως συμβαίνει κυρίως στην πράξη, σχηματίζεται μια ετερόρρυθμη εταιρεία (limited partnership-εφεξής E.E.) στην οποία οι εισφέροντες τα κεφάλαια λαμβάνουν τη θέση ετερόρρυθμου εταίρου (limited partner), ενώ εκείνος που διαχειρίζεται την E.E. λαμβάνει θέση ομόρρυθμου εταίρου (general partner) ή και ομόρρυθμης εταιρείας. Προς μεγαλύτερη εξασφάλιση του ομόρρυθμου μέλους είναι δυνατόν πίσω από την ομόρρυθμη εταιρεία να βρίσκεται μια ανώνυμη εταιρεία και ούτω καθεξής. Στην E.E, ο ομόρρυθμος εταίρος έχει αυξημένες αρμοδιότητες διαχείρισης και εκπροσώπησης, οι οποίες πάντοτε ενέχουν τον κίνδυνο της κακοδιαχείρισης και σπατάλης των χρημάτων των επενδυτών. Η δικλείδα προστασίας των επενδυτών-ετερόρρυθμων εταίρων στην περίπτωση αυτή είναι όχι η έναντι της εταιρείας ευθύνη του ομόρρυθμου εταίρου-διαχειριστή αλλά ακόμα περισσότερο η προσωπική και απεριόριστη εκ του νόμου ευθύνη του έναντι όλων. Άλλες ρυθμίσεις των σχέσεων των μερών ανευρίσκονται συνήθως στο συστατικό της εταιρείας

έγγραφο όπου ρυθμίζονται ζητήματα που άπτονται της αμοιβής επιτυχίας (success bonus) που τυχόν δικαιούται ο διαχειριστής για το «κλείσιμο» κάποιας μεγάλης συνεργασίας ή και για την αυξημένη απόδοση των επενδύσεων, της κάλυψης των δαπανών διαχείρισης, της εν γένει διάθεσης των κερδών ή της επανεπένδυσής τους σε άλλο επενδυτικό σχήμα, των περιορισμών στην έξοδο από την εταιρεία κλπ.⁷⁷.

2. Σχέσεις ΕΚΕΣ και Εταιρείας Στόχου

i. Καταστατικές ρυθμίσεις και Εξωεταιρικές Συμφωνίες

Περισσότερο ακανθώδες στην πράξη ζήτημα αποτελεί η νομική διαμόρφωση των σχέσεων μεταξύ χρηματοδοτούσας και χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Πράγματι, αφού η ΕΚΕΣ έχει μελετήσει λεπτομερώς το business plan της υποψήφιας προς χρηματοδότηση εταιρείας, έχει διενεργήσει τον απαραίτητο έλεγχο due diligence, και έχει λάβει την τελική απόφαση για συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας, φτάνει στο σημείο όπου οι απαιτήσεις και εξασφαλίσεις της ΕΚΕΣ θα πρέπει να αποτυπωθούν εγγράφως και να υπογραφούν από τα μέρη τα σχετικά συμφωνητικά χρηματοδότησης. Σε αυτό το σημείο τα συμβαλλόμενα μέρη θα πρέπει να αποφασίσουν εάν επιθυμούν να ρυθμίσουν τις σχέσεις τους αμιγώς καταστατικά ή μέσω συμφωνιών μετόχων (shareholders' agreement) ή με συνδυασμό και των δύο, δίνοντας έτσι έμφαση είτε στους εταιρικού δικαίου κανόνες, είτε στους κανόνες του δικαίου των συμβάσεων.

Οι εξωεταιρικές συμφωνίες εξειδικεύουν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων όταν τα αντίστοιχα δικαιώματα και υποχρεώσεις που παρέχονται και επιβάλλονται εκ του νόμου ή του καταστατικού δεν κρίνονται κατάλληλες για τη ρύθμιση των συγκεκριμένων σχέσεων. Οι συμφωνίες μετόχων είναι συνήθεις σε εταιρείες στις οποίες υπάρχει έστω μια κάποια ανάμειξη των μετόχων στη διοίκηση της εταιρείας και οι μέτοχοι δεν χαρακτηρίζονται από τη λεγόμενη «έλλογη απάθεια». Οι εξωεταιρικές συμφωνίες απαντώνται κατεξοχήν σε ανώνυμες εταιρείες λόγω της αρχής της αυστηρότητας των καταστατικών ρυθμίσεων, ακόμα περισσότερο δε σε επιχειρήσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών όπου οι διαμορφώμενες σχέσεις των μερών είναι

⁷⁷ Μη εποπτευόμενες συλλογικές επενδύσεις (hedge funds, private equity funds), Χ.Σ.Χρυσάνθης σε 19^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009

ιδιόμορφες. Περιεχόμενο εξωεταιρικών συμφωνιών μπορεί να είναι ενδεικτικά δικαιώματα προαίρεσης αγοράς ή πώλησης μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, δικαιώματα tag along και drag along, δικαιώματα εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά (demand/registration rights) τα οποία δίνουν το δικαίωμα στο δικαιούχο να εξαναγκάσει τους λοιπούς συμβληθέντες στη συμφωνία να εισαγάγουν την εταιρεία σε οργανωμένη αγορά μέσω δημόσιας προσφοράς, τα λεγόμενα piggy back rights, τα οποία παρέχουν το δικαίωμα στο δικαιούχο να διατηρήσει τα ποσοστά συμμετοχής του στην περίπτωση δημόσιας προσφοράς κλπ⁷⁸.

Ειδοποιός διαφορά της ρύθμισης μέσω καταστατικού ή εξωεταιρικής συμφωνίας είναι το πεδίο δράσης τους, καθώς η πρώτη δεσμεύει όλους τους μετόχους, αρχικούς και μελλοντικούς, ενώ μια εξωεταιρική συμφωνία δεσμεύει μόνο τους συμβληθέντες σε αυτήν⁷⁹. Πάντως δεν αποκλείεται σε μια εξωεταιρική συμφωνία, ιδίως σε μικρές εταιρείες, να έχουν συμβληθεί όλοι οι μέτοχοι και με αυτόν τον τρόπο η συμφωνία να αποκτά ισχύ οιονεί καταστατικής ρύθμισης. Συνέπεια τούτου είναι ότι σε περίπτωση που μια συμφωνία τέτοιας ισχύος επιδιωχθεί να απενεργοποιηθεί μέσω μηχανισμών του εταιρικού δικαίου, ενδέχεται κατά περίπτωση η απόφαση των εταιρικών οργάνων να πάσχει ελάττωμα ως καταχρηστική⁸⁰. Σκόπιμο είναι πάντως σε κάθε περίπτωση να συμβάλλεται και η ίδια η εταιρεία σε μια εξωεταιρική συμφωνία, έστω και αν έχουν συμβληθεί όλοι οι μέτοχοι. Και αυτό επειδή άλλως τα μέρη που έχουν υπογράψει την εξωεταιρική συμφωνία δεν θα μπορούν να στραφούν κατά της εταιρείας και αντίστοιχα ούτε η εταιρεία θα ευθύνεται απέναντί τους συμβατικά. Η εξωεταιρική συμφωνία δεσμεύει δηλαδή μόνο τους υπογράφοντες, η δε εταιρεία δεσμεύεται μόνο σε περίπτωση που είτε συμβάλλεται είτε τηρούνται οι καταστατικές ή νόμιμες διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Επιπροσθέτως, με την υπογραφή της εξωεταιρικής συμφωνίας και από την εταιρεία, δεσμεύονται και τα μέλη της διοίκησης, τα οποία σε κάθε περίπτωση οφείλουν να μεριμνούν για την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων ακόμα και στο πλαίσιο εξωεταιρικών συμφωνιών⁸¹.

Στην πράξη, οι εξωεταιρικές συμφωνίες διαδραματίζουν ολοένα και πιο σπουδαίο ρόλο στη ρύθμιση των σχέσεων των μετόχων, μετόχων και εταιρείας ή μετόχων και τρίτων.

⁷⁸ G.Chemla, M.A. Habib, A.Ljungqvist, An Analysis of Shareholder Agreements, 2004, SSRN Papers

⁷⁹ J.J Daigre, Pacte d'actionnaires et capital risque, Typologie et appreciation, Bull. Joly 1993., σελ. 153

⁸⁰ Ν. Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2018

⁸¹ Σ. Μούζουλας, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, 1997, σελ.90

Αυτό είναι εύλογο καθώς οι συμφωνίες αυτές χαρακτηρίζονται από μεγάλη ευελιξία σε σύγκριση με τους κανόνες του καταστατικού και του εταιρικού δικαίου⁸². Κυρίως μέσω των εξωεταιρικών συμφωνιών τείνουν να συμπληρώνονται οι νόμιμες ή καταστατικές προβλέψεις ή και να ρυθμίζονται σχέσεις που άλλως με το καταστατικό δεν θα μπορούσαν. Λόγω της συμβατικής τους φύσεως στην οποία κυριαρχεί η αρχή της αυτονομίας της ιδιωτικής βούλησεως⁸³, οι συμφωνίες μετόχων πέρα από την ευελιξία τους χαρακτηρίζονται και από έντονη προσαρμοστικότητα στα εκάστοτε εταιρικά δρώμενα αφού μπορεί να τροποποιούνται και να συμπληρώνονται εύκολα και χωρίς δημοσιότητα, γεγονός που τις καθιστά περισσότερο ελκυστικές από τις βραδυκίνητες διαδικασίες τροποποίησης ενός καταστατικού. Η έλλειψη όμως δημοσιότητας των συμφωνιών αυτών όσο θελκτική και αν ακούγεται, στην πράξη δημιουργεί δυσχέρειες στη σύνταξή τους καθώς εάν οι όροι του παραβιαστούν και έρθει η στιγμή το συμφωνητικό να εξεταστεί ενώπιον δικαστηρίου, όχι μόνο οι συμφωνίες αυτές θα γνωρίσουν το «φως της δημοσιότητας» αλλά περισσότερο οι συντάκτες του θα πρέπει να έχουν εξασφαλίσει από πριν να εμπεριέχονται όροι κατανοητοί και ευκρινείς που δεν επιδέχονται αντίθετης ερμηνείας και κυρίως δεν προσκρούουν σε αναγκαστικού δικαίου διατάξεις, στο καταστατικό αλλά και σε θεμελιώδεις αρχές του δικαίου των εταιρειών ακριβώς επειδή η καταστατική ρύθμιση κρίνεται υψηλότερης ιεραρχίας από μια εξωεταιρική συμφωνία.

Αυτό δεν έχει τη σημασία βέβαια πως ότι έχει ρυθμιστεί στο καταστατικό δεν μπορεί να ρυθμιστεί και με εξωεταιρική συμφωνία ούτε ότι δεν επιτρέπονται χαλαρές αποκλίσεις από το νόμο ή το καταστατικό μέσω μιας συμφωνίας μετόχων. Το όριο τίθεται στην καταστρατήγηση αναγκαστικού δικαίου διατάξεων και θεμελιωδών αρχών του δικαίου των εταιρειών (όπως είναι η αρχή της πλειοψηφικής λήψης αποφάσεων ή η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων), χωρίς και αυτό όμως να είναι απόλυτο. Στην πράξη έτσι συχνά συμφωνείται ότι σε περίπτωση αντίθεσης κανόνα του καταστατικού με συμφωνία μετόχων όταν αυτή υπογράφεται από την πλειοψηφία των μετόχων, υπερισχύει η τελευταία⁸⁴. Γενικώς θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι περισσότερο ασφαλές είναι να ρυθμιστούν με εξωεταιρικές συμφωνίες ζητήματα που δεν άπτονται του ελαχίστου

⁸² Μ.Θ.Μαρίνος, Εξωεταιρικές Συμφωνίες Μετόχων, 2011, σελ. 54

⁸³ Σ. Μούζουλας, Η εφαρμογή της αρχής της αυτονομίας της ιδιωτικής βούλησης στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Εισήγηση σε Δ' Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών, 1994, ΕΛΔ 1995, σελ. 273 επ.

⁸⁴ Σ. Μούζουλας, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, 1997, σελ. 87

περιεχομένου του καταστατικού, και περισσότερο επισφαλής είναι η ρύθμιση ζητημάτων τα οποία προσεγγίζουν το ελάχιστο περιεχόμενο ή ρυθμίζονται στο νόμο με αναγκαστικού δικαίου διατάξεις.

Συνέπεια της παράβασης εξωεταιρικής συμφωνίας από κάποιον συμβληθέντα δεν είναι η ελαττωματικότητα της εταιρικής πράξης, η οποία παραμένει καθόλα ισχυρή, αλλά ενδεχομένως η υποχρέωση αποζημίωσης του συμβαλλόμενου μέρους του οποίου τα εκ της εξωεταιρικής συμφωνίας απορρέοντα δικαιώματα θίγονται.

ii. Ειδικότερες συμφωνίες και ρήτρες κατά την παροχή κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών

Ως εκ της φύσεώς της, η παροχή κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών αποτελεί μια ριψοκίνδυνη επένδυση η οποία όμως με τις σωστές εκτιμήσεις και συμφωνίες μπορεί να αποφέρει τεράστια κέρδη στην εταιρεία η οποία πραγματοποιεί την επένδυση. Έναντι αυτού του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχει η επένδυση σε μια επιχείρηση νεοφυή, «ασφαλιζονται» έμμεσα οι εταιρείες venture capital με ειδικές συμφωνίες και ρήτρες που συνομολογούν και εντάσσουν στα συμφωνητικά που υπογράφουν με την εταιρεία-στόχο. Καθώς είναι αδύνατον στην πράξη να συμπεριληφθεί το σύνολο των όρων χρηματοδότησης και εξασφάλισης σε ένα ενιαίο έγγραφο, προς αυτόν τον σκοπό συντάσσονται περισσότερα κείμενα με σπουδαιότερο το λεγόμενο term sheet, το οποίο αποτελεί κατ'ουσίαν ένα κείμενο που προσομοιάζει με μνημόνιο συνεργασίας το οποίο περιλαμβάνει τους σπουδαιότερους όρους χρηματοδότησης. Το term sheet άλλοτε είναι συνοπτικό και περιληπτικό και άλλοτε περισσότερο λεπτομερές, πάντως σε αυτό τα δύο μέρη οφείλουν να θέσουν τις βάσεις και τους σπουδαιότερους όρους συνεργασίας. Υπό το ελληνικό δίκαιο το term sheet δεν παράγει κάποια δεσμευτική συμφωνία και ως εκ τούτου δεν μπορεί να θεωρηθεί προσύμφωνο⁸⁵, θα μπορούσε ωστόσο ενδεχομένως να χαρακτηριστεί ως επιστολή προθέσεων (αν και αποτελεί κάτι παραπάνω από αυτό) ή ως προπαρασκευαστικό της συμφωνίας έγγραφο, αποτελώντας ένα σπουδαίο ερμηνευτικό βοήθημα για τη βούληση των μερών. Πάντως σε κάθε περίπτωση, από το τη μη τήρηση

⁸⁵ H.N. Τσαούσης, Νεοφυείς Επιχειρήσεις και Venture Capitals, Επιχείρηση, Οκτώβριος 2015,892

των συμφωνιών που περιγράφονται στο term sheet και εξαιτίας αδικαιολόγητης απόσυρσης από την υπογραφή του τελικού συμφωνητικού χρηματοδότησης, μπορούν να προκύψουν ευθύνες με βάση τις διατάξεις για τις διαπραγματεύσεις (ΑΚ 197,198). Το term sheet στη συνήθη του μορφή επιβεβαιώνει τη σαφή βούληση των μερών να συνεργαστούν, περιγράφει τους βασικούς οικονομικούς όρους και τα ποσοστά συμμετοχής, κατοχυρώνει ενδεχομένως την αμοιβή και τα προνόμια της ΕΚΕΣ, θέτει τις κατευθύνσεις για τη ρύθμιση οργανωτικών θεμάτων και αποτυπώνει τη βασική δομή της μέλλουσας να υπογραφεί συμφωνίας⁸⁶. Άλλα κείμενα που μπορεί κατά περίπτωση να υπογράφονται πριν την εκταμίευση της χρηματοδότησης είναι η επιστολή προσφοράς (offer letter) με την οποία η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών εκφράζει το ενδιαφέρον της προς την υποψήφια χρηματοδοτούμενη εταιρεία, η επιστολή δηλώσεων (disclosure letter) με την οποία η υποψήφια εταιρεία φανερώνει στην ΕΚΕΣ συγκεκριμένες πλέον πληροφορίες για την επιχειρηματική της δραστηριότητα και σχέδια. Αφού τα μέρη βρουν αυτά τα αρχικά έγγραφα και τις περιλαμβανόμενες πληροφορίες της αρεσκείας τους, προχωρούν στη σύναψη συμφωνητικού επένδυσης (investment agreement) το οποίο αποτελεί κατ'ουσίαν μια εξωεταιρική συμφωνία. Σε αυτό πλέον καθορίζονται οι συμφωνημένοι όροι της χρηματοδότησης, ενώ τα ειδικότερα στάδια και οι λεπτομέρειες είθισται να ορίζονται σε χωριστό κείμενο, το λεγόμενο completion agenda⁸⁷.

Στη συνέχεια θα εξεταστούν οι σημαντικότερες και συχνότερες στην πράξη συμφωνίες χρηματοδότησης στις οποίες προβαίνουν τα μέρη, κυρίως με την πίεση της εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι συμφωνίες αυτές δεν καλύπτουν μια περίπτωση χρηματοδότησης μέσω απόκτησης από την ΕΚΕΣ απλώς ενός συμμετοχικού ποσοστού, αλλά πάντοτε θα πρέπει να ερμηνεύονται υπό το φως του συνεταιρισμού των δύο μερών με σκοπό την προαγωγή των οικονομικών συμφερόντων της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψιν την ιδιαίτερη φύση της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

⁸⁶ Ίδιος

⁸⁷ Σ. Μούζουλας, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, 1997, σελ.104

Αμοιβή ΕΚΕΣ

Το σπουδαιότερο ζήτημα που απασχολεί την επενδύτρια εταιρεία είναι ευλόγως εκείνο της αμοιβής της. Προτού όμως φθάσει η ΕΚΕΣ να διαπραγματευτεί την αμοιβή και τη συμμετοχή της στο κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης, προηγείται το στάδιο της αποτίμησης (valuation) της επιχείρησης στη δυνητική αξία της, αφού ακόμα δεν έχει ξεκινήσει τη δραστηριότητά της, αλλά και στην αξία μετά τη συμμετοχή της ΕΚΕΣ. Προς αυτόν τον σκοπό συχνά συντάσσεται ένας συγκριτικός πίνακας όπου διαφαίνονται καθαρά τα μεγέθη προ και μετά τη συμμετοχή της ΕΚΕΣ. Η αποτίμηση είναι απαραίτητη προκειμένου να προσδιοριστεί το ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ. Όπως παρατηρήθηκε ανωτέρω, το κέρδος της ΕΚΕΣ δεν συνίσταται απλώς σε μια αμοιβή για την παροχή των υπηρεσιών που προσέφερε στον πελάτη της (τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία), καθώς η πρώτη παρέχει ένα τέτοιο ευρύ φάσμα δυνατοτήτων ανάπτυξης στην επιχείρηση έτσι ώστε η παροχή μιας απλής αμοιβής θα ήταν ασυμβίβαστη με τη φύση παροχής κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Συνήθως, η ΕΚΕΣ αποσκοπεί στην εξασφάλιση της αμοιβής της με δύο τρόπους: αφενός λαμβάνοντας προνομιούχες μετοχές οι οποίες θα της αποφέρουν κέρδος σε μια σταθερή βάση, αφετέρου προσδοκώντας υψηλή υπεραξία από τη μελλοντική ρευστοποίηση της επένδυσής της. Είναι εντούτοις δυνατόν η αμοιβή της να περιορίζεται σε μία μόνο από τις παρακάτω μορφές, ανάλογα με τη συμφωνία των μερών: η ΕΚΕΣ να λαμβάνει κατά προτεραιότητα (μέσω προνομιούχων μετοχών) το ποσό της επένδυσής της, προσαυξημένο με επιπλέον απόδοση (premium) χωρίς ωστόσο να λαμβάνει και υπεραξία από το τυχόν επιπλέον τίμημα που θα επιτευχθεί από την πώληση της επιχείρησης (η μέθοδος αυτή αμοιβής ονομάζεται non-participating). Ειδάλλως, μπορεί να συμφωνηθεί και πλήρης απόληψη του ποσού της επένδυσης και περαιτέρω κατ'αναλογία συμμετοχή στην επιπλέον επιτευχθείσα αξία (full-participating). Τέλος, είναι δυνατόν τα μέρη να συμφωνήσουν αφενός επιστροφή του επενδεδυμένου ποσού και συμμετοχή στην επιπλέον υπεραξία, μόνο όμως μέχρι ενός συγκεκριμένου ποσού (capped participating)⁸⁸.

⁸⁸ H.N. Τσαούσης, Νεοφυείς Επιχειρήσεις και Venture Capitals, Επιχείρηση, Οκτώβριος 2015,892

Ρήτρα απαγόρευσης ανταγωνισμού

Μία από της πιο συνήθεις υποχρεώσεις που επιβάλλει η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στο βασικό μέτοχο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας είναι η απαγόρευση τέλεσης ανταγωνιστικών πράξεων προς την εταιρεία. Η απαγόρευση αυτή συγκεκριμένα καταλαμβάνει τη συμμετοχή υπό οποιαδήποτε μορφή ή ιδιότητα, άμεση ή έμμεση σε οποιαδήποτε εταιρεία οποιασδήποτε νομικής μορφής με παρόμοια ή ανταγωνιστική δραστηριότητα σε ποσοστό που θα ξεπερνά ένα συγκεκριμένο όριο που θα συμφωνήσουν τα μέρη. Η απαγόρευση αυτή είναι λογική καθώς ο χρηματοδότης που ρισκάρει τα κεφάλαιά του σε μια καινοτόμο επιχείρηση η οποία είτε θα του επιφέρει είτε όχι κέρδος (όπου πιο πιθανό είναι να μην του αποφέρει), επιθυμεί τουλάχιστον να δεσμεύσει τον κύριο μέτοχο της χρηματοδοτούμενης ότι θα παραμείνει αφοσιωμένος στην εταιρεία παρέχοντας τα κεφάλαια και το έργο του τυχόν και δεν θα υποστηρίξει οικονομικά άλλη ανταγωνιστική επιχείρηση ή το ίδιον του όφελος. Ασφαλιστική δικλείδα για την εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών αποτελεί και το γεγονός ότι συνήθως και ο μεγαλομέτοχος της χρηματοδοτούμενης εταιρείας αλλά και η ΕΚΕΣ έχουν εκπροσώπηση στο διοικητικό συμβούλιο, όπου εκ του νόμου ισχύει η απαγόρευση ανταγωνισμού ως ειδικότερη έκφανση της υποχρέωσης πίστης των διοικητών κεφαλαιουχικών εταιρειών. Συνεπώς σε μια τέτοια περίπτωση παραβίασης της υποχρέωσης μη ανταγωνισμού η ΕΚΕΣ θα διαθέτει δύο νομικές βάσεις να στραφεί κατά του μεγαλομέτοχου και της εταιρείας, μία για παραβίαση συμβατικής υποχρέωσης και μία για παραβίαση αναγκαστικής διάταξης νόμου. Και στις δύο περιπτώσεις η ΕΚΕΣ απαιτεί είτε τη φυσική αποκατάσταση της ζημίας, δηλαδή να μεταβιβαστούν τα επωφελή αποτελέσματα της ανταγωνιστικής πράξης στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία είτε αποζημίωση⁸⁹. Βέβαια η απαγόρευση αυτή δεν θα πρέπει να επεκτείνεται σε αόριστο χρονικό σημείο, ούτε θα πρέπει να καταλαμβάνει άλλα επιχειρηματικά εγχειρήματα που δε σχετίζονται με τη δραστηριότητα της χρηματοδοτούμενης εταιρείας καθότι κάτι τέτοιο θα περιορίζε ασύμφορα την οικονομική και επιχειρηματική ελευθερία του ατόμου και θα προσβαλλόταν εύκολα ως υπέρμετρα δεσμεύουσα την ελευθερία ή ως καταχρηστική.

⁸⁹ Εφετείο Αθηνών 5131/2011, nomos

Συμφωνία παροχής προνομίου

Όπως προεκτέθηκε, βασικός στόχος της ΕΚΕΣ είναι η, μέσω της μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, επίτευξη όσο το δυνατόν μεγαλύτερου κέρδους μέσω της κάρπωσης της υπεραξίας που προκύπτει από τη μεταπώλησή τους. Αυτό επιτυγχάνεται κατά κύριο λόγο κατά το στάδιο της εισαγωγής της εταιρείας στο χρηματιστήριο όταν πλέον κρίνεται αρκετά κερδοφόρα και οι μετοχές της μπορούν πλέον να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε υψηλή χρηματιστηριακή τιμή. Στο μεσοδιάστημα όμως και με δεδομένο ότι η εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά μπορεί να διαρκέσει έως και 7-10 χρόνια, η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών οφείλει να λάβει μέτρα προς την μέγιστη οικονομική της εξασφάλιση. Ο πλέον πρόσφορος θεσμός εταιρικού δικαίου προκειμένου να επιτύχει τούτο είναι εκείνος των προνομιούχων μετοχών.

Σύμφωνα με το άρθρο 38 του Ν. 4548/2018 για την Α.Ε., επιτρέπεται να ορίζεται με διατάξεις του καταστατικού προνόμιο υπέρ μετοχών. Το προνόμιο δύναται να είναι αποκλειστικά και μόνο οικονομικής φύσεως και όχι διοικητικής (λ.χ. απαγορεύεται να θεσπιστεί ως προνόμιο η διπλή ψήφος) καθώς μία από τις θεμελιώδεις αρχές του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών είναι ότι τα δικαιώματα διοίκησης δεν μπορούν να αναχθούν ούτε με διατάξεις του καταστατικού σε εκ της φύσεως μετοχικό δικαίωμα λόγω της σωματειακής δομής της Α.Ε. Έτσι τα προνόμια που μπορούν νομίμως να παρασχεθούν υπέρ μετοχών είναι η μερική ή ολική απόληψη πριν από τις κοινές μετοχές του διανεμόμενου μερίσματος, η προνομιακή (σε σχέση με τις κοινές μετοχές) απόδοση κεφαλαίου που προκύπτει από τυχόν μείωση κεφαλαίου ή εκκαθάριση της εταιρείας, η καταβολή σωρευτικού μερίσματος για τις χρήσεις που η εταιρεία δεν είχε διανείμει μέρισμα, η απόληψη ορισμένου τόκου κλπ. Φυσικά τα δικαιώματα που παρέχουν οι προνομιούχες μετοχές δεν μπορούν να φτάσουν έως το σημείο να μειωθούν τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας κάτω από το μετοχικό κεφάλαιο προσ αυξημένο με τα νόμιμα αποθεματικά και τα ποσά που κατ'άρθρον 159 (Ν.4548/2018) δεν επιτρέπεται να διανεμηθούν καθώς κάτι τέτοιο θα έθιγε τα δικαιώματα των εταιρικών πιστωτών.

Η έκδοση προνομιούχων μετοχών προϋποθέτει ρητή καταστατική πρόβλεψη. Αυτό σημαίνει ότι στο καταστατικό θα πρέπει να ορίζεται ρητά η δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών καθώς αυτά θίγουν κατά έναν τρόπο την ισότιμη μεταχείριση των

μετόχων και συνεπώς μπορούν να εκδοθούν νομίμως μόνο αν συμφωνήσει σε αυτό η πλειοψηφία. Δεν αρκεί ωστόσο να προβλέπεται τούτο κατά τρόπο γενικό αλλά αντίθετα οφείλει να καθορίζεται το ακριβές περιεχόμενο και η έκταση των προνομίων καθώς και τυχόν χρονικός περιορισμός απόλαυσής τους⁹⁰. Επομένως, αν δεν υπάρχει καταστατική πρόβλεψη απαιτείται τροποποίηση του καταστατικού για την έκδοσή τους. Υπό το προγενέστερο καθεστώς του ΑΝ 2190/1920⁹¹, η κτήση προνομιούχων μετοχών ήταν δυνατή με δύο τρόπους: είτε πρωτογενώς, με ανάληψη των πρώτων μετοχών που προέβλεπε το καταστατικό της σύστασης είτε με τη μεταβίβαση των προνομιούχων μετοχών στο νεοεισερχόμενο στην εταιρεία μέτοχο. Δεν ήταν συνεπώς δυνατή η έκδοση νέων προνομιούχων μετοχών με απόφαση της γενικής συνέλευσης κατά τη λειτουργία της εταιρείας. Η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών όμως προκειμένου να χαρακτηριστεί η δραστηριότητά της ως τέτοια και να τύχει των προβλεπόμενων επιχορηγήσεων και φοροελαφρύνσεων οφείλει να συμμετάσχει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιρείας με την έκδοση νέων τίτλων, καθώς κατ'ουσίαν έτσι εισρέει νέο χρήμα στην εταιρεία. Αυτό το πρόβλημα λυνόταν με την απόκτηση από την ΕΚΕΣ κοινών μετοχών μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και την παράλληλη μεταβίβαση σε αυτήν προνομιούχων μετοχών άλλων μετόχων. Έτσι δινόταν λύση στο πρόβλημα και της συμμετοχής σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αλλά και της απόκτησης των επιθυμητών προνομίων προς εξασφάλισή της⁹². Σήμερα, υπό το κράτος του νέου νόμου 4548/2018, πλέον ρυθμίζεται ρητά⁹³ η δυνατότητα έκδοσης νέων προνομιούχων μετοχών (πάντα με καταστατική πρόβλεψη) με απόφαση της γενικής συνέλευσης η οποία αποφασίζει τούτο με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Συνεπώς με την κατάργηση αυτού του περιορισμού πλέον, η ΕΚΕΣ δε χρειάζεται να «συμβιβαστεί» και να αποκτήσει και κοινές μετοχές εάν δεν το επιθυμεί, δύναται πλέον να αποκτήσει εξολοκλήρου μόνο προνομιούχες.

Η παροχή εγγυήσεων – Ειδικότερα η ρήτρα εγγύησης ενεργητικού ή και παθητικού

Έχοντας εξετάσει ενδελεχώς το επιχειρηματικό σχέδιο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και έχοντας διενεργήσει λεπτομερή έλεγχο due diligence στα περιουσιακά της στοιχεία

⁹⁰ Γνωμοδότηση ΝΣΚ 809/1977, ΕΕμπΔ,1977,σελ.155

⁹¹ Άρθρο 3 ΚΝ 2190/1920

⁹² Σ.Α. Μούζουλας, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, 1995, σελ. 110

⁹³ Άρθρο 38 παρ. 6 Ν.4548/2018

και τη νομική και φορολογική της κατάσταση, η ΕΚΕΣ έχει αποκτήσει μια πρώτη εικόνα για το status quo της επιχείρησης. Παρόλα αυτά επειδή όπως προειπώθηκε η επικινδυνότητα της επένδυσης είναι υψηλή και επειδή στην πράξη, και ιδιαίτερα σε ένα περιβάλλον χρηματοδότησης, η εμπιστοσύνη των μερών δεν είναι δεδομένη, η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών έχει ανάγκη περισσότερων εξασφαλίσεων, οι οποίες παρέχονται κυρίως μέσω δηλώσεων εγγυήσεων (guarantee statements) από πλευράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας καθώς και μέσω ειδικότερων ρητρών εγγύησης του ενεργητικού και του παθητικού της.

Αρχικά, οι εγγυήσεις αυτές που παρέχει η χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή ο βασικός της μέτοχος ή ακόμα και η πλειοψηφία των μετόχων, δεν ομοιάζουν με την κλασική μορφή εγγύησης του αστικού κώδικα, αν και αυτό είναι επίσης δυνατόν σε δεύτερη φάση. Πρόκειται κυρίως για ρήτρες εγγύησης παθητικού, δηλαδή εγγύηση ότι κατά την στιγμή υπογραφής της σύμβασης χρηματοδότησης, το παθητικό της χρηματοδοτούμενης δεν υπερβαίνει το δηλούμενο, δηλαδή δεν έχει αποκρυφθεί κάποια υποχρέωση η οποία μελλοντικά θα επιβαρύνει την κατάσταση της εταιρείας. Σε περίπτωση νεοφυών επιχειρήσεων που δεν έχουν ξεκινήσει ακόμα τη λειτουργία τους η εγγύηση αυτή θα καλύπτει τη μη ανάληψη υποχρεώσεων για τις οποίες δεν έχει λάβει γνώση η ΕΚΕΣ.

Σε καμία περίπτωση η χρηματοδοτούμενη εταιρεία δεν μπορεί να υποσχεθεί την εγγυημένη απόδοση των μετοχών της με καταστατική ρύθμιση, καθώς αυτή απαγορεύεται ρητά από την παράγραφο 2 του άρθρου 22 του Ν.4548/2018⁹⁴, ενδεχομένως θα μπορούσε να πράξει τούτο μέσω εξωεταιρικής συμφωνίας μετόχων. Η εγγύηση κατεξοχήν παρέχεται από το πρόσωπο του βασικού μετόχου ή της πλειοψηφίας των μετόχων (με εσωτερική κατανομή της εκπλήρωσης της υποχρέωσης) όπου υπερού η εγγύηση είναι κατ'ορθότερη άποψη η ίδια η χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Και αυτό επειδή εάν καταπέσει η εγγύηση, δηλαδή διαπιστωθεί ανακρίβεια ανάμεσα στο δηλούμενο ενεργητικό ή παθητικό και στο πραγματικό, η εκταμίευση της εγγύησης θα πρέπει να επιστρέψει στην ίδια την χρηματοδοτούμενη εταιρεία αφού με την κάλυψη της ως άνω διαφοράς επέρχεται και η

⁹⁴ «Με την επιφύλαξη των δυνατοτήτων που παρέχει ο παρών νόμος, απαγορεύεται η άμεση ή έμμεση επιστροφή εισφορών στους μετόχους, η καταβολή τόκων και η εκ μέρους της εταιρείας υπόσχεση εγγυημένης απόδοσης των μετοχών»

ανόρθωση της αξίας της επένδυσης της εταιρείας κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών⁹⁵.

Άλλες δηλώσεις εγγύησης που μπορεί να συνοδεύουν τη συμφωνία χρηματοδότησης αφορούν την κατάσταση των μετοχών, εάν είναι δεσμευμένες ή όχι ή εάν είναι επιφορτισμένες με δικαιώματα προαίρεσης, την κατάσταση της εταιρείας, και συγκεκριμένα αν έχει συσταθεί και λειτουργεί νόμιμα, ότι δεν εκκρεμούν εναντίον της αγωγές για τη λύση της ή δεν έχει τεθεί υπό εκκαθάριση, ότι καταβάλλει το σύνολο των ασφαλιστικών και φορολογικών της υποχρεώσεων, ότι μέλη της διοίκησης δεν διώκονται για παραβιάσεις διατάξεων νόμου ή καταστατικού κ.ά⁹⁶.

Συμφωνία περαιτέρω χρηματοδότησης

Συνήθως η χρηματοδότηση από την ΕΚΕΣ δεν εξικνείται μέχρι της καταβολής ενός αρχικού ποσού καθώς μια νεοϊδρυθείσα επιχείρηση χρίζει αρκετών κεφαλαίων έως ότου ξεκινήσει μια δυναμική παραγωγή και αρχίσει να παράγει κέρδος. Για αυτό το λόγο οι ΕΚΕΣ συνήθως δεν εκταμιεύουν άπαξ την χρηματοδότηση αλλά σχεδιάζουν προσεκτικά τις κινήσεις τους έτσι ώστε αν η χρηματοδότηση σε ένα στάδιο δεν εξελιχθεί κατ'εκτίμηση, η ΕΚΕΣ να μην προχωρήσει στη χρηματοδότηση του επόμενου σταδίου. Η συμφωνία περαιτέρω χρηματοδότησης είτε είναι προγραμματισμένη από την αρχή της χρηματοδότησης είτε ανακύπτει στην πορεία με την εξέλιξη της δραστηριότητας της κεφαλαιοδοτούμενης εταιρείας. Στην πρώτη περίπτωση, η πρόσθετη χρηματοδότηση μπορεί να λάβει τη μορφή γενικής ρήτρας⁹⁷ καθώς οποιαδήποτε πιο συγκεκριμένη δέσμευση της ΕΚΕΣ, χωρίς να εξαρτάται από χειροπιαστές νομικές αιρέσεις, αφενός δεν συνηθίζεται στην πράξη, αφετέρου μπορεί να ακυρωθεί δικαστικώς ως υπέρμετρα δεσμεύουσα την οικονομική ελευθερία της. Έτσι είναι περισσότερο σύνηθες η περαιτέρω χρηματοδότηση να συναρτάται με μελλοντικά γεγονότα όπως η καλή οικονομική πορεία της κεφαλαιοδοτούμενης επιχείρησης, η εκτίμηση της αξίας των μετοχών της την στιγμή που θα ζητηθεί η επιπρόσθετη χρηματοδότηση, ενδεχομένως η παροχή εγγυήσεων από

⁹⁵ Μούζουλας, ό.α.,σελ. 125-126

⁹⁶ Για περισσότερα βλ. Μούζουλα ό.α., σε κεφάλαιο «Υποδείγματα εξωεταιρικών συμφωνιών», σελ. 186-190

⁹⁷ Λόγου χάριν ότι η ΕΚΕΣ θα καταβάλλει κάθε προσπάθεια έτσι ώστε η χρηματοδοτούμενη εταιρεία να είναι σε κάθε χρόνο σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

τρίτους, οι συνθήκες της αγοράς κλπ. Είναι επίσης δυνατόν η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών να μην επιθυμεί να αυξήσει το ρίσκο της συμμετοχής της με την περαιτέρω κεφαλαιοδότηση της εταιρείας, κάτι που ενδέχεται να καταλήξει αποφασιστικής σημασίας για την πορεία ή και την οικονομική κατάρρευση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά όμως εάν η εταιρεία ανατρέξει στην άντληση άλλων ξένων κεφαλαίων προς περαιτέρω χρηματοδότησής της, ενδέχεται αυτό να επηρεάσει τους συσχετισμούς εντός της εταιρείας και να ανατρέψει την κυριαρχική θέση της ΕΚΕΣ, κάτι που η τελευταία δεν το επιθυμεί. Προς αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου η ΕΚΕΣ μεριμνά έτσι ώστε να συμφωνηθεί επιπλέον η απαγόρευση άντλησης κεφαλαίων από τρίτο πρόσωπο χωρίς την προηγούμενη συναίνεσή της. Θα πρέπει ωστόσο η διατύπωση της ρήτρας αυτής να γίνεται με πολύ προσεκτικό τρόπο καθώς από αυτήν εξαρτάται η ισχύς της.

Έλεγχος της κατανομής του εταιρικού κεφαλαίου και ρήτρα αμοιβαίας εξόδου

Η ρήτρα ελέγχου κατανομής του εταιρικού κεφαλαίου συνήθως διατυπώνεται ως εξής: *«Για όσο χρονικό διάστημα η ΕΚΕΣ θα έχει την ιδιότητα του μετόχου της εταιρείας, ο κυρίαρχος μέτοχος δεσμεύεται να μην προβεί στη μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους των τίτλων που κατέχει ή θα αποκτήσει. Ομοίως δεσμεύεται να μην αυξήσει, άμεσα ή έμμεσα⁹⁸, τη συμμετοχή του στο κεφάλαιο της εταιρείας. Σε περίπτωση που κάποιο μέρος αποκτήσει και άλλους τίτλους κατά παράβαση της παρούσης απαγόρευσης, θα υποχρεούται να μεταβιβάσει τους επιπλέον τίτλους ώστε η συμμετοχή του να μην υπερβαίνει το συγκεκριμένο ποσοστό συμμετοχής που έχει συμφωνηθεί⁹⁹»*. Το standstill agreement έχει την έννοια της διατήρησης της μετοχικής σταθερότητας εντός της κεφαλαιοδοτούμενης εταιρείας, της διατήρησης δηλαδή των συσχετισμών συμμετοχής ως είχαν κατά την στιγμή της συμφωνίας χρηματοδότησης καθώς με βάση τα συγκεκριμένα αυτά δεδομένα εκτίμησε η ΕΚΕΣ την ανάληψη του κινδύνου της επένδυσης¹⁰⁰. Σε περίπτωση όμως κατά την οποία παραβιαστεί η συμφωνία αυτή και αποκτηθούν οι επιπλέον τίτλοι, η προστασία της ΕΚΕΣ

⁹⁸ Έμμεση είναι η αύξηση κεφαλαίου μέσω της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου όπου η αύξηση τελεί υπό την αίρεση της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής.

⁹⁹ Μούζουλας, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών-Υποδείγματα εξωεταιρικών συμφωνιών, σελ. 196

¹⁰⁰ J.Daigre, Pacte d'actionnaires et capital-risque, Typologie et appreciation, Bull. Joly 1993, 164-165

δεν είναι αρκούντως αποτελεσματική παρά μόνο στην περίπτωση όπου οι επιπλέον τίτλοι μεταβιβαστούν αποκλειστικά σε εκείνη (anti-dilution agreement). Έτσι, συμπληρωματικά μπορεί να συνομολογηθεί ότι σε περίπτωση παραβίασης της ως άνω ρήτρας, ο παραβιάζων μέτοχος υποχρεούται να μεταβιβάσει τις μετοχές που απέκτησε στην εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών έναντι προκαθορισμένου τιμήματος έτσι ώστε το ποσοστό της τελευταίας να ανέλθει εκ νέου στο επίπεδο που βρισκόταν πριν την παράβαση,¹⁰¹ ή τουλάχιστον να προσφέρει τις μετοχές πρώτα στην ΕΚΕΣ (δικαίωμα προτίμησης-right of first refusal). Αυτές η περαιτέρω συμφωνίες είναι σημαντικές στην πράξη καθώς απόλυτη απαγόρευση της μεταβίβασης της συμμετοχής δεν είναι νόμιμη ως θίγουσα τον πυρήνα του δικαιώματος της ελεύθερης μεταβίβασης των μετοχών και συνεπώς κανένας μέτοχος, ούτε ο κυρίαρχος μπορεί να μείνει για πάντα δέσμιος σε μια εταιρεία που δεν επιθυμεί. Σε περίπτωση μη τήρησης και του δικαιώματος προτίμησης, η ΕΚΕΣ συνήθως έχει ήδη λάβει τα κατάλληλα μέτρα και έχει συνομολογήσει μία ακόμα ρήτρα πρόσθετης προστασίας, τη ρήτρα αμοιβαίας εξόδου η οποία ενεργοποιείται στην έσχατη περίπτωση όπου όλα τα άλλα μέτρα που συμφωνήθηκαν αποτύχουν. Με τη συμφωνία αμοιβαίας εξόδου παρέχεται το δικαίωμα στην ΕΚΕΣ σε περίπτωση μη τήρησης ούτε του δικαιώματος προτίμησης να εξέλθει πρόωρα από τη χρηματοδότηση με την παράλληλη εξαγορά της συμμετοχής της σε τιμή που θα καθοριστεί από ειδικό εκτιμητή. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω ενοχικής συμφωνίας των μερών, είτε με την εκ των προτέρων μέριμνα της ΕΚΕΣ να λάβει εξαγοράσιμες μετοχές, με μονομερές δικαίωμα εξαγοράς υπέρ της. Περαιτέρω αποζημίωση της ΕΚΕΣ για τη ζημία που υπέστη από την πρόωρη λήξη της χρηματοδοτικής σχέσης δεν αποκλείεται. Αντίστροφα, προς προστασία της χρηματοδοτούμενης εταιρείας, μπορεί να συμφωνηθεί ότι σε περίπτωση που η ΕΚΕΣ δεν υποδείξει αγοραστή των μετοχών ή δεν επιθυμεί η ίδια να αυξήσει τη συμμετοχή της εκούσια στο κεφάλαιο της εταιρείας, υποχρεούται να εξαγοράσει η ίδια τις μετοχές, κάτι που ο εθνικός νομοθέτης καθιερώνει ήδη στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου με την περίπτωση της έκδοσης δεσμευμένων μετοχών¹⁰².

Εκτός των ανωτέρω, ο έλεγχος της κατανομής του εταιρικού κεφαλαίου κρίνεται εξαιρετικής σημασίας για την ΕΚΕΣ και για έναν ακόμη λόγο: η ΕΚΕΣ σταθμίζοντας τους κινδύνους και τα οφέλη που θα προκύψουν από την επένδυσή της, ίσως ο σπουδαιότερος

¹⁰¹ Call option υπέρ της ΕΚΕΣ

¹⁰² Άρθρο 43 παράγραφος 3 Ν.4548/2018

παράγοντας που έλαβε υπόψιν για τη λήψη της απόφασής της ήταν το πρόσωπο του κυρίαρχου μετόχου (*intuitus personae*). Ο κυρίαρχος μέτοχος μπορεί να είναι εξειδικευμένος επαγγελματίας του χώρου ο οποίος παρέχει πρόσθετο αίσθημα ασφάλειας στην ΕΚΕΣ ότι θα χαράξει ορθά την πολιτική της εταιρείας έτσι ώστε η τελευταία να κερδοφορήσει σύμφωνα με τις προβλέψεις της ΕΚΕΣ. Σε περίπτωση όμως μεταβίβασης της συμμετοχής του βασικού μετόχου, όχι μόνο θα μεταβληθούν οι συσχετισμοί, αλλά πολύ περισσότερο η ΕΚΕΣ θα βρεθεί εκτεθειμένη στον κίνδυνο της εισόδου ενός προσώπου που δεν θα είναι εκείνο στο οποίο αρχικά βάσισε την επενδυτική της απόφαση, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχει δυνατότητα ανεύρεσης άλλου προσώπου κατάλληλου για συνεργασία¹⁰³. Συμφυής είναι μια ιδιόμορφη ρήτρα που χρησιμοποιείται στις ΗΠΑ και χαρακτηρίζεται με τον όρο “Vesting”, κατά την οποία το ποσοστό συμμετοχής των ιδρυτών τίθεται σε συνάρτηση με τα χρόνια που θα παραμείνουν στην επιχείρηση. Μέσω αυτής της ρήτρας δηλαδή η ΕΚΕΣ επιθυμεί να εξασφαλίσει ότι οι ιδρυτές ή ο βασικός μέτοχος θα παραμείνουν πιστοί στο επιχειρηματικό σχέδιο και στις συμφωνίες που έχουν συνάψει τουλάχιστον για ένα προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα έως ότου επιτευχθούν κάποιοι βασικοί στόχοι. Στην περίπτωση κατά την οποία οι ιδρυτές ή ο βασικός μέτοχος δεν τηρήσουν τα συμφωνηθέντα, θα υποχρεωθούν να μεταβιβάσουν τις μετοχές τους στην ΕΚΕΣ σε εξαιρετικά χαμηλή ή και μηδενική τιμή¹⁰⁴.

Τέλος, παρατηρείται επίσης στις ΗΠΑ, μεγάλες εισηγμένες εταιρείες να χρησιμοποιούν την ως άνω ρήτρα ως αντίμετρο κατά επικείμενης εχθρικής εξαγοράς τους (*hostile takeover*) ακριβώς επειδή θέτει εμπόδιο στην είσοδο νέου ανεπιθύμητου επενδυτή στην προς εξαγορά επιχείρηση¹⁰⁵. Βέβαια αυτή η πρακτική αποτελεί δίκικοπο μαχαίρι, καθώς εάν η υπόθεση αχθεί ενώπιον δικαστηρίου και αυτό διαπιστώσει ότι η διοίκηση της υπό εξαγορά εταιρείας δεν μεταχειρίστηκε ισότιμα τις προτάσεις εξαγοράς με μοναδικό σκοπό την μεγαλύτερη επίτευξη κέρδους των μετόχων, μπορεί η συμφωνία διατήρησης του εταιρικού κεφαλαίου να κριθεί άκυρη, τα δε μέλη του διοικητικού συμβουλίου να θεωρηθούν υπεύθυνα¹⁰⁶.

¹⁰³ Bouillet-Cordonnier, *Pactes d'actionnaires et privileges statutaires*, EFF/Litec, Paris, 1992, 164-165

¹⁰⁴ Η.Ν. Τσαούσης, *Νεοφυείς Επιχειρήσεις και Venture Capitals*, Επιχείρηση, Οκτώβριος 2015, 892

¹⁰⁵ Enrique Santiago, *Developments in Banking Law: Don't Ask, Don't Waive Standstill Agreements*, 2012-2013, Boston University Publications <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/10/Santiago.pdf>

¹⁰⁶ Ίδιος

Αμερικανική Ρήτρα (American Clause)

Για συναφείς λόγους με τα ως άνω χρησιμοποιείται από τα μέρη και η λεγόμενη Αμερικανική ρήτρα η οποία προσομοιάζει με τον συνδυασμό παροχής δικαιώματος προτίμησης και ρήτρας αμοιβαίας εξόδου¹⁰⁷. Σκοπός της συνομολόγησης αυτής της ρήτρας δεν είναι η χρήση της οπωσδήποτε αλλά αντίθετα η αποτροπή των μερών να τη θέσουν σε εφαρμογή¹⁰⁸. Η Αμερικανική ρήτρα παρέχει ουσιαστικά σε δύο μέρη, χάριν ευκολίας σε δύο μετόχους όπου Α ο βασικός μέτοχος της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και Β η ΕΚΕΣ, δικαίωμα προτίμησης του καθενός να εξαγοράσει τη συμμετοχή του άλλου μέρους. Έτσι για παράδειγμα εάν ο Α αποφασίσει να μεταβιβάσει εν μέρει ή εν συνόλω τις μετοχές που κατέχει, οφείλει να το γνωστοποιήσει σε σύντομη προθεσμία στον Β προσφέροντας ταυτόχρονα τις μετοχές στον Β σε τιμή που προτείνει ο ίδιος. Ακολούθως, ο Β οφείλει να γνωστοποιήσει στον Α την πρόθεσή του να ασκήσει ή μη το δικαίωμα προτίμησης του, άλλως ο Α δεσμεύεται να εξαγοράσει ο ίδιος ή πρόσωπο της επιλογής του το σύνολο των μετοχών που κατέχει ο Β. Καταλαβαίνουμε λοιπόν πως η αποδοχή ή μη της πρότασης του Α χρήζει ιδιαίτερης περισυλλογής, καθώς σε περίπτωση άρνησης του, ο Β κινδυνεύει να εξαγοραστεί η συμμετοχή του και να εξέλθει της εταιρείας. Με τη συνομολόγηση αυτής της ρήτρας ορίζεται επιπλέον το κόστος της εξαγοράς των μετοχών του κάθε μέρους. Σε περίπτωση διαφωνίας εντούτοις, ο Β, στην περίπτωση μας, έχει το δικαίωμα να αναθέσει τον καθορισμό της αξίας των μετοχών του σε ορκωτό λογιστή, αξιολόγηση που θα δεσμεύει μετέπειτα τα μέρη. Τέλος, σε περίπτωση σοβαρής και επανειλημμένης διαφωνίας των μερών, ο καθένας από αυτούς θα δικαιούται να γνωστοποιήσει στο άλλο μέρος την προτεινόμενη από αυτόν τιμή της εξαγοράς. Ο αποδέκτης της πρότασης έχει δύο επιλογές ενώπιον του: 1. Να αποκτήσει τις μετοχές στην τιμή που προτείνει το ένα μέρος ή 2. Να πωλήσει τις δικές του μετοχές στον προτείνονται με την ίδια υψηλή τιμή που προτείνει την αγορά τους. Σε αυτή την περίπτωση η χρήση της αμερικανικής ρήτρας ανατρέπει τις ισορροπίες καθώς αποτρέπει τα μέρη να προσδώσουν υπερβολικά υψηλή αξία στις μετοχές που επιθυμούν να μεταβιβάσουν με τον κίνδυνο ότι σε περίπτωση άρνησης θα δεσμεύονται να εξαγοράσουν οι ίδιοι στην ίδια υψηλή τιμή τις μετοχές του λήπτη της αρχικής πρότασης.

¹⁰⁷ Διπλωματική εργασία της Χριστίνας Δ.Κούγια, Η χρηματοδοτική και εξασφαλιστική λειτουργία στα σύγχρονα μμορφώματα του Ν. 2367/1995 (Leasing, factoring, venture capital), Πέργαμος, 2004, σελ.26

¹⁰⁸ S.Prat, Les paces d'actionnaires relatifs au transfert des valeurs mobilières, Litec, Paris, 1991

Η συμμετοχή στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και ο έλεγχος της πορείας των εταιρικών υποθέσεων

Ο πλέον δραστικός τρόπος ελέγχου της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και εξασφάλισης των συμφερόντων της ΕΚΕΣ είναι μέσω της συμμετοχής της στο όργανο διοίκησης (provision of control) της πρώτης¹⁰⁹. Πράγματι, ο διορισμός κάποιου προσώπου που θα συμμετάσχει για λογαριασμό της ΕΚΕΣ στο διοικητικό συμβούλιο της κεφαλαιοδοτούμενης εταιρείας όχι μόνο εξασφαλίζει επίκαιρη και πλήρη πληροφόρηση της ΕΚΕΣ για τα εταιρικά δρώμενα αλλά της διασφαλίζει παράλληλα και δικαίωμα ψήφου σε όλες τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου. Με αυτόν τον τρόπο η ΕΚΕΣ δεν έχει μόνο θεωρητικά τη δυνατότητα ενημέρωσης για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων αλλά λαμβάνει ενεργό ρόλο στη διαμόρφωση της καθημερινής επιχειρηματικής δράσης της εταιρείας. Σκοπός της ΕΚΕΣ είναι η, μέσω της συμμετοχής στη διοίκηση, άμβλυνση του πληροφοριακού χάσματος μεταξύ εκείνης και της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Η συμμετοχή της ΕΚΕΣ στη διοίκηση της εταιρείας μπορεί να διαμορφωθεί καταστατικά με το δικαίωμα της ΕΚΕΣ ως μετόχου να διορίζει έως και τα 2/5 των μελών του διοικητικού συμβουλίου¹¹⁰. Από την άλλη είναι πιθανό η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών να μην επιθυμεί να συμμετάσχει στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας για δύο λόγους: πρώτον επειδή η συμμετοχή στο εταιρικό όργανο της διοίκησης απαιτεί πολύωρη συχνά ενασχόληση η οποία απαιτεί χρόνο και χρήμα, δεύτερον και κυρίως επειδή συμμετέχοντας στο ΔΣ της εταιρείας, ο διορισμένος εκπρόσωπος της ΕΚΕΣ είναι έκθετος τόσο σε αστική ευθύνη αποζημίωσης της εταιρείας (ίσως και τρίτων) όσο και σε ποινική ευθύνη ως διοικητής κεφαλαιουχικής εταιρείας. Πράγματι, η εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών ως μέλος του Δ.Σ. υπέχει εσωτερική ευθύνη έναντι της εταιρείας όπως και τα λοιπά μέλη του Δ.Σ.. Εκτός όμως από αυτή την ευθύνη, η ΕΚΕΣ, ως εκ της δραστηριότητάς της, υπέχει επιπροσθέτως και αυξημένη επαγγελματική ευθύνη τόσο έναντι της εταιρείας στο διοικητικό συμβούλιο της οποίας συμμετέχει όσο και έναντι τρίτων. Η ευθύνη της λοιπόν θεμελιώνεται όχι μόνο στο κλασικό διαχειριστικό πταίσμα των διοικητών αλλά και στην πλημμελή εκτίμηση των κινδύνων κατά την άσκηση των καθηκόντων της¹¹¹. Αντιθέτως, συμφωνείται επίσης σε

¹⁰⁹ G.Chemla, M.A. Habib, A.Ljungqvist, An Analysis of Shareholder Agreements, 2004, SSRN Papers

¹¹⁰ Άρθρο 79 παρ. 1 Ν.4548/2018

¹¹¹ Μούζουλας ό.α, σελ. 160

ορισμένες περιπτώσεις ως προαπαιτούμενο από την κεφαλαιοδοτούμενη εταιρεία, η λεγόμενη ρήτρα “hands off management” η οποία πρακτικά έχει την έννοια πως η ΕΚΕΣ δεν θα επιδιώξει να παρέμβει άμεσα ή έμμεσα στα εταιρικά όργανα της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και ότι ο έλεγχος της διοίκησης θα παραμείνει αποκλειστικά υπό την σφαίρα επιρροής της τελευταίας.

Για όλους αυτούς τους λόγους η ΕΚΕΣ ψάχνει για εναλλακτικές λύσεις οι οποίες θα της παρέχουν τη δυνατότητα ανάμειξης στα εταιρικά δρώμενα και λήψης της απαραίτητης πληροφόρησης αλλά παράλληλα δεν θα αυξήσουν ακόμα περισσότερο τον ήδη υψηλό κίνδυνο συμμετοχής της στην χρηματοδοτούμενη εταιρεία. Καταρχάς, η ΕΚΕΣ φροντίζει να συμφωνείται σε εξωεταιρική συμφωνία ιδιαίτερο δικαίωμα πληροφόρησής της όπου η χρηματοδοτούμενη εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση να ενημερώνει την ΕΚΕΣ για κάθε εταιρική μεταβολή που μπορεί να την ενδιαφέρει, άμεσα, γρήγορα και κάθε στιγμή, ακόμα και από μόνη της, χωρίς να της ζητηθεί. Αυτό το δικαίωμα πληροφόρησης της ΕΚΕΣ διαφέρει από το αντίστοιχο δικαίωμα που έχουν οι μέτοχοι στην Α.Ε. καθώς ούτε σε περιορισμούς επίτευξης πλειοψηφίας υπόκειται, ούτε επί συγκεκριμένων μόνο θεμάτων περιορίζεται όπως τα αντίστοιχα μετοχικά δικαιώματα μειοψηφίας¹¹². Άλλωστε μία τέτοια συμφωνία δεν θα μπορούσε εγκύρως να περιληφθεί στο καταστατικό της εταιρείας καθώς θα ερχόταν σε άμεση αντίθεση με την αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων. Επιπλέον τρόπος προστασίας των συμφερόντων της εταιρείας venture capital συνιστά η πρόβλεψη δικαιώματος συμβουλής της πριν από την υλοποίηση συγκεκριμένων πράξεων. Αυτό δεν σημαίνει βέβαια ότι τα εταιρικά όργανα της χρηματοδοτούμενης εταιρείας θα δεσμεύονται να ακολουθήσουν τη συμβουλή της ΕΚΕΣ κατά τη λήψη των αποφάσεών τους ούτε ότι αυτές θα πάσχουν από κάποιο ελάττωμα αν τις αγνοήσει. Η παροχή συμβουλής από την ΕΚΕΣ έχει μεγαλύτερη πρακτική σημασία ως μέσο πίεσης καθώς το όργανο της εταιρείας θα υποχρεούται εκ των πραγμάτων να αιτιολογεί τις αποφάσεις του και να επεξηγεί τη θέση του σε περίπτωση που δεν συμμορφωθεί με τη συμβουλή της ΕΚΕΣ¹¹³. Τέλος, λιγότερο δραστικός αλλά εξίσου συνηθισμένος τρόπος ελέγχου της πορείας των εταιρικών υποθέσεων είναι η παρέμβαση στη διαχείριση της εταιρείας στο πεδίο της εποπτείας της. Δύναται δηλαδή η ΕΚΕΣ να συμφωνήσει με την εταιρεία πως θα παρευρίσκεται πάντα ένα άτομο της ΕΚΕΣ και θα παρακολουθεί τις

¹¹² Άρθρο 141 παρ. 6,7 Ν.4548/2018

¹¹³ Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως μια μορφή comply or explain.

συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου αποκτώντας συνεπώς γνώση άμεσα για τις λαμβανόμενες στην εταιρεία αποφάσεις.

Συμφωνίες drag along και tag along

Συναφείς με τις παραπάνω, ως προς τη δέσμευση μεταβίβασης συμμετοχών, είναι οι ρήτρες drag along (δικαίωμα συμπαρασύρσεως) και tag along (δικαίωμα προσκόλλησης) ή co-sale agreements όπως ονομάζονται αλλιώς. Αν και στη θεωρία είναι γνωστές πολύ καιρό, πλέον στο δικαίό μας κατοχυρώθηκαν και νομοθετικά και μπορούν χωρίς καμία αμφιβολία να αποτελέσουν αντικείμενο καταστατικής ρύθμισης. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το σημείο γ' της παραγράφου 2 του άρθρου 43 (Ν.4548/2018) προβλέπεται ότι μπορεί να συμφωνηθεί όρος σύμφωνα με τον οποίον προκειμένου να εγκριθεί η μεταβίβαση μετοχών σε τρίτους, ο τρίτος υποχρεούται να αποκτήσει μετοχές και άλλων μετόχων που θα προσφερθούν με τους ίδιους όρους¹¹⁴ με τους οποίους εγκρίνεται η μεταβίβαση ή διαφορετικούς όρους εάν αυτό προβλέπεται στο καταστατικό με παράλληλο δικαίωμα των λοιπών μετόχων να μεταβιβάσουν και αυτοί στον τρίτο (tag along). Το δικαίωμα drag along από την άλλη, σύμφωνα με το σημείο δ' του προαναφερθέντος άρθρου, έχει τη σημασία ότι σε περίπτωση μεταβίβασης μετοχών σε τρίτο, ο τρίτος θα κατέχει σε αυτή την περίπτωση δικαίωμα να εξαγοράσει και τις λοιπές μετοχές των λοιπών μετόχων και αντίστοιχα οι λοιποί μέτοχοι θα υπέχουν την υποχρέωση να μεταβιβάσουν στον τρίτο τις μετοχές τους (drag along). Η συμφωνία tag along μπορεί να ιδωθεί στην πράξη ως ένα επιπρόσθετο δικαίωμα put option ενώ το drag along ως ένα επιπρόσθετο δικαίωμα call option.

Στην περίπτωση της εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών σημαντικό είναι να της παρασχεθεί ρητώς δικαίωμα tag along καθώς σε περίπτωση που μεταβιβάσει ο βασικός μέτοχος τη συμμετοχή του σε τρίτο, ενδεχομένως η ΕΚΕΣ να μην επιθυμεί να παραμείνει σε μια εταιρεία με διαφορετικά ελέγχοντα πρόσωπα. Με το δικαίωμα αυτό όμως περιορίζεται η ελευθερία του βασικού μετόχου να μεταβιβάσει, εκτός και αν ο τρίτος αποκτήσει και τις μετοχές της ΕΚΕΣ. Με αυτόν τον τρόπο και αν ο τρίτος εξαγοράσει και τις μετοχές της ΕΚΕΣ, επέρχεται έξοδος της από την χρηματοδοτούμενη εταιρεία.

¹¹⁴ Εκδήλωση της αρχής της ισότητας των μετόχων

Ενδέχεται να έχει συμφωνηθεί εκ των προτέρων και αποζημίωση της ΕΚΕΣ για πρόωρη λήξη της σχέσεως χρηματοδότησης.

Άλλες ρήτρες χρηματοδότησης που συναντά κανείς κατά τη διαμόρφωση των σχέσεων χρηματοδοτούσας και χρηματοδοτούμενης εταιρείας είναι η πολύ σημαντική στην πράξη ρήτρα εμπιστευτικότητας (NDA: Non-Disclosure Agreement), με την οποία τα μέρη δεσμεύονται να διατηρήσουν εμπιστευτικές όσες πληροφορίες αποκτά η μία για την άλλη κατά τη διάρκεια της συνεργασίας ή και μετέπειτα για ορισμένη χρονική διάρκεια, τα demand rights όπου τα μέρη συμφωνούν εκ των προτέρων σε ποιο χρονικό στάδιο ή με την πλήρωση ποίων προϋποθέσεων ακριβώς θα προχωρήσουν στην εισαγωγή της εταιρείας στην οργανωμένη αγορά, αλλά και τα συναφή δικαιώματα piggy-back τα οποία επιτρέπουν σε κάποιο μέτοχο να συμμετάσχει στη δημόσια προσφορά σε αναλογία με τη συμμετοχή του στην εταιρεία, δηλαδή να μην εξαγοραστεί η συμμετοχή του σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών¹¹⁵. Συχνή τέλος είναι και η ρήτρα διαιτησίας με την οποία τα μέρη υπάγουν την επίλυση των διαφορών τους σε διαιτητικό δικαστήριο¹¹⁶ αλλά και η ρήτρα μεσεγγύησης κινητών αξιών όπου τα μέρη συμφωνούν ένα άτομο ή πιστωτικό ίδρυμα κοινής τους εμπιστοσύνης να είναι υπεύθυνο για την φύλαξη των κινητών αξιών τους.

iii. Το πρόβλημα agency στις επενδύσεις μέσω venture capital

Στις κεφαλαιουχικές εταιρείες, όπου υπάρχει διάκριση μεταξύ του οικονομικού φορέα της επιχείρησης και της διοίκησης -ως συνέπεια της σωματειακής τους δομής- σχηματίζεται σχέση αντιπροσώπου (agent) και αντιπροσωπευόμενου (principal) όπου αντιπρόσωπος είναι το πρόσωπο ή τα πρόσωπα που ασκούν τη διοίκηση ενώ αντιπροσωπευόμενος είναι οι μέτοχοι-έμμεσοι ιδιοκτήτες της εταιρείας για λογαριασμό των οποίων δρα ο αντιπρόσωπος. Στη χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών η σχέση αυτή σχηματίζεται μεταξύ του επιχειρηματία-ιδρυτή επιχείρησης (agent) και της εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (principal). Υπό υγιείς συνθήκες, από την στιγμή που ο επιχειρηματίας της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και η εταιρεία

¹¹⁵G.Chemla, M.A. Habib, A.Ljungqvist, An Analysis of Shareholder Agreements, in fine, 2004, SSRN Papers

¹¹⁶ Ρητά επιτρέπεται πλέον και υπό το νέο νόμο για τις ΑΕ, κατ'άρθρον 3 παρ.2 (Ν.4548/2018)

κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών έχουν συμφωνήσει και προχωράνε τη συνεργασία τους, οφείλουν να συνεργάζονται σε πνεύμα καλής πίστης και να καταβάλουν αμοιβαίες προσπάθειες με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία της επιχείρησης και τη μεγιστοποίηση των κερδών τους, εκμεταλλευόμενος έκαστος τα συγκριτικά του πλεονεκτήματα¹¹⁷. Επειδή ωστόσο το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι συμφυές με το εγχείρημα της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, η ΕΚΕΣ πολλές φορές αναπτύσσει καχυποψία απέναντι στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία σχετικά με τον τρόπο που αυτή ασκεί τη διοίκηση. Αληθεύει δε το γεγονός πως ο ιδρυτής της χρηματοδοτούμενης εταιρείας είναι σε θέση να γνωρίζει πληρέστερα την οικονομική και νομική κατάσταση της εταιρείας, τις προοπτικές του προϊόντος ή υπηρεσίας που προωθεί, εσωτερικές πληροφορίες που ενδεχομένως να μην επιθυμεί να αποκαλύψει ακόμα, με συνέπεια να δημιουργείται πληροφοριακό χάσμα μεταξύ αυτού ως agent και της ΕΚΕΣ ως principal. Ως εκ τούτου είναι λογικό η ΕΚΕΣ με τη σειρά της να διακατέχεται από αμφιβολίες αν πράγματι η διοίκηση ασκείται με γνώμονα τη μεγιστοποίηση του κέρδους όλων των μετόχων, να βρίσκεται σε επαγρύπνηση και να προβαίνει σε ολοένα και αυξανόμενο έλεγχο της διοίκησης της εταιρείας αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο το κόστος της χρηματοδότησης (agency cost). Σε αυτό το σημείο τα μέρη αρχίζουν και δρουν εγωιστικά και είναι πολύ πιθανό να δημιουργηθεί σύγκρουση συμφερόντων¹¹⁸. Η τελευταία δημιουργείται συχνά στην πράξη και όταν οι εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών αλλάζουν τους υφιστάμενους διοικητές της εταιρείας και στη θέση τους τοποθετούν δικά τους πρόσωπα προς αναμόρφωση του σώματος διοίκησης. Η τακτική αυτή όμως δημιουργεί ήδη εκ προοιμίου καχυποψία και αίσθημα δυσπιστίας στον επιχειρηματία.

Προς άμβλυνση του δημιουργούμενου προβλήματος agency η ΕΚΕΣ δύναται να λάβει τόσο προληπτικά όσο και κατασταλτικά μέτρα αφού μια επένδυση τέτοιου βεληνεκούς χρήζει ιδιαίτερης προσοχής από πλευράς της. Προληπτικά καταρχάς, η ΕΚΕΣ οφείλει να διενεργήσει εντατικό και ενδελεχή νομικοοικονομικό έλεγχο στην υποψήφια προς χρηματοδότηση εταιρεία αλλά και έλεγχο προέλευσης (background check) των ιδρυτών

¹¹⁷D.M Cable and S. Shane, Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalists Relationships, Academy of Management review, pg. 142-150,1997

¹¹⁸ Marjan Petreski, The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses,2006, SSRN Papers

του στο βαθμό που αυτό είναι δυνατό¹¹⁹. Αυτό το στάδιο είναι υψίστης σημασίας καθώς ήδη σύμφωνα με μελέτες το μεγαλύτερο ποσοστό των υποψήφιων εταιρειών απορρίπτονται ως αποτέλεσμα αυτού του ελέγχου. Δεύτερον, όπως εκτέθηκε παραπάνω, αυτόν ακριβώς τον κίνδυνο, της ασυμμετρίας πληροφόρησης, προσπαθεί να αποτρέψει η ΕΚΕΣ μέσω της συμμετοχής της στη διοίκηση της εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο η ΕΚΕΣ ενημερώνεται στην στιγμή για τις σημαντικές αποφάσεις που λαμβάνονται στο διοικητικό συμβούλιο της χρηματοδοτούμενης, έχοντας έτσι άμεσο τρόπο να αντιδράσει εάν χρειαστεί. Επιπροσθέτως, συνήθης πρακτική των εταιρειών venture capital είναι η χρηματοδότηση της εταιρείας στην οποία μετέχουν κατά στάδια, με το σκεπτικό ότι κατά αυτόν τον τρόπο θα είναι ικανές να παρακολουθούν καλύτερα τη δράση της και να διαθέτουν ως εκ τούτου ένα πλεονέκτημα, ως μέσο πίεσης, για την περαιτέρω χρηματοδότησή τους στο μέλλον. Έτσι, εάν η ΕΚΕΣ διαπιστώσει ότι ο επιχειρηματίας της αποκρύπτει καταστάσεις ή πληροφορίες, έχει την ευχέρεια αφενός να διαπραγματευτεί εκ νέου τους όρους χρηματοδότησης, αφού με κάθε εκταμίευση δόσης θα συνάπτεται και χωριστό συμφωνητικό, αφετέρου να αποχωρήσει από το εγχείρημα στο στάδιο στο οποίο βρίσκεται, πράγμα που μπορεί να καταλήξει καταλυτικής σημασίας για την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, αφού αν διαρρεύσει η φήμη ότι ένας venture capitalist εγκατέλειψε μια start up, οι λοιποί επενδυτές είναι πολύ πιθανό να αποστασιοποιηθούν από τη συγκεκριμένη εταιρεία.

Καταλαβαίνει κανείς λοιπόν πως ένα τόσο εύθραυστο και μακροπρόθεσμο σχέδιο ανέλιξης μιας καινοτόμου εταιρείας απαιτεί το ελάχιστο την έντιμη και καλόπιστη συνεργασία των μερών όπου καθένα από αυτά μπορεί να εμπιστευτεί το συνέταιρό του ανά πάσα στιγμή.

iv. Ειδικότερα ζητήματα

Είναι σύνηθες στην πράξη, όταν ένα επενδυτικό project έχει μεγάλο κόστος το οποίο δεν μπορεί να δανειοδοτήσει από μόνη της μία τράπεζα, περισσότερες τράπεζες να συνασπίζονται έτσι ώστε να συγχρηματοδοτήσουν το εγχείρημα από κοινού, δημιουργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο μία κοινοπραξία συμφερόντων. Η κοινοπραξία

¹¹⁹ Vijay Mehta, University of Pennsylvania, Principal-Agent issues in Private Equity and Venture Capital, 2004, Wharton Research Scholars, pg. 6

αποτελεί μη προβλεπόμενη από το νόμο, αλλά γνωστή στη συναλλακτική πρακτική ένωση φυσικών ή νομικών προσώπων για την ανάπτυξη εμπορικής δραστηριότητας. Η κοινοπραξία δεν αποκτά νομική προσωπικότητα, υποκείμενα δε της ουσιαστικής έννομης σχέσης είναι τα μέλη της¹²⁰.

Σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας Τραπεζών (Ν.4224/2013) όπως τροποποιήθηκε και ισχύει, επιτρέπεται ρητά σε τράπεζες ή και θυγατρικές της να συμμετέχουν στο κεφάλαιο επιχειρήσεων. Έτσι, και στην περίπτωση των εταιρειών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι πιθανόν μία τράπεζα από μόνη της να μην δύναται να καλύψει το επενδυτικό κόστος ή να μην επιθυμεί να αναλάβει εξολοκλήρου τον επενδυτικό κίνδυνο, αλλά στο χρηματοδοτικό εγχείρημα να συμμετέχουν περισσότερες τράπεζες, οι οποίες εκταμιεύουν χωριστά η κάθε μία το δικό της κομμάτι χρηματοδότησης. Στην περίπτωση αυτή η κάθε τράπεζα δρα χωριστά και αυτόνομα, χωρίς να δεσμεύεται από την επενδυτική συμπεριφορά των άλλων τραπεζών. Λειτουργούν δηλαδή οι τράπεζες ωσει ομόρρυθμοι εταίροι όπου κάθε τράπεζα έχει ατομική εξουσία εκπροσώπησης χωρίς να δεσμεύεται από τυχόν εναντίωση των άλλων τραπεζών.

Στην περίπτωση λοιπόν της συμμετοχής στο κεφάλαιο μιας νεοπαγούς επιχείρησης από περισσότερες τράπεζες τίθεται το ερώτημα αν οι τράπεζες μπορούν νομίμως να ανταλλάσσουν πληροφορίες μεταξύ τους σχετικά με τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή αν αντίθετα οφείλουν να εφαρμόσουν αυστηρή πολιτική «Σινικών Τειχών» («Chinese Walls») όπου η πληροφορία δεν θα πρέπει να διοχετεύεται από τη μία τράπεζα στις άλλες. Το ζήτημα αυτό ανακύπτει κυρίως επειδή συνήθως η χρηματοδοτούμενη εταιρεία είναι πελάτης της μίας τράπεζας εκ των περισσοτέρων, η οποία επειδή ακριβώς γνωρίζει τον πελάτη της, (αρχή know your client) γνωρίζει λεπτομερείς πληροφορίες για τη δραστηριότητά του, την οικονομική του κατάσταση και ενδεχομένως τα νομικά του προβλήματα. Στις περιπτώσεις αυτές γίνεται δεκτό πώς οι περισσότερες τράπεζες οι οποίες συμμετέχουν στο κεφάλαιο της επιχείρησης ως venture capitalists, οφείλουν να αποτρέπουν τη διαρροή εμπορικά ευαίσθητων πληροφοριών είτε άμεσα είτε έμμεσα, μέσω του προσωπικού, στελεχών ή τρίτων προσώπων. Εναπόκειται εντούτοις στην κάθε τράπεζα να θεσπίσει αποτελεσματική και ουσιαστική πολιτική σύγκρουσης

¹²⁰ Ολ. ΑΠ 22/1998, nomos και Ολ. ΣτΕ 1934/1998, nomos

συμφερόντων¹²¹ και «Σινικών Τειχών» μέσω των οποίων περιορίζεται στο απαραίτητως αναγκαίο η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των τραπεζών, αποφεύγονται οι περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων, εσωτερικών συναλλαγών και χειραγώγησης της αγοράς και προστατεύονται τα συμφέροντα του πελάτη-χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

Ένα επιπλέον ακανθώδες ζήτημα που μπορεί να προκύψει κατά τη συμμετοχή μιας τράπεζας στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης είναι εάν η τράπεζα μπορεί να θεωρηθεί ως εν τοις πράγμασι διοικητής (shadow director) της εταιρείας στην οποία συμμετέχει και ενδεχομένως να υπέχει ευθύνη με βάση το άρθρο 98 του Πτωχευτικού Κώδικα (εφεξής Πτωχ.Κωδ.) για πρόκληση ή παρέλκυση πτώχευσης σε περίπτωση που η χρηματοδοτούμενη εταιρεία περιέλθει σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Καταρχήν, εν τοις πράγμασι διοικητής είναι εκείνος ο οποίος αναλαμβάνει καθήκοντα πραγματικού διοικητή αν και δεν έχει οριστεί νομίμως ως τέτοιος και επηρεάζει ουσιωδώς τη λήψη αποφάσεων και το εταιρικό γίνεσθαι. Οφείλει επιπλέον να τονιστεί ότι η ύπαρξη ενός εν τοις πράγμασι διοικητή συνιστά μια ανωμαλία στη λειτουργία της εταιρείας και όχι τον κανόνα, και ως εξαίρεση θα πρέπει να τυγχάνει στενής εφαρμογής. Μπορούμε εν προκειμένω να διακρίνουμε δύο εκδοχές : η τράπεζα η οποία μετέχει στο κεφάλαιο επιχείρησης συνήθως ορίζει μέλος της Διοίκησης στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία προκειμένου να ελέγχει την πορεία της χρηματοδότησης και να πληροφορεί την τράπεζα σχετικά με την επένδυσή της, οπότε στην περίπτωση αυτή το μέλος Δ.Σ. είναι φανερό ότι μπορεί να υπέχει ευθύνη με βάση το άρθρο 98 Πτωχ.Κωδ. εφόσον θεμελιώνεται το πραγματικό της διάταξης αυτής αλλά και με βάση τους κοινούς κανόνες εταιρικού δικαίου. Μόνο όμως το γεγονός του διορισμού δεν καθιστά την τράπεζα shadow director, ούτε υπέχει η τράπεζα κάποιο ιδιαίτερο καθήκον επιμέλειας και εποπτείας του ατόμου που ορίζει ως μέλος του Δ.Σ. στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία¹²². Κατά το δεύτερο σενάριο όμως όπου η τράπεζα δεν εμφανίζεται προς τα έξω ως διοικητής, αλλά κινεί τα νήματα ως de facto διαχειριστής της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, προκαλώντας ενδεχομένως υπέρογκες υποχρεώσεις και βάρη στην εταιρεία, αντιλαμβάνεται κανείς την ανάγκη προστασίας των τρίτων συναλασσομένων οι οποίοι δίνουν πίστη στη δράση της φαινόμενης εταιρείας, ενώ στην πραγματικότητα μπορεί την πραγματική διοίκηση να ασκεί η τράπεζα. Στην ανωτέρω προβληματική δεν θα πρέπει να σπεύσουμε να

¹²¹ Βλ. ενδεικτικά την Πολιτική Συγκρούσεως Συμφερόντων της Τράπεζας Πειραιώς

¹²² E.Ferran ,L.C.Ho, Principles of Corporate Finance Law, Oxford , Second Edition, 2014, pg. 344-345

απαντήσουμε θετικά καθώς οφείλει να ληφθεί υπόψιν ο συγκεκριμένος σκοπός και η φύση της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Όταν λοιπόν μία τράπεζα μετέχει στο κεφάλαιο επιχείρησης ως venture capitalist, σκοπός της είναι παράλληλα με την εκταμίευση της χρηματοδότησης, να μεταφέρει τις εξειδικευμένες γνώσεις της και να συμβάλλει στην εν γένει κερδοφορία της επιχείρησης καθώς αυτό το αποτέλεσμα επιδιώκει προκειμένου να αυξήσει τα κέρδη της, αποκομίζοντας την υπεραξία από τη μελλοντική πώληση των μετοχών της. Εντούτοις, όπως κάθε επένδυση, έτσι ιδίως και η χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών εμπεριέχει το ρίσκο της αποτυχίας, συμπεριλαμβανομένης και της χρεωκοπίας της επιχείρησης. Το ρίσκο αυτό είναι συμφυές με τη φύση της χρηματοδότησης μέσω venture capital funds και ως εκ τούτου δεν θα πρέπει να κρίνονται όλες οι αποτυχημένες προσπάθειες χρηματοδότησης a priori υπαίτιες έτσι ώστε να οδηγούν στην εφαρμογή του άρθρου 98 του Πτωχ.Κωδ. και να καθιστούν την τράπεζα υπεύθυνη προς αποζημίωση. Εξάλλου, η τράπεζα συμμετέχοντας στο κεφάλαιο της επιχείρησης δεν αποσκοπεί στον έλεγχο της εταιρείας, ούτε στην τελική απόκτηση του συνόλου των μετοχών της, αλλά στη μεγιστοποίηση της απόδοσης των συμμετοχών της με την ωρίμανση της επιχείρησης. Μόνο στην περίπτωση κατά την οποία αποδεικνύεται συγκεκριμένο και επαναλαμβανόμενο μοτίβο επηρεασμού της δράσης των πραγματικών διοικητών από τον εν τοις πράγμασι διοικητή, μπορεί η τράπεζα να θεωρηθεί υπεύθυνη για την χάραξη της πορείας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Συμπερασματικά, κατά την άποψη της γράφουσας, δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ότι η τράπεζα υπέχει εξορισμού ευθύνη με βάση το άρθρο 98 του Πτωχ.Κωδ. αλλά κάθε περίπτωση οφείλει να εξετάζεται στενά και ad hoc σύμφωνα με τις ιδιαίτερες περιστάσεις που περιβάλλουν την υπόθεση αλλά και με γνώμονα τα κριτήρια που επιβάλλει το business judgmental rule και η καλή πίστη.

Τέλος, ένα ενδιαφέρον ζήτημα σχετικά με την από κοινού χρηματοδότηση από τράπεζες ανακύπτει στην περίπτωση κατά την οποία περισσότερες τράπεζες αποκτούν από κοινού ποσοστό πάνω του 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία, οπότε και τίθεται το ερώτημα εάν είναι υποχρεωμένες να υποβάλουν δημόσια πρόταση εξαγοράς των λοιπών μετοχών. Ερωτάται δηλαδή εάν μπορεί να θεωρηθεί ότι οι περισσότερες τράπεζες δρουν ή όχι συντονισμένα (acting in concert) προκειμένου να

στοιχειοθετηθεί υποχρέωση δημόσιας πρότασης εξαγοράς¹²³. Σύμφωνα με το άρθρο 2 στοιχείο 3 του Νόμου 3461/2006 ως πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα και των οποίων τα ποσοστά ψήφου συνυπολογίζονται προκειμένου να στοιχειοθετηθεί υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης εξαγοράς είναι *τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που συνεργάζονται με τον προτείναντα βάσει ρητής ή σιωπηρής, προφορικής ή γραπτής συμφωνίας, η οποία έχει ως σκοπό την απόκτηση του ελέγχου της υπό εξαγοράς εταιρείας*¹²⁴. Από τον ως άνω ορισμό αντιλαμβάνεται κανείς ότι συστατικά στοιχεία της συντονισμένης δράσης είναι η πρότον η ύπαρξη συμφωνίας, δεύτερον η συνεργασία και τρίτον ο σκοπός ελέγχου της υπό εξαγορά εταιρείας ο οποίος να παρουσιάζει επιπροσθέτως έναν διαρκή και σταθερό χαρακτήρα. Ο όρος acting in concert χρησιμοποιείται δηλαδή ακριβώς για την περιγραφή της συντονισμένης δράσης ή των συνδυασμένων ενεργειών περισσότερων προσώπων, τα οποία εξ'αυτού του λόγου αντιμετωπίζονται από το νομοθέτη ως ενιαίο πρόσωπο¹²⁵.

Σύμφωνα με πάγια θεωρία αλλά και με βάση την από Νοεμβρίου 2013 έκθεση των Ειδημόνων για το Εμπορικό Δίκαιο (Company Law Experts)¹²⁶, δεν στοιχειοθετείται το πραγματικό της έννοιας acting in concert όταν οι επενδύτριες τράπεζες συντονίζονται με αποκλειστικό σκοπό τη διασφάλιση των επενδύσεών τους στην επιχείρηση στην οποία έχουν εναποθέσει τα κεφάλαιά τους και δεν επιδιώκουν την απόκτηση ελέγχου αυτής. Πράγματι, σκοπός των τραπεζών οι οποίες συγχρηματοδοτούν μια νεοσύστατη επιχείρηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι όπως προειπώθηκε αφενός ο επιμερισμός του κινδύνου της επένδυσης, καθώς κάθε μία τράπεζα θα προσφέρει ένα κομμάτι μόνο της όλης χρηματοδοτικής συνδρομής, αφετέρου η ανάπτυξη της επιχείρησης έτσι ώστε η τελευταία να τους αποφέρει το επιθυμητό κέρδος. Η συμμετοχή των τραπεζών δηλαδή στο κεφάλαιο της επιχείρησης έχει παροδικό χαρακτήρα, ο οποίος εξικνείται μέχρι του χρονικού σημείου κατά το οποίο η τιμή της μετοχής της χρηματοδοτούμενης εταιρείας θα φτάσει το επιθυμητό σημείο έτσι ώστε να μεταπωληθεί με το μέγιστο δυνατό κέρδος για την τράπεζα. Αντιθέτως, σκοπός των τραπεζών δεν είναι

¹²³ Α. Μικρουλέα, Ζητήματα δικαίου κεφαλαιαγοράς και ανταγωνισμού από τη συμμετοχή των τραπεζών στο μετοχικό κεφάλαιο, Γνωμοδότηση σε Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου Τεύχος Α', 2017,214

¹²⁴ Β. Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, Σάκκουλας, σελ.243

¹²⁵ Α. Μικρουλέα, Ζητήματα δικαίου κεφαλαιαγοράς και ανταγωνισμού από τη συμμετοχή των τραπεζών στο μετοχικό κεφάλαιο, Γνωμοδότηση σε Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου Τεύχος Α', 2017,214

¹²⁶ Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive, Paper No 5/2014, <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>.

η εσαεί δέσμευση των κεφαλαίων τους στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία, ούτε η απόκτηση ελέγχου αυτής με απώτερο σκοπό την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της. Το επιχείρημα αυτό επιρρωνύεται ακόμα περισσότερο από την επενδυτική πρακτική των venture capital funds τα οποία χρηματοδοτούν για διάστημα συνήθως 5-7 ετών ενώ έπειτα προβαίνουν σε ρευστοποίηση της συμμετοχής τους στην οργανωμένη αγορά. Επομένως με βάση τα παραπάνω μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι ελλείπει το στοιχείο του σκοπού ελέγχου της επιχείρησης και συνεπώς δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί υποχρέωση των τραπεζών προς υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας. Το συμπέρασμα αυτό είναι εύλογο, καθώς οι επενδυτές θα αποθαρρύνονταν να εναποθέσουν τα κεφάλαιά τους σε μια επιχείρηση στην οποία θα είχαν το φόβο ότι εάν ξεπεράσουν το ποσοστό του 33,3% θα ήταν υποχρεωμένοι να την εξαγοράσουν ολόκληρη.

E. Αποεπένδυση-Exit Strategy

Καθοριστικός παράγοντας για να την πραγματοποιήσει επενδύσεων μέσω κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ο χρονικός ορίζοντας που μεσολαβεί από την παροχή του κεφαλαίου έως του χρονικού σημείου που αυτό μπορεί να «εξαργυρωθεί» καθώς μέσα σε αυτό το διάστημα της επένδυσης, που συνήθως κυμαίνεται από 5 έως 7 χρόνια, το επενδεδυμένο κεφάλαιο παραμένει δεσμευμένο, παρουσιάζοντας ως εκ τούτου μειωμένη ρευστότητα (illiquidity)¹²⁷. Καθώς και η ΕΚΕΣ με τη σειρά της είναι δεσμευμένη έναντι των δικών της μετόχων να τους αποφέρει κέρδη, η στρατηγική εξόδου απαιτεί λεπτομερή και προσεκτικό σχεδιασμό, ο οποίος πραγματοποιείται πολλές φορές με τη συμβουλή κάποιου πιστωτικού ιδρύματος¹²⁸ την στιγμή που η εταιρεία πλέον σταματά να παράγει κέρδη με γεωμετρικούς ρυθμούς, προκειμένου αφενός η ΕΚΕΣ να μην έχει σημαντικές απώλειες από την έξοδο αφετέρου η έξοδος της να μην έχει αρνητικό αντίκτυπο στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση.

Οι ΕΚΕΣ βασίζομενες στην τυπική λογική επενδυτή, αναμένουν κέρδη από δύο κυρίως πηγές: πρώτον μέσω των μερισμάτων ή και τόκων που αποκομίζουν από τις συμμετοχές τους ή τις ομολογίες τους, κέρδη που αποδίδουν ακόμα περισσότερο στην περίπτωση των

¹²⁷ Δ. Βασιλείου, Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», σε ΔΕΕΤ,1995

¹²⁸ Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, 2011, SSRN Papers

προνομιούχων μετοχών. Δεύτερον και κυρίως, αναμένουν κεφαλαιακά κέρδη (capital gains) από τη ρευστοποίηση της συμμετοχής τους κατά την έξοδό τους από την επένδυση. Οι αποδόσεις αυτές θα είναι συνήθως αρκούντως υψηλές, σε αντιστοιχία με τον κίνδυνο που έχει αναληφθεί¹²⁹.

Ο πλέον παραδοσιακός και κερδοφόρος τρόπος αποδέσμευσης του κεφαλαίου (liquidity event) συντελείται με την εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην οργανωμένη αγορά μέσω αρχικής δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών (IPO-Initial Public Offering). Η πώληση των μετοχών στο χρηματιστήριο συντελείται την στιγμή κατά την οποία οι μετοχές της εταιρείας έχουν φτάσει σε σημείο αιχμής και η επιχείρηση κρίνεται αρκετά ώριμη για την εισαγωγή των τίτλων της στην πρωτογενή αγορά. Έχει παρατηρηθεί βέβαια στην πράξη οι ΕΚΕΣ να προτιμούν να εισάγουν τις μετοχές της εταιρείας σε παράλληλη αγορά (over the counter market) όπου οι προϋποθέσεις εισαγωγής είναι πιο χαλαρές¹³⁰.

Εναλλακτικός τρόπος πώλησης της συμμετοχής της ΕΚΕΣ εκτός οργανωμένης αγοράς, είναι μέσω της εξαγοράς από άλλη μεγαλύτερη εταιρεία στρατηγικών επενδύσεων (acquisition) η οποία αποβλέπει πιθανότητα περαιτέρω κερδοφορίας ή και επέκτασης της δραστηριότητάς της επιχείρησης. Το όφελος από μια τέτοια εξαγορά είναι διττό: αφενός η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση διατηρεί την ανωνυμία της αφού παραμένει εκτός της δημοσιότητας της χρηματιστηριακής αγοράς, αφετέρου είναι περισσότερο ελκυστικό και δη προτιμητέο για την εξαγοράζουσα εταιρεία να παραλάβει μια ώριμη και δοκιμασμένη επιχείρηση, με εξειδικευμένο ήδη προσωπικό και υπάρχουσα κερδοφορία, παρά να δημιουργήσει μια επιχείρηση από το μηδέν. Σε αυτήν την περίπτωση συνήθως μεταβιβάζεται το 100% των συμμετοχών της εταιρείας, δηλαδή εξέρχεται τόσο η ΕΚΕΣ, όσο και οι αρχικοί ιδρυτές και την εταιρεία αναλαμβάνει εξολοκλήρου η εξαγοράζουσα εταιρεία¹³¹.

Επιπροσθέτως συχνά ο επιχειρηματίας και ιδρυτής, ο οποίος πλέον έχει αποκομίσει όλα τα οφέλη της χρηματοδότης μέσω venture capital, επιθυμεί να εξαγοράσει ο ίδιος τη συμμετοχή της εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών έτσι ώστε να

¹²⁹ Μούζουλας ό.α., σελ. 17

¹³⁰ Δ. Βασιλείου, Ειδικό αφιέρωμα venture capital, «Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου», σε ΔΕΕΤ,1995

¹³¹ O. Bayar and T. J. Chemmanur, IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists, 2010, SSRN Papers

επαναλειτουργήσει ο ίδιος μόνος την επιχείρησή του. Βέβαια αυτός ο τρόπος εξόδου ίσως να μην είναι ο πλέον κερδοφόρος για την ΕΚΕΣ, η οποία όπως προειπώθηκε επιθυμεί την επίτευξη υπερδιπλάσιου κέρδους από την ρευστοποίηση της επένδυσής της, ποσό που ο επιχειρηματίας μπορεί να μην είναι σε θέση να καλύψει.

Τέλος, είναι δυνατόν η επένδυση της εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών να μην εξελίχθηκε όπως σχεδιάστηκε αρχικά και να χρειαστεί να εξέλθει της επένδυσής της με ολική ή μερική διαγραφή. Ολική διαγραφή συντελείται στην περίπτωση που η επιχείρηση χρεωκοπήσει και η επένδυση της ΕΚΕΣ δεν μπορεί να αποδώσει τίποτα. Μερική διαγραφή από την άλλη υφίσταται στην περίπτωση εκείνη κατά την οποία λόγω χαμηλής απόδοσης της επένδυσης η ΕΚΕΣ αποφασίζει να μη συνεχίσει την οικονομική υποστήριξη της εταιρείας και διατηρεί παράλληλα τη συμμετοχή της. Ο επενδυτής δηλαδή σε αυτή την περίπτωση εξέρχεται της χρηματοδότησης δίχως τη μεταβίβαση των τίτλων που κατέχει και συνεπώς χωρίς αντάλλαγμα.

III : ΤΟ VENTURE CAPITAL ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

A. Εισαγωγή: Τα επιχειρηματικά κεφάλαια ως κοινοτικός στόχος και η προσπάθεια ενιαίας ρύθμισης των συλλογικών επενδυτικών σχημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Με δεδομένο αφενός ότι οι επενδύσεις στην Ευρώπη εξακολουθούν να εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τα πιστωτικά ιδρύματα, αφετέρου δε ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις προϋποθέσεις χρηματοδότησης επιχειρήσεων μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (εφεξής Ε.Ε.) αλλά και λαμβανομένου υπόψιν ότι πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις εξακολουθούν να διαθέτουν περιορισμένη πρόσβαση σε λιγότερο κοστοβόρες νέες μορφές χρηματοδότησης, η ενιαία ρύθμιση και τόνωση της λεγόμενης Ενιαίας Αγοράς Κεφαλαίου (Capital Markets Union) εντός της Ένωσης παραμένει πρωταρχικός στόχος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τουλάχιστον μέχρι και το 2020¹³².

Συγκεκριμένα, η ένωση των κεφαλαιαγορών συνιστά μια πρωτοβουλία της Ε.Ε. η οποία στοχεύει στην εμβάθυνση και περαιτέρω ενοποίηση των κεφαλαιαγορών των 28 κρατών

¹³² https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en

μελών της Ε.Ε. ενώ παράλληλα έχει ως στόχο να προσφέρει νέες πηγές χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις, ιδίως τις μικρομεσαίες, καθώς και να μειώσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Φυσικά απώτερος σκοπός αυτής της δράσης είναι η μεγιστοποίηση των επενδύσεων στον ευρωπαϊκό χώρο και η τόνωση της κυκλοφορίας κεφαλαίου εντός της Ε.Ε..

Στο πλαίσιο συνεπώς της δημιουργίας μιας αγοράς χωρίς σύνορα, αλλά και στο πλαίσιο της ενίσχυσης της καινοτόμου δράσης και ανάπτυξης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, εντάσσεται και η προσπάθεια ενιαίας και αποτελεσματικής ρύθμισης των εναλλακτικών επενδυτικών σχημάτων μεταξύ των οποίων ευρίσκεται και το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών το οποίο εξετάζεται στην παρούσα μελέτη. Οι Ενωσιακές πράξεις που θα εκτεθούν παρακάτω εστιάζουν κυρίως στη παρουσίαση των προϋποθέσεων αδειοδότησης και λειτουργίας των Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (εφεξής ΔΟΕΕ) με ιδιαίτερη έμφαση στις σημαντικότερες κατ'ιδίαν ρυθμίσεις που ισχύουν για τα venture capitals αλλά και άλλα συγγενή μορφώματα εναλλακτικής χρηματοδότησης ιδίως κοινωνικού κεφαλαίου.

Β. Οι Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ) της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ

Από το 2003 η Ένωση επιχειρεί να ρυθμίσει με διάφορες κατά καιρούς πράξεις τη λειτουργία των Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (εφεξής ΔΟΕΕ), με καταληκτική και ισχύουσα σήμερα την Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου την οποία τα κράτη μέλη καλούνταν να ενσωματώσουν μέχρι και τον Ιούλιο του 2013. Στη χώρα μας η εν λόγω Οδηγία ενσωματώθηκε με το Νόμο 4209/2013 ο οποίος ισχύει έως σήμερα. Η στοιχειώδης αναφορά στην παρούσα μελέτη στους ΔΟΕΕ κρίνεται απαραίτητη προκειμένου να εκτεθεί πληρέστερα το γενικό πλαίσιο των Διαχειριστών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Εταιρείας Venture Capital (EuVECA) που εξετάζεται στο παρόν κεφάλαιο.

Συνοπτικά, η ως άνω Οδηγία αποβλέπει στην εισαγωγή προϋποθέσεων αδειοδότησης των ΔΟΕΕ και προϋποθέσεων υπό τις οποίες οι ΔΟΕΕ μπορούν να προωθούν εμπορικά τις συμμετοχές των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (εφεξής ΟΕΕ) που διαχειρίζονται σε επενδυτές εντός της Ένωσης. Από την άλλη, η Οδηγία δεν αποσκοπεί

στη ρύθμιση της λειτουργίας αυτής καθαυτής των ΟΕΕ, ούτε της επενδυτικής πολιτικής τους και ως εκ τούτου οι οργανισμοί αυτοί υπόκεινται σε εθνική ρύθμιση και εποπτεία.

Εκκινώντας, ένας ΟΕΕ, αποτελεί οργανισμό συλλογικών επενδύσεων ο οποίος συγκεντρώνει κεφάλαια από σειρά επαγγελματιών κατεξοχήν επενδυτών με σκοπό την επένδυσή τους σύμφωνα με καθορισμένη επενδυτική πολιτική προς όφελος των εν λόγω επενδυτών και δεν αδειοδοτείται βάσει της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ σχετικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ). Το τελευταίο αυτό συμβαίνει ακριβώς επειδή οι ΟΣΕΚΑ συγκεντρώνουν κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό χωρίς να απευθύνονται μόνο σε επαγγελματίες και επιλέξιμους επενδυτές, για αυτό το λόγο και η ανάγκη προστασίας τους -μέσω της αδειοδότησης και εποπτείας των ΟΣΕΚΑ- είναι πιο έντονη σε αυτή την περίπτωση.

Οι ΟΕΕ λοιπόν αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης από Διαχειριστή (ΔΟΕΕ) ο οποίος μπορεί να είναι είτε εξωτερικός είτε εσωτερικός. Στην περίπτωση της εξωτερικής διαχείρισης, ένα εξωτερικό νομικό πρόσωπο (που έχει συνήθως τη μορφή της Α.Ε.) έχει διορισθεί Διαχειριστής του ΟΕΕ ενώ στην εσωτερική διαχείριση, αυτή ασκείται από διευθυντικό όργανο ή οποιοδήποτε άλλο εσωτερικό όργανο του ΟΕΕ (πχ. Διοικητικό Συμβούλιο Α.Ε. ή Διαχειριστής ΕΠΕ).

Όσον αφορά στην αδειοδότηση των ΔΟΕΕ, η άδεια παρέχεται από το κράτος-μέλος καταγωγής (καταστατικής έδρας του ΔΟΕΕ). Αν η νομική μορφή του ΟΕΕ επιτρέπει εσωτερική διαχείριση, ο ίδιος ο ΟΕΕ λαμβάνει άδεια ως ΔΟΕΕ από τις αρχές του κράτους-μέλους καταγωγής του ΟΕΕ. Η χορηγούμενη άδεια είναι έγκυρη σε όλη την Ε.Ε..

Σε εθνικό επίπεδο, βασικές προϋποθέσεις αδειοδότησης του Διαχειριστή είναι να διαθέτει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 300.000€ σε περίπτωση εσωτερικής διαχείρισης και 125.000€ σε περίπτωση εξωτερικής διαχείρισης¹³³, να διαθέτει πείρα για την άσκηση των καθηκόντων του και εξειδικευμένες γνώσεις διαχείρισης συλλογικών κεφαλαίων, να θεσπίζει πολιτική αποδοχών για τα ανώτερα διοικητικά στελέχη συμβατή με την αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων, να εφαρμόζει πολιτική εντοπισμού και καταπολέμησης σύγκρουσης συμφερόντων αλλά και πολιτική διαχείρισης κινδύνων. Όσον αφορά την εποπτεία τους, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται κατ'ελάχιστον να καταχωρούνται

¹³³ Άρθρο 9 παρ.1,2 Ν.4209/2013

στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να γνωστοποιούν κατά τη στιγμή της καταχώρησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τόσο τα στοιχεία των ιδίων όσο και των ΟΕΕ που τελούν υπό τη διαχείρισή τους αλλά και να ενημερώνουν τακτικά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τις επενδυτικές στρατηγικές τους και για τα μέσα χρηματαγοράς επί των οποίων συναλλάσσονται.

Γ. Κανονισμός 2013/345 EuVECA και Κανονισμός 2013/346 EuSEF

1. EuVECA: Εποπτεία και κανόνες διαφάνειας για το Διαχειριστή Ευρωπαϊκών Εταιρειών Venture Capital

Καταρχήν οφείλει να επισημανθεί ότι το νομοθετικό πλαίσιο του Κανονισμού 2013/345 εφαρμόζεται στις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου που εδρεύουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση και επιθυμούν να χρησιμοποιούν την ονομασία EuVECA (European Venture Capital). Συνεπώς, εάν ένας διαχειριστής εταιρείας κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών επιθυμεί να χρησιμοποιεί στις συναλλαγές τον προσδιορισμό αυτόν και επιδιώκει να προωθεί τις συμμετοχές της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οφείλει να συμμορφώνεται με τις ενιαίες απαιτήσεις και όρους για τους διαχειριστές ευρωπαϊκών εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου. Ως εκ τούτου αντιλαμβάνεται κανείς ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο των EuVECA είναι απολύτως διακριτό από αυτό των ελληνικών ΕΚΕΣ. Μπορεί δηλαδή μια ελληνική ΕΚΕΣ να δρα αυτόνομα και ανεξάρτητα χωρίς να χρειάζεται κατ' ανάγκη να εμπίπτει στους όρους και προϋποθέσεις του Κανονισμού. Αν όμως επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί και εντός Ε.Ε. προωθώντας τις συμμετοχές της και εκτός Ελλάδος, οφείλει να συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις του Κανονισμού 2013/345.

i. Σκοπός και βασικές γραμμές Κανονισμού

Ο Κανονισμός 2013/345 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου αποτέλεσε το πρώτο ευρωπαϊκό κείμενο που ρύθμισε τη λειτουργία των διαχειριστών εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου σε ενωσιακό επίπεδο. Η πρωτοβουλία ξεκίνησε ήδη από το τέλος του 2011 όταν εκδόθηκε η πρόταση της Επιτροπής η οποία στηρίχθηκε κατεξοχήν στο γεγονός ότι σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου ο θεσμός του venture capital βρίσκεται στο επίκεντρο των εξελίξεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτόμου δράσης, στην Ευρωπαϊκή

Ένωση ο αντίστοιχος θεσμός είναι μάλλον «κατακερματισμένος και διασκορπισμένος»¹³⁴. Ως συνέπεια του κανονιστικού αυτού κατακερματισμού, οι δυνητικοί επενδυτές επιχειρηματικού κεφαλαίου, όπως λ.χ. οι ευκατάστατοι ιδιώτες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία ή οι ασφαλιστικές εταιρείες το θεωρούν ανασταλτικό και δαπανηρό να επενδύσουν σε επιχειρηματικά κεφάλαια.

Με σκοπό λοιπόν την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και έχοντας ως πυξίδα την στρατηγική της Ε.Ε. με τίτλο «Ευρώπη 2020: Στρατηγική για έξυπνη, διατηρήσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη», η Ε.Ε. εισήγαγε στην Ενωσιακή έννομη τάξη τον Κανονισμό 2013/345 ο οποίος ειδικότερα επιδιώκει να θεσπίσει ενιαίες και ξεκάθαρες προϋποθέσεις οι οποίες θα καταστήσουν το θεσμό των επιχειρηματικών κεφαλαίων ένα περισσότερο ελκυστικό μέσο εναλλακτικής χρηματοδότησης των μη εισηγμένων μικρομεσαίων επιχειρήσεων εντός της Ένωσης.

Το επιχειρηματικό κεφάλαιο παρέχει χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που είναι συνήθως μικρές και βρίσκονται στα αρχικά στάδια της εταιρικής τους ύπαρξης και οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλο δυναμικό οικονομικής ανάπτυξης και επέκτασης. Επιπροσθέτως, οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου παρέχουν στις επιχειρήσεις πολύτιμη τεχνογνωσία και γνώσεις, επιχειρηματικές επαφές, αξία στην εταιρική επωνυμία και στρατηγικές συμβουλές. Παρέχοντας χρηματοδότηση και συμβουλές στις επιχειρήσεις αυτές, οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου τονώνουν την οικονομική ανάπτυξη εντός της Ένωσης, συμβάλλουν στη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη διακίνηση των κεφαλαίων, προωθούν τη σύσταση και την επέκταση καινοτόμων επιχειρήσεων, αυξάνουν την επένδυσή τους σε έρευνα και ανάπτυξη και ενισχύουν την επιχειρηματικότητα, την εφευρετικότητα και την ανταγωνιστικότητα.

Έτσι, μεταξύ άλλων ο Κανονισμός προβλέπει τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής διαχείρισης, αποσαφηνίζει ότι η αδειοδότηση των διαχειριστών θα πρέπει να γίνεται από το κράτος προέλευσης, ορίζει τις απαιτήσεις προκειμένου να θεωρηθεί ότι μια εταιρεία επιχειρηματικών κεφαλαίων πληροί τις προϋποθέσεις, θεσπίζει αρκετές υποχρεώσεις του Διαχειριστή (ειδικά όσον αφορά τις συγκρούσεις συμφερόντων), ρυθμίζει τα ζητήματα εποπτείας και διοικητικής συνεργασίας. Αποσαφηνίζεται τέλος ότι

¹³⁴[http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2011/0860/COM_COM\(2011\)0860_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2011/0860/COM_COM(2011)0860_EN.pdf)

υπό το καθεστώς του Κανονισμού 2013/345, οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε μη εισηγμένες μικρομεσαίες εταιρείες που απασχολούν έως και 499 άτομα¹³⁵.

ii. Υποχρεώσεις Διαχειριστή και Συγκρούσεις Συμφερόντων

Καταρχάς, υπό το κράτος του παρόντος Κανονισμού, ο Διαχειριστής δεν υπόκειται σε αδειοδότηση (όπως λ.χ. ο αντίστοιχος Διαχειριστής της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ) απλώς καταχωρείται και ισχύει για αυτόν ένα λιγότερο αυστηρό καθεστώς υποχρεώσεων οργανωτικής φύσεως και επαγγελματικής συμπεριφοράς. Κατά δεύτερον, σύμφωνα με τα άρθρα 2 και 3 του Κανονισμού, ο Διαχειριστής είναι νομικό πρόσωπο που δραστηριοποιείται τακτικά στη διαχείριση τουλάχιστον μίας εταιρείας επιχειρηματικού κεφαλαίου. Ο Διαχειριστής δύναται να διαχειρίζεται εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία δεν υπερβαίνουν στο σύνολό τους τα 500 εκ. Ευρώ, πρόκειται δηλαδή για «μικρούς» Διαχειριστές, έχουν συσταθεί στην Ε.Ε., και τα χαρτοφυλάκια των οποίων πληρούν τις προϋποθέσεις του Κανονισμού¹³⁶.

Οι Διαχειριστές οφείλουν να τηρούν κάποιες βασικές υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς, δη να ενεργούν έντιμα, δίκαια και με επιμέλεια, να εφαρμόζουν κατάλληλες πολιτικές για την πρόληψη εσφαλμένων πρακτικών, και να μεταχειρίζονται με ισότιμο και δίκαιο τρόπο τους επενδυτές¹³⁷. Επιπλέον, καίριο καθήκον του Διαχειριστή είναι να εντοπίζει εκ των προτέρων και να αποφεύγει περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων, εάν δε αυτό δεν είναι δυνατόν εξ αρχής, να γνωστοποιεί τις περιπτώσεις αυτές και να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα για την εξάλειψή τους¹³⁸. Ειδικότερα όσον αφορά στις συγκρούσεις συμφερόντων, η Επιτροπή εξέδωσε τον κατ'εξουσιοδότηση

¹³⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 3 εδάφιο δ' Κανονισμού, μόνο οι οργανισμοί χαρτοφυλακίου που πληρούν τις προϋποθέσεις δύναται να λάβουν χρηματοδότηση από εταιρεία EuVECA. Το γεγονός αυτό όμως ήδη θέτει περιορισμούς στην επενδυτική ευχέρεια και την κίνηση κεφαλαίων στην Ευρώπη.

¹³⁶ Με βάση το άρθρο 3 του Κανονισμού **εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου που πληροί τις προϋποθέσεις** είναι εκείνη που επενδύει κατ'ελάχιστον το 70% του κεφαλαίου της σε ειδικές επενδύσεις (ίδια κεφάλαια, οιονεί ίδια κεφάλαια κλπ.) και δεν χρησιμοποιεί πάνω από το 30% του κεφαλαίου της για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων πέραν των ειδικών επενδύσεων. Το 30% δηλαδή μπορεί να χρησιμοποιηθεί από την εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών για λειτουργικά της έξοδα (όπως απόκτηση γραφειακών εγκαταστάσεων), για επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα προς αντιστάθμιση κινδύνων ή και για τη δημιουργία περαιτέρω ρευστότητας. Επιπροσθέτως απαιτείται η εταιρεία venture capital να έχει συσταθεί νομίμως στην επικράτεια ενός κράτους μέλους της Ε.Ε.

¹³⁷ Άρθρο 7 Κανονισμού 2013/345

¹³⁸ Άρθρο 9 Κανονισμού 2013/345

Κανονισμό 2019/820 της 4^{ης} Φεβρουαρίου 2019 για τη συμπλήρωση του Κανονισμού 2013/345 στον οποίον θεσπίζονται λεπτομερή μέτρα προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι Διαχειριστές θα δρουν με γνώμονα αποκλειστικά την εξυπηρέτηση του εταιρικού σκοπού και του συμφέροντος των μετόχων της εταιρείας EuVECA. Σύγκρουση συμφερόντων μπορεί λόγω χάριν να ανακύψει όταν ο Διαχειριστής ή πρόσωπο που ασκεί διαχειριστικά καθήκοντα, ωθεί την εταιρεία επιχειρηματικών συμμετοχών να επενδύσει σε μια νεοφυή επιχείρηση την οποία ο ίδιος σύστησε ή κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών της. Στην περίπτωση αυτή η σύγκρουση έγκειται στο γεγονός ότι ο Διαχειριστής της EuVECA είναι πιθανόν κατά την κατάρτιση των όρων χρηματοδότησης της κεφαλαιοδοτούμενης εταιρείας να προτάξει τα συμφέροντα της τελευταίας, αφού από αυτά αντλεί και προσωπικό συμφέρον, παρά τα συμφέροντα της εταιρείας επιχειρηματικών συμμετοχών η οποία και θα πρέπει να προστατευθεί. Έτσι, ενδεικτικά, στο άρθρο 1 του εν λόγω κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμού προβλέπεται λεπτομερής κατάλογος περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων ενώ στο άρθρο 2 θεσπίζεται η υποχρέωση των Διαχειριστών να εφαρμόζουν και διατηρούν γραπτή πολιτική σχετικά με τις συγκρούσεις συμφερόντων η οποία είναι κατάλληλη για το μέγεθος και την οργανωτική δομή της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων, λαμβανομένης υπόψιν της φύσης, κλίμακας και πολυπλοκότητας της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Άλλες υποχρεώσεις του Διαχειριστή είναι να υποβάλλει ετήσια έκθεση στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους καταγωγής σχετικά με τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, τις δραστηριότητες του έτους, τη δήλωση κερδών κλπ.¹³⁹, αλλά και να ενημερώνει τους επενδυτές πριν από τη λήψη επενδυτικής απόφασης σχετικά με τον τρόπο της επένδυσης, τους ενδεχόμενους κινδύνους, τις αποδόσεις και την εν γένει επενδυτική στρατηγική που πρόκειται να ακολουθήσει¹⁴⁰.

Σε περίπτωση παράβασης των υποχρεώσεων του Διαχειριστή, ο Κανονισμός δεν προβλέπει αστικές αξιώσεις των ζημιωθέντων παρά μόνο διοικητικές κυρώσεις οι οποίες όμως καθορίζονται ειδικότερα από τις εποπτικές αρχές του κάθε κράτους μέλους. Οι διοικητικές αυτές κυρώσεις θα πρέπει εντούτοις να είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές. Βέβαια δεν αποκλείεται ο άμεσα ζημιωθείς μέτοχος ή τρίτος από παράνομη

¹³⁹ Άρθρο 12 Κανονισμού 2013/345

¹⁴⁰ Άρθρο 13 Κανονισμού 2013/345

ή παράτυπη δραστηριότητα του Διαχειριστή να αξιώσει την ανόρθωση της ζημίας που υπέστη με την άσκηση αγωγής αποζημίωσης.

Τέλος, οι Διαχειριστές ευθύνονται για τις πράξεις προσώπων στους οποίους αναθέτουν μέρος των καθηκόντων τους, αν και σύμφωνα με τον Κανονισμό η υποκατάσταση απαγορεύεται να φτάνει έως του σημείου να καθιστά τις εξουσίες του Διαχειριστή γράμμα κενό.

2. EuSEF: Η αγορά των κοινωνικών επενδύσεων στην Ε.Ε.

Για την πληρότητα του λόγου κρίνεται σκόπιμο να γίνει μια σύντομη αναφορά και στον Κανονισμό 2013/346, ο οποίος εντάσσεται στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας για την κοινωνική επιχειρηματικότητα και ψηφίστηκε στις 17 Απριλίου 2013 από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο, μαζί με τον Κανονισμό 2013/345 για την Ευρωπαϊκή Εταιρεία Venture Capital. Διαφαίνεται με αυτόν τον τρόπο η ανησυχία του Ενωσιακού νομοθέτη πέρα από την τόνωση των επενδύσεων στον ενωσιακό χώρο, να ενισχυθεί και η κοινωνική ευαισθησία μέσω της επένδυσης σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις κοινωνικής δράσης.

Καθώς λοιπόν όλο και περισσότερο οι επενδυτές επιδιώκουν εκτός από τις οικονομικές αποδόσεις και κοινωνικούς στόχους, τα τελευταία χρόνια αναδεικνύεται μια αγορά κοινωνικών επενδύσεων στην Ένωση η οποία αποτελείται κατεξοχήν από επενδυτικά ταμεία που στοχεύουν να επενδύσουν σε κοινωνικές επιχειρήσεις. Φιλοδοξώντας να επιτύχει αυτόν τον σκοπό, ο Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας (EuSEF) καλύπτει τα προγράμματα εναλλακτικών επενδύσεων που επικεντρώνονται στις κοινωνικές επιχειρήσεις. Αυτές είναι εταιρείες που δημιουργούνται με σαφή στόχο να αφήσουν θετικό κοινωνικό αντίκτυπο και να αντιμετωπίζουν κοινωνικούς στόχους, όπως η προστασία του περιβάλλοντος και της δημόσιας υγείας, η πρόσβαση όλων στην ιατροφαρμακευτική περίθαλψη, η προστασία και ενίσχυση των μειονεκτούντων και ευπαθών ομάδων κλπ.. Ενώ οι επιχειρήσεις αυτές λαμβάνουν συχνά

δημόσια στήριξη, οι ιδιωτικές επενδύσεις μέσω κεφαλαίων παραμένουν ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξή τους¹⁴¹.

Αν συγκρίνει κανείς τους δύο Κανονισμούς 2013/345 και 2013/346, θα διαπιστώσει ότι οι οργανωτικές τους απαιτήσεις δε διαφέρουν πολύ. Η διαφοροποίηση δηλαδή των δύο Κανονισμών έγκειται κυρίως στον επενδυτικό σκοπό που επιθυμούν να επιτύχουν: ενώ οι εταιρείες venture capital έχουν ως σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο νεοφυών επιχειρήσεων που ενασχολούνται με την ανάπτυξη της υψηλής τεχνολογίας ή οποιασδήποτε καινοτόμου δράσης με προοπτικές εκτόξευσης των μελλοντικών κερδών, οι εταιρείες κοινωνικής επιχειρηματικότητας επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες ενασχολούνται με θέματα απασχόλησης και αγοράς εργασίας, κοινωνικής ένταξης και προστασίας των ευπαθών ομάδων, ισότητας μεταχείρισης, δημόσιας υγείας, ασφάλειας κ.ά.

Δ. Κανονισμός 2017/1991: Τροποποίηση και ενίσχυση πλαισίου Κανονισμών 2013/345 και 2013/346

Παρά τις φιλοδοξίες του Ενωσιακού νομοθέτη για μια ενιαία κεφαλαιαγορά χωρίς σύνορα, οι θεσμοί των EuVECA και EuSEF δεν κατόρθωσαν να φτάσουν τις υψηλές αυτές προσδοκίες. Αν και οι καταχωρισμένες εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών ήταν επαρκείς, τα αποτελέσματα των αντίστοιχων εταιρειών κοινωνικών επενδύσεων ήταν απογοητευτικά. Το 2017, οι καταχωρισμένες EuVECA έφτασαν τις 130 (αντί 28 το 2016) ενώ 18 εξ 'αυτών προωθούνται εμπορικά και στην Ελλάδα. Η καταγραφή εταιρειών EuSEF από την άλλη έφτανε τις 8 εγγεγραμμένες στην ESMA (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών - εφεξής ΕΑΚΚΑ), έναντι 4 εγγραφών το 2016, ενώ κανένα από αυτά δεν προωθείται εμπορικά στη χώρα μας¹⁴².

Το 2016 η Επιτροπή στην έκθεσή της¹⁴³ ήδη επεσήμανε το γεγονός ότι τα κεφάλαια παραμένουν συγκεντρωμένα σε μερικά μόνο κράτη-μέλη καθιστώντας κατ'αυτόν τον τρόπο δυσχερή την επιθυμητή κυκλοφορία κεφαλαίων στην Ένωση. Σύμφωνα με την

¹⁴¹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en

¹⁴² https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca
https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_eusef

¹⁴³ <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-internal-market-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-review-of-euveca-and-eusef-legislation>

έκθεση, οι κυριότεροι λόγοι της υποτονικής ανάπτυξης των δύο θεσμών είναι οι εξής: πρώτον, η επιβολή περιορισμών στους Διαχειριστές των εταιρειών EuVECA και EuSEF, δεύτερον η επιβολή περιορισμών στις επιχειρήσεις χαρτοφυλακίου στις οποίες οι δύο ως άνω εταιρείες δύνανται να επενδύουν, και τρίτον οι αυξημένες δαπάνες και τέλη που επιβάλλουν τα κράτη μέλη για την καταχώρηση των Διαχειριστών στα μητρώα τους.

Αυτά ακριβώς τα προσκόμματα επιχειρεί να καταπολεμήσει ο νέος Κανονισμός 2017/1991 ο οποίος με τη θέση του σε ισχύ τροποποιεί εν μέρει τους Κανονισμούς 345 και 346 του 2013 στα εξής σημεία: ανοίγει τη χρήση των ονομάτων EuVECA και EuSEF σε Διαχειριστές όλων των μεγεθών, επεκτείνει τις δυνατότητες επένδυσης ως προς τις εταιρείες χαρτοφυλακίου και καθιστά πιο φθηνή και εύκολη την εθνική καταχώριση των Διαχειριστών απαγορεύοντας στα κράτη μέλη ρητά την επιβολή τελών και εξόδων εγγραφής στα μητρώα.

Συγκεκριμένα, το προοίμιο του Κανονισμού 2017/1991 θέτει ως δεδομένο ότι η αγορά των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και των ταμείων κοινωνικής επιχειρηματικότητας πρέπει να διευρυνθεί προκειμένου να τονωθεί ο ανταγωνισμός και να αυξηθούν οι επιλογές των επενδυτών. Ο εμπλουτισμός της βάσης των υποψήφιων Διαχειριστών συμβάλλει στη διεύρυνση των εν λόγω αγορών και ωφελεί τις επιχειρήσεις αφού τους παρέχει μεγαλύτερο φάσμα επενδυτικών πηγών. Ακολούθως, με τον παρόντα Κανονισμό επιτρέπεται πλέον ρητά οι Διαχειριστές συλλογικών επενδύσεων που έχουν αδειοδοτηθεί με βάση το άρθρο 6 της Οδηγία 2011/61/ΕΕ να καταχωρίζονται και ως Διαχειριστές εταιρειών EuVECA και EuSEF. Προκειμένου όμως να διασφαλιστεί το υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών θα πρέπει οι αδειοδοτημένοι με βάση την ως άνω Οδηγία Διαχειριστές να εξακολουθούν να υπόκεινται στις περισσότερες αυστηρές απαιτήσεις της Οδηγίας και συμπληρωματικά μόνο σε αυτές των Κανονισμών.

Επιπροσθέτως, ο υπό εξέταση Κανονισμός υπαγορεύει την επέκταση του φάσματος των επιχειρήσεων οι οποίες δύνανται να κεφαλαιοδοτηθούν πέρα από τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις με προσωπικό έως 499 άτομα, και σε εταιρείες εισηγμένες σε αγορές ανάπτυξης μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Πέρα από αυτό, επιτρέπεται πλέον ρητά η δυνατότητα συνέχισης της χρηματοδότησης της επιχείρησης και μετά την πρώτη επένδυση, ενισχύοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τη μακροπρόθεσμη συμμετοχή και ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Τέλος, οι χρεώσεις και λοιπά τέλη που επιβάλλουν τα κράτη μέλη υποδοχής στους Διαχειριστές συμβάλλουν στις αποκλίσεις μεταξύ των ρυθμιστικών πλαισίων και ενδέχεται να αποτελούν σημαντικό εμπόδιο για τις διασυνοριακές δραστηριότητες των εταιρειών επιχειρηματικών και κοινωνικών κεφαλαίων. Ως εκ τούτου ο Κανονισμός 2017/1991 απαγορεύει ρητά στα κράτη μέλη να διαχειρίζονται δυσμενώς μία αλλοδαπή εταιρεία Ενωσιακή προέλευσης και να επιβάλλουν πρόσθετες απαιτήσεις, διοικητικές διαδικασίες και τέλη σε σχέση με την καταχώριση και την εμπορική προώθηση των εταιρειών αυτών.

E. Κανονισμός 2019/1156: Ρύθμιση διαφημιστικών ανακοινώσεων

Η τελευταία μέχρι σήμερα τροποποίηση των Κανονισμών EuVECA και EuSEF έχει συντελεστεί με την έκδοση του Κανονισμού 2019/1156 της 12^{ης} Ιουλίου 2019. Ο Κανονισμός αυτός αποσκοπεί στη μέσω διαφημιστικών ανακοινώσεων διαφανή και ακριβή πληροφόρηση των επενδυτών των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων αλλά και στην αποτελεσματική καταχώριση από την ΕΑΚΚΑ των διασυνοριακών διανομών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, εταιρειών EuVECA και EuSEF. Πέραν αυτών, ο παρών Κανονισμός θέτει αρκετές λεπτομερείς διαδικαστικές ρυθμίσεις προκειμένου οι αρχές των κρατών μελών να θέτουν στη διάθεση της ΕΑΚΚΑ όλες τις απαιτούμενες πληροφορίες για τη λειτουργία των ως άνω οργανισμών σε κάθε κράτος μέλος έτσι ώστε η ΕΑΚΚΑ να μπορεί να εποπτεύει και να παρακολουθεί τις εξελίξεις που ανήκουν στον τομέα δραστηριότητάς της.

Πιο συγκεκριμένα, ο παρών Κανονισμός θεσπίζει ενιαίες απαιτήσεις για την εμπορική προώθηση των εταιρειών EuVECA και EuSEF αφού οι τελευταίες προκειμένου να ενισχύσουν το marketing τους και να προσελκύσουν περισσότερους επενδυτές εντός της Ε.Ε., προβαίνουν σε πλείστον μορφών διαφημιστικά τεχνάσματα τα οποία δεν είναι πάντα αρκούντως ξεκάθαρα και ευκατανόητα για τους επενδυτές. Είναι μάλιστα πιθανό αρκετές φορές οι διαφημίσεις αυτές να είναι παραπλανητικές ή και αποκρύπτουσες τις πραγματικές ιδιότητες ενός επενδυτικού προϊόντος ή στρατηγικής, ωθώντας κατ'αυτόν τον τρόπο τον επενδυτή σε μια απόφαση η οποία ενδεχομένως να μην είναι κατάλληλη και συμβατή με την επενδυτική του δραστηριότητα και στόχους. Αυτόν τον κίνδυνο επιδιώκει να περιορίσει ο πρόσφατος Κανονισμός ορίζοντας στο άρθρο 4 ότι οι

Διαχειριστές οφείλουν να διασφαλίζουν ότι οι διαφημιστικές ανακοινώσεις προς τους επενδυτές αναγνωρίζονται ως τέτοιες και περιγράφουν τους κινδύνους και τις αποδόσεις της αγοράς μεριδίων ή μετοχών των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και ότι όλες οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις ανακοινώσεις είναι σαφείς, ακριβείς και μη παραπλανητικές.

ΣΤ. Αποτίμηση σε Ευρωπαϊκό επίπεδο

Από τα ανωτέρω μπορεί να συμπεράνει κανείς ότι στο πλαίσιο της ένωσης των κεφαλαιαγορών που επιδιώκει εναγωνίως να υλοποιήσει η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι αμφίβολο εάν έχει βρεθεί ακόμα η χρυσή τομή για τη συνολική ρύθμιση της δράσης των εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων στον ενωσιακό χώρο. Παρά τη θέσπιση των ανωτέρω Κανονισμών, παρατηρεί κανείς ότι ανά τα χρόνια ο βασικός Κανονισμός 2013/345 μεταβάλλεται με προσθήκες και τροποποιήσεις οι οποίες κρίνονται αναγκαίες από τη λειτουργία των εταιρειών αυτών στην πράξη προκειμένου οι επενδυτές να νιώσουν την ασφάλεια να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε εναλλακτικά επενδυτικά σχήματα. Παρόλα αυτά, από το 2017 έως και το 2019 παρατηρείται αλματώδης αύξηση 113% των καταχωρισμένων Διαχειριστών εταιρειών EuVECA στην Ευρωπαϊκή Ένωση από 130 το 2017, σε 278 στις αρχές του τετάρτου τριμήνου του 2019¹⁴⁴. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι το γεγονός αυτό αποτελεί θετικό οίον αφού από το 2017, χρονιά όπου καταργήθηκαν αρκετοί περιορισμοί των Διαχειριστών εναλλακτικών κεφαλαίων, έως και σήμερα τονώθηκε σημαντικά η δράση τους. Ο σκοπός λοιπόν της Επιτροπής για μια ενοποιημένη κεφαλαιαγορά φαίνεται να βαίνει καλώς. Μένει ακόμα να διαπιστώσουμε πώς θα αναπτυχθεί η αγορά venture capitals στο μέλλον και εάν θα μπορέσει να ξεπεράσει τα γραφειοκρατικά εμπόδια των κρατών μελών και να ανταπεξέλθει στις ανάγκες των σύγχρονων επενδυτών και επιχειρήσεων. Όσον αφορά τέλος στα ταμεία EuSEF, δεν φαίνεται ακόμα και σήμερα να ενισχύεται η δράση τους αφού από το 2017, χρονιά όπου ήταν καταχωρισμένα μόλις 8 ταμεία, σήμερα οι εγγραφές έχουν φτάσει μόλις τις 11 παραμένοντας ακόμα σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα για τους στόχους της Ένωσης. Τα

¹⁴⁴ https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca

ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας συνεπώς δεν φαίνεται να προσεγγίζουν τις προσδοκίες του ενωσιακού νομοθέτη.

IV : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην ανάλυση που προηγήθηκε εκτέθηκε αρχικά η οικονομική λειτουργία των venture capitals, η δομή τους και η επενδυτική στρατηγική τους και έπειτα οι συμβατικές σχέσεις που αναπτύσσονται, αλλά και η νομική τους κατοχύρωση στον ελληνικό και ευρωπαϊκό χώρο. Αντιλαμβάνεται λοιπόν κανείς ότι η χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι δημιούργημα των σύγχρονων καιρών και της πράξης, και όχι απλώς δημιούργημα μιας οικονομικής συγκυρίας που θα παρέλθει, αφού οι μικρές νεοφυείς επιχειρήσεις αδυνατούν στις περισσότερες των περιπτώσεων να έχουν πρόσβαση στις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, αφενός επειδή δεν έχουν να επιδείξουν αξιόπιστα οικονομικά αποτελέσματα και αφετέρου επειδή το κόστος του δανεισμού είναι απαγορευτικό για τις περισσότερες εξ' αυτών. Η ανάγκη λοιπόν προσφυγής σε πιο ευέλικτες, φθηνές και σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης με εναλλακτικά κεφάλαια αποτέλεσε σιωπηρό αίτημα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων το οποίο και υλοποιήθηκε και ρυθμίστηκε σε ένα βασικό πλαίσιο και στη χώρα μας αλλά και εντός της Ε.Ε..

Πέραν όμως από τα εμφανή πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών για τις μικρές επιχειρήσεις, η τόνωση της οικονομίας και της αγοράς εργασίας, η ανάπτυξη της έρευνας και τεχνολογίας αλλά και η βελτίωση της ποιότητας ζωής ως κοινωνικοί στόχοι των ημερών μας φαίνεται επίσης να επηρεάζονται ευνοϊκά από την ανάπτυξη του θεσμού των venture capital παγκοσμίως.

Στην Ελλάδα ο θεσμός των ΕΚΕΣ ενώ τα πρώτα χρόνια διεπόταν από ένα σκιώδες νομοθετικό πλαίσιο πολλαπλών νομοθετικών πράξεων, μερικές φορές αντικρουόμενων μεταξύ τους, πλέον φαίνεται να έχει σταθεροποιηθεί νομοθετικά σε ένα βαθμό, με το βασικό νόμο 2367/1995 να έχει υποστεί αρκετές τροποποιήσεις προς την σωστή κατεύθυνση. Επιπροσθέτως στην Ελλάδα η δράση του ΤΑΝΕΟ υπήρξε σημαντικός μοχλός οικονομικής στήριξης των ΕΚΕΣ έτσι ώστε να είναι σε θέση να εκκινήσουν ή και να συνεχίσουν τη χρηματοδότηση των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Προκειμένου όμως η Ελλάδα να προσελκύσει και τη δραστηριοποίηση διεθνών επενδυτικών funds θα πρέπει να αναθεωρηθεί το πλαίσιο των κρατικών ενισχύσεων και φορολογικών απαλλαγών προκειμένου να καταστεί περισσότερο ευέλικτο και ανταγωνιστικό σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες και συνάμα θελκτικό για τους ξένους επενδυτές. Ο γραφειοκρατικός λαβύρινθος από την άλλη αποτελεί επίσης σοβαρό ανασταλτικό παράγοντα αφού σημαντικός χρόνος και χρήμα αναλώνονται μέχρις ότου να τεθεί σε πλήρη λειτουργία και να εκκινήσει την επενδυτική της δραστηριότητα μια ΕΚΕΣ στη χώρα μας.

Κρίνεται λοιπόν αναγκαίο κατά την άποψη της γραφούσης αφενός ο εκσυγχρονισμός και η κωδικοποίηση του βασικού νομοθετικού πλαισίου που διέπει τη δράση των ΕΚΕΣ στη χώρα μας έτσι ώστε να καταστεί λεπτομερές και ευανάγνωστο στον πιθανό επενδυτή που κάνει έρευνα για το ισχύον νομικό πλαίσιο και αφετέρου η δημιουργία μηχανισμών που θα μειώσουν τη γραφειοκρατία και τα άσκοπα διαδικαστικά έξοδα (όπως αυτό αποτελεί εξάλλου αίτημα του Κανονισμού 2019/1991) τουλάχιστον στο κομμάτι της προσέλκυσης εναλλακτικών επενδυτικών σχημάτων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΑ

- Δ. Αυγητίδης*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2^η Έκδοση, 2019
- Δ. Βασιλείου, Ν. Ηρειώτης*, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική, Πολιτεία, 2008
- Ν. Βερβεσός*, Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
- Β. Γαλάνης*, Leasing, factoring, forfaiting, franchising, venture capital- Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας, Σταμούλη Α.Ε., 2000
- Α. Κουλορίδας*, Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης μέσω διαδικτύου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019
- Μ.Θ.Α. Μαρίνος*, Εξωεταιρικές συμφωνίες μετόχων, Π.Ν. Σάκκουλας, 2011
- Σ.Α. Μούζουλας*, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture capital) – Η κατάρτιση συμφωνίας χρηματοδότησης, Νομική Βιβλιοθήκη, 1997
- Σ.Α. Μούζουλας*, Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000
- Σ.Α. Μούζουλας*, Συμμετοχική χρηματοδότηση, Π.Ν. Σάκκουλας, 2019
- Ν. Ρόκας, Χ. Γκόρτσος, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά*, Στοιχεία τραπεζικού δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.
- Ν. Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2018
- Β. Τουντόπουλος*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Σάκκουλας, 2015
- Bouillet – Cordonnier*, Pactes d'actionnaires et privilèges statutaires ,Litec, Paris, 1992
- C. Bouvaird*, Introduction to venture capital finance, Pitman Publishing, London, 1990
- J.J Daigre*, Pacte d'actionnaires et capital risque, Typologie et appreciation, Bull. Joly 1993

E.Ferran, L.C.Ho, Principles of Corporate Finance Law, Oxford , Second Edition, 2014

P. Gompers, J. Lerner, The venture capital cycle, Second edition, The MIT Press, 2004

S.Prat, Les paces d'actionnaires relatifs au transfert des valeurs mobilières,Litec,Paris, 1991

G. Vial, Les capital-investisseurs decouvrent les start-up, Option Finance, 2000

ΕΙΣΗΓΗΣΕΙΣ

Σ. Μούζουλας, Η εφαρμογή της αρχής της αυτονομίας της ιδιωτικής βούλησης στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Εισήγηση σε Δ' Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων,1994,ΕλΔ 1995

B. Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα , σε 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου «Γάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας»,2009

Σ. Χρυσάνθης, Μη εποπτευόμενες συλλογικές επενδύσεις (hedge funds,private equity funds), σε 19ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου,2009

ΓΝΩΜΟΛΟΓΗΣΕΙΣ

A. Μικρουλέα, Ζητήματα δικαίου κεφαλαιαγοράς και ανταγωνισμού από τη συμμετοχή των τραπεζών στο μετοχικό κεφάλαιο, Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου Τεύχος Α', 2017,214

Γνωμοδότηση ΝΣΚ 809/1977, ΕΕμπΔ,1977,σελ.155

ΑΡΘΡΑ

Γ. Ε. Βελέντζας Γ. Ε. , Οι εξελίξεις στο σύγχρονο τραπεζικό δίκαιο. Νέοι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί: Οι Εταιρίες Αμοιβαίων Εγγυήσεων - Οι Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών, Δελτίο της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, τεύχος Β, 1996, 51

Γ.Κ. Γκανέτσος, Α.Κ. Φρονίστα , Ειδικό αφιέρωμα Venture Capital-Μια ανασκόπηση, σε Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1995

Η.Ν. Τσαούσης, Νεοφυείς Επιχειρήσεις και Venture Capitals, Επιχείρηση, Οκτ.2015,892

Ν.Α.Φράγκος, Hedge Funds: Γενικά γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο των συλλογικών επενδύσεων, σε ΔΕΕ 8-9/2004

O. Bayar and T. J. Chemmanur, IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists, 2010, SSRN Papers

D.M Cable and S. Shane, Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalists Relationships, Academy of Management review, 1997

G. Chemla, M.A. Habib, A. Ljungqvist, An Analysis of Shareholder Agreements, 2004, SSRN Papers

Philip H. Dybvig & Yu Wang ,Debt and Equity, 2002, SSRN Papers

Josh Lerner, Venture Capital and Private Equity: A Course Overview, 2001, SSRN Papers

Tsvi Vinig, Maarten De Haan, How do venture capitalists screen business plans-evidence from the Netherlands and the US, 2002, SSRN Papers

Andrew Metrick and Ayako Yasuda, Venture Capital & The Finance of Innovation, Second Edition, , 2011, SSRN Papers

Marjan Petreski, The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses,2006, SSRN Papers

A. Schwienbacher, B. Larralde ,Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, 2010 SSRN Papers

S.N. Strömberg , How do venture capitalists choose investments, Kaplan, 2000, white papers

Erik P.M. Vermeulen and Diogo Pereira Dias Nunes, The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds ,2012, SSRN Papers

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en

<http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-internal-market-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-review-of-euveca-and-eusef-legislation>

<https://rio.jrc.ec.europa.eu/en/stats/venture-capital-investments>

<https://www.tovima.gr/2019/08/01/finance/sta-53-dis-dolaria-oi-ependyseis-venture-capital-to-v-trimino-tou-2019/>

<https://www.investeurope.eu/research/invest-europe-publications/#i>

<https://www.kathimerini.gr/1040382/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/se-8-mhnes-to-equifund-ependyse-45-ekat-eyrw-se-34-ellhnikes-startups>

<https://www.eif.org/>

<http://www.hvca.gr/venture-capital/ti-einai-to-venture-capital-to-private-equity.html>

<https://www.youtube.com/watch?v=UrBLOtRY0OI>

<https://www.vcexperts.com/reference/encyclopedia/chapters/slug/antidilution-protection-for-investors>

[https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών#Venture_Capital_και_εταιρίες_Venture_Capital_\(Εταιρίες_Κεφαλαίων_Επιχειρηματικών_Συμμετοχών_-_ΕΚΕΣ_\)](https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών#Venture_Capital_και_εταιρίες_Venture_Capital_(Εταιρίες_Κεφαλαίων_Επιχειρηματικών_Συμμετοχών_-_ΕΚΕΣ_))

<https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>

<https://mixergy.com/interviews/what-does-an-associate-at-a-venture-capital-firm-do/>

<https://www.capital.gr/epixeiriseis/656475/exeis-polla-lefta-ftiaxe-ena-private-equity-fund>

<http://hellenicstartups.gr/hellenic-angels/>

<https://www.lawspot.gr/nomika-nea/crowdfunding-etoimo-neo-nomothetiko-plaisio-tis-ee-giatis-platformes>

<http://www.epixeiro.gr/article/111383>

<https://www.enterprisegreece.gov.gr/h-ellada-shmera/zoi-stin-ellada/adeies-diamonhs>

http://www.innovation.upatras.gr/contents_gr.asp?id=158

<http://www.taneo.gr/ContentSub.aspx?C=8>

<https://banks.com.gr/taneo-dimiourgise-neo-fund-funds/>

<http://www.epixeiro.gr/article/82296>

<https://www.kathimerini.gr/1008451/article/oikonomia/epixeirhseis/to-taneo-kalei-funds-na-symmetasxoun-se-ependyseis-1-dis-eyrw>

<https://www.etean.gr/PublicPages/Identity.aspx>

<https://www.etean.gr/PublicPages/CurrentProgram.aspx?ID=95>

<https://www.espa.gr/el/Pages/ProclamationsFS.aspx?item=4350>

<https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/10/Santiago.pdf>

[http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2011/0860/COM_COM\(2011\)0860_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2011/0860/COM_COM(2011)0860_EN.pdf)

https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_euveca

https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_eusef

ΕΡΓΑΣΙΕΣ

Διπλωματική εργασία της Χριστίνας Δ. Κούγια, Η χρηματοδοτική και εξασφαλιστική λειτουργία στα σύγχρονα μμορφώματα του Ν. 2367/1995 (Leasing, factoring, venture capital), Πέργαμος, 2004

ΔΙΚΑΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

Εφετείο Αθηνών 5131/2011, nomos

Ολομέλεια Αρείου Πάγου 22/1998, nomos

Ολομέλεια Συμβουλίου της Επικρατείας 1934/1998, nomos

ΆΛΛΑ ΚΕΙΜΕΝΑ

Νόμος 2367/1995 και Εισηγητική Έκθεση

Κανονισμός 2013/345 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 17^{ης} Απριλίου 2013

Κανονισμός 2013/346 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 17^{ης} Απριλίου 2013

Κανονισμός 2017/1991 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 25^{ης} Οκτωβρίου 2017

Κατ' ἐξουσιοδότηση Κανονισμός 2019/820 της Επιτροπής της 4^{ης} Φεβρουαρίου 2019

Κανονισμός 2019/1156 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 20^{ης} Ιουνίου 2019

Προσάρτημα επικαιροποίησης στο εγχειρίδιο του ΕΤΠ - Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής, Λήψη διαβίβαση και εκτέλεση εντολών, Ε' έκδοση, Μαρία – Μαρίνα Βασιλικού, Νοέμβριος 2015

Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive, Paper No 5/2014, <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>