



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Τίτλος εργασίας : «Σύγχρονοι τρόποι χρηματοδότησης επιχειρήσεων : Η περίπτωση του crowdfunding και η λογιστική προσέγγιση αυτών»

Πτυχιακή εργασίας της φοιτήτριας : Κρινάκη Ναυσικά (ΑΜ : LX31560)

Επιβλέπων καθηγητής : Νίκλης Δημήτριος

Κοζάνη, 2022



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Τίτλος εργασίας : «Σύγχρονοι τρόποι χρηματοδότησης επιχειρήσεων : Η περίπτωση του crowdfunding και η λογιστική προσέγγιση αυτών»

Πτυχιακή εργασία της φοιτήτριας : Κρινάκη Ναυσικά (ΑΜ : LX31560)

Επιβλέπων καθηγητής : Νίκλης Δημήτριος

Εγκρίθηκε απο τη τριμελή εξεταστική επιτροπή καθηγητών Πέμπτη 24 Μαρτίου 2022

Νίκλης Δημήτριος

Κωνσταντινίδης Αναστάσιος

Σαριαννίδης Νικόλαος

Δήλωση περί μη λογοκλοπής

Δηλώνω ότι είμαι η συγγραφέας της παρούσας εργασίας με τίτλο «Σύγχρονοι τρόποι χρηματοδότησης επιχειρήσεων : Η περίπτωση του crowdfunding και η λογιστική προσέγγιση αυτών» και συντάχθηκε στα πλαίσια της πτυχιακής μου εργασίας και παραδόθηκε τον μήνα Μάρτιο του 2022. Η αναφερόμενη εργασία δεν αποτελεί αντιγραφή ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν αναφέρονται σαφώς στην βιβλιογραφία και στο κείμενο ενώ κάθε εξωτερική βοήθεια, αν υπήρξε αναγνωρίζεται ρητά.

Περίληψη

Υπό το πρίσμα του παραδοσιακού αποδοτικού χρηματοπιστωτικού τομέα και των αδύναμων πιστωτικών ροών προς τις επενδύσεις των παραγωγών, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής ερευνούν εναλλακτικούς τρόπους κάλυψης του χάσματος μεταξύ της παραγωγικής πιστωτικής ζήτησης και της βιώσιμης προσφοράς χρημάτων. Γενικά, αυτό το ζήτημα μπορεί να αντιμετωπιστεί με δύο τρόπους. Πρώτον, μπορεί να πραγματοποιηθεί περισσότερη δραστηριότητα στην πιστωτική αγορά με την ενίσχυση και την αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα ως το σημαντικότερο στοιχείο του συγκεκριμένου τομέα. Η πιστωτική αγορά μπορεί να είναι πιο παραγωγική και ίσως ακόμη λιγότερο κυκλική, αλλά οι επιχειρηματίες συχνά αποκλείονται από τις διαδικασίες παροχής δανείων λόγω έλλειψης εξασφαλίσεων και σχετικά υψηλών επιπέδων κινδύνου. Η δεύτερη επιλογή είναι η διευκόλυνση εναλλακτικών χρηματοοικονομικών μεθόδων όπως το crowdfunding που μπορεί να καλύψει τα κενά στη χρηματοδότηση των θεσμικών οργάνων και να συμβάλει στην αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών μακροπρόθεσμα. Το crowdfunding μπορεί να θεωρηθεί ως μια σαφής έκκληση για παροχή οικονομικών πόρων. Εμφανίζεται ως επί το πλείστον σε πλατφόρμες crowdfunding, με άλλα λόγια, σε πλατφόρμες που βασίζονται στο διαδίκτυο που συνδέει τους αιτούντες κεφαλαίων με τους χρηματοδότες που συχνά κάνουν περισσότερα κεφάλαια για τον σκοπό της συγκεκριμένης καμπάνιας. Κοινό χαρακτηριστικό όλων των πλατφορμών crowdfunding είναι ότι οι συμμετέχοντες έχουν την ελπίδα να αποκτήσουν πρόσβαση στα πρόσθετα κεφάλαια από την πλευρά του παρόχου κεφαλαίων. Τα έργα έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και οι δημιουργοί κεφαλαίων έχουν ετερογενείς αποφάσεις για αυτά τα έργα. Έτσι, οι πλατφόρμες crowdfunding ανήκουν στην κατηγορία των διμερών πλατφορμών που παρέχουν μια υπηρεσία αντιστοίχισης μεταξύ των δύο πλευρών σε μια αγορά. Σε πολλές περιπτώσεις, οι πλατφόρμες crowdfunding δημιουργούν αγορές που δεν υπήρχαν πριν.

Λέξεις κλειδιά : Χρηματοδότηση, τράπεζες, χρήματα, κεφάλαια, crowdfunding.

Abstract

In light of the traditionally efficient financial sector and weak credit flows to producers' investments, policymakers are exploring alternative ways of bridging the gap between productive credit demand and sustainable money supply. In general, this issue can be addressed in two ways. First, more activity in the credit market can be achieved by strengthening and restructuring the banking sector as the most important element of this sector. The credit market may be more productive and perhaps even less cyclical, but entrepreneurs are often excluded from lending processes due to lack of collateral and relatively high levels of risk. The second option is to facilitate alternative financial methods such as crowdfunding that can fill the funding gaps of the institutions and contribute to the efficiency of the financial markets in the long run. Crowdfunding can be seen as a clear call for financial resources. It appears mostly on crowdfunding platforms, in other words, on internet-based platforms that connect fund seekers with financiers who often make more funds for the purpose of that campaign. A common feature of all crowdfunding platforms is that participants are expected to gain access to the additional funds from the fund provider. Projects have different characteristics and fundraisers have heterogeneous decisions about these projects. Thus, crowdfunding platforms belong to the category of bilateral platforms that provide a matching service between the two parties in a market. In many cases, crowdfunding platforms create markets that did not exist before.

Key words : Finance, banks, money, funds, crowdfunding.

Περιεχόμενα

Δήλωση περί μη λογοκλοπής.....	2
Περίληψη	4
Abstract	5
Περιεχόμενα.....	6
Περιεχόμενα πινάκων	8
Περιεχόμενα εικόνων.....	8
Εισαγωγή.....	9
Κεφάλαιο 1 ^ο : Οι παραδοσιακοί τρόποι και οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης	11
1.1 Η παραδοσιακή χρηματοδότηση και εναλλακτικά μέσα χρηματοδότησης	11
1.1.1 Παραδοσιακές τεχνολογίες δανεισμού	11
1.1.2 Ο μετριασμός του πιστωτικού κινδύνου στον παραδοσιακό δανεισμό	14
1.1.3 Εναλλακτικά χρηματοδοτικά μέσα	18
Κεφάλαιο 2 ^ο : Χρηματοδότηση που βασίζεται στα περιουσιακά στοιχεία (Asset-based finance).....	22
2.1 Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω του δανεισμού βάσει περιουσιακών στοιχείων ...	23
2.2 Η μέθοδος χρηματοδότησης factoring	26
2.3 Η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς.....	30
2.4 Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω αποδείξεων αποθήκης.....	32
2.5 Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing)	33
Κεφάλαιο 3 ^ο : Χρηματοδότηση μέσω εναλλακτικού χρέους (alternative debt)	37
3.1 Τα εταιρικά ομόλογα (corporate bonds)	37
3.2 Η τιτλοποίηση χρέους και ομόλογα κάλυψης (Debt securitisation and covered bonds)	43
Κεφάλαιο 4 ^ο : Η χρηματοδότηση μέσω υβριδικών μέσων (hybrid instruments)	50
4.1 Τα υβριδικά μέσα.....	50
Κεφάλαιο 5 ^ο : Η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων	62
5.1 Ιδιωτικά ίδια κεφάλαια : Επιχειρηματικό κεφάλαιο και επιχειρηματικοί/επενδυτικοί άγγελοι	63
5.2 Δημόσια ίδια κεφάλαια : εξειδικευμένες πλατφόρμες για δημόσια εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο	70
Κεφάλαιο 6 ^ο : Η μέθοδος χρηματοδότησης του Crowdfunding.....	74
6.1 Ο ορισμός και τα χαρακτηριστικά του Crowdfunding	74
6.2 Οι βασικές κατηγορίες του Crowdfunding	77
6.2.1 Το crowdfunding βάσει δωρεών.....	77

6.2.2 Το crowdfunding βάσει ανταμοιβών	79
6.2.3 Το crowdfunding χρέους	80
6.2.4 Το Crowdfunding βάσει ιδίων κεφαλαίων	84
6.3 Το crowdfunding και η οικονομική ένταξη	86
Επίλογος	89
Βιβλιογραφία	91

Περιεχόμενα πινάκων

Πίνακας 1 : Νέες τεχνικές χρηματοδότησης.....	19
---	----

Περιεχόμενα εικόνων

Εικόνα 1 : Η ανάπτυξη τιτλοποίησης χρέους στην Ευρώπη (με κόκκινο είναι η τιτλοποίηση για τις επιχειρήσεις και με μπλε η συνολική τιτλοποίηση).....	47
---	----

Εισαγωγή

Ένα εγγενές πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι επιχειρηματίες στην αρχή της επιχειρηματικής τους πρωτοβουλίας είναι η προσέλκυση εξωτερικών κεφαλαίων, δεδομένης της έλλειψης εξασφαλίσεων και επαρκών ταμειακών ροών και της σημαντικής ασυμμετρίας πληροφοριών με τους επενδυτές. Ενώ υπάρχουν διαφορετικοί επενδυτές για μεγαλύτερα ποσά κεφαλαίου, όπως επιχειρηματικά κεφάλαια και τράπεζες, οι επιχειρηματικές πρωτοβουλίες που απαιτούν πολύ μικρότερα ποσά για να ξεκινήσουν πρέπει να βασίζονται σε φίλους και συγγενείς ή προσωπικές αποταμιεύσεις. Στη συνέχεια κάνουν επίσης εκτεταμένη χρήση τεχνικών bootstrapping για να μετριάσουν τους οικονομικούς περιορισμούς τους, ενισχύοντας τα βραχυπρόθεσμα κέρδη τους.

Πιο πρόσφατα, ορισμένοι επιχειρηματίες άρχισαν να βασίζονται στο διαδίκτυο για να αναζητούν άμεσα οικονομική βοήθεια από το ευρύ κοινό (το πλήθος [crowd]) αντί να προσεγγίζουν χρηματοοικονομικούς επενδυτές όπως επιχειρηματικούς αγγέλους, τράπεζες ή κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Αυτή η τεχνική, που ονομάζεται «crowdfunding», κατέστησε δυνατή την αναζήτηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε συγκεκριμένα έργα καθώς και την έναρξη νέων επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Trampoline Systems, μια εταιρεία λογισμικού με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο που συγκέντρωσε 1 εκατομμύριο λίρες μέσω του crowdfunding. Μια πρώτη δόση χρημάτων συγκεντρώθηκε με επιτυχία στα τέλη του 2009, με την υπόλοιπη να ολοκληρώνεται το 2010 μέσω τριών επακόλουθων δόσεων.

Το crowdfunding είναι η χρηματοδότηση ενός έργου ή ενός εγχειρήματος από μια ομάδα ατόμων αντί από επαγγελματίες (όπως, για παράδειγμα, τράπεζες, επιχειρηματίες κεφαλαίων ή επιχειρηματικούς αγγέλους). Θεωρητικά, οι ιδιώτες χρηματοδοτούν ήδη επενδύσεις έμμεσα μέσω των αποταμιεύσεων τους, καθώς οι τράπεζες λειτουργούν ως ενδιάμεσοι μεταξύ αυτών που έχουν και εκείνων που χρειάζονται χρήματα. Αντίθετα, το crowdfunding πραγματοποιείται χωρίς μεσάζοντες όπου οι επιχειρηματίες συγκεντρώνουν τα χρήματα απευθείας από ιδιώτες. Ο τυπικός τρόπος επικοινωνίας είναι μέσω του διαδικτύου.

Από όσο είναι γνωστό αυτό είναι το μεγαλύτερο ποσό που έχει συγκεντρωθεί ποτέ από ένα μόνο εγχείρημα μέσω crowdfunding. Αυτό δείχνει ότι το crowdfunding μπορεί να είναι δυνητικά ένα μέσο για τη συγκέντρωση κεφαλαίων όχι μόνο για μικρά έργα αλλά και για νεοφυείς επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης που συνήθως χρηματοδοτούνται από επιχειρηματικούς αγγέλους, ακόμη και από κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Το αν το crowdfunding θα γίνει μια ουσιαστική εναλλακτική λύση θα φανεί τα επόμενα χρόνια. Ωστόσο, η Trampoline Systems έχει δείξει ότι είναι δυνατό. Αν και αυτό αποτελεί σίγουρα μια εξαίρεση όσον αφορά τα στοχευόμενα ποσά, το crowdfunding έχει ήδη χρησιμοποιηθεί από πολλές άλλες νεοφυείς εταιρείες για να συγκεντρώσουν μικρότερα χρηματικά ποσά για το αρχικό τους στάδιο ανάπτυξης.

Κεφάλαιο 1^ο : Οι παραδοσιακοί τρόποι και οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης

1.1 Η παραδοσιακή χρηματοδότηση και εναλλακτικά μέσα χρηματοδότησης

Η παραδοσιακή χρηματοδότηση χρέους (τραπεζικά δάνεια, υπεραναλήψεις, πιστωτικά όρια και χρήση πιστωτικών καρτών) είναι η πιο κοινή πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης για πολλές επιχειρήσεις. Το καθοριστικό χαρακτηριστικό των απευθείας χρεωστικών τίτλων είναι ότι αντιπροσωπεύουν μια άνευ όρων απαίτηση έναντι του δανειολήπτη, ο οποίος πρέπει να καταβάλλει συγκεκριμένο ποσό τόκων στους πιστωτές σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της εταιρείας ή την απόδοση της επένδυσης που έχει πραγματοποιήσει. Το επιτόκιο μπορεί να καθορίζεται ή να αναπροσαρμόζεται περιοδικά σύμφωνα με ένα επιτόκιο σύστασης/αναφοράς. Το ευθύ χρέος δεν περιλαμβάνει άλλα χαρακτηριστικά εκτός από την πληρωμή τόκων και την αποπληρωμή κεφαλαίου, δηλαδή δεν μπορεί να μετατραπεί σε άλλο περιουσιακό στοιχείο και οι τραπεζικές απαιτήσεις έχουν υψηλή προτεραιότητα σε περιπτώσεις χρεοκοπίας (ανώτερο χρέος) (Obiora & Csordás, 2017).

1.1.1 Παραδοσιακές τεχνολογίες δανεισμού

Στην παραδοσιακή χρηματοδότηση χρέους, η επέκταση της πίστωσης βασίζεται κυρίως στη συνολική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και ο δανειστής θεωρεί την αναμενόμενη μελλοντική ταμειακή ροή της επιχείρησης ως την κύρια πηγή αποπληρωμής. Ωστόσο, οι τεχνικές αξιολόγησης και παρακολούθησης της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, αντιμετωπίζοντας έτσι το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφοριών μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη, ενδέχεται να διαφέρουν σημαντικά. Οι διαφορετικές τεχνολογίες δανεισμού συνδυάζουν διαφορετικές πηγές πληροφοριών σχετικά με τον δανειολήπτη, τις διαδικασίες ελέγχου και ανάληψης υποχρεώσεων, τη δομή των δανειακών συμβάσεων, τις στρατηγικές και τους μηχανισμούς παρακολούθησης. Η βιβλιογραφία διακρίνει τον δανεισμό συναλλαγών (transaction lending), που βασίζεται κυρίως σε «μεγάλα» ποσοτικά δεδομένα, και τον δανεισμό σχέσεων (relationship lending), που βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στις «ήπιες»

ποιοτικές πληροφορίες. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται οι εξής υποκατηγορίες (Allen et al.,2012) :

- Ο δανεισμός οικονομικών καταστάσεων (financial statement lending), όπου εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα ενημερωτικών και ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων από την πλευρά του δανειολήπτη και, επομένως, ισχύει για την πληροφόρηση των διαφανών δανειοληπτών.
- Η βαθμολόγηση πίστωσης μικρών επιχειρήσεων : Η βαθμολόγηση πίστωσης μικρών επιχειρήσεων από την άλλη, μπορεί να εφαρμοστεί σε πληροφοριακά αδιαφανείς μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς πολλές από τις πληροφορίες αφορούν το προσωπικό ιστορικό του ιδιοκτήτη και όχι της επιχείρησης.

Στην περίπτωση δανεισμού σχέσεων (relationship lending), οι πληροφορίες συλλέγονται απευθείας από τον υπεύθυνο δανείων μέσω της διαχρονικής επαφής με την επιχείρηση, τον επιχειρηματία και την τοπική κοινότητα και με την παρατήρηση της απόδοσης των επιχειρήσεων σε όλες τις διαστάσεις της τραπεζικής τους σχέσης, συμπεριλαμβανομένων των δανειακών συμβάσεων, των καταθέσεων και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ο υπεύθυνος δανεισμού μπορεί συχνά να παραμένει ο κάτοχος των πληροφοριών, καθώς οι πληροφορίες μπορεί να μην είναι εύκολο να αντληθούν και να επαληθευτούν από άλλα άτομα. Αυτό δημιουργεί προβλήματα αντιπροσώπευσης, τα οποία μπορεί να αντιμετωπιστούν καλύτερα από μικρούς τραπεζικούς οργανισμούς με λίγα διοικητικά επίπεδα και στενότερο συντονισμό μεταξύ της διοίκησης και των υπεύθυνων των δανείων. Επίσης, οι μικρές τράπεζες έχουν συχνά τα κεντρικά γραφεία τους πιο κοντά στους πελάτες που έχουν καλύτερες σχέσεις με αυτούς, μειώνοντας τα προβλήματα που σχετίζονται με τη μετάδοση πληροφοριών από τα στελέχη των δανείων στα ανώτερα στελέχη. Στην πραγματικότητα, υπάρχει μεγαλύτερη ιεραρχική ή/και γεωγραφική απόσταση μεταξύ του υπεύθυνου συλλογής πληροφοριών και του υπευθύνου έγκρισης των δανείων όπου μπορεί να οδηγήσει σε λιγότερη εξάρτηση από υποκειμενικές πληροφορίες και περισσότερη σε αντικειμενικές πληροφορίες (Rubanov & Marcantonio, 2017).

Εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν το επιχείρημα ότι οι μικρές τράπεζες μπορεί να είναι πιο βολικές από τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα στο να συμμετέχουν σε δανεισμό σχέσεων. Για παράδειγμα, με βάση μια έρευνα για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στην Ιαπωνία, διαπιστώθηκε ότι στη διαδικασία ελέγχου για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις, οι μικρότερες τράπεζες έδωσαν μεγαλύτερη σημασία στον παράγοντα σχέση, χρησιμοποιώντας επίσης πληροφορίες τρίτων ως σύσταση/αναφορά. Επιπλέον, οι μικρότερες τράπεζες τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στην αξία της ασφάλειας των δανειοληπτών από τις μεγάλες τράπεζες, υποδηλώνοντας ότι οι μικρές τράπεζες μπορεί να χρειαστεί να ασφαλίσουν τον δανεισμό της σχέσης τους μέσω της απαίτησης εγγυήσεων. Αντιστοιχίζοντας δεδομένα για τις μικρές επιχειρήσεις των ΗΠΑ, τις τράπεζες που τους δανείζουν και τα συμβατικά χαρακτηριστικά των δανείων, διαπιστώθηκε επίσης ότι οι μικρές τράπεζες έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στον δανεισμό σχέσεων. Ωστόσο, αυτό το πλεονέκτημα μπορεί να είναι ισχυρότερο για δανεισμό στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, ενώ στην περίπτωση των μικρότερων επιχειρήσεων η πιστωτική βαθμολογία προτιμάται όλο και περισσότερο (Taušl Procházková & Musil, 2017).

Συχνά, ωστόσο, οι τράπεζες υιοθετούν έναν συνδυασμό τεχνικών δανεισμού για να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και να αξιολογήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Διερευνώντας την επιλογή των τεχνολογιών δανεισμού σε ένα δείγμα επιχειρήσεων στην Ιαπωνία, εντοπίστηκε η συμπληρωματικότητα μεταξύ των τεχνολογιών. Ειδικότερα, ο δανεισμός οικονομικών καταστάσεων και ο δανεισμός σχέσεων χρησιμοποιούνται συχνά από κοινού. Σε μια μελέτη σχετικά με τις πρακτικές δανεισμού προς ιταλικές μεταποιητικές εταιρείες, εντοπίστηκε επίσης ότι η διάκριση μεταξύ δανειστών συναλλαγών και δανειστών σχέσεων είναι μάλλον ασαφής, καθώς οι εταιρείες μπορεί να λαμβάνουν χρηματοδότηση από την ίδια τράπεζα μέσω διαφορετικών τεχνολογιών δανεισμού. Αυτή η μορφή συμπληρωματικότητας συναντάται τόσο σε μεγάλες όσο και σε μικρές τράπεζες, υποδηλώνοντας ότι οι τεχνικές δανεισμού συναλλαγών, όπως η πιστοληπτική αξιολόγηση, χρησιμοποιούνται για να «σκληρύνουν» ή να κωδικοποιήσουν τις ήπιες πληροφορίες που συλλέγονται μέσω του δανεισμού σχέσεων. Ωστόσο, ο τρόπος με τον οποίο ενσωματώνονται οι πληροφορίες στην απόφαση δανεισμού διαφέρει ανάλογα με την κύρια προσέγγιση που χρησιμοποιεί η τράπεζα. Ειδικότερα, οι πληροφορίες φαίνεται να αυξάνουν (ή να μειώνουν) την πιθανότητα πίστωσης, εάν η τράπεζα υιοθετήσει κυρίως τεχνολογίες

δανεισμού συναλλαγών (σχέσεων). Με άλλα λόγια, οι τράπεζες που χρησιμοποιούν κυρίως πληροφορίες για να ελέγξουν τους δανειολήπτες τείνουν να χρησιμοποιούν δεδομένα ως μηχανισμό για περαιτέρω διάκριση αιτήσεων δανείων (Sabitova & Khairullova, 2017).

1.1.2 Ο μετριασμός του πιστωτικού κινδύνου στον παραδοσιακό δανεισμό

Οι ειδικές προκλήσεις περιορίζουν τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό προς τις επιχειρήσεις. Αυτές σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις μεγαλύτερες δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι δανειστές στην αξιολόγηση και την παρακολούθηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Πρώτον, η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι πιο σοβαρό πρόβλημα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις παρά στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις συχνά δεν συντάσσουν ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις που παρέχουν αξιόπιστες χρηματοοικονομικές πληροφορίες και δεν έχουν υποχρέωση να δημοσιοποιούν τις οικονομικές τους εκθέσεις, αν και γενικά είναι υποχρεωμένες να τις συντάσσουν και να τις διαθέτουν στις αρμόδιες αρχές κατόπιν αιτήματος. Επιπλέον, σε μικρότερες επιχειρήσεις, η γραμμή οριοθέτησης μεταξύ των οικονομικών του ιδιοκτήτη ή των ιδιοκτητών της επιχείρησης είναι συνήθως ασαφής (Motylska - Kuźma, 2018).

Σε αντίθεση με τους καθιερωμένους δημόσιους οργανισμούς, όπου αναμένεται να τηρούν πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης με σαφώς καθορισμένους ρόλους, οι επιχειρήσεις τείνουν να αντικατοπτρίζουν τις ιδιοσυγκρασίες των ιδιοκτητών τους και τις άτυπες σχέσεις τους με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Ως εκ τούτου, ο επιχειρηματίας έχει καλύτερη πρόσβαση από τον χρηματοδότη σε πληροφορίες σχετικά με τη λειτουργία της επιχείρησης και έχει σημαντικά περιθώρια για να μοιράζεται τέτοιες πληροφορίες με τρίτους. Οι επιπτώσεις των ασυμμετριών στην πληροφόρηση γίνονται πιο σοβαρές λόγω της μεγάλης ετερογένειας στον τομέα των επιχειρήσεων. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διακύμανση κερδοφορίας και ανάπτυξης σε σχέση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις και παρουσιάζουν μεγαλύτερη αστάθεια στα κέρδη από έτος σε έτος (Anand & Sekhar, 2020).

Δεύτερον, το πρόβλημα του εντολέα, που είναι εγγενές σε όλες τις χρηματοδοτικές πράξεις, είναι ιδιαίτερα οξύ στην περίπτωση των επιχειρήσεων. Μόλις λάβει τη

χρηματοδότηση, ο επιχειρηματίας μπορεί να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια με διαφορετικούς τρόπους από εκείνους για τους οποίους προοριζόταν τα κεφάλαια. Ένας επιχειρηματίας μπορεί να αναλάβει υπερβολικά επικίνδυνα έργα, καθώς όλα τα κεφάλαια περνούν από τα χέρια του, ενώ ένας τραπεζίτης θα προτιμούσε μια λιγότερο επικίνδυνη λειτουργία, ακόμα κι αν η κερδοφορία είναι μικρότερη από την πιο ριψοκίνδυνη εναλλακτική. Μια μεγάλη επιχείρηση που επιθυμεί να αναλάβει μια σχετικά επικίνδυνη δραστηριότητα θα μπορούσε να επιλέξει μια διαφορετική τεχνική με κατάλληλες φόρμουλες για τον επιμερισμό του κινδύνου και των ανταμοιβών, όπως η έκδοση μετοχών, αλλά το εύρος επιλογής που διατίθεται στις μικρές επιχειρήσεις είναι συνήθως μικρότερο (Gupta et al.,2021).

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτύξει διάφορες μεθόδους για τον μετριασμό της συχνότητας αυτών των προκλήσεων στον δανεισμό των επιχειρήσεων. Ο κύριος στόχος είναι να τροποποιηθεί ο μηχανισμός επιμερισμού του κινδύνου προκειμένου να ευθυγραμμιστούν τα κίνητρα μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη. Οι συνήθεις μέθοδοι διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων περιλαμβάνουν τα εξής (Yiu et al.,2012) :

- Αιτήματα για υψηλές εισφορές ιδίων κεφαλαίων από υποψήφιους δανειολήπτες.
- Απαιτήσεις για εγγυήσεις, δηλαδή εγγυήσεις με βάση τα περιουσιακά στοιχεία του δανειολήπτη, το κτητικό δικαίωμα του οποίου παρέχεται στον δανειστή σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων.
- Εγγυήσεις πίστωσης, σύμφωνα με τις οποίες σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων του δανειολήπτη, ο εγγυητής αποζημιώνει ένα προκαθορισμένο μερίδιο του ανεξόφλητου δανείου.
- Σύμβαση δανείου, δηλαδή όρος που επιβάλλεται από τον δανειστή, με τον οποίο ο δανειολήπτης πρέπει να συμμορφωθεί για να τηρήσει τους όρους της δανειακής σύμβασης. Οι κοινές δανειακές συμβάσεις περιλαμβάνουν :

- Ασφάλιση κινδύνου/ασφάλιση περιεχομένου, βάσει της οποίας ο δανειολήπτης υποχρεούται να διατηρεί μια ασφαλιστική κάλυψη που θα αφορά τις εγκαταστάσεις/εξοπλισμό ή το απόθεμα της επιχείρησης προκειμένου να υπάρχει η απαιτούμενη ασφάλεια από πιθανή ζημία της επιχείρησης.
- Ασφάλεια ζωής βασικών προσώπων, όπου ασφαλίζει τη ζωή του ιδιοκτήτη ή διοικητή της επιχείρησης όπου χωρίς την παρουσία του η εταιρεία δεν θα μπορούσε να συνεχίσει την λειτουργία της. Ο δανειστής συνήθως πραγματοποιεί μια σύμβαση γι' αυτές τις καταστάσεις.
- Απαιτήσεις καταβολής φόρων / τελών / αδειών, με τις οποίες ο δανειολήπτης συμφωνεί να είναι ενήμερος γι' αυτά τα έξοδα. Στην πραγματικότητα, η αδυναμία πληρωμής θα είχε ως αποτέλεσμα τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας να επιβαρύνονται με εμπράγματα δεσμεύσεις (δηλαδή κατάσχεση περιουσίας βάσει νομικής απαίτησης) από την κυβέρνηση, η οποία θα είχε προτεραιότητα έναντι της τράπεζας.
- Παροχή οικονομικών πληροφοριών για τον δανειολήπτη και τον εγγυητή, όπου ο δανειολήπτης συμφωνεί να υποβάλει τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας του για τη συνεχή αξιολόγηση από την τράπεζα.
- Ο δανειολήπτης δεν επιτρέπεται να προβεί σε συγκεκριμένες ενέργειες χωρίς να λάβει την απαιτούμενη έγκριση όπως για την αλλαγή διαχείρισης ή την πραγματοποίηση συγχώνευσης, την απαίτηση περισσότερων δανείων ή την διανομή μερισμάτων.

Κατά την τελευταία δεκαετία, η Ομάδα Εργασίας για τις Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις και την Επιχειρηματικότητα (WPSMEE) έχει διεξαγάγει εκτεταμένες εργασίες σχετικά με την πρόσβαση στη χρηματοδότηση χρέους από επιχειρήσεις και επιχειρηματίες και σε πολιτικές που αποσκοπούν στη διευκόλυνση της χρηματοδότησης του χρέους των επιχειρήσεων, αντιμετωπίζοντας τους διαρθρωτικούς περιορισμούς στις αγορές

δανεισμού και την κυκλική πιστωτική σύσφιξη. Η Brasilia Action Statement for SME and Entrepreneurship Financing του ΟΟΣΑ που έγινε το 2006 για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και επιχειρηματιών υπογράμμισε το χρηματοδοτικό εμπόδιο για τη δημιουργία, την επιβίωση και ανάπτυξη των επιχειρήσεων, ζητώντας καινοτόμες προσεγγίσεις για την υπέρβαση των διαρθρωτικών περιορισμών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Η αξιολόγηση των κυβερνητικών μέτρων για την υποστήριξη της πρόσβασης των επιχειρήσεων και των επιχειρηματιών στη χρηματοδότηση στην περίοδο της παγκόσμιας κρίσης είχε τονίσει ότι οι περισσότερες παρεμβάσεις που έγιναν επικεντρώθηκαν στη χαλάρωση των πιστωτικών περιορισμών, κυρίως με την εισαγωγή κεφαλαίων σε προγράμματα εγγύησης δανείων και προγράμματα άμεσου δανεισμού (Shrestha, 2020).

Ο πίνακας αποτελεσμάτων του ΟΟΣΑ για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και της επιχειρηματικότητας, που βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό σε δείκτες που σχετίζονταν με το χρέος, παρείχε ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για τη συνέχιση της παρακολούθησης των τάσεων και των πολιτικών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σε εθνικό και διεθνές επίπεδο. Το 2011-12, η Ομάδα Εργασίας για τις Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις και την Επιχειρηματικότητα δημιούργησε αναλυτικές εκθέσεις σχετικά με μέτρα πολιτικής που αποσκοπούσαν στην προώθηση της πρόσβασης στη χρηματοδότηση του χρέους, όπως η πιστωτική διαμεσολάβηση, ένας μηχανισμός που εισήχθη σε ορισμένες χώρες του ΟΟΣΑ για τη στήριξη επιχειρήσεων των οποίων η ζήτηση για πίστωση είχε απορριφθεί πλήρως ή εν μέρει από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. και τα συστήματα εγγύσεων πιστώσεων, τα οποία αντιπροσωπεύουν σε πολλές χώρες ένα βασικό εργαλείο πολιτικής για την αντιμετώπιση του χρηματοδοτικού κενού των επιχειρήσεων (Mustapha & Platy, 2018).

Στο μετά κρίσης περιβάλλον, αναγνωρίζεται ότι η τραπεζική χρηματοδότηση θα συνεχίσει να είναι ζωτικής σημασίας για τον τομέα των επιχειρήσεων και τα μέτρα πολιτικής σε πολλές χώρες εξακολουθούν να προσανατολίζονται σε μεγάλο βαθμό στη διευκόλυνση της πρόσβασης των επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση χρέους. Ωστόσο, αναγνωρίζεται όλο και περισσότερο ότι απαιτούνται περισσότερες διαφοροποιημένες επιλογές για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, για την αντιμετώπιση του γενικευμένου «κενού του αναπτυξιακού κεφαλαίου», για τη στήριξη των μακροπρόθεσμων επενδύσεων, για τη μείωση της ευπάθειας των επιχειρήσεων σε

καταστάσεις σοκ της πιστωτικής αγοράς και για την αντιμετώπιση του μεταβαλλόμενου ρυθμιστικού περιβάλλοντος και των αυστηρών κανόνων προληπτικής εποπτείας (Obiora & Csordás, 2017).

1.1.3 Εναλλακτικά χρηματοδοτικά μέσα

Η παραδοσιακή χρηματοδότηση χρέους παράγει μέτριες αποδόσεις για τους δανειστές και επομένως είναι κατάλληλη για καταστάσεις χρηματοδότησης χαμηλού έως μέτριου κινδύνου. Συνήθως υποστηρίζει τη συνήθη δραστηριότητα και τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες των επιχειρήσεων, που γενικά χαρακτηρίζονται από σταθερές ταμειακές ροές, μέτρια ανάπτυξη, δοκιμασμένα επιχειρηματικά μοντέλα και πρόσβαση σε εξασφαλίσεις ή εγγυήσεις. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα του εναλλακτικού απευθείας χρέους αλλάζουν αυτόν τον παραδοσιακό μηχανισμό του επιμερισμού κινδύνου. Ο Πίνακας 1 παρέχει μια λίστα τεχνικών χρηματοδότησης, όπου είναι εναλλακτικές τεχνικές έναντι του σταθερού χρέους, κατηγοριοποιημένες σε τέσσερις ομάδες, που χαρακτηρίζονται από διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου και απόδοσης, όπου τα κύρια στοιχεία τους είναι οι τροποποιήσεις/λειτουργικά χαρακτηριστικά, οι επιτρέποντες παράγοντες, οι τάσεις, οι πολιτικές υποστήριξης, κλπ (Mustapha & Tlaty, 2018).

Χαμηλός κίνδυνος/απόδοση	Χαμηλός κίνδυνος/απόδοση	Μέτριος κίνδυνος/απόδοση	Υψηλός κίνδυνος/απόδοση
Χρηματοδότηση βασισμένη στα περιουσιακά στοιχεία	Εναλλακτικό χρέος	«Υβριδικά» όργανα	Μετοχικά μέσα
Δανεισμός βάσει περιουσιακών στοιχείων (Asset-based lending)	Εταιρικά ομόλογα (Corporate Bonds)	Χρέος μειωμένης εξασφάλισης/Ομόλογα (Subordinated debt)	Ιδιωτικό Κεφάλαιο
Factoring	Τιτλοποιημένο χρέος (Securitised Debt)	Σιωπηλές συμμετοχές (Silent Participations)	Επιχειρηματικά κεφάλαια
Χρηματοδότηση εντολής αγοράς	Καλυμμένα ομόλογα (Covered Bonds)	Συμμετοχικά δάνεια (Participating loans)	Επιχειρηματικοί άγγελοι

(Purchase Order Finance)			
Αποδείξεις αποθήκης (Warehouse Receipts)	Ιδιωτικές τοποθετήσεις (Private Placements)	Δικαιώματα συμμετοχής στα κέρδη (Profit Participation Rights)	Εξειδικευμένες πλατφόρμες δημόσιας καταχώρησης επιχειρήσεων
Leasing	Crowdfunding (χρέος)	Μετατρέψιμα Ομόλογα (Convertible Bonds)	Crowdfunding (Μετοχικό κεφάλαιο)
		Ομόλογα με εντάλματα (Bonds with Warrants)	
		Ενδιάμεσο κεφάλαιο (Mezzanine finance)	

Πίνακας 1 : Νέες τεχνικές χρηματοδότησης

(πηγή : Mustapha & Tlaty, 2018)

Στο ένα άκρο του φάσματος κινδύνου/απόδοσης βρίσκονται τα χρηματοδοτικά μέσα που υποστηρίζουν τις βραχυπρόθεσμες και μεσομακροπρόθεσμες χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων, αλλά που βασίζονται σε διαφορετικούς μηχανισμούς από το παραδοσιακό χρέος. Αυτή είναι η περίπτωση της χρηματοδότησης που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, όπως ο δανεισμός βάσει περιουσιακών στοιχείων, οι μέθοδοι factoring και leasing, όπου μια επιχείρηση αποκτά μετρητά, με βάση όχι τη δική της πιστοληπτική ικανότητα, αλλά την αξία που δημιουργεί ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο κατά τη διάρκεια των εργασιών της. Η στενή σχέση μεταξύ της αξίας ρευστοποίησης ενός περιουσιακού στοιχείου και του ποσού δανεισμού, καθώς και η ευρεία γκάμα περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πρόσβαση σε δανεισμό, είναι οι βασικοί παράγοντες που διακρίνουν τον δανεισμό που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία από τον παραδοσιακό δανεισμό με εξασφάλιση, στον οποίο το ποσό και οι όροι του δανείου εξαρτώνται επίσης από τη συνολική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης (Allen et al.,2012).

Επιπλέον, ο δανεισμός που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία παρέχει γενικά πιο ευέλικτους όρους από τον συμβατικό εξασφαλισμένο δανεισμό, επιτρέποντας συχνά ανακυκλούμενα κεφάλαια. Καθώς οι προκαταβολές εξοφλούνται, ο δανειολήπτης μπορεί να εξασφαλίσει πρόσθετα κεφάλαια που υποστηρίζονται από άλλα περιουσιακά στοιχεία. Η εμπορική πίστωση είναι επίσης σημαντική πηγή χρηματοδότησης για πολλές επιχειρήσεις και νεοσύστατες εταιρείες, η οποία μπορεί να υποκαταστήσει ή να συμπληρώσει τον βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Αυτό συνίσταται κυρίως στην επέκταση των παραδοσιακών πιστωτικών μέσων και εργαλείων μείωσης των πιστώσεων, όπως δάνεια και εγγυήσεις, για τη διατήρηση των εισαγωγικών και εξαγωγικών δραστηριοτήτων. Οι εγγυήσεις μπορούν να λάβουν τη μορφή πιστωτικών επιστολών (L/C), οι οποίες αντιπροσωπεύουν την τραπεζική υποχρέωση πληρωμής, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο πληρωμής για έναν εισαγωγέα/αγοραστή (Shrestha, 2020).

Υπάρχουν επίσης εναλλακτικές μορφές χρέους, οι οποίες μπορούν να θεωρηθούν «καινοτόμες» στο πλαίσιο της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, επειδή μέχρι τώρα είχαν περιορισμένη εφαρμογή στον τομέα των επιχειρήσεων. Αυτά τα εναλλακτικά χρεόγραφα περιλαμβάνουν εταιρικά ομόλογα, τιτλοποιημένο χρέος και καλυμμένα ομόλογα, στα οποία οι επενδυτές στις κεφαλαιαγορές και όχι στις τράπεζες παρέχουν τη χρηματοδότηση για τις επιχειρήσεις. Ενώ τα εταιρικά ομόλογα είναι άμεσα μέσα χρηματοδότησης χρέους για τις επιχειρήσεις, η τιτλοποίηση χρέους και τα καλυμμένα ομόλογα αντιπροσωπεύουν «έμμεσα» εργαλεία για τη στήριξη της χρηματοδότησης του χρέους των επιχειρήσεων (Rubanov & Marcantonio, 2017).

Ειδικότερα, η τιτλοποίηση του χρέους των επιχειρήσεων επιτρέπει στις τράπεζες να μεταφέρουν τον πιστωτικό τους κίνδυνο στις κεφαλαιαγορές, καθώς τα δάνεια των επιχειρήσεων πωλούνται σε μια εξειδικευμένη εταιρεία, η οποία δημιουργεί μια νέα ασφάλεια που υποστηρίζεται από τις πληρωμές των επιχειρήσεων. Με αυτόν τον τρόπο, οι τράπεζες επιτυγχάνουν κεφαλαιακή ελάφρυνση και απελευθερώνουν δυνατότητες για νέα δάνεια προς τις επιχειρήσεις. Την τελευταία δεκαετία, το τιτλοποιημένο χρέος αυξήθηκε ραγδαία, αν και η χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε σοβαρά αυτήν την αγορά. Από την άλλη πλευρά, λίγες επιχειρήσεις έχουν καταφέρει να εκδώσουν εταιρικά ομόλογα, λόγω των δυσκολιών που αντιμετωπίζουν οι μικρές

ιδιωτικές εταιρείες στην τήρηση των κανονισμών προστασίας των επενδυτών και του υψηλού σχετικού κόστους έκδοσης ομολόγων για μικρές εταιρείες (Yiu et al.,2012).

Στο άλλο άκρο του φάσματος κινδύνου/απόδοσης βρίσκονται τα χρηματοδοτικά μέσα που επιτρέπουν σε έναν επενδυτή να αποδεχθεί περισσότερο κίνδυνο με αντάλλαγμα υψηλότερη απόδοση και αναμένεται να παράγουν καλύτερη ευθυγράμμιση των συμφερόντων ορισμένων ειδών επιχειρήσεων και των παρόχων χρηματοδότησης. Τα υβριδικά μέσα, όπως το ενδιάμεσο κεφάλαιο (mezzanine finance), αποτελούν μια γέφυρα μεταξύ του παραδοσιακού ευθύ χρέους και των καθαρών ιδίων κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση εκκίνησης και πρώιμου σταδίου καλύπτει το τμήμα υψηλού κινδύνου-απόδοσης του φάσματος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ενισχύοντας τη δημιουργία και ανάπτυξη των εταιρειών, ενώ άλλα μέσα που σχετίζονται με μετοχές, όπως τα ιδιωτικά κεφάλαια και οι εξειδικευμένες πλατφόρμες για δημόσια εισαγωγή των επιχειρήσεων, μπορούν να παρέχουν οικονομικούς πόρους για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων (Taušl Procházková & Musil, 2017).

Οι δυνατότητες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω νέων μέσων, όπως η μέθοδος του crowdfunding ή peer-to-peer lending, έχουν λάβει μεγάλες διαστάσεις τα τελευταία χρόνια. Αυτές οι δυνατότητες χρηματοδότησης έχουν αυξηθεί γρήγορα σε ορισμένες χώρες και έχουν προσελκύσει αυξανόμενη προσοχή από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και τις ρυθμιστικές αρχές, με στόχο να αντιμετωπιστούν οι ανησυχίες σχετικά με τη διαφάνεια, την επίγνωση των κινδύνων των επενδυτών και την προστασία των καταναλωτών (Gupta et al.,2021).

Κεφάλαιο 2^ο : Χρηματοδότηση που βασίζεται στα περιουσιακά στοιχεία (Asset-based finance)

Η χρηματοδότηση που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, η οποία περιλαμβάνει την μέθοδο δανεισμού βάσει περιουσιακών στοιχείων, την μέθοδο factoring, την μέθοδο χρηματοδότησης με εντολές αγοράς, την μέθοδο εισπράξεων αποθήκης και την μέθοδο leasing διαφέρει από την παραδοσιακή χρηματοδότηση με χρέος, καθώς μια επιχείρηση λαμβάνει χρηματοδότηση με βάση την αξία συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων και όχι από τη δική της πιστοληπτική ικανότητα. Ως εκ τούτου, το κεφάλαιο κίνησης και τα προθεσμιακά δάνεια εξασφαλίζονται με περιουσιακά στοιχεία όπως οι εμπορικοί εισπρακτέοι λογαριασμοί, τα αποθέματα, τα μηχανήματα, ο εξοπλισμός και τα λοιπά ακίνητα. Το βασικό πλεονέκτημα της χρηματοδότησης που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία είναι ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να έχουν πρόσβαση σε μετρητά ταχύτερα και με πιο ευέλικτους όρους από ότι θα μπορούσαν να έχουν λάβει από ένα συμβατικό τραπεζικό δάνειο, ανεξάρτητα από τη θέση του ισολογισμού τους και τις μελλοντικές προοπτικές των ταμειακών ροών (Hanif, 2010).

Επιπλέον, με τη χρηματοδότηση που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, οι επιχειρήσεις που στερούνται πιστωτικού ιστορικού, αντιμετωπίζουν προσωρινά ελλείμματα ή απώλειες ή πρέπει να επιταχύνουν τις ταμειακές ροές τους για να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες ανάπτυξης, αφού μπορούν να έχουν πρόσβαση σε κεφάλαια κίνησης σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. Επιπλέον, οι χρηματοδότες που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία δεν απαιτούν γενικά καμία προσωπική εγγύηση από τον επιχειρηματία, ούτε απαιτούν τον έλεγχο των ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το κόστος ή/και η πολυπλοκότητα των διαδικασιών μπορεί να είναι σημαντικά υψηλότερα από αυτά που σχετίζονται με τα συμβατικά τραπεζικά δάνεια, συμπεριλαμβανομένης της εκτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, του ελέγχου, της παρακολούθησης και του προκαταρκτικού νομικού κόστους, που μπορεί να μειώσουν τα επίπεδα κερδών μιας εταιρείας. Επίσης, τα όρια χρηματοδότησης είναι συχνά χαμηλότερα από ότι στην περίπτωση της παραδοσιακής χρηματοδότησης χρέους (Caouette et al., 2011).

2.1 Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω του δανεισμού βάσει περιουσιακών στοιχείων

Ο δανεισμός βάσει περιουσιακών στοιχείων (ABL) είναι οποιαδήποτε μορφή δανεισμού που εξασφαλίζεται από ένα περιουσιακό στοιχείο. Είναι επομένως μια τεχνολογία συναλλαγών δανεισμού στην οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφοριών εστιάζοντας σε ένα υποσύνολο των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, ως κύρια πηγή αποπληρωμής. Συνήθως, τέσσερις τύποι κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων είναι εξασφαλισμένοι στον δανεισμό βάσει περιουσιακών στοιχείων όπου είναι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί, το απόθεμα, ο εξοπλισμός και τα ακίνητα. Το ποσό που μπορεί να δανειστεί η επιχείρηση εξαρτάται από την εκτιμώμενη αξία των επιλεγμένων περιουσιακών στοιχείων και όχι από τη συνολική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη την ευκολία πώλησης των περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση που ο δανειολήπτης δεν είναι σε θέση να δημιουργήσει μετρητά για την αποπληρωμή του δανείου (Abdul Aziz & Gintzburger, 2009).

Το ποσό της πίστωσης που χορηγείται συνδέεται με την αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων, η οποία εκτιμάται και παρακολουθείται με βάση τα δεδομένα, όπου συχνά βασίζονται σε στοιχεία του κλάδου. Έτσι, οι μεθοδολογίες παρακολούθησης και αξιολόγησης των περιουσιακών στοιχείων είναι υψίστης σημασίας για αυτόν τον τύπο δανεισμού, γεγονός που εξηγεί την ιστορική χρήση των «ενσώματων» περιουσιακών στοιχείων για την εξασφάλιση δανείων και, από την άλλη πλευρά, την περιορισμένη εκμετάλλευση άυλων στοιχείων, όπως εμπορικά σήματα, διπλώματα ευρεσιτεχνίας και πνευματική ιδιοκτησία. Ωστόσο, καθώς οι μεθοδολογίες για την αξιολόγηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων γίνονται πιο αποδεκτές, αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν επίσης να χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο ως ασφάλεια (Buzacott & Zhang, 2004).

Η σύμβαση δανείου που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία επιτρέπει συχνά μια ανανεωμένη συμφωνία, με βάση την οποία, εάν ο δανειολήπτης χρειάζεται επιπλέον προκαταβολές, αυτές μπορούν να εξασφαλιστούν με περισσότερα περιουσιακά στοιχεία, όπως περισσότερες απαιτήσεις. Ως εκ τούτου, καθώς ο δανειολήπτης

δημιουργεί απαιτήσεις από νέες πωλήσεις ή δημιουργεί περισσότερα αποθέματα, αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι γενικά επιλέξιμα για συμπερίληψη στη «βάση δανεισμού». Αυτή η συμφωνία απαιτεί συνεχή παρακολούθηση των εξασφαλίσεων από τον δανειστή για τον έλεγχο και τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Συνήθως ο δανειστής ελέγχει τα περιουσιακά στοιχεία του δανειολήπτη καθημερινά, για να παρακολουθεί και να διασφαλίζει την απόδοση του δανείου που έχει λάβει ο δανειολήπτης (von der Becke & Sornette, 2017).

Ως μη εξασφαλισμένα δάνεια, τα δάνεια που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία εκθέτουν τον δανειστή στον γενικό πιστωτικό κίνδυνο, δηλαδή στον κίνδυνο που σχετίζεται με την «ακεραιότητα, τον ηθικό χαρακτήρα, τις συνήθειες πληρωμής του χρέους και την ικανότητα του προτεινόμενου δανειολήπτη». Επιπλέον, ο δανειστής που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία εκτίθεται σε κινδύνους που σχετίζονται ειδικά με τους μηχανισμούς διασφάλισης στους οποίους βασίζεται η μέθοδος δανεισμού βάσει περιουσιακών στοιχείων, όπως (Smith et al., 2020) :

- Κίνδυνος εξασφαλίσεων/εγγυήσεων : Δηλαδή ο κίνδυνος ότι η εξασφάλιση του δανείου θα μειωθεί σε αξία μετά την έναρξη του δανείου και θα είναι ανεπαρκής για τη ρευστοποίηση του δανείου. Στην περίπτωση εισπρακτέων λογαριασμών, για παράδειγμα, το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να μειωθεί με πιστωτικές σημειώσεις (για επιστροφές, λάθη ή ζημιές), διαγραφές (δηλαδή για επισφαλείς απαιτήσεις), εκπτώσεις πληρωμών, καθώς και εκπτώσεις και επιδόματα πελατών.
- Παράπλευρη έλλειψη ρευστότητας : Δηλαδή ο κίνδυνος ότι η διαδικασία ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων θα είναι χρονοβόρα και δαπανηρή, μειώνοντας τις τελικές αποδόσεις. Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί θεωρούνται περιουσιακά στοιχεία υψηλής ρευστότητας, ενώ τα αποθέματα μπορεί να είναι πιο δύσκολο να αποτιμηθούν, να παρακολουθηθούν και να ρευστοποιηθούν.
- Νομικός κίνδυνος : Δηλαδή ο κίνδυνος να υπάρχουν δαπανηρά νομικά λάθη, λόγω ανεπαρκούς νομικής τεκμηρίωσης ή κακής διαχείρισης της δανειακής διευκόλυνσης.

Υπό το φως των παραπάνω κινδύνων, ιδιαίτερα της αναμενόμενης μείωσης της αξίας του ενεργητικού και των ζημιών, οι δανειστές που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία συνήθως δανείζουν με έκπτωση στην πραγματική αξία των εξασφαλισμένων περιουσιακών στοιχείων. Για τους εισπρακτέους λογαριασμούς, ένας δείκτης δανείου προς αξία (loan-to-value ratio) της τάξεως του 80-85% θεωρείται φυσιολογικός. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση των λιγότερων ρευστών περιουσιακών στοιχείων, ο δείκτης δανείου προς αξία μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερος. Για παράδειγμα, εάν το απόθεμα είναι το εξασφαλισμένο περιουσιακό στοιχείο, ο δανειστής μπορεί να χορηγήσει πίστωση έως και 40% της εκτιμώμενης αξίας. Οι δανειστές συχνά αναζητούν πληροφορίες σχετικά με το κατάλληλο δείκτη δανείου προς αξία από εξειδικευμένες εταιρείες αξιολόγησης, οι οποίες αξιολογούν την αξία της ασφάλειας των αποθεμάτων των αγαθών. Το επιτόκιο που εφαρμόζεται στο δάνειο αντανακλά επίσης την ποιότητα και τη ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων και είναι συχνά υψηλότερο από το επιτόκιο των συμβατικών τραπεζικών δανείων. Επιπλέον, μια χρέωση υπηρεσιών για την κάλυψη των εξόδων διαχείρισης του λογαριασμού προστίθεται στο κόστος του δανειολήπτη (Alan & Gaur, 2018).

Αν και το κόστος των κεφαλαίων μπορεί να είναι υψηλότερο από ότι στον παραδοσιακό δανεισμό, έχει παρατηρηθεί μείωση του κόστους του δανεισμού που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς αυτός ο τύπος χρηματοδότησης, που παλαιότερα θεωρούνταν ως η έσχατη επιλογή για τις επιχειρήσεις που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσκολίες, έχει γίνει ευρέως αποδεκτό από τους χρηματοδότες και ολοένα και πιο δημοφιλές στην επιχειρηματική κοινότητα. Με την πάροδο του χρόνου, ο αυξημένος ανταγωνισμός εντός του κλάδου συνέβαλε επίσης στη μείωση του κόστους δανεισμού που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, καθώς πολλοί παίκτες εισήλθαν στην αγορά, συμπεριλαμβανομένων των παραδοσιακών εμπορικών εταιρειών χρηματοδότησης, των εταιρειών που ασχολούνται με αμοιβαία κεφάλαια και αυτών που έχουν αρκετά μετρητά και επιδιώκουν να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους (Abdulsaleh & Worthington, 2013).

Ενάντια σε αυτή τη μεσοπρόθεσμη έως μακροπρόθεσμη τάση, ωστόσο, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09 έχει επιφέρει αυξημένο κόστος για δανεισμό βασισμένο σε περιουσιακά στοιχεία, όπως και σε άλλες πιο παραδοσιακές μορφές

δανεισμού. Αυτό οφείλεται εν μέρει στο ότι η αξία των εξασφαλίσεων/εγγυήσεων μειώθηκε, ενώ η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων αυξήθηκε. Το παγκόσμιο, εθελοντικό ρυθμιστικό πλαίσιο με τίτλο «Βασιλεία III» έχει επίσης επιδράσεις στον κλάδο, αυξάνοντας τις τιμές των δανειοδοτικών προϊόντων, αν και το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο δεν ευνοεί ιδιαίτερα τα δάνεια που εξασφαλίζονται με αποθέματα και απαιτήσεις. Αντιθέτως, πρέπει να αναμένονται ορισμένες έμμεσες επιπτώσεις, με την έννοια ότι τα νέα ρυθμιστικά πρότυπα ενδέχεται να αυξήσουν το κόστος χρηματοδότησης από ρυθμιζόμενες τράπεζες και ενδέχεται να μειώσουν το επίπεδο των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούν οι τράπεζες σε αυτόν τον τομέα. Αυτό μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες για μη τραπεζικούς δανεισμούς, οι οποίοι δεν υπόκεινται στις ίδιες δαπανηρές κεφαλαιακές απαιτήσεις (Smith et al., 2012).

2.2 Η μέθοδος χρηματοδότησης factoring

Το Factoring είναι μια μέθοδος βραχυπρόθεσμου μηχανισμού χρηματοδότησης, με τον οποίο μια επιχείρηση («πωλητής») λαμβάνει μετρητά από ένα εξειδικευμένο ίδρυμα («factor»), σε αντάλλαγμα για τους εισπρακτέους λογαριασμούς της, οι οποίοι προκύπτουν από τις πωλήσεις αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών της σε πελάτες («αγοραστές»). Με άλλους όρους, ο οργανισμός (εξειδικευμένο ίδρυμα) αγοράζει το δικαίωμα να εισπράττει τα τιμολόγια μιας επιχείρησης από τους πελάτες της, πληρώνοντας στην εταιρεία την ονομαστική αξία αυτών των τιμολογίων, μείον μια έκπτωση. Στη συνέχεια, ο οργανισμός (εξειδικευμένο ίδρυμα) προχωρά στην είσπραξη πληρωμών από τους πελάτες της εταιρείας κατά την ημερομηνία λήξης των τιμολογίων. Η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας των τιμολογίων και του ποσού που προκαταβάλλεται από τον συντελεστή αποτελούν τον «αποθεματικό». Αυτό καταβάλλεται στον πωλητή όταν οι απαιτήσεις καταβάλλονται στον συντελεστή, μείον τους τόκους και τις προμήθειες των υπηρεσιών. Συνήθως, το επιτόκιο κυμαίνεται από 1,5% έως 3% επί του βασικού επιτοκίου και οι αμοιβές υπηρεσιών κυμαίνονται από 0,2% έως 0,5% του κύκλου εργασιών (Drake & Fabozzi, 2011).

Το Factoring είναι επομένως μια τεχνολογία χρηματοδότησης συναλλαγών, που βασίζεται σε δεδομένα, παρόμοια με τον δανεισμό που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, καθώς η χρηματοδότηση εξαρτάται από την αξία ενός υποκείμενου

περιουσιακού στοιχείου και όχι από την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Ωστόσο, διαφέρει από τον δανεισμό που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία στις ακόλουθες πτυχές (Hanif, 2010) :

- Περιλαμβάνει αποκλειστικά τη χρηματοδότηση των εισπρακτέων λογαριασμών και όχι ένα ευρύτερο φάσμα περιουσιακών στοιχείων.
- Το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο πωλείται στον οργανισμό (εξειδικευμένο ίδρυμα) με έκπτωση, αντί να παρέχεται ως εξασφάλιση/εγγύηση.
- Είναι μια δέσμη τριών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δηλαδή ένα στοιχείο χρηματοδότησης, ένα στοιχείο πίστωσης και ένα στοιχείο είσπραξης, καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις ο δανειολήπτης αναθέτει στον οργανισμό τις πιστωτικές και εισπρακτικές του δραστηριότητες.

Το Factoring διαφέρει επίσης από τον συμβατικό τραπεζικό δανεισμό και τον δανεισμό που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, καθώς δεν δημιουργεί χρέος στον ισολογισμό της εταιρείας και δεν υπάρχουν δάνεια προς αποπληρωμή. Με την πώληση των εισπρακτέων λογαριασμών σε έναν οργανισμό, η επιχείρηση είναι σε θέση να μετατρέψει γρήγορα τους εισπρακτέους λογαριασμούς της σε ένα άλλο περιουσιακό στοιχείο, όπου είναι τα μετρητά. Μια βασική πτυχή του Factoring είναι ότι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη αντιμετωπίζεται εστιάζοντας στην ποιότητα ενός τρίτου μέρους, του πελάτη του δανειολήπτη. Είναι ο τελευταίος που γίνεται οφειλέτης και ανταποκρίνεται για τις υποχρεώσεις του απευθείας στον οργανισμό, ο οποίος αναλαμβάνει εξ ολοκλήρου τον πιστωτικό κίνδυνο και την είσπραξη των λογαριασμών (Drake & Fabozzi, 2011).

Έτσι, μέσω του Factoring, ο οργανισμός αναλαμβάνει το κόστος που συνεπάγεται στη συλλογή πληροφοριών για τους αγοραστές, αφού αναλύει την εξειδίκευση των παραγόντων σε συγκεκριμένα τμήματα του κλάδου, την ανάπτυξη ακριβέστερης γνώσης της αγοράς και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Στην περίπτωση του «συνηθισμένου Factoring», όταν η επιχείρηση πουλά το πλήρες χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων της, το κόστος αυτό μπορεί να είναι σημαντικό, καθώς ο οργανισμός

πρέπει να συλλέγει πιστωτικές πληροφορίες και να υπολογίζει τον πιστωτικό κίνδυνο για πολλούς αγοραστές. Για το λόγο αυτό, το συνηθισμένο Factoring παρατηρείται συχνότερα σε χώρες με καλά ανεπτυγμένη χρηματοοικονομική υποδομή (π.χ. πιστωτικά γραφεία ή/και μητρώα πιστώσεων), όπου επιτρέπει στον οργανισμό να έχει πρόσβαση σε πληροφορίες για πολλούς αγοραστές με σχετικά χαμηλό κόστος, ενώ διαφοροποιεί τον κίνδυνο (Caouette et al.,2011).

Στην περίπτωση του «reverse factoring», ο οργανισμός αγοράζει εισπρακτέους λογαριασμούς μόνο από επιλεγμένους πελάτες της εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο, ο οργανισμός αυξάνει την έκθεση του σε κίνδυνο σε έναν πελάτη, αλλά το κόστος απόκτησης πληροφοριών και εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου είναι χαμηλότερο και, συνήθως, γίνονται αποδεκτές μόνο οι απαιτήσεις υψηλής ποιότητας. Από αυτή την άποψη, το reverse factoring μπορεί να είναι ιδιαίτερα κατάλληλο για τη χρηματοδότηση απαιτήσεων από διαπιστευμένες εταιρείες που είναι πιο αξιόπιστες από τον πωλητή, όπως μεγάλες εταιρείες ή ξένοι όμιλοι. Με άλλους όρους, το Factoring μπορεί να επιτρέψει σε προμηθευτές υψηλού κινδύνου να μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο στους υψηλότερης ποιότητας πελάτες. Πράγματι, μια συμφωνία απαιτήσεων reverse factoring τυπικά δημιουργείται από έναν μεγάλο πελάτη που αγοράζει αγαθά από έναν αριθμό μικρών προμηθευτών. Σε αυτή την περίπτωση, ο οργανισμός συμφωνεί να χρηματοδοτήσει οποιοσδήποτε από τις απαιτήσεις της επιχείρησης που δημιουργούνται από τα τιμολόγια των μικρών προμηθευτών. Το όφελος για τον μεγάλο πελάτη είναι ότι, σε αντάλλαγμα για την χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης, οι πωλητές μπορούν να συμφωνήσουν σε ευνοϊκότερους όρους πώλησης (Smith et al., 2012).

Το Reverse Factoring είναι βασικό συστατικό στην χρηματοδότηση της εφοδιαστικής αλυσίδας, όπου αποτελεί ένα σύνολο ρυθμίσεων μεταξύ των μελών της εφοδιαστικής αλυσίδας, κυρίως όσον αφορά τη χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση. Σε αυτό το πλαίσιο, το reverse factoring είναι ένα μέσο για τους αξιόπιστους αγοραστές με στόχο να διευκολύνουν τις ευνοϊκές επιλογές χρηματοδότησης για τους προμηθευτές τους, επιβεβαιώνοντας ρητά τις παραδόσεις και τις υποχρεώσεις πληρωμής που προκύπτουν σε έναν οργανισμό (von der Becke & Sornette, 2017).

Το Factoring μπορεί επίσης να πραγματοποιηθεί διασυνοριακά («εξαγωγικό» ή «διεθνές» factoring), μειώνοντας τον κίνδυνο διεθνών πωλήσεων. Με την εξωτερική ανάθεση της πιστωτικής λειτουργίας σε έναν οργανισμό, οι εξαγωγείς μπορούν να μειώσουν σημαντικά το κόστος συλλογής πιστώσεων στο εξωτερικό, καθώς και τους κινδύνους των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ο «οργανισμός εξαγωγής» προσδιορίζει έναν «οργανισμό εισαγωγής» στην ξένη αγορά και εκχωρεί σε αυτόν την ανταπόκριση των απαιτήσεων. Είναι ο οργανισμός εισαγωγής που, έναντι αμοιβής, ερευνά την πιστοληπτική ικανότητα των αγοραστών και καθορίζει τις πιστωτικές ροές. Στην πραγματικότητα, το εξαγωγικό factoring παρουσιάζει πλεονεκτήματα και για τους αγοραστές, οι οποίοι δεν χρειάζεται να πραγματοποιήσουν πιστώσεις και να διατηρήσουν τις σχετικές επιβαρύνσεις. Ο οργανισμός εισαγωγής εισπράττει την πλήρη τιμολογιακή αξία κατά τη λήξη και μεταφέρει κεφάλαια στον οργανισμό εξαγωγής, ο οποίος στη συνέχεια πληρώνει στον εξαγωγέα το οφειλόμενο υπόλοιπο. Καθώς η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των αγοραστών διενεργείται από τον οργανισμό εισαγωγής πριν από τη συμφωνία για την αγορά των απαιτήσεων, η έγκριση της συμφωνίας Factoring μπορεί επίσης να δώσει στον πωλητή ένα σημαντικό μήνυμα για τους ξένους επιχειρηματικούς εταίρους (Abdulsaleh & Worthington, 2013).

Από την άποψη αυτή, το Factoring είναι επίσης ένα μέσο εμπορικής χρηματοδότησης, το οποίο αποτελεί συχνά βασικό εργαλείο για τη διεθνή δραστηριότητα των επιχειρήσεων και περιλαμβάνει άλλους διαφορετικούς μηχανισμούς χρηματοδότησης, όπως δανεισμός, έκδοση πιστωτικών επιστολών, εξαγωγικές πιστώσεις και ασφάλειες. Παρόλο που η χρηματοδότηση στο πλαίσιο του Factoring δεν εξαρτάται από τη συνολική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, οι πληροφορίες για τον πωλητή μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τον οργανισμό για τον προσδιορισμό του «επιτοκίου προκαταβολής» των απαιτήσεων, δηλαδή του μεριδίου της αξίας τους που προκαταβάλλεται στον πωλητή. Αυτό το ποσοστό βασίζεται συνήθως στην ιστορική εμπειρία απομείωσης και μπορεί να προσαρμοστεί με την πάροδο του χρόνου για να ληφθούν υπόψη οι αλλαγές σε συγκεκριμένες απαιτήσεις (Alan & Gaur, 2018).

Ο πωλητής μπορεί να επιβαρυνθεί με πρόσθετα κόστη, όπως χρεώσεις πιστωτικής προστασίας, στην περίπτωση του Factoring «χωρίς προσφυγή», όπου ο οργανισμός αναλαμβάνει τον τίτλο των λογαριασμών και το μεγαλύτερο μέρος του κινδύνου αθέτησης, επειδή δεν έχει καμία αξίωση (για την προσφυγή) έναντι του προμηθευτή σε

περίπτωση αθέτησης των λογαριασμών. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση του Factoring «με προσφυγή», ο οργανισμός έχει αξίωση έναντι του πωλητή για οποιοδήποτε έλλειμμα πληρωμής λογαριασμού. Ωστόσο, ακόμη και στην περίπτωση των απαιτήσεων του Factoring «χωρίς προσφυγή», υπάρχει κάποια κατανομή κινδύνου μεταξύ του οργανισμού και του πωλητή, με τη μορφή του «αποθεματικού», δηλαδή η διαφορά μεταξύ της πραγματικής αξίας των λογαριασμών και του επιτοκίου προκαταβολής, που μπορεί να χρησιμοποιείται από τον οργανισμό για την κάλυψη ελλείψεων πληρωμών. Σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ, το Factoring απαιτήσεων «χωρίς προσφυγή» υιοθετείται σε μεγάλο βαθμό, ενώ στις αναδυόμενες αγορές η πλειονότητα του το Factoring γίνεται με βάση την «προσφυγή», λόγω των μεγαλύτερων δυσκολιών που αντιμετωπίζει ο οργανισμός στην εκτίμηση του κινδύνου αθέτησης των υποκείμενων λογαριασμών (Alan & Gaur, 2018).

2.3 Η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς

Η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς (Purchase Order Finance ή POF) είναι μια εξαιρετικά στοχευμένη μορφή χρηματοδότησης που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, που προορίζεται να επιτρέψει σε μια επιχείρηση να εκπληρώσει μια συγκεκριμένη παραγγελία ενός πελάτη, έτσι ώστε να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες της αγοράς που θα χαθούν λόγω της έλλειψης των οικονομικών πόρων για την αγορά εισροών και την παράδοση των εκροών (Smith et al., 2020).

Η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς χρηματοδοτεί το στάδιο παραγωγής των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, καθώς συνίσταται σε προκαταβολή κεφαλαίου κίνησης για την κάλυψη μέρους της παραγωγής ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας που ζητείται από έναν ή περισσότερους συγκεκριμένους πελάτες. Πιο αναλυτικά, μέσω της μεθόδου χρηματοδότησης της εντολής αγοράς, η επιχείρηση λαμβάνει μια επαληθευμένη εντολή αγοράς από έναν πελάτη και εκτιμά το άμεσο κόστος που απαιτείται για την παραγωγή και την παράδοση του προϊόντος, το οποίο μπορεί να περιλαμβάνει την εργασία, τις πρώτες ύλες, την συσκευασία, την αποστολή και την ασφάλιση. Η εντολή αγοράς υποβάλλεται σε χρηματοδότη, ο οποίος βασίζεται στην απόφαση πίστωσης στο εάν η παραγγελία προέρχεται από φερέγγυο πελάτη ή υποστηρίζεται από αμετάκλητη πιστωτική επιστολή από αξιόπιστη τράπεζα και στο

εάν η επιχείρηση μπορεί να παράγει και να παραδώσει το προϊόν σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης. Εάν το δάνειο εγκριθεί, ο χρηματοδότης προκαταβάλλει ένα μερίδιο της συνολικής αξίας της παραγγελίας, συνήθως πληρώνοντας το εγκεκριμένο κόστος απευθείας στους προμηθευτές. Μόλις ολοκληρωθεί η παραγωγή και η παράδοση, οι εισπρακτέοι λογαριασμοί από τον πελάτη είτε εκχωρούνται στον χρηματοδότη, όπως στην περίπτωση του Factoring, είτε η πληρωμή κατευθύνεται σε λογαριασμό υπό τον έλεγχο του χρηματοδότη. Είναι μια παρόμοια κατάσταση με το factoring, όπου όταν ο χρηματοδότης λαμβάνει πληρωμή, αφαιρεί το ποσό της προκαταβολής και τους τόκους ή τις προμήθειες και αποδίδει το υπόλοιπο στην επιχείρηση (von der Becke & Sornette, 2017).

Όπως και στην περίπτωση του Factoring, η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς επιτρέπει στην επιχείρηση να μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο σε έναν πιο αξιόπιστο πελάτη, ο οποίος είναι συχνά μια μεγαλύτερη επιχείρηση ή μια κρατική υπηρεσία. Ωστόσο, το επιτόκιο προκαταβολής είναι γενικά χαμηλότερο από ότι στην περίπτωση του Factoring, καθώς η μέθοδος χρηματοδότησης της εντολής αγοράς συνεπάγεται σε υψηλότερο κόστος και κινδύνους για τον χρηματοδότη. Στην πραγματικότητα, αυτός ο μηχανισμός απαιτεί πιο εντατική παρακολούθηση της λειτουργίας της επιχείρησης και ο χρηματοδότης αναλαμβάνει τον κίνδυνο σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν θα μπορέσει να ανταποκριθεί στην παραγγελία, καθώς και τον κίνδυνο που σχετίζεται με ελλείψεις πληρωμών από τους πελάτες. Κατά συνέπεια, τα επιτόκια και οι προμήθειες είναι συνήθως υψηλότερα από ότι σε άλλες μορφές χρηματοδότησης που βασίζονται στα περιουσιακά στοιχεία. Επίσης, ο χρηματοδότης μπορεί να λάβει εγγυήσεις και άλλες εξασφαλίσεις, όπως αποθέματα και συναλλαγματικές, για να μετριάσει τον κίνδυνο (Hanif, 2010).

Επιπλέον, ο δανειστής της εντολής αγοράς μπορεί να απαιτήσει να παρέμβει ένας οργανισμός στη συναλλαγή, εάν οι όροι πληρωμής του πελάτη υπερβαίνουν ένα ορισμένο όριο (δηλαδή 60 ή 90 ημέρες). Ο οργανισμός αγοράζει τα εκκρεμή τιμολόγια με έκπτωση και έτσι παρέχει άμεση πληρωμή στον δανειστή της εντολής αγοράς και εισπράττει ολόκληρο το ποσό των τιμολογίων αργότερα. Καθώς ο οργανισμός προσθέτει το κέρδος του στη διαδικασία, το συνολικό κόστος της λειτουργίας για την επιχείρηση μπορεί να είναι σημαντικά υψηλότερο. Οι συναλλαγές χρηματοδότησης πριν από την εξαγωγή είναι παρόμοιες με τις πράξεις της μεθόδου χρηματοδότησης της

εντολής αγοράς, αλλά εφαρμόζονται ειδικά σε εξαγωγές. Συνίστανται στην επέκταση της χρηματοδότησης έναντι παραγγελιών που έχουν υποβληθεί και επιβεβαιωθεί από ξένους αγοραστές, αφού ο δανειστής έχει αξιολογήσει την πιστοληπτική τους ικανότητα. Εκτός από τους κινδύνους που συνεπάγεται μια παραδοσιακή πράξη της μεθόδου χρηματοδότησης της εντολής αγοράς, ο χρηματοδότης πρέπει επίσης να αξιολογήσει τους πολιτικούς και νομικούς κινδύνους που συνεπάγονται στη διασυνοριακή συναλλαγή, όπως ο κίνδυνος απαλλοτρίωσης, κυρώσεων, αλλαγής νόμου που εισάγει διακρίσεις ή ο αντίκτυπος της τοπικής νομοθεσίας περί αφερεγγυότητας (Caouette et al.,2011).

2.4 Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω αποδείξεων αποθήκης

Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω αποδείξεων αποθήκης (warehouse receipts) είναι ένας μηχανισμός χρηματοδότησης που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τον οποίο τα δάνεια διασφαλίζονται από εμπορεύματα που κατατίθενται σε πιστοποιημένη αποθήκη. Βάσει αυτής της συμφωνίας, οι παραγωγοί και οι έμποροι προϊόντων ή/και υπηρεσιών καταθέτουν τα εμπορεύματα σε μια αποθήκη, η οποία προσφέρει ασφαλή αποθήκευση και εκδίδει μια απόδειξη που πιστοποιεί ότι έχει στην κατοχή της μια καθορισμένη ποσότητα ενός εμπορεύματος που πληροί συγκεκριμένα πρότυπα. Η απόδειξη μπορεί στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί από τον καταθέτη ως εξασφάλιση για ένα δάνειο, με το οποίο ο δανειστής δεσμεύει το εμπόρευμα, έτσι ώστε αυτό να μην μπορεί να πουληθεί πριν αποπληρωθεί το δάνειο. Όπως και στην περίπτωση του δανεισμού που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, το ποσό που μπορεί να δανειστεί η επιχείρηση είναι συνήθως ένα μερίδιο (50-80%) της αποθηκευμένης αξίας του εμπορεύματος. Το κόστος που συνεπάγεται στους μηχανισμούς για τον δανειολήπτη περιλαμβάνει τόκους, φόρους και προμήθειες αποθήκευσης (Abdul Aziz & Gintzburger, 2009).

Η μέθοδος χρηματοδότησης μέσω αποδείξεων αποθήκης μπορεί να οργανωθεί με διαφορετικές διατάξεις αποθήκευσης όπως (von der Becke & Sornette, 2017) :

- **Ιδιωτικές αποθήκες :** Όπου η κατασκευή και η αποθήκευση των προϊόντων γίνονται κάτω από την ίδια στέγη. Επομένως, ο ίδιος κατασκευαστής

(οφειλέτης) μπορεί να εκδώσει απόδειξη αποθήκης για να χρησιμοποιηθεί ως εγγύηση με τον δανειστή.

- Δημόσιες αποθήκες : Όπου ένας εξειδικευμένος χειριστής αποθηκεύει εμπορεύματα για τρίτους έναντι καθορισμένης αμοιβής και εκδίδει αποδείξεις.
- Αποθήκες υπαίθρου : Όπου μια εταιρεία διαχείρισης εξασφαλίσεων ή πιστωτικής υποστήριξης αναλαμβάνει την αποθήκη ενός καταθέτη ή μιας δημόσιας αποθήκης με μίσθωση έναντι ονομαστικής αμοιβής και είναι υπεύθυνη για τον έλεγχο των εμπορευμάτων που θα χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση.

Εκτός από τον διαχειριστή της αποθήκης, το σύστημα της μεθόδου χρηματοδότησης μέσω αποδείξεων δεσμεύει εξειδικευμένους παρόχους υπηρεσιών, όπως αυτούς που προσφέρουν υπηρεσίες πιστοποίησης και επιθεώρησης τόσο στους καταθέτες όσο και στους δανειστές, για να διασφαλίσει ότι η αποθήκη πληροί τα απαραίτητα πρότυπα για ασφαλή αποθήκευση. Επιπλέον, οι ασφαλιστικές εταιρείες παρέχουν γενικά προστασία από απώλειες εμπορευμάτων στην αποθήκη. Καθώς οι αποθήκες συνήθως διατηρούν αρχεία σχετικά με την απόδοση των παραγωγών, αυτό το σύστημα μπορεί επίσης να λειτουργήσει για τη δημιουργία πληροφοριών σχετικά με τρέχοντες και πιθανούς δανειολήπτες, όπου μπορεί να είναι χρήσιμες για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με την πάροδο του χρόνου, ειδικά όταν λείπουν άλλες πληροφορίες του πιστωτικού ιστορικού. Επίσης, καθώς το σύστημα βασίζεται σε σταθερά πρότυπα, η ενσωμάτωση τους στις αποδείξεις βελτιώνει τη γνώση στην αγορά, μειώνοντας την ασυμμετρία πληροφοριών κατά μήκος της αλυσίδας αξίας σχετικά με την ποιότητα και τη διαθεσιμότητα των προϊόντων (Drake & Fabozzi, 2011).

2.5 Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing)

Σε πολλές χώρες, η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) είναι ένας κοινός μηχανισμός για τη χρηματοδότηση της χρήσης και αγοράς εξοπλισμού, μηχανοκίνητων οχημάτων και ακινήτων από επιχειρήσεις. Ανάλογα με άλλες μορφές χρηματοδότησης που βασίζεται σε περιουσιακά στοιχεία, το leasing εξαρτάται από την αξία ενός

υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και από την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει επαρκείς ταμειακές ροές από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες για την κάλυψη των τακτικών πληρωμών, παρά από τη συνολική πιστοληπτική της ικανότητα όπως αξιολογείται μέσω των οικονομικών καταστάσεων, το πιστωτικό ιστορικό και τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού. Τυπικά, η γνώση σχετικά με τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών λειτουργιών χρησιμοποιείται από τον χρηματοδότη για τη δημιουργία δεικτών επάρκειας των μελλοντικών ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, το leasing είναι μια συμφωνία με βάση την οποία ο ιδιοκτήτης ενός περιουσιακού στοιχείου (εκμισθωτής) παρέχει σε έναν πελάτη (μισθωτή) το δικαίωμα να χρησιμοποιήσει το περιουσιακό στοιχείο για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με αντάλλαγμα μια σειρά πληρωμών. Ο εκμισθωτής παραμένει ο νόμιμος κάτοχος του περιουσιακού στοιχείου καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης και η κυριότητα μπορεί ή όχι να μεταβιβαστεί στον μισθωτή στο τέλος της σύμβασης (Abdulsaleh & Worthington, 2013).

Στο πλαίσιο μιας «χρηματοοικονομικής μίσθωσης», ο πελάτης φέρει τους κινδύνους και τα οφέλη της ιδιοκτησίας του περιουσιακού στοιχείου, αν και ο εκμισθωτής παραμένει ο νόμιμος ιδιοκτήτης του περιουσιακού στοιχείου καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης. Με άλλους όρους, ο μισθωτής επωφελείται από την οικονομική ζωή ενός περιουσιακού στοιχείου με παρόμοιο τρόπο με έναν νόμιμο ιδιοκτήτη και αναλαμβάνει σχετικούς κινδύνους, όπως ευθύνες συντήρησης και ασφάλισης. Αυτό περιλαμβάνει συμβάσεις όπου η διάρκεια της μίσθωσης πλησιάζει την ωφέλιμη οικονομική ζωή του περιουσιακού στοιχείου, καθώς και συμβάσεις όπου ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να γίνει ιδιοκτήτης του περιουσιακού στοιχείου στο τέλος της μίσθωσης, αυτόματα ή αγοράζοντας το περιουσιακό στοιχείο για ένα καθορισμένο ονομαστικό ποσό. Συνήθως, οι χρηματοδοτικές μισθώσεις χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, αντί να καταφεύγουν σε μακροπρόθεσμο δανεισμό για την απόκτηση αυτών των περιουσιακών στοιχείων (von der Becke & Sornette, 2017).

Μια σύμβαση «μίσθωσης-αγοράς» λειτουργεί με παρόμοιο τρόπο με τη χρηματοδοτική μίσθωση (leasing), καθώς ο πελάτης πληρώνει για ένα περιουσιακό στοιχείο σε τακτική βάση, ενώ επωφελείται από τη χρήση του. Ωστόσο, η μίσθωση-αγορά είναι ένας τύπος αγοράς με δόσεις, με μια σαφώς καθορισμένη επιλογή αγοράς για τον πελάτη, ο οποίος συμφωνεί να πληρώσει το κόστος του περιουσιακού στοιχείου με την πάροδο του

χρόνου, συμπεριλαμβανομένου του κεφαλαίου και των τόκων για την περίοδο που χρησιμοποιείται το περιουσιακό στοιχείο. Στην περίπτωση αυτή, ο αγοραστής αποκτά την ιδιοκτησία του περιουσιακού στοιχείου κατά την υπογραφή της συμφωνίας, αλλά η κυριότητα μεταβιβάζεται μόνο με την πλήρη εξόφληση του ποσού αγοράς. Από την άλλη πλευρά, μια «λειτουργική μίσθωση» έχει συνήθως μικρότερη διάρκεια από την ωφέλιμη οικονομική ζωή του περιουσιακού στοιχείου και ο πελάτης δεν έχει τη δυνατότητα να το αγοράσει στο τέλος της σύμβασης ή μπορεί να το αποκτήσει σε τιμή υψηλότερη από την συμφωνία της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Επομένως, μια λειτουργική μίσθωση είναι ουσιαστικά μια σύμβαση μίσθωσης για την προσωρινή χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου (Hanif, 2010).

Σε σύγκριση με τη συμβατική τραπεζική χρηματοδότηση, σε μια σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν απαιτείται προκαταβολή ή συγκεκριμένη προκαταβολή μετρητών ή εγγύηση. Με αυτόν τον τρόπο, η χρηματοδοτική μίσθωση μπορεί να χρηματοδοτήσει ένα υψηλότερο ποσοστό του κεφαλαιακού κόστους του εξοπλισμού, επιτρέποντας έτσι στην επιχειρηματική οντότητα να διατηρήσει τους ταμειακούς της πόρους ή τις υπάρχουσες τραπεζικές διευκολύνσεις για την κάλυψη των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης. Από την άλλη πλευρά, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου, το συνολικό κόστος πρόσβασης σε αυτό μπορεί να είναι υψηλότερο από ότι στην περίπτωση της οριστικής αγοράς και η επιχείρηση δεν δημιουργεί ίδια κεφάλαια σε κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία (Caouette et al., 2011).

Μια άλλη σχετική διαφορά σε σχέση με τη συμβατική χρηματοδότηση χρέους μπορεί να αφορά τον αντίκτυπο της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης στον ισολογισμό της επιχείρησης. Μια χρηματοδοτική μίσθωση γενικά κεφαλαιοποιείται στον ισολογισμό, προσθέτοντας έτσι τη μόχλευση των εταιρειών, αν και η επιχείρηση μπορεί να διασπάσει την πληρωμή μίσθωσης σε τόκους και αποπληρωμή κεφαλαίου και να χρεώσει τους τόκους που καταβάλλονται για τη μίσθωση κάθε χρόνο, καθώς και να αποσβέσει το κόστος του περιουσιακού στοιχείου κατά τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου. Από την άλλη πλευρά, μια λειτουργική μίσθωση καταλογίζεται στα έξοδα. Από την άποψη αυτή, όσον αφορά μια αγορά περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτείται από μια τράπεζα, το κύριο πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η σημαντικά χαμηλότερη προεξοφλημένη παρούσα

αξία των εκταμιεύσεων των μετρητών κατά τη διάρκεια της μίσθωσης. Στην πραγματικότητα, οι συνολικές περιοδικές πληρωμές μισθωμάτων, που προκύπτουν από το κόστος χρηματοδότησης που σχετίζεται με τους τόκους και τις πληρωμές έναντι του κεφαλαίου, μπορούν να καταχωρηθούν από τον μισθωτή ως επιχειρηματικό έξοδο για την προστασία έναντι της φορολογικής υποχρέωσης επί του πραγματοποιηθέντος εισοδήματος (Smith et al., 2012).

Ως μορφή βραχυπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης, η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει επίσης σχετικά μη χρηματικά πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις. Κυρίως, τα συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι συνήθως ευέλικτα στις ανάγκες των πελατών. Μπορούν να επιτρέψουν την αγορά του περιουσιακού στοιχείου κατά τη λήξη της σύμβασης, την ακύρωση της μίσθωσης πριν από τη λήξη της σύμβασης, την ανανέωση της μίσθωσης για πρόσθετες περιόδους, την προστασία του πελάτη από αυξήσεις στα μελλοντικά επιτόκια μίσθωσης, καθώς και την προσαρμογή των πληρωμών μισθωμάτων στο πρότυπο δημιουργίας ταμειακών ροών του μισθωτή. Οι συμφωνίες χρηματοδοτικής μίσθωσης διανέμονται μέσω διαφορετικών διαύλων, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζικών δικτύων, των εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης, των πωλητών και των εμπόρων εξοπλισμού. Σε πολλές χώρες, το πιο δημοφιλές κανάλι για πρόσβαση σε συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι τα σημεία πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου ή μέσω του καναλιού του προμηθευτή. Το κύριο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι η χρηματοδοτική μίσθωση λειτουργεί ως «one-stop-shop», τόσο για την αγορά όσο και για τη χρηματοδότηση του εξοπλισμού (Alan & Gaur, 2018).

Κεφάλαιο 3^ο : Χρηματοδότηση μέσω εναλλακτικού χρέους (alternative debt)

Οι μορφές εναλλακτικού χρέους διαφέρουν από τον παραδοσιακό δανεισμό, καθώς οι επενδυτές στην κεφαλαιαγορά και όχι οι τράπεζες παρέχουν τη χρηματοδότηση στις επιχειρήσεις. Αυτές οι μορφές περιλαμβάνουν «άμεσα» εργαλεία για την άντληση κεφαλαίων από επενδυτές στην κεφαλαιαγορά, όπως εταιρικά ομόλογα, και «έμμεσα» εργαλεία, όπως τιτλοποιημένο χρέος και ομόλογα κάλυψης. Με το εναλλακτικό χρέος, η επιχείρηση δεν έχει άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, αλλά μάλλον λαμβάνει τραπεζικά δάνεια, η επέκταση των οποίων υποστηρίζεται από δραστηριότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων στην κεφαλαιαγορά. Αυτά τα μέσα υπάρχουν εδώ και αρκετό καιρό, αλλά μπορούν να θεωρηθούν ως «καινοτόμοι» μηχανισμοί χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και επιχειρηματίες, στο βαθμό που μέχρι τώρα είχαν εφαρμοστεί περιορισμένα στον τομέα των επιχειρήσεων (Le et al., 2015).

3.1 Τα εταιρικά ομόλογα (corporate bonds)

Τα εταιρικά ομόλογα είναι χρεωστικές υποχρεώσεις που εκδίδονται από ιδιωτικές και δημόσιες εταιρείες. Με την έκδοση ομολόγων, η εταιρεία δεσμεύεται νομικά να πληρώσει τόκους επί του κεφαλαίου, ανεξάρτητα από την απόδοση της εταιρείας, και να επιστρέψει το κεφάλαιο όταν λήξει το ομόλογο. Ωστόσο, οι όροι της σύμβασης μπορούν να παρέχουν στην εταιρεία το δικαίωμα να κάνει «κλήση», δηλαδή να εξαγοράσει το ομόλογο πριν από την ημερομηνία λήξης. Εάν ζητήσει το ομόλογο, η εταιρεία θα επιστρέψει το κεφάλαιο και πιθανώς ένα πρόσθετο ασφάλιστρο, το οποίο εξαρτάται από το πότε θα πραγματοποιηθεί η «κλήση» σε σχέση με την πραγματική ημερομηνία λήξης. Τα ομόλογα μπορούν να ταξινομηθούν σε σχέση με διάφορα χαρακτηριστικά, όπως η περίοδος λήξης, το είδος των τόκων, η πιστωτική ποιότητα, η αξίωση προτεραιότητας και η εξασφάλιση. Οι όροι και οι προϋποθέσεις της σύμβασης ομολογιών μπορούν να συνδυάσουν αυτά τα χαρακτηριστικά διαφορετικά, προκαλώντας μια μεγάλη ποικιλία υποθέσεων (Gutierrez et al., 2007).

Όσον αφορά την περίοδο λήξης, τα ομόλογα μπορούν να ταξινομηθούν ως βραχυπρόθεσμα (λιγότερο από 3 έτη), μεσοπρόθεσμα (4 έως 10 έτη) ή μακροπρόθεσμα

(πάνω από 10 έτη). Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια των ομολόγων, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος για τους κατόχους ομολόγων, επομένως τόσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο. Οι πληρωμές τόκων ονομάζονται πληρωμές τοκομεριδίων και μπορεί να είναι με σταθερό επιτόκιο καθ' όλη τη διάρκεια του ομολόγου ή με κυμαινόμενο επιτόκιο, βάσει ενός δείκτη ομολόγων ή άλλου δείκτη αναφοράς, όπως τα κρατικά ομόλογα. Υπάρχουν επίσης ομόλογα που δεν καταβάλλονται τόκοι, τα λεγόμενα ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου, τα οποία κάνουν μια ενιαία πληρωμή στη περίοδο λήξης τους που περιλαμβάνει ένα ασφάλιστρο σε σχέση με την τιμή αγοράς. Η τιμή ενός ομολόγου συσχετίζεται αρνητικά με τα επιτόκια της αγοράς, καθώς αυτά καθορίζουν τη σχετική ευκολία για τους επενδυτές του επιτοκίου του τοκομεριδίου που συνδέεται με το ομόλογο. Ως εκ τούτου, για ένα δεδομένο επιτόκιο τοκομεριδίου, εάν τα επιτόκια της αγοράς αυξηθούν, δηλαδή το ομόλογο πληρώνει σχετικά λιγότερο, η τιμή του ομολόγου μειώνεται. Από την άλλη πλευρά, η μείωση των επιτοκίων της αγοράς θα συνεπάγεται σχετικά με την μεγαλύτερη αξία του τοκομεριδίου, άρα και αύξηση της τιμής του ομολόγου (Dietze et al., 2009).

Η πιστοληπτική ποιότητα του ομολόγου καθορίζεται από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι εκχωρούν και επανεξετάζουν περιοδικά τις αξιολογήσεις των ομολόγων. Σύμφωνα με αυτά, τα ομόλογα μπορούν να διακριθούν σε επενδυτικό ή σε μη επενδυτικό βαθμό. Τα τελευταία ορίζονται επίσης ως ομόλογα υψηλής απόδοσης ή κερδοσκοπικά ομόλογα, τα οποία πληρώνουν στους επενδυτές υψηλότερο επιτόκιο με αντάλλαγμα τον υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης. Ένα εταιρικό ομόλογο μπορεί είτε να είναι εξασφαλισμένο με βάση συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, με τα οποία η εταιρεία δεσμεύει συγκεκριμένες εξασφαλίσεις ως ασφάλεια για το ομόλογο, είτε να είναι μη εξασφαλισμένο. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, εάν ο εκδότης αθετήσει τα ομόλογα του, ο επενδυτής έχει μόνο μια γενική αξίωση για το ενεργητικό και τις ταμειακές ροές της εταιρείας. Επίσης, το ομόλογο μπορεί να κατατάσσεται μπροστά από όλες τις άλλες υποχρεώσεις των δανειοληπτών (ανώτερο χρέος), επομένως να έχει αξίωση προτεραιότητας σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων ή να είναι μειωμένη. Οπότε, σε περίπτωση χρεοκοπίας, οι επενδυτές ομολόγων έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων στη διεκδίκηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (Comer & Rodriguez, 2006).

Ο κάτοχος ομολόγου εκτίθεται σε συγκεκριμένους κινδύνους, οι οποίοι γενικά αντικατοπτρίζονται στην τιμή του ομολόγου και στο επιτόκιο του τοκομεριδίου και παρουσιάζονται ως εξής (Goldstein et al., 2015) :

- Πιστωτικός κίνδυνος ή κίνδυνος αθέτησης : Ο πιστωτικός κίνδυνος ή ο κίνδυνος αθέτησης αποτελεί τον κίνδυνο να μην είναι σε θέση μια εταιρεία να καταβάλει έγκαιρα τόκους ή το κεφάλαιο, δηλαδή μπορεί να αθετήσει. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από εξειδικευμένους φορείς αποσκοπούν στην εκτίμηση αυτού του κινδύνου. Για τον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, η σύμβαση ομολογιακού δανείου μπορεί να περιλαμβάνει δεσμεύσεις, δηλαδή όρους για τον οφειλέτη, για παράδειγμα όσον αφορά τους οικονομικούς δείκτες ή τους περιορισμούς στο ύψος του χρέους που μπορεί να αναλάβει η επιχείρηση.
- Κίνδυνος επιτοκίου : Ο συγκεκριμένος κίνδυνος είναι ο κίνδυνος επιτοκίου της αγοράς όπου μπορεί να είναι σχετικά ευνοϊκότερος από το επιτόκιο του τοκομεριδίου. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του ομολόγου, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος να αλλάξουν τα επιτόκια, επομένως τόσο υψηλότερο είναι γενικά το επιτόκιο του τοκομεριδίου.
- Κίνδυνος πληθωρισμού : Ο κίνδυνος πληθωρισμού πρόκειται να μειώσει την πραγματική αξία της επένδυσης και τις πληρωμές των τοκομεριδίων.
- Κίνδυνος ρευστότητας : Είναι ο κίνδυνος ότι το ομόλογο μπορεί να μην διαπραγματεύεται εύκολα ή ότι ο επενδυτής μπορεί να μην λάβει δίκαιη τιμή κατά την πώληση των ομολόγων σε δευτερογενείς αγορές.

Οι απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων για τους εκδότες ομολόγων αποσκοπούν στην αύξηση της διαφάνειας και στη μείωση των κινδύνων των επενδυτών. Για παράδειγμα, στις Ηνωμένες Πολιτείες, μια εταιρεία που σκοπεύει να εκδώσει ομόλογα προς πώληση στο κοινό πρέπει να υποβάλει ενημερωτικό δελτίο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Το ενημερωτικό δελτίο περιγράφει τις οικονομικές συνθήκες της εταιρείας, τους όρους του ομολόγου, τους κινδύνους επένδυσης από την δημόσια προσφορά και

τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία σχεδιάζει να χρησιμοποιήσει τα έσοδα από την πώληση ομολόγων. Επίσης, οι εταιρείες που έχουν εκδώσει ομόλογα σε δημόσια προσφορά υποχρεούνται να υποβάλλουν τριμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις. Ένας άλλος μηχανισμός για την προστασία των επενδυτών είναι ο καταπιστευματοδόχος, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στο οποίο εκχωρείται καταπιστευματική εξουσία από έναν εκδότη ομολόγων για την επιβολή των όρων της σύμβασης. Στην πράξη, ο διαχειριστής είναι υπεύθυνος για την καταχώριση και τη μεταβίβαση του ομολόγου και για την έγκαιρη πληρωμή των τοκομεριδίων και του κεφαλαίου. Είναι σημαντικό ότι ο διαχειριστής ενεργεί για λογαριασμό των επενδυτών εάν ο δανειολήπτης παραβιάζει ορισμένους όρους και προστατεύει τα συμφέροντά τους σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων (Le et al., 2015).

Τα ομόλογα διαπραγματεύονται κυρίως σε μια μη συγκεντρωμένη αγορά διαπραγματευτών, όπου οι επενδυτές κάνουν αγορές μεταξύ αντιπροσώπων για τις καλύτερες τιμές. Με άλλους όρους, σε αντίθεση με τις μετοχές που διαπραγματεύονται στο δημόσιο, δεν υπάρχει βασική τοποθεσία ή ανταλλαγή για τη διαπραγμάτευση ομολόγων. Αντίθετα, η πλειονότητα των εταιρικών ομολόγων διαπραγματεύεται «εξωχρηματιστηριακά», δηλαδή μέσω ενός δικτύου εμπόρων. Δημιουργώντας μια «αγορά» για ομόλογα, δηλαδή αναφέροντας μια τιμή για αγορά και πώληση, οι έμποροι ομολόγων παρέχουν «ρευστότητα» στους επενδυτές ομολόγων, δηλαδή διευκολύνουν τον συντονισμό της ζήτησης και της προσφοράς. Εκτός από τους αντιπροσώπους, η αγορά αποτελείται από θεσμικούς επενδυτές ομολόγων, όπως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και κυβερνήσεις (Dietze et al., 2009).

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι ο κύριος παράγοντας σε αυτήν την αγορά. Το 2010, στις ΗΠΑ, οι θεσμικοί επενδυτές κατείχαν περίπου τα τρία τέταρτα των εκκρεμών εταιρικών ομολόγων ύψους 7,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων που εκδόθηκαν από εταιρείες των ΗΠΑ. Συνήθως οι μικροεπενδυτές αγοράζουν εταιρικά ομόλογα από αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία αντισταθμίζουν τον κίνδυνο σε μεγάλο αριθμό εμπόρων. Ωστόσο, τα εταιρικά ομόλογα μπορούν επίσης να εκδίδονται «δημόσια», δηλαδή απευθείας σε ιδιώτες επενδυτές. Τα «άμεσα ομόλογα» επιτρέπουν την εξοικονόμηση των προμηθειών στο δίκτυο των εμπόρων, αλλά μπορεί να περιλαμβάνουν πρόσθετα

κόστη, όπως αυτά που σχετίζονται με το μάρκετινγκ και τις πιθανές αμοιβές άλλων μεσιτών (Goldstein et al., 2015).

Σε ορισμένες χώρες, το ρυθμιστικό πλαίσιο επιτρέπει τις ιδιωτικές τοποθετήσεις (PP) εταιρικών ομολόγων, δηλαδή την προσφορά ομολόγων σε λίγους, επιλεγμένους επενδυτές από μη εισηγμένες εταιρείες. Αυτά υπόκεινται σε λιγότερο αυστηρές απαιτήσεις αναφοράς και δεν χρειάζονται επίσημη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, αν και ορισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες στους επενδυτές για την καλύτερη πλοήγηση σε αυτήν την αδιαφανή αγορά. Στην πραγματικότητα, η έλλειψη πληροφοριών για τους εκδότες, η έλλειψη τυποποιημένης τεκμηρίωσης, οι μη ρευστοποιημένες δευτερογενείς αγορές και οι διαφορές στη νομοθεσία περί αφερεγγυότητας περιορίζουν επί του παρόντος την ανάπτυξη αυτών των αγορών (Gutierrez et al., 2007).

Η αγορά εταιρικών ομολόγων κυριαρχείται παραδοσιακά από μεγάλες εταιρείες με μακρά γενεαλογία, σταθερά κέρδη και μετοχές σχετικά χαμηλής μεταβλητότητας. Από την άλλη πλευρά, μόνο ένα πολύ μικρό μερίδιο των επιχειρήσεων έχει προσεγγίσει την αγορά. Τα εταιρικά ομόλογα συνήθως απαιτούν από τον εκδότη να έχει ορισμένο μέγεθος και κλίμακα, ένα αποδεδειγμένο πιστωτικό ιστορικό και ιστορικό κερδών και περιορισμένη αστάθεια στα έσοδα και τα κέρδη. Καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν πληρούν αυτά τα κριτήρια, στην αγορά ομολόγων θα προσέλκυαν τοκομερίδια χαμηλής αξιολόγησης και θα είχαν περιορισμένα μερίσματα για να καλύψουν αυτές τις τακτικές πληρωμές (Comer & Rodriguez, 2006).

Επίσης, τα ομόλογα είναι ένα σχετικά δαπανηρό μέσο για την άντληση χρηματοδότησης. Στην πραγματικότητα, το κόστος των ομολόγων μπορεί να φτάσει το 10% της έκδοσης τους. Εκτός από το κόστος έκδοσης, ένα άλλο σχετικό μη ελκυστικό χαρακτηριστικό των εταιρικών ομολόγων για τις επιχειρήσεις είναι η ακαμψία που συνεπάγεται στο σταθερό χρονοδιάγραμμα των αποπληρωμών τόκων και κεφαλαίου, το οποίο απαιτεί ένα σχετικά σταθερό πρότυπο ταμειακών ροών. Εάν οι πληρωμές παραλειφθούν, η εταιρεία αθετεί και καθίσταται ευάλωτη στην χρεοκοπία. Επίσης, το ποσό του χρέους εισέρχεται στον ισολογισμό της επιχείρησης, το οποίο θα μπορούσε να επηρεάσει το μελλοντικό κόστος δανεισμού (Dietze et al., 2009).

Από την άλλη πλευρά, τα εταιρικά ομόλογα παρουσιάζουν ορισμένα πλεονεκτήματα για επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους που μπορούν να ικανοποιήσουν τα κριτήρια μεγέθους, σταθερότητας κερδών και ταμειακών ροών που ζητά η αγορά και τα οποία μπορούν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων που συνδέονται με την έκδοση ομολόγων. Συνολικά, τα εταιρικά ομόλογα μπορούν να παρέχουν μια «ένεση» ρευστότητας για την ανάληψη επενδύσεων ή την αξιοποίηση ευκαιριών ανάπτυξης. Η χρηματοδότηση με εταιρικά ομόλογα μπορεί να είναι μια ιδιαίτερα ελκυστική επιλογή όταν τα επιτόκια της αγοράς είναι χαμηλά, καθώς τα επιτόκια του τοκομεριδίου κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου μπορούν να ρυθμιστούν σε βολικό επιτόκιο και να προσελκύουν επενδυτές. Επίσης, όσον αφορά τα ίδια κεφάλαια, η έκδοση ομολόγων δεν μειώνει την ιδιοκτησία ή τον έλεγχο της εταιρείας (Le et al., 2015).

Στο περιβάλλον μετά την κρίση, ενώ η άντληση κεφαλαίων παραμένει δύσκολη, η δυνατότητα για μια αγορά ομολόγων για το μεγαλύτερο τμήμα του κλάδου των επιχειρήσεων αρχίζει να αναγνωρίζεται από τους επιχειρηματίες. Για παράδειγμα, σύμφωνα με μια έρευνα που διεξήχθη τον Φεβρουάριο του 2013 από την BDO, έναν όμιλο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, και την Quoted Companies Alliance, σε εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης εισηγμένες στο Ηνωμένο Βασίλειο και συμβουλευτικές εταιρείες, το 38% των εταιρειών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης θα ενδιαφερόταν για την έκδοση χρέους ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης έναντι του 57% των συμβούλων που θα το συνιστούσαν στους πελάτες τους. Η έρευνα, ωστόσο, υποδηλώνει περιορισμένες γνώσεις από τους επιχειρηματίες και τους συμβούλους τους σχετικά με τα εταιρικά ομόλογα ως πιθανή εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης (Goldstein et al., 2015).

Περισσότερο από το ένα πέμπτο (22%) των επιχειρήσεων μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης δεν γνώριζαν ποιο ήταν το κύριο όφελος από την έκδοση εταιρικών ομολόγων και μόνο το 16% των συμβούλων πιστεύει ότι υπάρχουν επαρκείς διαθέσιμες πληροφορίες για τις εταιρείες με στόχο να αξιολογήσουν αποτελεσματικά την αγορά εταιρικών ομολόγων. Επίσης, οι μισοί σύμβουλοι (49%) δεν γνώριζαν νέες πρωτοβουλίες που στοχεύουν στην προώθηση της πρόσβασης σε εταιρικά ομόλογα από επιχειρήσεις, όπως το Ηλεκτρονικό Βιβλίο Παραγγελιών του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για ομόλογα λιανικού εμπορίου. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις μπορεί να είναι

ελκυστικές για μικρότερες εταιρείες με περιορισμένη ορατότητα στις δημόσιες αγορές, δεδομένου ότι δεν υπάρχει όριο ελάχιστου μεγέθους και ότι λειτουργούν μέσω άμεσης σχέσης μεταξύ δανειοληπτών και δανειστών, οι οποίοι μπορούν να διαπραγματεύονται συγκεκριμένους όρους. Ταυτόχρονα, η έλλειψη τυποποιημένης τεκμηρίωσης αυξάνει το κόστος έκδοσης και εμποδίζει την ευρύτερη χρήση αυτών των μέσων από τις επιχειρήσεις (Gutierrez et al., 2007).

3.2 Η τιτλοποίηση χρέους και ομόλογα κάλυψης (Debt securitisation and covered bonds)

Η τιτλοποίηση είναι ένα μέσο για την αναχρηματοδότηση των τραπεζών και τη διαχείριση κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους, το οποίο έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στο παρελθόν, ιδίως στις ΗΠΑ, κυρίως για στεγαστικά δάνεια και, σε κάποιο βαθμό, για εταιρικά δάνεια. Μέσω της τιτλοποίησης, διάφορα είδη συμβατικών χρεών συγκεντρώνονται και πωλούνται σε επενδυτές. Αυτοί αποκτούν δικαιώματα να λαμβάνουν τα μετρητά που συλλέγονται από τα χρηματοοικονομικά μέσα που αποτελούν τη βάση του τίτλου. Στην περίπτωση τιτλοποίησης δανείων των επιχειρήσεων, μια τράπεζα («ο μεταβιβαστής») χορηγεί δάνεια σε πελάτες επιχειρήσεων της (η «πρωτογενής αγορά»), τα ομαδοποιεί σε μια ομάδα (το «χαρτοφυλάκιο») και πουλά το χαρτοφυλάκιο στην κεφαλαιαγορά επενδυτών μέσω της έκδοσης ομολόγων, μέσω μιας εταιρείας ειδικού σκοπού (SPE) που υποστηρίζεται από το χαρτοφυλάκιο δανείων. Αυτά τα ομόλογα που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία, που αξιολογούνται από πρακτορεία, τοποθετούνται σε επενδυτές της κεφαλαιαγοράς, αλλά μπορούν επίσης να διατηρηθούν, τουλάχιστον εν μέρει, από τις τράπεζες «μεταβιβαστών» (Arif, 2017).

Από τη στιγμή που τα περιουσιακά στοιχεία μεταβιβαστούν από τον εντολέα σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού, δεν υπάρχει συνήθως καμία προσφυγή στον ίδιο τον μεταβιβάζοντα. Μέσω της διαδικασίας τιτλοποίησης, τα περιουσιακά στοιχεία αφαιρούνται από τον ισολογισμό του μεταβιβάζοντος. Έτσι, με αυτό το μοντέλο «μεταβιβαστή προς τον διανομέα», η τράπεζα γίνεται ένας «αγωγός», ο οποίος αντλεί τα έσοδα της από την μεταβίβαση και εξυπηρέτηση δανείων που χρηματοδοτούνται τελικά από τρίτους. Αυτό το μοντέλο αλλάζει τη σχέση των τραπεζών με τους πελάτες,

η οποία εξασθενεί, προς όφελος μιας τράπεζας που βασίζεται στις συναλλαγές της οποίας τα κύρια έσοδα προέρχονται από τις προμήθειες που κερδίζουν από τα δάνεια μεταβίβασης. Ένα εναλλακτικό μοντέλο τιτλοποίησης, η «συνθετική τιτλοποίηση», συνδυάζει τον μηχανισμό που περιγράφηκε παραπάνω με τα πιστωτικά παράγωγα, σύμφωνα με τα οποία τα δάνεια παραμένουν στον ισολογισμό του μεταβιβάζοντος, ενώ ο πιστωτικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου δανείων μεταφέρεται σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού, όπου τοποθετεί τα πιστωτικά ομόλογα, ταξινομημένα ανά κατηγορίες κινδύνου, στην κεφαλαιαγορά (Schwarcz, 2012).

Η τιτλοποίηση του χρέους παρουσιάζει ορισμένα πλεονεκτήματα για τις τράπεζες και, έμμεσα, για τον δανεισμό των επιχειρήσεων. Πρώτα απ' όλα, η τιτλοποίηση μειώνει την έκθεση της τράπεζας στον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος μεταφέρεται στην κεφαλαιαγορά. Αυτό έχει σημαντικές επιπτώσεις και υπό το πρίσμα των πρόσφατων χρηματοοικονομικών μεταρρυθμίσεων (δηλαδή της Βασιλείας III), καθώς τα επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία αφαιρούνται από τους ισολογισμούς των τραπεζών και βελτιώνεται ο σταθμισμένος δείκτης κεφαλαίου προς τα περιουσιακά στοιχεία. Με άλλους όρους, η τιτλοποίηση μπορεί να αντιπροσωπεύει ένα εργαλείο για τη μείωση του κινδύνου και την «ρυθμιστική εξισορροπητική κερδοσκοπία κεφαλαίων». Τελικά, παρέχοντας κεφαλαιακή ελάφρυνση, η τιτλοποίηση μειώνει το συνολικό κόστος χρηματοδότησης της τράπεζας (Boesel et al., 2018).

Η τιτλοποίηση επιτρέπει στις τράπεζες να μετατρέψουν τα δάνεια των επιχειρήσεων στους ισολογισμούς τους σε περιουσιακά στοιχεία ρευστότητας, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αύξηση του δανεισμού. Σε μια εμπειρική μελέτη για την τιτλοποίηση δανείων από ισπανικές τράπεζες, αναφέρθηκαν ότι οι ανάγκες ρευστότητας ήταν ο βασικός μοχλός της τιτλοποίησης, με μεγαλύτερη πιθανότητα χρήσης αυτού του μηχανισμού για τις τράπεζες με ταχεία πιστωτική ανάπτυξη, λιγότερη διατραπεζική χρηματοδότηση και υψηλότερο χάσμα δανείων-καταθέσεων. Η τιτλοποίηση μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις μικρότερες τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν περιορισμούς δανεισμού λόγω του μεγέθους τους. Η μεταφορά κινδύνων στην κεφαλαιαγορά αυξάνει την ικανότητα δανεισμού τους. Επιπλέον, η τιτλοποίηση δανείων των επιχειρήσεων μπορεί να είναι μια αποτελεσματική επιλογή για αυτές, καθώς οι στενότερες σχέσεις με τους πελάτες και οι καλύτερες δυνατότητες

παρακολούθησης τους δίνουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όσον αφορά τη χορήγηση δανείων σε μικρότερες εταιρείες (Beirne et al., 2011).

Τα ομόλογα κάλυψης λειτουργούν παρόμοια με το τιτλοποιημένο χρέος, καθώς είναι χρεόγραφα (εταιρικά ομόλογα) που υποστηρίζονται από τις ταμειακές ροές από υποθήκες ή δάνεια. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η Οδηγία για τις Κεφαλαιακές Απαιτήσεις (CRD) περιορίζει το εύρος των αποδεκτών εξασφαλίσεων σε χρέη δημοσίων οντοτήτων (υψηλής αξιολόγησης), στεγαστικά δάνεια κατοικιών, εμπορικά δάνεια και δάνεια για πλοία με μέγιστο δείκτη δανείου προς αξία της τάξεως του 80% (σε στεγαστικά δάνεια) ή 60% (σε εμπορικά δάνεια) και τραπεζικό χρέος ή τίτλοι που υποστηρίζονται από στεγαστικά δάνεια (Blommestein et al., 2011).

Μια σημαντική διαφορά σε σχέση με την τιτλοποίηση είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία ομολόγων κάλυψης παραμένουν στον ενοποιημένο ισολογισμό του εκδότη, εκτός από συγκεκριμένες παραλλαγές του γενικού μοντέλου. Έτσι, δεν μπορούν να βοηθήσουν στην ενίσχυση του δείκτη κεφαλαίου του εκδότη. Καθώς ο επενδυτής δεν κατέχει τα περιουσιακά στοιχεία, οι τόκοι καταβάλλονται σε αυτούς από τις ταμειακές ροές του εκδότη, όπως στην περίπτωση των παραδοσιακών εταιρικών ομολόγων. Εάν τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία αθετηθούν, ο εκδότης συνεχίζει να πληρώνει τόκους στους επενδυτές. Ωστόσο, σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων από τον εκδότη που δεν σχετίζεται με αυτά τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία, ο δανειστής μπορεί να τα αποκτήσει. Καθώς τα ομόλογα κάλυψης είναι εξασφαλισμένα, θεωρούνται λιγότερο επικίνδυνα από τα μη εξασφαλισμένα τραπεζικά ομόλογα, γεγονός που συνεπάγεται στην χρηματοδότηση χαμηλού κόστους για τον εκδότη. Ταυτόχρονα, το βάρος των περιουσιακών στοιχείων συνεπάγεται ότι θεωρείται ως συμπλήρωμα και όχι ως υποκατάστατο της τιτλοποίησης (Arif, 2017).

Από την πλευρά της ζήτησης, το τιτλοποιημένο χρέος έχει ορισμένα επιθυμητά χαρακτηριστικά κινδύνου για τους επενδυτές. Κυρίως, ως εξασφαλισμένα περιουσιακά στοιχεία, αυτές οι επενδυτικές επιλογές ενδέχεται να παρουσιάζουν χαμηλότερο κίνδυνο από άλλες προσφορές της αγοράς. Επιπλέον, καθώς έχουν περιορισμένη συσχέτιση με τις πιο παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων στη χρηματοπιστωτική αγορά, μπορούν να βελτιώσουν το προφίλ απόδοσης κινδύνου του χαρτοφυλακίου των επενδυτών. Από μόνη της, η ομαδοποίηση διαφορετικών

περιουσιακών στοιχείων στο τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο αποτελεί στοιχείο διαφοροποίησης κινδύνου. Στην περίπτωση των ομολόγων κάλυψης, το γεγονός ότι παραμένουν στον ισολογισμό του μεταβιβάζοντος μπορεί να παρέχει στους επενδυτές μεγαλύτερη εμπιστοσύνη όσον αφορά την αξιολόγηση των κινδύνων και την υποστήριξη των απαιτήσεων τους. Μάλιστα, σε περίπτωση χρεοκοπίας, οι επενδυτές έχουν διπλή προσφυγή, στον εκδότη και στο cover pool¹. Για το λόγο αυτό, τα ομόλογα κάλυψης επωφελούνται από ευνοϊκότερη ρυθμιστική μεταχείριση από το τιτλοποιημένο χρέος και μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγορά. Πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι στις περισσότερες περιπτώσεις, η αγορά ομολόγων κάλυψης των επιχειρήσεων είναι σχετικά νέα. Πράγματι, η χρήση δανείων στις επιχειρήσεις ως κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων σε ομόλογα κάλυψης δεν επιτρέπεται στη νομοθεσία των περισσότερων χωρών με ενεργή αγορά ομολόγων κάλυψης. Σε ορισμένες άλλες, οι αλλαγές στους κανονισμούς που επιτρέπουν αυτήν τη φόρμα είναι πρόσφατες (Boesel et al., 2018).

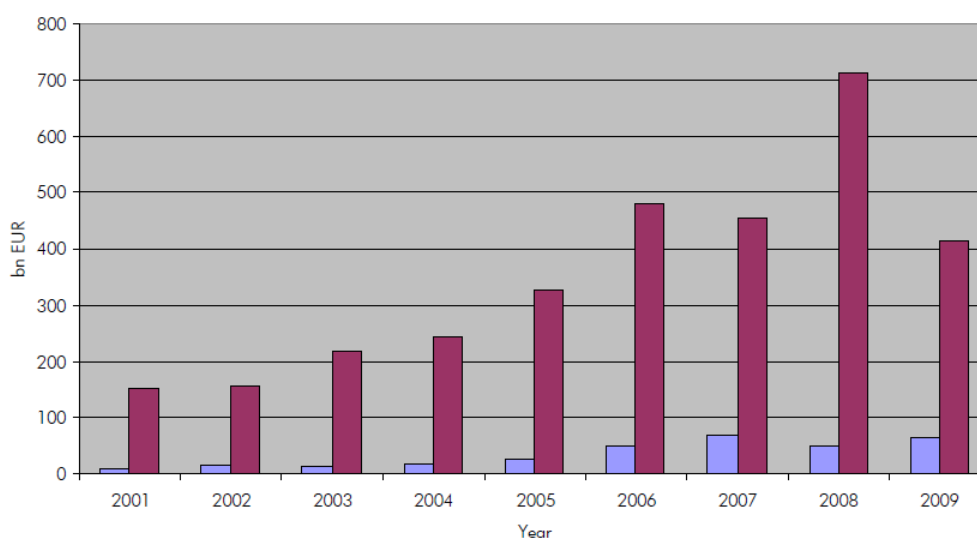
Η δραστηριότητα τιτλοποίησης αυξήθηκε με υψηλούς ρυθμούς πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09, ακόμη και σε χώρες όπου είχε χρησιμοποιηθεί ελάχιστα στο παρελθόν. Στην κορύφωση της αγοράς το 2006, η έκδοση τιτλοποιήσεων δομημένης χρηματοδότησης στις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν σχεδόν τετραπλάσια από εκείνη της Ευρώπης, όπου ωστόσο είχε ξεκινήσει μια αξιοσημείωτη ανάπτυξη, τουλάχιστον σε ορισμένες εθνικές αγορές, όπως η Γερμανία, η Ιταλία, η Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο (Blommestein et al., 2011).

Ωστόσο, στον απόηχο της κρίσης, τα τιτλοποιημένα μέσα τέθηκαν υπό αυξανόμενο έλεγχο και κριτική. Ειδικότερα, η αγορά τιτλοποίησης υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ θεωρήθηκε ως καταλύτης για την παγκόσμια πιστωτική κρίση. Τα τιτλοποιημένα μέσα, τα οποία σχεδιάστηκαν για την αντιστάθμιση του κινδύνου, φαίνεται ότι έχουν τη δυνατότητα να υπονομεύσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, διευκολύνοντας τη μόχλευση του κινδύνου. Η έλλειψη διαφάνειας όσον αφορά τους υποκείμενους κινδύνους της τιτλοποίησης και η κακή διαχείριση αυτών των κινδύνων έχουν αναγνωριστεί ως οι βασικοί παράγοντες της χρηματοπιστωτικής αναταραχής.

¹ Το Cover pool είναι ένα σύνολο εξασφαλίσεων επί των οποίων ο επενδυτής σε ένα ομόλογο κάλυψης έχει προηγούμενη αξίωση σε περίπτωση αποτυχίας του εκδότη του ομολόγου κάλυψης.

Επιπλέον, έχει επισημανθεί μια σημαντική λανθασμένη ευθυγράμμιση των κινήτρων κατά μήκος της αλυσίδας τιτλοποίησης, ιδίως ο πιο χαλαρός έλεγχος των δανειοληπτών από τις τράπεζες, λόγω της μεταφοράς αυτών των κινδύνων στην κεφαλαιαγορά (Schwarcz, 2012).

Στον απόηχο της κρίσης, οι αγορές τιτλοποιήσεων κατρακύλησαν, αντανακλώντας την πτώση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την αύξηση των περιθωρίων σε σχέση με άλλες κατηγορίες επενδύσεων. Για παράδειγμα, στην Ευρώπη, όπου το μεγαλύτερο μέρος των τιτλοποιήσεων των επιχειρήσεων προέρχεται από λίγες χώρες (δηλαδή Γερμανία, Ιταλία, Μπενελούξ, Πορτογαλία και Ηνωμένο Βασίλειο), ο όγκος των συνολικών τιτλοποιήσεων αυξήθηκε κατά 460% την περίοδο 2001-2008. Από την κορύφωση του 2008, στη συνέχεια μειώθηκε κατά 42% το 2009, όταν ο όγκος της αγοράς μειώθηκε από 711 δισεκατομμύρια ευρώ σε 414 δισεκατομμύρια ευρώ. Το τμήμα της αγοράς για τις τιτλοποιήσεις των επιχειρήσεων, του οποίου το μερίδιο είχε αυξηθεί την περίοδο 2001-07 από 5% σε 15%, συνέχισε να αυξάνεται μέχρι το 2009, όταν ωστόσο σταμάτησε, καθώς δεν έγινε τοποθέτηση στη δημόσια αγορά (εικόνα 1) (Arif, 2017).



Εικόνα 1 : Η ανάπτυξη τιτλοποίησης χρέους στην Ευρώπη (με κόκκινο είναι η τιτλοποίηση για τις επιχειρήσεις και με μπλε η συνολική τιτλοποίηση)

(πηγή : Arif, 2017)

Αντίθετα, οι όγκοι στις αγορές τιτλοποίησης των ΗΠΑ μειώθηκαν απότομα το 2007 και το 2008, αλλά αυξήθηκαν αργά το 2009 και το 2010, αν και περίπου τα δύο τρίτα της αγοράς βασιζόταν σε τίτλους που καλύπτονταν από ενυπόθηκα δάνεια από τους ομοσπονδιακούς οργανισμούς στεγαστικών δανείων. Στο τέλος του 2010, οι συνολικές τιτλοποιήσεις σε εκκρεμότητα στην αγορά των ΗΠΑ ισοδυναμούσαν με 8,2 τρισεκατομμύρια δολάρια, τετραπλάσιο ποσοστό από αυτό της Ευρώπης. Επιπλέον, το πρώτο τρίμηνο του 2011, περισσότερο από το ήμισυ της εκκρεμούς ευρωπαϊκής τιτλοποίησης εκτιμήθηκε ότι είχε «κρατηθεί» από τις τράπεζες προέλευσης, σε σύγκριση με λιγότερο από 10% το 2007, γεγονός που δείχνει τις δυσκολίες χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι ευρωπαϊκές τράπεζες στις κεφαλαιαγορές. Σε αυτό το πλαίσιο, ενώ ορισμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, είχαν δημιουργηθεί σε διογκωμένες τιμές περιουσιακών στοιχείων, το τμήμα της αγοράς τιτλοποίησης χρέους των επιχειρήσεων, το οποίο είχε σχετικά καλή απόδοση, έχει υποφέρει σε μεγάλο βαθμό από τις επιπτώσεις, μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών και των αντιλήψεων του κοινού (Boesel et al., 2018).

Το σχετικά χαμηλό επίπεδο έκδοσης τιτλοποίησης των επιχειρήσεων που τοποθετείται στην πρωτογενή αγορά οφείλεται επίσης στην υψηλή απαιτούμενη απόδοση που δεν μπορεί να εξυπηρετηθεί από τις ταμειακές ροές της ομάδων των περιουσιακών στοιχείων. Με άλλους όρους, ορισμένοι επενδυτές θεωρούν ότι η έκδοση τιτλοποίησης των επιχειρήσεων είναι αντιοικονομική, όπου επιδιώκει υψηλές αποδόσεις, ιδίως υπό το πρίσμα της ποιότητας του ενεργητικού και της χαμηλής ρευστότητας της έκδοσης. Δεδομένου ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την έλλειψη ρευστότητας στην αγορά και ότι τα υποκείμενα δάνεια των επιχειρήσεων είναι πιο επικίνδυνα από τα στεγαστικά δάνεια, αναμένουν συνήθως ένα πρόσθετο ασφάλιστρο. Έτσι, για να θεωρηθεί οικονομικά βιώσιμη η τιτλοποίηση των επιχειρήσεων, τα περιθώρια περιουσιακών στοιχείων που χρεώνουν τα δάνεια για τις επιχειρήσεις από τους μεταβιβάζοντες θα πρέπει να αυξηθούν. Εναλλακτικά, η απόδοση που απαιτείται από τους επενδυτές θα πρέπει να μειωθεί, κάτι που θα μπορούσε να συμβεί εάν, για παράδειγμα, ήταν διαθέσιμες περισσότερες πληροφορίες για τον ποσοτικό προσδιορισμό του κινδύνου που εμπεριέχεται στις εκδόσεις τιτλοποίησης των επιχειρήσεων (Beirne et al., 2011).

Επιπλέον, οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν το τρέχον ρυθμιστικό περιβάλλον (δηλαδή Βασιλεία III, Φερεγγυότητα II) ως δυσμενές, δημιουργώντας αντικίνητρα για τους μεταβιβάζοντες και τους επενδυτές. Η πολυπλοκότητα του ρυθμιστικού πλαισίου που επηρεάζει την τιτλοποίηση θεωρείται ότι δημιουργεί ανισορροπίες μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, οι οποίοι αντιμετωπίζουν διαφορετικές κεφαλαιακές επιβαρύνσεις, μεταξύ των δικαιοδοσιών. Επίσης, στην Ευρώπη, η εκτεταμένη διαδικασία διαβούλευσης και αναθεώρησης των κανονισμών έχει οδηγήσει σε κανονιστική αβεβαιότητα, παρεμποδίζοντας περαιτέρω την ανάπτυξη της αγοράς. Από την άλλη πλευρά, η αγορά ομολόγων κάλυψης έχει βγει σχετικά αλώβητη από την κρίση. Αυτό οφείλεται επίσης στην ευνοϊκότερη ρυθμιστική μεταχείριση από την τιτλοποίηση, ιδίως στην Ευρώπη, ως απλούστερου εργαλείου από τα σύνθετα μοντέλα προέλευσης για διανομή και που μπορεί να επιτρέψει τη διοχέτευση κεφαλαίων στην πραγματική οικονομία διασφαλίζοντας ταυτόχρονα τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ωστόσο, σε πολλές χώρες εξακολουθούν να υπάρχουν νομικοί περιορισμοί που δεν επιτρέπουν τη χρήση δανείων στις επιχειρήσεις ως κατηγορία περιουσιακών στοιχείων για ομόλογα κάλυψης (Schwarcz, 2012).

Κεφάλαιο 4^ο : Η χρηματοδότηση μέσω υβριδικών μέσων (hybrid instruments)

4.1 Τα υβριδικά μέσα

Τα υβριδικά χρηματοδοτικά μέσα βρίσκονται στο μέσο του φάσματος κινδύνου/απόδοσης των επενδυτών, από το «καθαρό» χρέος έως το «καθαρό» μετοχικό κεφάλαιο, συνδυάζοντας χαρακτηριστικά τόσο του χρέους όσο και των ιδίων κεφαλαίων σε ένα ενιαίο μέσο χρηματοδότησης. Αυτά τα μέσα διαφέρουν από τη χρηματοδότηση μέσω χρεών, στο βαθμό που συνεπάγεται μεγαλύτερος επιμερισμός του κινδύνου και της ανταμοιβής μεταξύ του χρήστη του κεφαλαίου και του επενδυτή. Ο τελευταίος αποδέχεται περισσότερο ρίσκο από έναν πάροχο δανείου υψηλής απόδοσης και αναμένει υψηλότερη απόδοση, πράγμα που συνεπάγεται σε υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης για την επιχείρηση. Ωστόσο, ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση είναι χαμηλότερα από ότι στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων, γεγονός που σημαίνει ότι το κόστος χρηματοδότησης της επιχείρησης είναι χαμηλότερο. Σε περίπτωση αφερεγγυότητας, όπου η επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει όλες τις συμβατικές της υποχρεώσεις, οι επενδυτές στα υβριδικά μέσα έχουν χαμηλότερη κατάταξη από άλλους πιστωτές, αλλά υψηλότερη κατάταξη από τους επενδυτές στα «καθαρά» ίδια κεφάλαια (Clor-Proell et al., 2016).

Μερικά από τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα υβριδικά μέσα περιλαμβάνουν (Seminogovas, 2015) :

- Τα χρέη μειωμένης εξασφάλισης (δάνεια ή ομόλογα).
- Τα συμμετοχικά δάνεια, με μηχανισμούς συμμετοχής κερδών.
- Η σιωπηλή συμμετοχή.
- Το μετατρέψιμο χρέος και οι εγγυήσεις, με τις οποίες οι επενδυτές μπορούν να μετατρέψουν το χρέος σε μετοχές, λαμβάνοντας έτσι μια ανταμοιβή που

αντανακλά την αυξημένη αξία της εταιρείας που επιτρέπει η παροχή κεφαλαίου.

- Η ενδιάμεση χρηματοδότηση, η οποία συνδυάζει δύο ή περισσότερα από αυτά τα μέσα για διευκόλυνση.

Τα υβριδικά μέσα αντιπροσωπεύουν μια ελκυστική μορφή χρηματοδότησης για ιδιωτικές εταιρείες που πλησιάζουν σε ένα σημείο καμπής στον κύκλο ζωής τους, όταν οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες της επιχείρησης αυξάνονται, αλλά έχουν ανεπαρκή χρηματοδότηση και, για τον ίδιο λόγο, αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην πρόσβαση σε κεφάλαια χρέους. Έτσι, τα υβριδικά μέσα μπορεί να εξυπηρετούν εταιρείες που χρειάζονται κεφαλαιακές εισφορές, αλλά που δεν μπορούν να αυξήσουν τη μόχλευση τους, δεν είναι κατάλληλες για εισαγωγή στο χρηματιστήριο ή/και σε περίπτωση που οι ιδιοκτήτες δεν επιθυμούν τον περιορισμό του ελέγχου που θα συνόδευε τη χρηματοδότηση μετοχών. Αυτή η περίπτωση μπορεί να είναι μια από τις παρακάτω (Ford et al., 2006) :

- Νέες εταιρείες υψηλής ανάπτυξης, οι οποίες μπορεί να χρησιμοποίησαν επιχειρηματικά κεφάλαια σε προηγούμενες φάσεις ανάπτυξης, αλλά επιδιώκουν φθηνότερο κεφάλαιο επέκτασης και λιγότερο περιορισμό του ελέγχου από τους χρηματοδοτούντες επιχειρηματίες.
- Οι εδραιωμένες εταιρείες με αναδύμενες ευκαιρίες ανάπτυξης σε περιπτώσεις όπου η απαίτηση χρηματοδότησης υπερβαίνει αυτό που μπορεί να επιτευχθεί με την παραδοσιακή χρηματοδότηση με χρέος, όσον αφορά τον τομέα, την περιοχή ή το προβλεπόμενο ποσοστό απόδοσης, όπου δεν απευθύνεται στους επενδυτές των επιχειρηματικών συμμετοχών.
- Εταιρείες που υπόκεινται σε μεταβάσεις και αναδιάρθρωση, όπως στην περίπτωση των δευτερογενών αποτελεσμάτων ή της μετατροπής από μια στενά οικογενειακή επιχείρηση σε μια διαφανή εταιρεία με επαγγελματική διοίκηση και οργάνωση.

- Εταιρείες που επιδιώκουν να ενισχύσουν τις κεφαλαιακές τους δομές, όπως στην περίπτωση των επιχειρήσεων που έχουν υπερβολική μόχλευση, ιδίως μικρών ή/και οικογενειακών εταιρειών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, το ενδιάμεσο κεφάλαιο μπορεί να είναι μια γέφυρα για τη χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, είτε επειδή η εταιρεία αυξάνει τα ίδια κεφάλαια μέσω των κερδών εις νέον είτε η εταιρεία ανακεφαλαιοποιείται στο τέλος της περιόδου για την οποία χρησιμοποιείται το ενδιάμεσο κεφάλαιο, είτε μέσω πώλησης σε στρατηγικούς επενδυτές ή μέσω της αρχικής δημόσιας προσφοράς.

Μια σημαντική προϋπόθεση για την άντληση ενδιάμεσου κεφαλαίου, που προορίζεται ως ενιαίο υβριδικό μέσο ή ο συνδυασμός δύο ή περισσότερων υβριδικών τμημάτων, είναι η κερδοσκοπική ισχύς και η θέση της επιχείρησης στην αγορά όπου πρέπει να είναι καλά εδραιωμένη και σταθερή. Μια εταιρεία πρέπει να επιδείξει ένα εδραιωμένο ιστορικό στον κλάδο της, να εμφανίσει κέρδη ή τουλάχιστον να μην παρουσιάσει ζημιά και να έχει ένα ισχυρό επιχειρηματικό σχέδιο για το μέλλον. Για το λόγο αυτό, το ενδιάμεσο κεφάλαιο είναι μια κατάλληλη μορφή χρηματοδότησης για επιχειρήσεις με ισχυρή ταμειακή θέση και προφίλ μέτριας ανάπτυξης (Johannesen, 2014).

Η παρουσία μιας χρηματοοικονομικής διευκόλυνσης ενδιάμεσου κεφαλαίου μπορεί να ευνοήσει την αυξημένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση με χρέος από την επιχείρηση και να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Πράγματι, το μεγαλύτερο μέρος του χρέους που προκύπτει μέσω διευκολύνσεων ενδιάμεσου κεφαλαίου θα ταξινομηθεί ως «χρέος μειωμένης εξασφάλισης», επομένως θα θεωρείται ισοδύναμο με αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από τις τράπεζες και άλλους παραδοσιακούς δανειολήπτες. Ο ευνοϊκότερος δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς το χρέος μπορεί να οδηγήσει σε βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης, υποδηλώνοντας ευνοϊκότερους όρους δανείου και μεγαλύτερο περιθώριο άντλησης πρόσθετων χρεωστικών κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές χρεών μέσω ενδιάμεσων κεφαλαίων γενικά στοχεύουν στο 15 - 25% του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης σε σύγκριση με περισσότερο από το 25% για τους επενδυτές μετοχών (Comer, 2006).

Η χρηματοδότηση μέσω ενδιάμεσων κεφαλαίων χρησιμοποιείται συχνά σε συνδυασμό με εξαγορές με μόχλευση (LBO). Στην πραγματικότητα, στις περισσότερες χώρες, το

μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών ενδιάμεσων κεφαλαίων πραγματοποιείται στην αγορά εξαγορών. Ωστόσο, αυτές οι δραστηριότητες αφορούν κυρίως μεγαλύτερες εταιρείες. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, είναι μια μορφή χρηματοδότησης που υποστηρίζει κυρίως σχέδια ανάπτυξης μεσαίων επιχειρήσεων, ενώ γενικά δεν ισχύει για το μικρότερο τμήμα του κλάδου των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Η παραδοσιακή αγορά για την ενδιάμεση χρηματοδότηση ήταν οι επιχειρήσεις ανώτερης βαθμίδας, με υψηλή βαθμολογία (BBB+ ή μεγαλύτερη) και ζήτηση για κεφάλαια άνω των 2 εκατομμυρίων ευρώ. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ιδιαίτερα τα δημόσια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, άρχισαν να επεκτείνουν τη χρηματοδότηση ενδιάμεσων κεφαλαίων σε επιχειρήσεις κάτω από το ανώτερο επίπεδο και με μικρότερες ανάγκες χρηματοδότησης (Tetrevona & Svedik, 2018).

Η χρηματοδότηση μέσω ενδιάμεσων κεφαλαίων πραγματοποιείται σε ιδιωτικές κεφαλαιαγορές, η ανάπτυξη των οποίων είναι επομένως απαραίτητη για τη διάδοση των υβριδικών οργάνων. Οι ιδιωτικές κεφαλαιαγορές χαρακτηρίζονται από λιγότερες τυπικές απαιτήσεις γνωστοποίησης και μικρότερο βαθμό επίσημης ρύθμισης και επίσημης προστασίας των επενδυτών από τις δημόσιες αγορές, οι οποίες είναι ανοιχτές στο ευρύ επενδυτικό κοινό (θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές). Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι ιδιωτικές αγορές περιορίζονται σε επαγγελματίες, θεσμικούς ή εξελιγμένους επενδυτές (Cheredon et al., 2019).

Η παραδοσιακή αγορά για την εμπορική χρηματοδότηση μέσω ενδιάμεσων κεφαλαίων ήταν οι επιχειρήσεις ανώτερης βαθμίδας, με υψηλές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και ζήτηση για κεφάλαια άνω των 2 εκατομμυρίων ευρώ. Η τιτλοποίηση και η τυποποίηση των μέσων των ενδιάμεσων κεφαλαίων χρησιμοποιούνται για τη διευκόλυνση της συρρίκνωσης της χρηματοδότησης των ενδιάμεσων κεφαλαίων και της πρόσβασης των επιχειρήσεων χαμηλότερου επιπέδου. Η τιτλοποίηση μπορεί να συμβάλει σε μεγαλύτερη διαθεσιμότητα υβριδικών μέσων, καθώς οι τράπεζες είναι σε θέση να πουλήσουν τα «ανοίγματα» τους σε κινδύνους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ανακτώντας έτσι τη ρευστότητα και τη δυνατότητα να δανείσουν περισσότερα στον τομέα των επιχειρήσεων συνολικά (Dec & Masiukiewicz, 2017).

Η τυποποίηση των μέσων των ενδιάμεσων κεφαλαίων μπορεί να μειώσει το κόστος παροχής και να αυξήσει τη διαφάνεια και την προσβασιμότητα από τις επιχειρήσεις, οι

οποίες ενδέχεται να στερούνται γνώσης και κατανόησης σχετικά με τις υβριδικές τεχνικές. Στην πραγματικότητα, η χρήση χρηματοοικονομικών μέσων ενδιάμεσων κεφαλαίων απαιτεί ένα ορισμένο επίπεδο οικονομικών δεξιοτήτων από την πλευρά των επιχειρηματιών και των διευθυντών των επιχειρήσεων, οι οποίοι συχνά δεν έχουν επίγνωση και ικανότητες να κατανοήσουν και να έχουν πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα οικονομικών επιλογών από το παραδοσιακό χρέος. Τα δημόσια προγράμματα που στοχεύουν στην αύξηση της πρόσβασης σε ενδιάμεσο κεφάλαιο από επιχειρήσεις χαμηλότερου επιπέδου συνδυάζουν συχνά τη χρηματοδότηση με συμβουλές και καθοδήγηση (Comer, 2006).

Στις χώρες του ΟΟΣΑ, μια καλά ανεπτυγμένη εμπορική αγορά χρηματοδότησης ενδιάμεσων κεφαλαίων λειτουργεί για περισσότερες από δύο δεκαετίες με ελάχιστη δημόσια συμμετοχή. Στη δεκαετία του 1980 η αγορά κυριαρχούνταν από ασφαλιστικές εταιρείες και ενώσεις ταμειωτηρίου και δανείων. Στις μέρες μας, οι επενδυτές περιλαμβάνουν επίσης άτομα μεγάλης περιουσίας, οικογενειακά γραφεία, συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου και τράπεζες με θυγατρικές στην εξειδίκευση στα ενδιάμεσα κεφάλαια. Παρά την αυξανόμενη σημασία της χρηματοδότησης των ενδιάμεσων κεφαλαίων για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις, τα στοιχεία σχετικά με τον όγκο της συνολικής αγοράς για την εμπορική χρηματοδότηση ενδιάμεσων κεφαλαίων είναι ακόμη αποσπασματικά. Ο κύριος λόγος είναι ότι οι ορισμοί της χρηματοδότησης ενδιάμεσων κεφαλαίων διαφέρουν μεταξύ των χωρών. Επιπλέον, δεν είναι εγγεγραμμένες όλες οι χώρες στην χρηματοδότηση ενδιάμεσων κεφαλαίων, όπως στην περίπτωση της σιωπηρής συμμετοχής (Klostermann, 2007).

Στις περισσότερες χώρες, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09 έπληξε σημαντικά αυτό το τμήμα της αγοράς. Στην Ευρώπη, οι επενδύσεις ενδιάμεσων κεφαλαίων, οι οποίες είχαν αυξηθεί σταθερά το 2004-06, συρρικνώθηκαν απότομα καθώς ξέσπασε η κρίση. Η χρήση της ενδιάμεσης χρηματοδότησης ακολούθησε διαφορετικά πρότυπα στον απόηχο της κρίσης. Η αγορά συρρικνώθηκε στον τομέα της εμπορικής χρηματοδότησης των ενδιάμεσων κεφαλαίων, όπως και η ζήτηση για επίσημα υποστηριζόμενη χρηματοδότηση των ενδιάμεσων κεφαλαίων σε πολλές χώρες όπου η τεχνική ήταν καλά εδραιωμένη. Σε άλλες χώρες όπου οι ιδιώτες δανειστές ήταν περιορισμένοι από οικονομικής πλευράς, η προσφυγή σε επίσημα

υποστηριζόμενη πίστωση επιπέδου για ενδιάμεσα κεφάλαια φαίνεται να έχει αυξηθεί καθώς οι κυβερνήσεις παρενέβησαν για να καλύψουν το κενό. Ωστόσο, καθ' όλη τη διάρκεια της ανάκαμψης, καθώς οι τράπεζες υποχώρησαν από τη χορήγηση δανείων σε εταιρείες μη επενδυτικού βαθμού, η χρηματοδότηση χρέους με στόχο τις ιδιωτικές κεφαλαιαγορές αυξήθηκε. Η CEPRES, μια εταιρεία βιομηχανικών ερευνών, εκτιμά έως και 80 δισεκατομμύρια δολάρια για νέες ευκαιρίες ροής συμφωνιών παγκοσμίως μεταξύ 2012 και 2025 (Cheredov et al., 2019).

Παρόλο που τα επιτόκια των παραδοσιακών πιστώσεων τείνουν να μειώνονται με την πτώση των επιτοκίων από το 2007, το επιτόκιο του τοκομεριδίου στα ομόλογα των ενδιάμεσων κεφαλαίων και οι αναμενόμενες αποδόσεις των επενδύσεων μεριδίου των ενδιάμεσων κεφαλαίων παρέμειναν σχετικά σταθερές. Αυτό είναι σύμφωνο με τις μακροπρόθεσμες τάσεις της αγοράς. Στην πραγματικότητα, σε αντίθεση με τα περιουσιακά στοιχεία όπως οι διαπραγματεύσιμες μετοχές, το χρέος υψηλής απόδοσης και τα επιτόκια που παρουσιάζουν αστάθεια ενόψει των μεταβαλλόμενων οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών, η εμπορική χρηματοδότηση των ενδιάμεσων κεφαλαίων τείνει να έχει σταθερές αποδόσεις (Johannesen, 2014).

Από την ποιοτική πλευρά, είναι δυνατόν να σημειωθούν σχετικές διαφορές μεταξύ των αγορών των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Στις ΗΠΑ, με μια πιο ώριμη ιδιωτική κεφαλαιαγορά, τα προϊόντα των ενδιάμεσων κεφαλαίων προέρχονται κυρίως ως παραλλαγή ομολόγων που διαπραγματεύονται στο δημόσιο, όπως συμβαίνει με τα μετατρέψιμα χρέη και τα δικαιώματα αγοράς. Στην Ευρώπη, όπου ο τραπεζικός δανεισμός παίζει μεγαλύτερο ρόλο στην εταιρική χρηματοδότηση, έχει αναπτυχθεί μια ιδιωτική αγορά των ενδιάμεσων κεφαλαίων που είναι πιο κοντά στη χρηματοδότηση με χρέος, με τη μορφή, για παράδειγμα, δανείων μειωμένης εξασφάλισης και συμμετοχικών δανείων (Dec & Masiukiewicz, 2017).

Στην ευρωπαϊκή αγορά, οι γενικοί εταίροι που εδρεύουν στις ΗΠΑ και στη Βρετανία διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, ιδίως μεταξύ των κεφαλαίων μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Από την άλλη πλευρά, τα τμήματα μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης οδηγούνται από γαλλικά κεφάλαια, ακολουθούμενα από γερμανικά, βρετανικά, φινλανδικά και ιταλικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα κεφάλαια που θα χρησιμοποιηθούν από τα αμοιβαία κεφάλαια ή η «ξηρή σκόνη» (δηλαδή εμπορεύσιμοι

τίτλοι που είναι υψηλής ρευστότητας, επιτρέποντας στους επενδυτές να αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία), είναι ωστόσο πολύ μεγαλύτερο στο τμήμα μεγάλης κεφαλαιοποίησης (πάνω από 500 εκατομμύρια ευρώ), παρά στον μικρό και μεσαίο χώρο. Στην Ευρώπη, κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία κεφάλαια μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης χρησιμοποιούν 0,4 δισεκατομμύρια ευρώ ετησίως, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια μεσαίας έως μεγάλης κεφαλαιοποίησης χρησιμοποιούν 2 δισεκατομμύρια ευρώ. Η Γαλλία παραμένει η κορυφαία ευρωπαϊκή αγορά για χρέη των ενδιάμεσων κεφαλαίων με συνολικά 35 συναλλαγές το 2013 (τέλη Οκτωβρίου), για συνολικό ποσό 1,6 δισεκατομμυρίων ευρώ από 1 δισεκατομμύριο ευρώ το 2012. Στην περίπτωση των εταιρειών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, το χρέος των ενδιάμεσων κεφαλαίων χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό για τη χρηματοδότηση της οργανικής ανάπτυξης και των εξαγορών (Clor-Proell et al., 2016).

Το χρέος μειωμένης εξασφάλισης (Subordinated debt)

Το χρέος μειωμένης εξασφάλισης αποτελείται από δάνεια ή ομόλογα στα οποία ο δανειστής συμφωνεί ότι οι ανώτεροι ή οι εξασφαλισμένοι πιστωτές θα πληρωθούν πλήρως πριν από την καταβολή οποιουδήποτε τόκου ή κεφαλαίου. Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (ή τα κατώτερα χρέη) είναι δάνεια χωρίς εξασφάλιση όπου η αξίωση αποπληρωμής του δανειστή σε περίπτωση χρεοκοπίας βρίσκεται πίσω από αυτή των παρόχων ανώτερου χρέους αλλά προηγείται των επενδυτών σε μετοχές. Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης έχουν συνήθως ένα συγκεκριμένο επιτόκιο, το οποίο είναι ανεξάρτητο από την κατάσταση των οικονομικών της επιχείρησης. Ο πάροχος χρηματοδότησης δικαιούται αυτήν την πληρωμή υπό οποιεσδήποτε προϋποθέσεις, υπό την προϋπόθεση μόνο ότι οι ανώτεροι κάτοχοι οφειλών πρέπει να πληρωθούν πλήρως πριν από την καταβολή οποιασδήποτε πληρωμής σε κατόχους οφειλών μειωμένης εξασφάλισης. Το κεφάλαιο συνήθως αποπληρώνεται σε μορφή «κουκκίδας», δηλαδή στο τέλος του δανείου. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η διευκόλυνση μπορεί να προβλέπει πληρωμή σε είδος, στην οποία τόσο οι τόκοι όσο και το κεφάλαιο καταβάλλονται κατά τη λήξη του δανείου. Σε αυτή την περίπτωση, φέρει υψηλότερο επιτόκιο από εκείνο όπου καταβάλλονται τόκοι καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου (Bean, 2007).

Τα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης είναι μη εξασφαλισμένα ομόλογα που προσφέρουν στον επενδυτή περιοδικές πληρωμές τόκων (τοκομερίδια) και πλήρη

εξόφληση στη λήξη της περιόδου. Σε περίπτωση εκκαθάρισης ή πτώχευσης, οι απαιτήσεις των κατόχων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης είναι κατώτερες από αυτές των ανώτερων πιστωτών, αλλά είναι ανώτερες από αυτές των μετόχων, επειδή τα ομολογιακά τοκομερίδια τους πρέπει να καταβληθούν πριν από τη διανομή μερισμάτων των μετοχών από την εταιρεία. Το επιτόκιο τείνει να είναι σημαντικά υψηλότερο από αυτό των ομολόγων μη μειωμένης εξασφάλισης, για να αντισταθμίσει τον υψηλότερο κίνδυνο (Clor-Proell et al., 2016).

Τα συμμετοχικά δάνεια (Participating loans)

Τα συμμετοχικά δάνεια είναι δάνεια των οποίων η αποζημίωση εξαρτάται από τα αποτελέσματα της οφειλέτριας εταιρείας αντί να είναι καθορισμένη. Η αμοιβή μπορεί να συνδέεται με τις πωλήσεις ή τον κύκλο εργασιών, τα κέρδη ή την τιμή της μετοχής της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, τα συμμετέχοντα δάνεια δεν μοιράζονται τις ζημιές. Σε περίπτωση πτώχευσης, οι πάροχοι των συμμετεχόντων δανείων μοιράζονται τα αποτελέσματα της εκκαθάρισης με τον ίδιο τρόπο όπως οι άλλοι πιστωτές δανείων. Τα δικαιώματα συμμετοχής στις πωλήσεις ή στον κύκλο εργασιών παρέχουν στον επενδυτή μια πληρωμή που βασίζεται στην απόδοση της επιχείρησης, όσον αφορά τα έσοδα, τον κύκλο εργασιών ή τα κέρδη. Τόσο το επιτόκιο όσο και η αποπληρωμή κεφαλαίου μπορούν να συνδεθούν με αυτήν την απόδοση και η πληρωμή μπορεί να λάβει τη μορφή της πληρωμής σε είδος, δηλαδή να λαμβάνεται κατά τη λήξη του δανείου (Dec & Masiukiewicz, 2017).

Τα δικαιώματα συμμετοχής στα κέρδη είναι επενδύσεις μετοχικού κεφαλαίου που δίνουν δικαίωμα στον κάτοχο επί των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας (π.χ. συμμετοχή στα κέρδη ή στο πλεόνασμα κατά την εκκαθάριση ή εγγραφή για μια νέα μετοχή). Ο κάτοχος του δικαιώματος συμμετοχής στα κέρδη δεν είναι μέτοχος της εταιρείας και δεν δικαιούται δικαιώματα ιδιοκτησίας, συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων ψήφου και του δικαιώματος συμμετοχής στη συνέλευση των μετόχων της εταιρείας. Ωστόσο, τα δικαιώματα συμμετοχής στα κέρδη δεν ορίζονται από το νόμο και ως εκ τούτου μπορούν σε μεγάλο βαθμό να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και να σχεδιαστούν ώστε να ταιριάζουν στα ενδιαφερόμενα μέρη. Μπορούν να σχεδιαστούν για να μοιάζουν με δανεισμένο κεφάλαιο, συμφωνώντας συμβατικά για ελάχιστες πληρωμές τόκων που είναι ανεξάρτητες από τα κέρδη της

εταιρείας ή μοιάζουν με ίδια κεφάλαια, εάν παρέχουν το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη ή/και στα έσοδα εκκαθάρισης της εταιρείας (Seminogonas, 2015).

Η «σιωπηρή» συμμετοχή

Η σιωπηρή συμμετοχή είναι πιο κοντά σε μια νομική μορφή μιας επένδυσης ιδίων κεφαλαίων από τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης ή τα δάνεια συμμετοχής. Σε αυτή τη μορφή χρηματοδότησης, ένα ή περισσότερα άτομα αναλαμβάνουν μετοχικό μερίδιο σε μια εταιρεία, αλλά χωρίς να αναλαμβάνουν καμία ευθύνη έναντι των πιστωτών της εταιρείας. Με άλλους όρους, ο σιωπηλός εταίρος είναι «ετερόρρυθμος εταίρος», αφού η ευθύνη του περιορίζεται συνήθως στο ποσό που επενδύει στην εταιρεία. Η τυπική «σιωπηρή» συμμετοχή επηρεάζει μόνο τις εσωτερικές υποθέσεις της εταιρείας και δεν είναι εμφανής σε εξωτερικούς παρατηρητές. Ο σιωπηρός συνεργάτης έχει το δικαίωμα να παρακολουθεί τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας και μπορεί επίσης να του παραχωρηθούν δικαιώματα ενημέρωσης και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων της εταιρείας. Ωστόσο, οι λεπτομέρειες της συμμετοχής στα κέρδη ή τις ζημίες, η συμμετοχή στη διαχείριση, η επίβλεψη και τα δικαιώματα πληροφόρησης της εταιρείας μπορούν να δομηθούν με ευελιξία. Ως ενδεικτική περίπτωση, συνήθως ο σιωπηρός επενδυτής συμμετέχει σε ζημίες μέχρι το ύψος του επενδυμένου κεφαλαίου του, αλλά τα μέρη μπορούν να αφαιρέσουν αυτό το χαρακτηριστικό εν μέρει ή πλήρως από τη σύμβαση (Bean, 2007).

Το μετατρέψιμο χρέος και τα εντάλματα πληρωμών

Το μετατρέψιμο χρέος είναι ένας χρεωστικός τίτλος με ημερομηνία λήξης και δηλωμένους όρους αποπληρωμής, ο οποίος περιλαμβάνει την επιλογή μετατροπής του χρέους σε άλλο χρηματοοικονομικό μέσο, όπως άλλες μορφές χρέους, παράγωγα ή μετοχές. Το δικαίωμα μετατροπής δεν μπορεί να διαχωριστεί από το χρέος, επομένως η αξία ενός μετατρέψιμου ομολόγου είναι ίση με την αξία του στοιχείου του ομολόγου συν την αξία του στοιχείου του δικαιώματος. Επίσης, η εξόφληση του χρέους και η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής αλληλοαποκλείονται, δηλαδή η άσκηση του δικαιώματος εξουδετερώνει το χρέος και η εξόφληση του χρέους ακυρώνει το δικαίωμα μετατροπής. Οι εταιρείες έχουν συνήθως δικαιώματα αγοράς για τα μετατρέψιμα ομόλογα που εκδίδουν (Ford et al., 2006).

Τα αποσπώμενα δικαιώματα αγοράς, τα οποία δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα να αγοράσει συγκεκριμένο αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή, διαφέρουν από το μετατρέψιμο χρέος στο ότι μπορούν να διαπραγματεύονται χωριστά από τους τίτλους με τους οποίους σχετίζονται. Επίσης, τα εντάλματα είναι συνήθως μικρότερης διάρκειας από τα μετατρέψιμα ομόλογα. Η αξία τους είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής στην οποία μπορεί να αγοραστεί μια μετοχή της εταιρείας με την άσκηση του εντάλματος (η τιμή «χτυπήματος») και της αγοραίας τιμής. Η αξία αυτού του μέσου μπορεί να προσδιοριστεί με διαδικασία αγοράς, όπου η εταιρεία διαπραγματεύεται δημόσια ή πωλείται σε εξωτερικό επενδυτή μέσω συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει τέτοια βάση για την τιμολόγηση των τόκων των συμμετοχών, η αξία του μετοχικού τίτλου προσδιορίζεται χρησιμοποιώντας μια τεχνική αποτίμησης που καθορίζεται στη σύμβαση. Στην περίπτωση τόσο των μετατρέψιμων ομολόγων όσο και των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών, ο κάτοχος δεν δικαιούται να λάβει μέρος σε μετρητά που διανέμεται από την εταιρεία πριν από την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Ωστόσο, οι τιμές άσκησης προσαρμόζονται αυτόματα για τυχόν διάσπαση ή μερίσματα μετοχών (Cheredov et al., 2019).

Το ενδιάμεσο κεφάλαιο (Mezzanine finance)

Αν και δεν υπάρχει κοινά αποδεκτός ορισμός του όρου, η χρηματοδότηση μέσω ενδιάμεσων κεφαλαίων προορίζεται γενικά ως μια τεχνική που συνδυάζει δύο ή περισσότερα από τα παραπάνω επενδυτικά μέσα σε μια διευκόλυνση που πωλείται ως ενιαία οντότητα σε επενδυτές. Ο ακριβής συνδυασμός των μέσων σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να προσαρμοστεί ώστε να ταιριάζει στις ανάγκες της εταιρείας και των επενδυτών. Στο βαθμό που η διευκόλυνση έχει μεγάλο μερίδιο των περιουσιακών στοιχείων της τρέχουσας αμοιβής σταθερού επιτοκίου, θα τείνει να έχει χαμηλή αλλά σταθερή απόδοση. Η απόδοση μπορεί να βελτιωθεί με την αύξηση του ποσοστού των περιουσιακών στοιχείων υψηλότερου κινδύνου στη μονάδα ή με την καθυστέρηση των πληρωμών μέχρι τα μεταγενέστερα στάδια της λειτουργίας. Όσο περισσότερο ρίσκο αναλαμβάνει ο επενδυτής, τόσο περισσότερο προσπαθεί να συλλάβει την άνοδο της επένδυσης. Μια απλή διευκόλυνση των ενδιάμεσων κεφαλαίων περιλαμβάνει μία ή περισσότερες κατηγορίες χρεών μειωμένης εξασφάλισης, μια δόση στην οποία ο επενδυτής λαμβάνει μια «αμοιβή επιτυχίας», δηλαδή ένα μερίδιο από τα κέρδη της επιχείρησης ή/και μια δόση που σχετίζεται με μετοχές («equity kicker») στην οποία

ένας επενδυτής λαμβάνει μια πληρωμή της οποίας η αξία εξαρτάται από την αύξηση της αξίας της εταιρείας, που συνήθως αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής της εταιρείας (Johannesen, 2014).

Μια εμπορική επένδυση ενδιάμεσων κεφαλαίων λαμβάνει συνήθως τη νομική μορφή μιας εταιρικής σχέσης ιδιωτικών επενδύσεων, ενός μέσου που περιορίζεται σε συγκεκριμένο αριθμό εξελιγμένων επενδυτών, καθένας από τους οποίους πρέπει να δεσμεύσει ένα σημαντικό ποσό. Η επένδυση οργανώνεται από γενικούς εταίρους, όπου είναι ειδικοί στη διαχείριση επενδύσεων ενδιάμεσων κεφαλαίων που συνεισφέρουν τις δεξιότητές τους στον εντοπισμό καλών εταιρειών, στην καθοδήγηση τους στον κύκλο των ενδιάμεσων κεφαλαίων, στην παρακολούθηση της απόδοσης τους, συχνά συμμετέχοντας στα διοικητικά συμβούλια τους και στην εκκαθάριση του αμοιβαίου κεφαλαίου στο τέλος της εντολής του. Οι γενικοί εταίροι λαμβάνουν αμοιβές για όλα τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία (συνήθως περίπου 2%), καθώς και μερίδιο από τα κέρδη της επένδυσης (Tetretona & Svedik, 2018).

Λόγω της ανάγκης για ενεργή παρακολούθηση των εταιρειών, τα ενδιάμεσα αμοιβαία κεφάλαια διαθέτουν συνήθως μόνο περιορισμένο αριθμό εταιρειών στα χαρτοφυλάκια τους, με 20-30 εταιρείες κατά μέσο όρο. Επιπλέον, η χρηματοδότηση των ενδιάμεσων κεφαλαίων έχει συνήθως συμφωνίες που περιορίζουν τις δραστηριότητες των εταιρειών, αν και τείνουν να είναι λιγότερο αυστηρές από αυτές των εμπορικών τραπεζών. Το ενδιάμεσο αμοιβαίο κεφάλαιο έχει μια προκαθορισμένη διάρκεια ζωής (συνήθως 7-10 χρόνια) και οι επενδυτές αναμένεται να παραμείνουν στην επιφάνεια καθ' όλη αυτή την περίοδο. Κανονικά, στα πρώτα χρόνια λειτουργίας του, το αμοιβαίο κεφάλαιο θα έχει μεγάλα μερίδια ενεργητικού σε μετρητά καθώς αναζητούνται επενδυτικά έργα. Κατά τη διάρκεια των μεσαίων ετών της ζωής του αμοιβαίου κεφαλαίου, τα περιουσιακά στοιχεία συνήθως επενδύονται πλήρως. Προς το τέλος της ζωής του αμοιβαίου κεφαλαίου, τα κέρδη θα εισρεύσουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο και οι επενδυτές θα λάβουν μετρητά. Στο τέλος της ζωής του, το αμοιβαίο κεφάλαιο εκκαθαρίζεται και όλοι οι επενδυτές λαμβάνουν μερίδιο από τα κέρδη του αμοιβαίου κεφαλαίου (Comer, 2006).

Οι επενδύσεις στα ενδιάμεσα κεφάλαια είναι συνήθως προϊόντα αγοράς και διακράτησης. Σε αντίθεση με τα ομόλογα υψηλής απόδοσης, τα οποία είναι συχνά

εισηγμένα σε χρηματιστήρια στην Ευρώπη ή είναι επιλέξιμα για ηλεκτρονικές συναλλαγές μεταξύ ειδικευμένων θεσμικών αγοραστών (QIBs) στην αγορά των ΗΠΑ, οι χρεωστικοί τίτλοι των ενδιάμεσων κεφαλαίων διαπραγματεύονται σπάνια. Ως αποτέλεσμα, πολλές επενδύσεις σε ενδιάμεσα κεφάλαια έχουν περιορισμένη ρευστότητα. Συνήθως, οι επενδυτές ενδιάμεσων κεφαλαίων αναμένουν να πραγματοποιήσουν την αξία τους με την έξοδο στα μεταγενέστερα στάδια της επένδυσης. Οι περισσότερες εμπορικές επενδύσεις ενδιάμεσων κεφαλαίων πραγματοποιούνται είτε μέσω πώλησης αλλαγής ελέγχου είτε μέσω ανακεφαλαιοποίησης της εταιρείας. Για αυτόν τον λόγο, οι πάροχοι ενδιάμεσων κεφαλαίων ενδέχεται να αναζητήσουν επενδύσεις σε εταιρείες που αντιπροσωπεύουν ισχυρούς υποψήφιους αρχικών δημοσίων προσφορών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η εταιρεία μπορεί να πωληθεί σε στρατηγικούς επενδυτές. Συχνότερα, ο πάροχος ενδιάμεσων κεφαλαίων εξαγοράζεται από τον αρχικό ιδιοκτήτη μέσω ανακεφαλαιοποίησης με φθινό αρχικό χρέος, μέσω των συσσωρευμένων κερδών που παράγονται από την επιχείρηση ή μέσω της εξαγοράς της εταιρείας από έναν ανταγωνιστή (Seminogonas, 2015).

Οι επενδυτές των ενδιάμεσων κεφαλαίων γενικά δεν επιθυμούν να αποκτήσουν περισσότερο από το 3-5% των ιδίων κεφαλαίων οποιασδήποτε εταιρείας στο χαρτοφυλάκιο τους και δεν επιδιώκουν να συμμετάσχουν στη διαχείριση της. Ωστόσο, σε αντάλλαγμα για τη χαμηλότερη κατάταξη και τη μη εξασφαλισμένη φύση του ενδιάμεσου κεφαλαίου, οι επενδυτές απαιτούν λεπτομερείς και έγκαιρες πληροφορίες για την οικονομική πρόοδο της επιχείρησης και συνήθως ορίζουν συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες ή συμφωνίες που πρέπει να τηρεί η εταιρεία. Για τις επενδύσιμες εταιρείες, ιδίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, αυτό δημιουργεί αυξημένες απαιτήσεις όσον αφορά τις πολιτικές λογιστικής, εποπτείας και πληροφόρησης. Απαιτεί επίσης εντατική παρακολούθηση από την πλευρά των επενδυτών των ενδιάμεσων κεφαλαίων (Dec & Masiukiewicz, 2017).

Κεφάλαιο 5^ο : Η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων

Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια αναφέρεται σε όλους τους χρηματοοικονομικούς πόρους που παρέχονται στις επιχειρήσεις σε αντάλλαγμα για ένα ποσοστό ιδιοκτησίας. Οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων συμμετέχουν στον επιχειρηματικό κίνδυνο, καθώς δεν παρέχεται ασφάλεια από την εκδότρια εταιρεία και η απόδοση της επένδυσης καθορίζεται εξ ολοκλήρου από την επιτυχία της εταιρείας. Οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους στην επιχείρηση, εάν ενδιαφέρεται να τις αγοράσει, ή μπορούν να λάβουν μερίδιο των εσόδων εάν η επιχείρηση πωληθεί. Οι κύριες κατηγορίες χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια είναι τα ιδιωτικά και τα δημόσια ίδια κεφάλαια. Ενώ τα δημόσια ίδια κεφάλαια αφορούν εταιρείες που διαπραγματεύονται σε κάποια μορφή χρηματιστηρίου, οι επενδυτές ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων παρέχουν κεφάλαια σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Επίσης, ενώ οι επενδυτές δημοσίων ιδίων κεφαλαίων δεν εμπλέκονται γενικά στη διοίκηση της εταιρείας, οι χρηματοδότες ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων παρέχουν συμβουλές ή βοηθούν τους ιδιοκτήτες ή τους διαχειριστές στην ανάπτυξη της εταιρείας (Zhang et al., 2019).

Υπάρχουν επίσης άτυπες πηγές χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων, οι οποίες περιλαμβάνουν την οικογένεια και τους φίλους. Πράγματι, για τις νεοσύστατες εταιρείες, το ποσό των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται μέσω αυτών των ανεπίσημων πηγών γενικά υπερβαίνει άλλες χρηματοδοτήσεις επιχειρηματικών συμμετοχών, συμπεριλαμβανομένων χωρών με καλά ανεπτυγμένη αγορά μετοχών, όπως οι ΗΠΑ. Οι αγορές ιδίων κεφαλαίων είναι βασικές για τις εταιρείες που αναζητούν μακροπρόθεσμες εταιρικές επενδύσεις, για τη διατήρηση της καινοτομίας, της δημιουργίας αξίας και της ανάπτυξης. Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια είναι ιδιαίτερα σημαντική για εταιρείες που έχουν προφίλ υψηλού κινδύνου-απόδοσης, όπως νέες, καινοτόμες και υψηλής ανάπτυξης εταιρείες. Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια εκκίνησης και πρώιμου σταδίου μπορεί να δώσει ώθηση στη δημιουργία και ανάπτυξη επιχειρήσεων, ενώ άλλα μετοχικά μέσα, όπως εξειδικευμένες πλατφόρμες για δημόσια εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, μπορούν να παρέχουν οικονομικούς πόρους για επιχειρήσεις που προσανατολίζονται στην ανάπτυξη (Wieczorek-Kosmala et al., 2020).

Από την άλλη πλευρά, για τις επιχειρήσεις, η άντληση ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι σημαντικά πιο δαπανηρή από την πρόσβαση σε χρηματοδότηση με χρέος. Για παράδειγμα, η διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω αρχικών δημόσιων προσφορών κοινών μετοχών είναι πιο ακριβή ανά μετοχή για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις από ότι για τις μεγάλες επιχειρήσεις, λόγω του σταθερού κόστους της δέουσας επιμέλειας, της διανομής και της εγγραφής κινητών αξιών. Επίσης, οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συχνά πρόβλημα υποτιμολόγησης στις κεφαλαιαγορές. Εκτός από το κόστος και το βάρος της συμμόρφωσης με τις κανονιστικές απαιτήσεις, συμβαίνει συχνά οι ίδιοι οι επιχειρηματίες να διστάζουν να προσεγγίσουν τις κεφαλαιαγορές λόγω της απώλειας του ελέγχου που συνεπάγεται η ευρύτερη ιδιοκτησία ιδίων κεφαλαίων (Medhat & Palazzo, 2020).

5.1 Ιδιωτικά ίδια κεφάλαια : Επιχειρηματικό κεφάλαιο και επιχειρηματικοί/επενδυτικοί άγγελοι

Η χρηματοδότηση μέσω ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα μέσων εξωτερικής χρηματοδότησης, με τα οποία η επιχείρηση λαμβάνει κεφάλαια από ιδιωτικές πηγές με αντάλλαγμα ένα μερίδιο ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Το κεφάλαιο παρέχεται σε ιδιωτικές εταιρείες, δηλαδή σε εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες σε καμία δημόσια χρηματιστηριακή αγορά, καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου ζωής, από τη χρηματοδότηση εκκίνησης έως τις εξαγορές. Μέσω των ιδιωτικών κεφαλαίων, τα πλούσια άτομα, τα επενδυτικά κεφάλαια ή τα ιδρύματα συμμετέχουν πλήρως στον επιχειρηματικό κίνδυνο της επιχείρησης, καθώς το κεφάλαιο διατίθεται χωρίς παροχή ασφάλειας. Σε σύγκριση με άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, ο επενδυτής αποδέχεται μεγαλύτερο κίνδυνο και αναμένει υψηλότερη απόδοση, συνήθως πάνω από 25% εσωτερικού ποσοστού απόδοσης (Wang et al., 2015).

Η επένδυση είναι αορίστου χρόνου, αν και οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων παρέχουν γενικά κεφάλαια σε μεσοπρόθεσμο έως μακροπρόθεσμο ορίζοντα (3-10 έτη). Ο στόχος των επενδυτών είναι να αποκομίσουν «εξερχόμενο» κέρδος (δηλαδή πουλώνοντας τις μετοχές τους μέσω αρχικών δημόσιων προσφορών, εμπορικής πώλησης ή επαναγοράς από τους άλλους μετόχους) μόλις η εταιρεία αυξήσει την αξία των μετοχών της. Οι

επενδύσεις ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων είναι λιγότερο ασταθείς από εκείνες στο χρηματιστήριο. Οι συναλλαγές δεν έχουν αντίκτυπο στην κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία διατηρούνται μέχρι τη λήξη τους και αποτιμώνται με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας και όχι ανάλογα με τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η χαμηλότερη ευαισθησία στις διακυμάνσεις της αγοράς παρέχει στους επενδυτές μια μορφή προστασίας από την ύφεση της αγοράς ιδίων κεφαλαίων και τους επιτρέπει να έχουν σταθερές και ελκυστικές αποδόσεις. Για παράδειγμα, στην Ευρώπη, από το 2001, οι αποδόσεις στον τομέα των ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων έχουν ξεπεράσει τις αποδόσεις των δημοσίων αγορών ιδίων κεφαλαίων κατά 9,4%. Η οικονομική κρίση του 2008-09 διεύρυνε περαιτέρω το χάσμα απόδοσης μεταξύ αυτών των αγορών (Drover et al., 2017).

Τα ιδιωτικά ίδια κεφάλαια χωρίζονται σε δύο διακριτές συνιστώσες, δηλαδή σε επιχειρηματικά κεφάλαια (venture capitals), που στοχεύουν σε εταιρείες νέων και πρώιμων σταδίων, και σε άλλα ιδιωτικά κεφάλαια, όπως κεφάλαια ανάπτυξης και εξαγοράς, που στοχεύουν σε ώριμες επιχειρήσεις. Οι εξαγορές, με τις οποίες αγοράζονται ίδια κεφάλαια από υφιστάμενους μετόχους και αποκτάται ο έλεγχος της εταιρείας, περιλαμβάνουν έναν αριθμό συγκεκριμένων τύπων επενδύσεων, όπως εξαγορές διαχείρισης (MBOs), buy-ins διαχείρισης (MBI), θεσμικές εξαγορές (IBO) και εξαγορές με μόχλευση (LBOs). Στις εξαγορές με μόχλευση, όπου αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο ποσοστό των ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων, οι επενδυτές και μια ομάδα διαχείρισης συγκεντρώνουν τα δικά τους χρήματα, μαζί με τα δανεισμένα χρήματα, για να αγοράσουν τις μετοχές μιας επιχείρησης από τους ιδιοκτήτες της. Συνήθως, τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας εταιρείας δίνονται ως εγγύηση για τα κεφάλαια που έχουν δανειστεί και οι ταμειακές ροές της ίδιας εταιρείας χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των χρεών. Με αυτόν τον τρόπο, οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν μια εταιρεία χωρίς να χρειάζονται μεγάλο επιχειρηματικό κεφάλαιο (Ferrati & Muffatto, 2021).

Οι εταιρείες ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων είναι συνήθως δομημένες ως ετερόρρυθμες εταιρείες. Ο ομόρρυθμος εταίρος (απεριόριστη ευθύνη) λαμβάνει κεφάλαια από ετερόρρυθμους εταίρους (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, αντισταθμιστικά κεφάλαια, πλούσια άτομα). Για αυτούς τους επενδυτές, το βασικό οικονομικό κίνητρο είναι η ευκαιρία να κερδίσουν υψηλό ποσοστό απόδοσης του

επενδυμένου κεφαλαίου τους μέσω πρόσβασης σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων που προέρχεται και διαχειρίζεται μια επενδυτική ομάδα που είναι εξειδικευμένη στους τομείς-στόχους ή τις τοποθεσίες των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε αντίθεση με τα χρηματιστήρια, τα ιδιωτικά ίδια κεφάλαια βασίζονται στην αρχή ότι οι μη εισηγμένες αγορές είναι αναποτελεσματικές, λόγω της μεγάλης ασυμμετρίας πληροφοριών. Για να εκμεταλλευτούμε αυτές τις ανεπάρκειες και να αποκτηθούν οι ανάλογες αποδόσεις, απαιτείται μια εις βάθος κατανόηση των ευκαιριών που διατίθενται στην αγορά, με βάση τα εταιρικά θεμελιώδη μεγέθη και την αξιολόγηση των δυνατοτήτων ανάπτυξης. Έτσι, οι διαχειριστές των ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων πρέπει να έχουν πρόσβαση σε λεπτομερή δεδομένα σχετικά με τις πιθανές επενδύσεις και να διεξάγουν εις βάθος έλεγχο δέουσας επιμέλειας. Από αυτή την άποψη, για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων οι δεξιότητες και η αξιοπιστία των διαχειριστών κεφαλαίων είναι κρίσιμες (Wahjono et al., 2020).

Οι διαχειριστές κεφαλαίων ανταμείβονται γενικά με έσοδα από αμοιβές και μερίδιο από άλλα εισοδήματα και κέρδη κεφαλαίου. Για την περαιτέρω ευθυγράμμιση των συμφερόντων των επενδυτών και των διαχειριστών κεφαλαίων, οι διαχειριστές κεφαλαίων πρέπει γενικά να επενδύουν μαζί με τους επενδυτές, με τους ίδιους όρους σε οποιαδήποτε αμοιβαία κεφάλαια (Blomkvist et al., 2020).

Οι εταιρείες ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων συνήθως εστιάζουν σε υψηλά δυναμικά ανάπτυξης ή σε εταιρείες με χαμηλές επιδόσεις που μπορούν να μετασχηματιστούν και στη συνέχεια να πωληθούν ή να κυκλοφορήσουν, ενθαρρύνοντας την ταχεία εταιρική αναδιάρθρωση. Από αυτή την άποψη, διαφέρουν ως προς τη στρατηγική, τη δομή και τον στόχο σε σύγκριση με άλλα επενδυτικά κεφάλαια. Στην ουσία, οι διαχειριστές ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων επιδιώκουν να ελέγξουν τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν και να επιλέξουν τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή για τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν. Για να το πράξουν, γενικά λειτουργούν με καλύτερη πληροφόρηση και ισχυρότερους ελέγχους και επιρροή στη διοίκηση από ότι τα αμοιβαία κεφάλαια που διαθέτουν μετοχές στο χρηματιστήριο. Ενώ οι διαχειριστές κεφαλαίων δεν ασκούν καθημερινό έλεγχο, συμμετέχουν ενεργά στον καθορισμό και την παρακολούθηση της εφαρμογής της στρατηγικής μιας εταιρείας. Για να επιτευχθεί αυτό, τα ιδιωτικά ίδια κεφάλαια δεν υπολογίζονται σε μεμονωμένες επενδύσεις για θέματα ρευστότητας και αναλαμβάνουν χρηματοοικονομικό κίνδυνο σε κάθε επένδυση μέσω της χρήσης του

χρέους. Επιπλέον, η κλειστή δομή του μετοχικού κεφαλαίου αποτρέπει τους διαχειριστές κεφαλαίων από την πρόωγη έξοδο και ενισχύει τη μακροπρόθεσμη δέσμευση τους με την εκδότρια εταιρεία (Tyknonά, 2017).

Οι κύριοι πάροχοι χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων για νεοσύστατες επιχειρήσεις και μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι η οικογένεια, οι φίλοι, οι επιχειρηματικοί άγγελοι και οι επιχειρηματίες κεφαλαίων (venture capitalists). Ωστόσο, το ενδιαφέρον για επενδύσεις σε επιχειρήσεις ανώτερης βαθμίδας από άλλους χρηματοδότες ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια, καθώς τα χαμηλά επιτόκια έχουν ωθήσει τους επενδυτές να αναζητήσουν αποδόσεις και διαφοροποίηση στα χαρτοφυλάκια τους. Το 2013, οι συναλλαγές κάτω των 500 εκατομμυρίων ευρώ αντιπροσώπευαν πάνω από το 97% των συμφωνιών εξαγοράς που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, ενώ το 45% του κεφαλαίου που συγκεντρώθηκε από τα ευρωπαϊκά κεφάλαια εξαγορών διατέθηκε στο τμήμα της μεσαίας αγοράς, δηλαδή στις συναλλαγές της τάξης των 250 εκατομμυρίων με 500 εκατομμυρίων ευρώ (Zhang et al., 2019).

Σύμφωνα με έρευνα σε 450 θεσμικούς επενδυτές σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία παγκοσμίως, που διεξήχθη από την Perquin το 2013, το 52% των επενδυτών πίστευε ότι το τμήμα της μεσαίας αγοράς προσφέρει τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Το 62% σχεδίαζε κατανομές σε εξαγορές από μικρές έως μεσαίες αγορές για το επόμενο έτος, σε σύγκριση με το 18% που σχεδίαζε επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια. Πράγματι, από το 2013, οι μικρές εξαγορές (κάτω από 250 εκατομμύρια ευρώ) είχαν ξεπεράσει σημαντικά τις μεγαλύτερες εξαγορές, όσον αφορά την απόδοση σε ορίζοντα 10 ετών. Η υπεραπόδοση που παρατηρήθηκε οφείλονταν στην ανάπτυξη των εταιρειών που πραγματοποιούνταν επενδύσεις και στις βελτιώσεις λειτουργίας. Οι συμφωνίες εξαγοράς μικρών και μεσαίων αγορών επωφελούνται επίσης από χαμηλή μόχλευση και το υψηλότερο μερίδιο στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, γεγονός που μειώνει το προφίλ κινδύνου της εκδότριας εταιρείας και αυξάνει τα πιθανά περιθώρια για εξωτερική ανάπτυξη (Medhat & Palazzo, 2020).

Επιχειρηματικό κεφάλαιο

Το επιχειρηματικό κεφάλαιο (Venture Capital) είναι η επένδυση μετοχικού κεφαλαίου που στοχεύει στην υποστήριξη των φάσεων πριν από την έναρξη, την έναρξη και το αρχικό στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Αν και συνήθως θεωρείται ότι είναι η κύρια πηγή χρηματοδότησης εκκίνησης και πρώιμου σταδίου, στην πραγματικότητα η πλειονότητα των εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων παρεμβαίνει σε μεταγενέστερο στάδιο, με τυπικό μέγεθος επένδυσης 3-5 εκατομμύρια, ενώ η αγορά εκκίνησης και πρώιμου σταδίου είναι ο κύριος στόχος των «άτυπων» επενδυτών, όπως οι επιχειρηματικοί άγγελοι. Πράγματι, οι επιχειρηματίες επιχειρηματικών κεφαλαίων συχνά επενδύουν σε εταιρείες που έχουν ήδη λάβει έναν ή περισσότερους γύρους χρηματοδότησης με την βοήθεια των επιχειρηματικών αγγέλων. Συνήθως παρεμβαίνουν μετά την επιτυχή δοκιμαστική διάθεση μιας επιχειρηματικής ιδέας ή ενός προϊόντος, για τη χρηματοδότηση πλήρους κλίμακας μάρκετινγκ και παραγωγής. Μερικές φορές, ωστόσο, το επιχειρηματικό κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση του κόστους ανάπτυξης προϊόντων όταν αυτό το κόστος είναι σημαντικό, όπως για κλινικές δοκιμές στον κλάδο της βιοτεχνολογίας (Drover et al., 2017).

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια περιλαμβάνουν «επίσημα» ή «επαγγελματικά» ίδια κεφάλαια, με τη μορφή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζονται οι γενικοί εταίροι, με στόχο την επένδυση σε πρώιμα στάδια έως τα στάδια επέκτασης επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης. Συνήθως, οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων συγκεντρώνουν κεφάλαια από πλούσια άτομα, ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία, μεταξύ άλλων. Αυτοί οι ετερόρρυθμοι εταίροι πληρώνουν τους ομόρρυθμους εταίρους για να εισπράξουν αμοιβές διαχείρισης (συνήθως 1-2% του δεσμευμένου κεφαλαίου), όπου καλύπτουν τα λειτουργικά έξοδα και με βάση αυτές τις αμοιβές μπορεί να γίνει πρόσληψη μιας ομάδας επαγγελματιών. Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου επιχειρηματικού κεφαλαίου περιλαμβάνει διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως μετοχές, ομόλογα και ακίνητα. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο είναι μέρος των λεγόμενων «εναλλακτικών επενδύσεων», μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων υψηλότερου κινδύνου, από την οποία οι επενδυτές επιδιώκουν να αποκτήσουν υψηλότερες αποδόσεις. Εντός αυτής της κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων, τα αμοιβαία ίδια κεφάλαια επενδύονται σε ένα χαρτοφυλάκιο εταιρειών, γνωρίζοντας ότι ορισμένες θα πετύχουν, άλλες θα αποτύχουν και η πλειοψηφία θα έχουν μέση ή κατώτερη απόδοση (Wahjono et al., 2020).

Η χρηματοδότηση μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων έχει συνήθως διάρκεια 10 ετών, στο τέλος της οποίας η εταιρική σχέση διαλύεται και διανέμει τα περιουσιακά της στοιχεία στους εταίρους. Ωστόσο, μπορεί να συμφωνηθεί παράταση από τους Ετερόρρυθμους Εταίροι, έτσι ώστε ορισμένα επιχειρηματικά κεφάλαια να λειτουργούν για 15 με 20 χρόνια. Γενικά, οι επενδύσεις σε νεοσύστατες εταιρείες πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια των πρώτων τριών/τεσσάρων ετών της χρηματοδότησης, με επακόλουθες επενδύσεις σε εταιρείες χαρτοφυλακίου να πραγματοποιούνται για ακόμη λίγα χρόνια. Στην πραγματικότητα, για έργα πρώιμου σταδίου, τα επιχειρηματικά κεφάλαια συνήθως περιλαμβάνουν την παροχή πολλών γύρων χρηματοδότησης και όχι μια εφάπαξ εισφορά κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων χρειάζεται επαρκή κλίμακα για να μπορεί να παρέχει πολλαπλούς γύρους χρηματοδότησης. Περίπου στα μέσα της ζωής της χρηματοδότησης, όταν μπορεί να έχει συμβεί κάποια πρόιμη συγκομιδή των πρώτων επιτυχημένων αποτελεσμάτων, οι Γενικοί Εταίροι μπορεί να αρχίσουν να συγκεντρώνουν ένα πρόσθετο κεφάλαιο, ανακυκλώνοντας μέρος των χρημάτων της επιτυχίας της επένδυσης και προσθέτοντας νέους επενδυτές περιορισμένης ευθύνης. Για τις περισσότερες εταιρείες χαρτοφυλακίου, οι αποδόσεις από την επένδυση, μέσω εξόδου, εμφανίζονται από τα 4 έως τα 10 έτη (Τυκνονά, 2017).

Επιχειρηματικοί άγγελοι

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι (Business Angels) είναι άτομα υψηλής καθαρής αξίας που επενδύουν τα δικά τους χρήματα απευθείας σε εταιρείες εκκίνησης ή νεοσύστατες εταιρείες, χωρίς οικογενειακές σχέσεις, με αντάλλαγμα μετοχές στις εταιρείες. Έτσι, οι επιχειρηματικοί άγγελοι κεφαλαιοποιούν τις αποδόσεις τους με τη διάθεση των μετοχών εκκίνησης, μέσω μιας δημόσιας εγγραφής, μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, και συχνά επανεπενδύουν τα κέρδη σε νέες επιχειρήσεις. Αυτό συμβαίνει επίσης επειδή ένας επιχειρηματικός άγγελος είναι συνήθως οικονομικά ανεξάρτητος, δηλαδή μια πιθανή συνολική απώλεια των επενδύσεων ενός επιχειρηματικού αγγέλου δεν θα αλλάξει σημαντικά την οικονομική κατάσταση των περιουσιακών στοιχείων του/της (Wieczorek-Kosmala et al., 2020).

Οι επιχειρηματικοί άγγελοι είναι συχνά πρώην επιτυχημένοι επιχειρηματίες που ενδιαφέρονται να υποστηρίξουν άλλους επιχειρηματίες παρέχοντας χρηματοδότηση

και εμπειρογνωμοσύνη. Όπως συμβαίνει με τα επιχειρηματικά κεφάλαια, οι επιχειρηματικοί άγγελοι γενικά συμμετέχουν ενεργά στις νεοσύστατες εταιρείες, παρέχοντας στρατηγική και επιχειρησιακή τεχνογνωσία, καθώς και συνδέσεις με άλλους βασικούς παράγοντες του συστήματος. Συνήθως, οι επιχειρηματικοί άγγελοι λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με βάση την εμπειρία τους σε έναν συγκεκριμένο τομέα και επενδύουν σε τοπικές εταιρείες. Πράγματι, όσον αφορά τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων, οι επιχειρηματικοί άγγελοι συνήθως αποθαρρύνονται λιγότερο από την ομάδα διαχείρισης νεοσύστατων επιχειρήσεων, επειδή μπορούν να συνεισφέρουν στην πρακτικές τεχνογνωσίας μέσω της δικής τους συμμετοχής (Wang et al., 2015).

Παρά την άμεση δέσμευση τους στη διαχείριση της εκκίνησης, συχνά οι επιχειρηματικοί άγγελοι επιθυμούν να παραμείνουν μειοψηφικοί μέτοχοι, καθώς γνωρίζουν τις πρόσθετες χρηματοδοτικές ανάγκες του επιχειρηματία σε μεταγενέστερα στάδια, στις οποίες μπορούν να ανταποκριθούν άλλοι επενδυτές, και προτιμούν ο επιχειρηματίας να διατηρεί τον έλεγχο της επιχείρησης με σημαντικό μερίδιο στο αποτέλεσμα και τα κίνητρα για επιτυχία. Οι επενδύσεις των επιχειρηματικών αγγέλων αυτού του είδους υπάρχουν εδώ και αιώνες, αλλά, τις τελευταίες δύο δεκαετίες, ο τομέας των επενδύσεων των επιχειρηματικών αγγέλων έχει κερδίσει ολοένα και μεγαλύτερη αναγνώριση, ως ισχυρή πηγή χρηματοδότησης για εταιρείες υψηλής ανάπτυξης, και έχει γίνει πιο επίσημη και οργανωμένη επιλογή, μεταξύ άλλων μέσω συνδικάτων, ενώσεων και δικτύων (Ferrati & Muffatto, 2021).

Η αναγνώριση ήρθε με περισσότερους κανονισμούς, αν και η αγορά επενδύσεων επιχειρηματικών αγγέλων είναι σε μεγάλο βαθμό άτυπη, δηλαδή οι επιχειρηματικοί άγγελοι ενεργούν ιδιωτικά και γενικά προτιμούν να διατηρούν την ανωνυμία τους. Στις ΗΠΑ, οι επενδυτές μέσω επιχειρηματικών αγγέλων χρειάζονται πιστοποίηση ως «διαπιστευμένοι επενδυτές» σύμφωνα με τη νομοθεσία περί τίτλων, ενώ σε άλλες χώρες η πιστοποίηση είναι απαραίτητη, αλλά μπορεί να λάβει τη μορφή αυτοπιστοποίησης. Αυτές οι απαιτήσεις αποσκοπούν στη διασφάλιση ότι οι επενδυτές διαθέτουν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους καθώς και την κατανόηση των επιπτώσεων της επένδυσης σε νεοφυείς εταιρείες (Blomkvist et al., 2020).

Το τυπικό μέγεθος επένδυσης των επιχειρηματικών αγγέλων κυμαίνεται μεταξύ 23.000 και 460.000 ευρώ, δηλαδή, οι επιχειρηματικοί άγγελοι λειτουργούν σε ένα τμήμα επενδύσεων αρχικού/πρώιμου σταδίου που εμπίπτει μεταξύ των άτυπων ιδρυτών, φίλων και οικογένειας και των επίσημων επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου. Δεδομένου ότι τα επιχειρηματικά κεφάλαια επικεντρώνονται ολοένα και περισσότερο σε επενδύσεις μεταγενέστερων σταδίων, σε κάποιο βαθμό οι επιχειρηματικοί άγγελοι καλύπτουν τα χρηματοδοτικά κενά στα αρχικά στάδια. Ως εκ τούτου, οι επιχειρηματικοί άγγελοι μπορεί να θεωρηθούν ότι παρέχουν μια σημαντική αρχή για τις καινοτόμες επιχειρήσεις τόσο σε επίπεδο επενδύσεων όσο και σε δεξιότητες (Zhang et al., 2019).

5.2 Δημόσια ίδια κεφάλαια : εξειδικευμένες πλατφόρμες για δημόσια εισαγωγή επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο

Για δεκαετίες, οι συμμετέχοντες στην ιδιωτική αγορά και οι αξιωματούχοι επιδιώκουν να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη εξειδικευμένων χρηματιστηρίων ή παρόμοιων πλατφορμών συναλλαγών για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων σε δημόσιες επιχειρήσεις μέσω πρωτογενούς και δευτερογενούς έκδοσης μετοχών έχει τη δυνατότητα να παρέχει χρηματοδότηση για την ανάπτυξη μιας εταιρείας και μπορεί να αυξήσει τη διαθεσιμότητα και να βελτιώσει τις συνθήκες για τη μετέπειτα χρηματοδότηση με χρέος. Οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων μπορούν να συνειδητοποιήσουν τα κεφαλαιακά κέρδη τους και να αξιοποιήσουν ένα ευρύτερο επενδυτικό περιβάλλον, συμπεριλαμβανομένων των λιανικών επενδυτών και των εξελιγμένων μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών (Τυκνονά, 2017).

Σε αυτήν τη μέθοδο χρηματοδότησης, μια επιχείρηση εκδίδει μετοχές σε μια δημόσια αγορά ενώ ταυτόχρονα αποκαλύπτει βασικές πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες και την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, συνήθως μέσω ενημερωτικού δελτίου. Μόλις εισαχθεί στο χρηματιστήριο, η εταιρεία υποχρεούται να κάνει τακτικές γνωστοποιήσεις και η διαπραγμάτευση πραγματοποιείται σύμφωνα με κανόνες που καθορίζονται από το χρηματιστήριο. Αυτές οι αλλαγές συνήθως ελέγχονται από μια ρυθμιστική αρχή κινητών αξιών, αλλά η ρυθμιστική αρχή μπορεί

να αναθέσει την εξουσία να ορίζει κανόνες στο χρηματιστήριο η ίδια ή σε άλλους «αυτορρυθμιστικούς οργανισμούς» (Wieczorek-Kosmala et al., 2020).

Οι πλατφόρμες συναλλαγών επιχειρήσεων μπορούν να λάβουν τη μορφή χωριστού συμβουλίου σε μια καθιερωμένη αγορά συναλλάγματος και να λειτουργούν παράλληλα με την κύρια αγορά ή μπορούν να αναπτυχθούν ως ξεχωριστή αγορά. Αυτή η τελευταία είναι η περίπτωση ορισμένων από τις πιο ανεπτυγμένες πλατφόρμες, όπως η AIM (Alternative Investment Market), η διεθνής αγορά του London Stock Exchange (LSE) για αναπτυσσόμενες μικρές επιχειρήσεις, η KOSDAQ στην Κορέα και η TSX-V στον Καναδά. Ως ρυθμιζόμενες αγορές ιδίων κεφαλαίων, οι καταχωρίσεις των επιχειρήσεων εξαιρούν τις λιγότερο ρυθμιζόμενες ή μη ρυθμιζόμενες εξωχρηματιστηριακές αγορές, όπου χρεόγραφα ή παράγωγα αγοράζονται και πωλούνται απευθείας μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή (Blomkvist et al., 2020).

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι νέες αγορές υιοθετούν μια στρατηγική «junior market», στην οποία οι εισηγμένες εταιρείες μεταφέρονται στην κύρια αγορά, δηλαδή οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιτρέπεται να μεταφερθούν στην κύρια αγορά όταν και εάν πληρούν τις απαιτήσεις εισαγωγής τους. Λειτουργώντας ως «τροφοδότης» για την κύρια αγορά, η νέα αγορά μπορεί να προσφέρει ορατότητα σε εισηγμένες εταιρείες και να χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική λύση στους κύκλους επιχειρηματικών κεφαλαίων. Υπάρχουν σημαντικές εξαιρέσεις, όπως το NASDAQ στις ΗΠΑ και το KOSDAQ στην Κορέα, που ξεκίνησαν ως πλατφόρμες που ανταγωνίζονταν την κύρια αγορά και εξακολουθούν να διατηρούν ανταγωνιστική θέση διατηρώντας μεγάλες εταιρείες που υποστηρίζονται από επιχειρηματικά κεφάλαια (Medhat & Palazzo, 2020).

Σε σύγκριση με τα βασικά χρηματιστήρια, εξειδικευμένες πλατφόρμες για επιχειρήσεις ή «νέες αγορές», θέτουν πιο χαλαρές απαιτήσεις εισαγωγής και γνωστοποίησης, επιτρέποντας συνήθως πιο χαλαρά κριτήρια σχετικά με το ιστορικό λειτουργίας, τον ελάχιστο αριθμό μετόχων, τις προηγούμενες οικονομικές επιδόσεις και τον αριθμό των δωρεάν διαπραγματεύσεων μετοχών, δηλαδή τις μετοχές σε κυκλοφορία που κατέχονται από επενδυτές, εκτός από μετοχές περιορισμένης ευθύνης που κατέχονται από εμπιστευτικά άτομα της εταιρείας. Επίσης, οι περισσότερες νέες αγορές χρεώνουν χαμηλότερα τέλη εισαγωγής και συντήρησης από την κύρια αγορά. Ταυτόχρονα, οι

νέες αγορές υιοθετούν συνήθως λειτουργικές πρακτικές για τη διατήρηση του ενδιαφέροντος των επενδυτών και της ακεραιότητας της αγοράς, όπου περιλαμβάνουν μια κλειστή περίοδο για τους κύριους μετόχους γύρω από προσφορές μετοχών (δηλαδή μια προκαθορισμένη περίοδο μετά από μια δημόσια εγγραφή όπου οι μεγάλοι μέτοχοι περιορίζονται να πουλήσουν τις μετοχές τους), θεσμικές ρυθμίσεις για καθοδήγηση και αυστηρούς κανόνες διαγραφής από το χρηματιστήριο (Wahjono et al., 2020).

Ενδεικτικά, τα κριτήρια εισόδου για την πλατφόρμα AIM του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, που ξεκίνησε το 1995, δεν περιλαμβάνουν απαιτήσεις για το ιστορικό συναλλαγών, το ελάχιστο μέγεθος, τα καθορισμένα επίπεδα μετοχών που κατέχει το κοινό, ούτε απαιτούν προκαταρκτική εξέταση των εγγράφων εισδοχής από το Χρηματιστήριο ή από την Αρχή Χρηματιστηρίου του Ηνωμένου Βασιλείου (UKLA). Οι κανόνες της πλατφόρμας AIM δεν επιβάλλουν κανέναν κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, οι εταιρείες πρέπει να παρέχουν λεπτομέρειες στον ιστότοπο τους σχετικά με το εάν έχουν ακολουθήσει ή όχι έναν κώδικα διακυβέρνησης και, εάν δεν παρέχουν, λεπτομέρειες των πρακτικών τους (Wang et al., 2015).

Επιπλέον, για να διασφαλιστεί η προστασία των επενδυτών, κατά τη διάρκεια της διαδικασίας αποδοχής και του χρόνου της ως δημόσιας εταιρείας, η εταιρεία πρέπει να συνεργαστεί στενά με έναν Επιλεγμένο Σύμβουλο («Nomad»), έναν εταιρικό οικονομικό σύμβουλο εγκεκριμένο από έναν πιστοποιημένο οικονομικό οργανισμό, ο οποίος είναι υπεύθυνος για την επιβεβαίωση του οργανισμού ότι έχουν τηρηθεί ορισμένοι κανόνες. Ο Επιλεγμένος Σύμβουλος αναλαμβάνει εκτεταμένη δέουσα επιμέλεια για να διασφαλίσει ότι μια εταιρεία είναι κατάλληλη για την εισδοχή στην πλατφόρμα AIM, παρέχει καθοδήγηση σε όλη τη διαδικασία δραστηριοποίησης, προετοιμάζει την εταιρεία για συμμετοχή σε δημόσια αγορά, βοηθά στην προετοιμασία του εγγράφου εισδοχής στην πλατφόρμα AIM, επιβεβαιώνει την καταλληλότητα της εταιρείας στο χρηματιστήριο και ενεργεί ως ο κύριος ρυθμιστής καθ' όλη τη διάρκεια μιας εταιρείας στην πλατφόρμα (Ferrati & Muffatto, 2021).

Για να κερδίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και να μειώσει τον κίνδυνο που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές στα ίδια κεφάλαια μικρών επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης, μπορεί να ακολουθηθεί μια αντίθετη προσέγγιση, με υψηλότερα πρότυπα στη νέα από ότι στην κύρια αγορά. Αυτή είναι η στρατηγική που υιοθέτησε η Novo

Mercado της Βραζιλίας, ένα τμήμα εισαγωγής της BM&F Bovespa (Χρηματιστήριο του Σάο Πάολο) για εταιρείες που οικειοθελώς τηρούν πρόσθετες υποχρεώσεις, οι οποίες αποσκοπούν στην αύξηση των δικαιωμάτων των μετόχων και στη βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών που κοινοποιούνται συνήθως από εισηγμένες εταιρείες, βάσει του βραζιλιάνικου νόμου και του CVM. Υπό το πρίσμα αυτών των αυστηρότερων κανόνων, όταν δημιουργήθηκε η Novo Mercado το 2000, δημιουργήθηκαν δύο ενδιάμεσα επίπεδα εταιρικής διακυβέρνησης, για να διασφαλιστεί ότι οι ήδη εισηγμένες εταιρείες είχαν μια πορεία προς τη βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησής τους. Αυτά τα ενδιάμεσα τμήματα μεταξύ της παγκόσμιας αγοράς και του Novo Mercado προορίζονταν να χρησιμεύσουν ως σκαλοπάτι που διευκολύνουν τη σταδιακή προσαρμογή των εταιρειών όταν η άμεση μεταφορά στο ανώτατο επίπεδο δεν θεωρούνταν εφικτή (Drover et al., 2017).

Τα χρηματιστήρια μπορούν επίσης να προσφέρουν στις επιχειρήσεις ποικίλες υπηρεσίες εκτός από τον τόπο διαπραγμάτευσης των τίτλων τους. Για παράδειγμα, μπορούν να συνδέσουν επιχειρήσεις με διαφορετικούς τύπους επενδυτών (όπως επενδυτές μέσω επιχειρηματικών αγγέλων, επιχειρηματικών κεφαλαίων και ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων) και να τις βοηθήσουν να αποκτήσουν πρόσβαση σε βοηθητικές επαγγελματικές υπηρεσίες, όπως ο συντονισμός και η διαχείριση ενδιαφερομένων, η δέουσα επιμέλεια και η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου, η ανάπτυξη επενδυτικών υποθέσεων, κλπ. Η ανταλλαγή μπορεί επίσης να συνδέσει εταιρείες με επαγγελματικές υπηρεσίες που παρέχονται από λογιστές και νομικούς συμβούλους, οι οποίες μπορούν να αυξήσουν την ποιότητα της χρηματοοικονομικής τους αναφοράς, υποστηρίζοντας έτσι τους επενδυτές που εξετάζουν το ενδεχόμενο να επενδύσουν σε μεγάλες ή μικρότερες επιχειρήσεις (Zhang et al., 2019).

Κεφάλαιο 6^ο : Η μέθοδος χρηματοδότησης του Crowdfunding

6.1 Ο ορισμός και τα χαρακτηριστικά του Crowdfunding

Το crowdfunding είναι μέρος του ευρύτερου κόσμου των χρηματοοικονομικών καινοτομιών που επιτρέπονται από τις τεχνολογικές εξελίξεις και είναι γνωστό και ως FinTech. Το FinTech αλλάζει τον τρόπο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα και το crowdfunding είναι συγκεκριμένα μέρος της υποκατηγορίας του FinTech που ονομάζεται εναλλακτική χρηματοδότηση (AltFi). Η εναλλακτική χρηματοδότηση αναφέρεται στην χρηματοδότηση βάσει αγοράς με δυνατότητα τεχνολογίας, εκτός του παραδοσιακού χρηματοπιστωτικού συστήματος και περιλαμβάνει διαδικτυακές αγορές για δανεισμό καταναλωτών και επιχειρήσεων, διαπραγμάτευση τιμολογίων και πλατφόρμες πληρωμών από τρίτους. Το «crowdfunding» περιγράφει έναν μηχανισμό άντλησης κεφαλαίων μέσω της προσέλκυσης σε μια ομάδα ατόμων ή οργανισμών μέσω μιας διαδικτυακής πλατφόρμας. Η ιδέα είναι απλή και έχει να κάνει με ένα μεγάλο αριθμό ατόμων, μέσω μικρών ατομικών συνεισφορών, όπου μπορεί να συγκεντρωθούν μεγάλα ποσά για να χρηματοδοτηθούν άλλα άτομα και έργα χωρίς τη συμμετοχή των συμβατικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Moritz & Block, 2016).

Αυτό γίνεται συνήθως μέσω του διαδικτύου στις λεγόμενες πλατφόρμες crowdfunding, όπου παρουσιάζονται έργα και όπου κάθε άτομο στο «πλήθος» των χρηματοδότηων επιλέγει το έργο που θα χρηματοδοτήσει. Οι ορισμοί του crowdfunding ποικίλλουν, αλλά έχουν τα ακόλουθα κοινά βασικά στοιχεία (Gierczak et al., 2016) :

- Άντληση κεφαλαίων σε μικρά ποσά.
- Χρήση ψηφιακής τεχνολογίας.

Η βασική ανατρεπτική επίδραση του crowdfunding είναι ότι η διαμεσολάβηση από τα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μειώνεται στο ελάχιστο, καθώς τα κεφάλαια διοχετεύονται απευθείας από τους χρηματοδότες στα έργα μέσω μιας συγκεκριμένης τεχνολογικής πλατφόρμας. Η εμφάνιση του crowdfunding έχει τις ρίζες της στη «συνεργατική χρηματοδότηση» (collaborative finance) και στην ιδέα του

«πληθοπορισμού» (crowdsourcing). Ενώ το crowdsourcing αξιοποιεί τη δύναμη του πλήθους για να αυξήσει την αποτελεσματικότητα και να πραγματοποιήσει έργα που θα ήταν αδύνατο για ένα άτομο να αναλάβει μόνο του, διαχειρίζεται τα χρηματικά ποσά που διαθέτουν οι χρήστες, φέρνοντας σε επαφή ένα άτομο ή μια οντότητα που χρειάζεται χρήματα με μέλη της κοινότητας που είναι πρόθυμα να δανείσουν αυτά τα χρήματα (Bouncken et al., 2015).

Το crowdfunding που στοχεύει σε μια μαζική αγορά ξεκίνησε στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2006, ακολουθούμενο από τις Ηνωμένες Πολιτείες το 2007 και (μετά την οικονομική κρίση του 2008) σε άλλες αγορές, συμπεριλαμβανομένων των αναδυόμενων αγορών και των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση σήμαινε μια μεγάλη ώθηση για τον κλάδο του crowdfunding επειδή προκάλεσε πτώση της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ειδικά στον τραπεζικό τομέα. Έκτοτε, το crowdfunding έχει αναπτυχθεί γρήγορα σε αγορές σε όλο το χρηματοπιστωτικό φάσμα, με υψηλή ζήτηση και για τις 2 πλευρές που πραγματοποιούν μια συναλλαγή. Η ταχεία ανάπτυξη του crowdfunding καθοδηγείται από τεχνολογικούς, καθώς και μακροοικονομικούς και ρυθμιστικούς παράγοντες όπου περιγράφονται αναλυτικότερα ως εξής (Moritz & Block, 2014) :

- Τεχνολογικοί παράγοντες : Η βελτιωμένη πρόσβαση στο διαδίκτυο μέσω κινητών τηλεφώνων και άλλων συσκευών, το περιεχόμενο ιστού που δημιουργείται από χρήστες, η έκρηξη διαδικτυακών εφαρμογών, η αυξανόμενη χρήση των κοινωνικών δικτύων, η ανάλυση «Big Data» και η επανάσταση του FinTech κατέστησαν βιώσιμο το crowdfunding μειώνοντας το λειτουργικό κόστος και αυξάνοντας τη δυνητική εμβέλεια των πλατφορμών crowdfunding.
- Μακροοικονομικοί παράγοντες : Η χρηματοπιστωτική κρίση και η επακόλουθη πιστωτική κρίση παρουσίασαν μια μεγάλη πρόκληση για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι τράπεζες και άλλοι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές έχουν ενισχύσει την πρόσβαση σε πιστώσεις, ειδικά για μικρότερα δάνεια λόγω ανησυχιών σχετικά με την αποδοτικότητα του κόστους και για δάνεια σε πελάτες που δεν διαθέτουν επαρκείς εξασφαλίσεις λόγω προληπτικών κριτηρίων. Αυτό έχει δημιουργήσει μια νέα ζήτηση για κεφάλαια. Από την

πλευρά της προσφοράς (χρηματοδότες), το παρατεταμένο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, το οποίο μείωσε τις αποδόσεις των παραδοσιακών αποταμιευτικών προϊόντων, έχει οδηγήσει σε μια «αναζήτηση της απόδοσης» και ώθησε τους χρηματοδότες και τους αποταμιευτές λιανικής σε εναλλακτικές μορφές δημιουργίας εισοδήματος.

- Ρυθμιστικοί παράγοντες : Οι πλατφόρμες crowdfunding επωφελούνται από τις ρυθμιστικές αλλαγές που έλαβαν χώρα μετά την κρίση. Οι πιο αυστηρές κανονιστικές απαιτήσεις αύξησαν σημαντικά το τραπεζικό κόστος του ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές. Όταν το crowdfunding αρχίζει να ρυθμίζεται σε όλο τον κόσμο, πολλές δικαιοδοσίες δεν θα επιβάλλουν αυστηρούς κανονισμούς σχετικά με αυτό. Αυτή η προσέγγιση δίνει στον κλάδο του crowdfunding πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών του, ιδιαίτερα των κατεστημένων παρόχων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Από την αρχή της, η βιομηχανία του crowdfunding έχει αναπτυχθεί τρομερά σε όλο τον κόσμο. Ο όγκος των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν αυξήθηκε από 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια το 2011 σε πάνω από 100 δισεκατομμύρια δολάρια το 2015 παγκοσμίως. Ανεξάρτητα από τις πρόσφατες ενδείξεις επιβράδυνσης, ο κλάδος του crowdfunding συνεχίζει να αναπτύσσεται γρήγορα, ειδικά στην Ασία, με 210% ετήσια ανάπτυξη, καθοδηγούμενη από χώρες όπως η Κίνα (εκτιμάται μεταξύ 60 δισεκατομμύρια δολάρια και 100 δισεκατομμύρια δολάρια), την Ινδία (27,8 εκατομμύρια δολάρια), τις Φιλιππίνες (26,9 εκατομμύρια δολάρια) και το Νεπάλ (25,5 εκατομμύρια δολάρια). Στην Αφρική, οι πλατφόρμες crowdfunding συγκέντρωσαν 37,2 εκατομμύρια δολάρια το 2015 στην Κένυα, τη Ρουάντα, την Τανζανία και την Ουγκάντα (Shneor et al., 2021).

Οικοσύστημα και κατηγοριοποίηση

Ένα οικοσύστημα crowdfunding μπορεί να είναι περίπλοκο και μπορεί να διαφέρει σημαντικά από μοντέλο σε μοντέλο. Το κεντρικό σημείο κάθε οικοσυστήματος crowdfunding είναι μια πλατφόρμα (μια τεχνολογικά εφικτή λύση που χρησιμοποιείται για την αντιστοίχιση της ζήτησης με την προσφορά). Η πλευρά της ζήτησης αποτελείται από άτομα και οντότητες που αναζητούν κεφάλαια. Ανάλογα με το

συγκεκριμένο μοντέλο, γίνεται αναφορά στους δικαιούχους (δωρεές, crowdfunding βάσει ανταμοιβής), στους δανειολήπτες (χρέος) ή στους εκδότες (ίδια κεφάλαια), οι οποίοι μπορεί να κυμαίνονται από ιδιώτες έως πολύ μικρές, μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, μη κυβερνητικές οργανώσεις (ΜΚΟ), μη κερδοσκοπικές οντότητες (π.χ. φιλανθρωπικές οργανώσεις), νεοφυείς επιχειρήσεις και χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Η πλευρά της προσφοράς αποτελείται από δωρητές (δωρεά), υποστηρικτές (ανταμοιβή), δανειστές (χρέος) και επενδυτές (χρέος, ίδια κεφάλαια). Οι χρηματοδότες κυμαίνονται από ιδιώτες, έως επενδυτές επιχειρηματικούς αγγέλους και επενδυτές επιχειρηματικών συμμετοχών, επιχειρήσεις και μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Εκτός από την πλατφόρμα και το «πλήθος» των χρηματοδότην, άλλες οντότητες είναι απαραίτητες για να λειτουργήσει το οικοσύστημα του crowdfunding (ενεργοποιητές), συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων πληρωμών και των παρόχων υπηρεσιών πληρωμών, της τεχνολογικής υποδομής και της ανάλυσης δεδομένων (Khan et al., 2016).

6.2 Οι βασικές κατηγορίες του Crowdfunding

Η πιο κοινή ταξινόμηση του crowdfunding περιλαμβάνει τέσσερις κύριες κατηγορίες όπου είναι η δωρεά, η ανταμοιβή, το χρέος και τα ίδια κεφάλαια. Αυτές οι κατηγορίες βασίζονται στο τι περιμένουν οι χρηματοδότες σε αντάλλαγμα για τα χρήματα τους (και στο πρωταρχικό τους κίνητρο να επενδύσουν). Αν και αυτή η βασική, προσανατολισμένη στην προσφορά κατηγοριοποίηση, επιτρέπει να εξηγηθούν οι βασικές παραλλαγές του crowdfunding, μπορεί να μην είναι κατάλληλη για τον σκοπό ως μέσο κατανόησης των θεμάτων χρηματοοικονομικής ένταξης του crowdfunding στη βάση της πυραμίδας, όπου μια κατηγοριοποίηση με βάση τις περιπτώσεις χρήσης πελατών (π.χ. crowdfunding, ασφάλιση crowdfunding, κλπ) μπορεί να είναι τουλάχιστον σημαντική για την εικόνα κινδύνου για την πλατφόρμα στο σύνολο της με τις προσδοκίες των προμηθευτών κεφαλαίων (Pinkow & Emmerich, 2021).

6.2.1 Το crowdfunding βάσει δωρεών

Το crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές επιτρέπει σε μεμονωμένα άτομα (δωρητές) να στέλνουν χρήματα σε άτομα (ή έργα) που έχουν ανάγκη (δικαιούχους), χωρίς

οικονομικό αντίτιμο (επιστροφής) σε αντάλλαγμα για τα χρήματα τους. Αυτή η μορφή crowdfunding χρησιμοποιείται κυρίως στον μη κερδοσκοπικό τομέα για την υποστήριξη διαφόρων σκοπών (κοινωνικών, περιβαλλοντικών, πολιτικών, φιλανθρωπικών, κλπ). Η πλατφόρμα αντλεί τη ροή εσόδων της κυρίως από τα τέλη που συλλέγονται από κάθε δωρεά (συνήθως 5% ή περισσότερο). Υπάρχουν δύο κοινές υποκατηγορίες crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές όπου είναι οι προσωπικές εκστρατείες και η συγκέντρωση χρημάτων για φιλανθρωπικό σκοπό όπου περιγράφονται αναλυτικότερα ως εξής (Böckel et al., 2020) :

- Οι προσωπικές καμπάνιες συνήθως περιλαμβάνουν έναν μεμονωμένο δικαιούχο, ένα νοικοκυριό ή μια μικρή κοινότητα που συγκεντρώνει χρήματα για έναν συγκεκριμένο δικό του σκοπό. Τυπικά παραδείγματα περιλαμβάνουν εκστρατείες για τη χρηματοδότηση ιατρικής θεραπείας, εκπαίδευσης ή χόμπι.
- Η συγκέντρωση χρημάτων για φιλανθρωπικούς σκοπούς περιλαμβάνει μια εγγεγραμμένη φιλανθρωπική οργάνωση.

Στην πρώτη περίπτωση, ο δικαιούχος λαμβάνει τα εισπραχθέντα κεφάλαια μόνο εάν έχει τηρηθεί το αρχικό όριο. Στην δεύτερη περίπτωση, ο δικαιούχος μπορεί να διατηρήσει τα κεφάλαια ακόμη και αν είναι κάτω από το όριο. Η μεγαλύτερη αγορά για crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές είναι στη Βόρεια Αμερική, με 210,38 εκατομμύρια δολάρια που χρηματοδοτήθηκαν το 2019. Για ολόκληρη την αμερικανική ήπειρο, ο όγκος που προέκυψε από το crowdfunding βάσει δωρεών αυξήθηκε από 151,09 εκατομμύρια δολάρια το 2018 σε 215,56 εκατομμύρια δολάρια το 2019 (όπου η Λατινική Αμερική αντιπροσώπευε 5,18 εκατομμύρια δολάρια). Αυτό αντιπροσωπεύει έναν ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 43%. Στην περιοχή Ασίας-Ειρηνικού (εξαιρουμένης της Κίνας), το crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές συγκέντρωσε σχεδόν 25 εκατομμύρια δολάρια το 2019, από 12 εκατομμύρια δολάρια το 2018 και 6,3 εκατομμύρια δολάρια το 2017. Στην Κίνα, το crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές συγκέντρωσε 141,69 εκατομμύρια δολάρια το 2019. Στην Ευρώπη (εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου), το crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές αυξάνεται σταθερά, συγκεντρώνοντας 19,91 εκατομμύρια ευρώ (περίπου 22 εκατομμύρια δολάρια) το 2019. Μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο, συγκέντρωσε 12

εκατομμύρια λίρες (περίπου 15 εκατομμύρια δολάρια) το 2019 (Pinkow & Emmerich, 2021).

6.2.2 Το crowdfunding βάσει ανταμοιβών

Το crowdfunding βάσει ανταμοιβών επιτρέπει στους χρηματοδότες (δωρητές) να συνεισφέρουν σε καμπάνιες με αντάλλαγμα μια μη οικονομική ανταμοιβή. Οι ανταμοιβές συχνά έχουν τη μορφή σημείων εκτίμησης ή την προαγορά ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας σύμφωνα με το ποσό της συνεισφοράς. Το crowdfunding που βασίζεται σε ανταμοιβές έχει πολλά κοινά με το crowdfunding που βασίζεται σε δωρεές και μερικές φορές περιλαμβάνεται στην ίδια κατηγορία. Εκτός από τα βασικά κίνητρα που περιγράφονται για τη συμμετοχική χρηματοδότηση βάσει δωρεών, οι δωρητές αναμένουν ένα πιο απτό αποτέλεσμα της επένδυσής τους. Τα έσοδα για μια πλατφόρμα προέρχονται από τα τέλη που προκύπτουν από κάθε συνεισφορά. Υπάρχουν δύο κύριες κοινές υποκατηγορίες crowdfunding που βασίζονται σε ανταμοιβές όπου είναι η υποκατηγορία όλα ή τίποτα (all or nothing) και η υποκατηγορία κρατήστε ό,τι σηκώνετε (keep what you raise) (Melton et al., 2020).

Αυτή η κατηγορία crowdfunding χρησιμοποιείται κυρίως για τη χρηματοδότηση τέχνης (ταινίες, μουσική) και για την ανάπτυξη νέων προϊόντων και καινοτομιών. Εκτός από τη χρηματοδότηση, το crowdfunding μπορεί να εξυπηρετήσει σκοπούς μάρκετινγκ όπου μέσω της καμπάνιας, οι επιχειρηματίες αυξάνουν την ευαισθητοποίηση για νέα έργα και προϊόντα και λαμβάνουν σχόλια από πιθανούς πελάτες. Για παράδειγμα, μια νεοφυής επιχείρηση μπορεί να δοκιμάσει το ενδιαφέρον για μια καινοτόμο ιδέα ή μια καθιερωμένη εταιρεία μπορεί να δοκιμάσει την πιθανή υιοθέτηση ενός νέου προϊόντος (Zhao & Ryu, 2020).

Η περιοχή Ασίας-Ειρηνικού προηγείται σε αριθμούς του crowdfunding βάσει ανταμοιβών. Εξαιρουμένης της Κίνας, ο συνολικός όγκος crowdfunding βάσει ανταμοιβών στην περιοχή Ασίας-Ειρηνικού το 2019 ήταν πάνω από 81 εκατομμύρια δολάρια, σχεδόν διπλάσιο από τα 41,7 εκατομμύρια δολάρια που συγκεντρώθηκαν το 2018. Στην Κίνα, οι πρώτες πλατφόρμες crowdfunding ανταμοιβής αφορούσαν νεοφυείς επιχειρήσεις αλλά ορισμένες από τις μεγαλύτερες εταιρείες ηλεκτρονικού εμπορίου της Κίνας έχουν ξεκινήσει πλατφόρμες crowdfunding που βασίζονται σε

ανταμοιβές από το 2013. Υπολογίζεται ότι συγκεντρώθηκαν 829,52 εκατομμύρια δολάρια το 2019. Στην Αμερική, ο όγκος της αγοράς των 658,37 εκατομμυρίων δολαρίων δημιουργήθηκε το 2019, αυξημένος κατά 22% από τα 513,96 εκατομμύρια δολάρια του 2018. Αυτό το μοντέλο αντιπροσώπευε το 2% της συνολικής αγοράς το 2019. Η Βόρεια Αμερική αντιπροσώπευε 645,70 εκατομμύρια δολάρια. Το crowdfunding βάσει ανταμοιβής είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος τομέας στην ευρωπαϊκή διαδικτυακή αγορά εναλλακτικής χρηματοδότησης (εξαιρουμένου του Ηνωμένου Βασιλείου) με 120,33 εκατομμύρια ευρώ (περίπου 130 εκατομμύρια δολάρια) που συγκεντρώθηκαν το 2018 (έναντι 63,18 εκατομμύρια ευρώ το 2017). Στο Ηνωμένο Βασίλειο, 42 εκατομμύρια λίρες (περίπου 55 εκατομμύρια δολάρια) παρείχαν διευκόλυνση μέσω των πλατφορμών crowdfunding που βασίζονται σε ανταμοιβές το 2019 (Pinkow & Emmerich, 2021).

6.2.3 Το crowdfunding χρέους

Το crowdfunding χρέους επιτρέπει στους χρηματοδότες (δανειστές) να δανείζουν απευθείας ή να επενδύουν σε χρεωστικές υποχρεώσεις που εκδίδονται μέσω μιας πλατφόρμας. Το crowdfunding χρέους είναι επίσης γνωστό ως crowdfunding βάσει δανεισμού, δανεισμός από την αγορά ή δανεισμός από άτομο σε άτομο (P2P), όροι που δεν είναι τόσο ευρείς όσο το crowdfunding χρέους. Το crowdfunding χρέους θεωρείται καλύτερα ως μια νέα προσέγγιση στον δανεισμό παρά ως ένα εντελώς νέο χρηματοοικονομικό προϊόν. Αξιοποιώντας τη διασύνδεση του διαδικτύου, αυτή η μορφή crowdfunding δημιουργεί μια άμεση σχέση μεταξύ του χρηματοδότη και του ατόμου που λαμβάνει την χρηματοδότηση (Shneor et al., 2020b).

Με βάση τον βασικό στόχο που προωθεί η πλατφόρμα, μπορεί να διακριθεί σε μη κερδοσκοπικό δανεισμό, σε δανεισμό με κοινωνικό προσανατολισμό και σε εμπορικό δανεισμό. Οι χρηματοδότες σε μη κερδοσκοπικές πλατφόρμες επιδιώκουν ενεργά να προσεγγίσουν κοινότητες με περιορισμένη πρόσβαση σε επίσημους δανειστές χωρίς προσδοκίες οικονομικής απόδοσης. Πολλές από αυτές τις πλατφόρμες βασίζονται σε εθελοντική εργασία, δηλαδή δωρεές ή/και επιχορηγήσεις για να λειτουργήσουν. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ο μη κερδοσκοπικός οργανισμός Κίνα, όπου δανείζει χρήματα που συλλέγονται από δανειστές που αξιοποιούν τοπικές υποδομές μικροχρηματοδότησης στα πιο δυσπρόσιτα μέρη. Ο ιστότοπος Zidisha, ένα άλλο

παράδειγμα μη κερδοσκοπικού δανεισμού, περιγράφει τον εαυτό της ως την πρώτη άμεση φιλανθρωπική κοινότητα μικροδανεισμού. Ο κοινωνικός δανεισμός καθοδηγείται από την ευκαιρία να αποκομιστούν κέρδη και να υποστηριχθούν συγκεκριμένες κοινότητες ή γεωγραφικές περιοχές. Για παράδειγμα, το MYC4 επιτρέπει στους χρηματοδότες να δανείζουν χρήματα σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε αναπτυσσόμενες χώρες της Αφρικής για μια μικρή απόδοση. Οι πλατφόρμες εμπορικού δανεισμού συνήθως δεν στοχεύουν σε συγκεκριμένες ομάδες ατόμων προς δανεισμό ή κοινωνικούς σκοπούς. Παραδείγματα αυτών περιλαμβάνουν το CreditEase στην Κίνα, το RainFin στη Νότια Αφρική, το Crowdo στη Μαλαισία, το Zopa στο Ηνωμένο Βασίλειο και το LendingClub στις Ηνωμένες Πολιτείες (Nordin & Md. Sum, 2020).

Το crowdfunding χρέους χρησιμοποιείται για τη συγκέντρωση κεφαλαίων για κάθε είδους σκοπούς, από την ατομική κατανάλωση έως τα επιχειρηματικά δάνεια. Υπάρχουν διαφορετικές υποκατηγορίες crowdfunding χρέους που διακρίνονται από τους χρηματοδότες και τα άτομα που λαμβάνουν την χρηματοδότηση (Shneor et al., 2020a) :

- Δανεισμός από άτομο σε άτομο : Στον δανεισμό peer-to-peer μεμονωμένοι χρηματοδότες δανείζουν σε μεμονωμένα άτομα. Σε πολλές περιπτώσεις, το δάνειο είναι ακάλυπτο. Με βάση τις πληροφορίες που αποκαλύπτονται από τα άτομα που λαμβάνουν τις χρηματοδοτήσεις, οι χρηματοδότες αποφασίζουν να καλύψουν όλο ή ένα ορισμένο ποσό του αιτούμενου ποσού του δανείου. Εάν η καμπάνια είναι επιτυχής, το δάνειο εκταμιεύεται στο άτομο που κάνει την αίτηση και αργότερα αποπληρώνεται με τόκο στον(στους) χρηματοδότη(ες). Για να μετριαστεί ο κίνδυνος αθέτησης, ορισμένες πλατφόρμες P2P συγκεντρώνουν, διαχωρίζουν και πωλούν συσκευασμένα δάνεια που αντιστοιχούν στο επίπεδο κινδύνου που υποδεικνύει ο χρηματοδότης.
- Δανεισμός από άτομο σε επιχείρηση (P2B) : Στο δανεισμό peer-to-business μεμονωμένοι χρηματοδότες δανείζουν σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα δάνεια δεν είναι εξασφαλισμένα. Η ταχύτητα, η ευελιξία και το κόστος καθιστούν τον δανεισμό P2B μια βιώσιμη εναλλακτική λύση χρηματοδότησης επιχειρήσεων που είναι ελκυστική κυρίως για νεοφυείς επιχειρήσεις, μικρές επιχειρήσεις με

δυνατότητες ανάπτυξης και μεσαίες επιχειρήσεις με συγκεκριμένα σχέδια διαφοροποίησης και επέκτασης σε νέες αγορές.

- Δανεισμός από επιχείρηση σε επιχείρηση (B2B) : Στο δανεισμό business-to-business ο χρηματοδότης αποτελείται από διαφορετικές επιχειρήσεις (συχνά πολύ μικρές εταιρείες) που θέλουν να δανείσουν χρήματα για υψηλά επιτόκια. Ο δανεισμός σε επιχειρήσεις (τόσο P2B όσο και B2B) μπορεί επίσης να περιλαμβάνει χρηματοδότηση συγκεντρωτικών επενδυτικών οχημάτων αντί για μεμονωμένες επιχειρήσεις. Μπορεί επίσης να υποστηριχθεί ότι υπάρχει μια υποκατηγορία business-to-peer όπου μεγάλοι θεσμικοί χρηματοδότες παρέχουν κεφάλαια για δανεισμό σε μεμονωμένα άτομα.

Οι πλατφόρμες crowdfunding χρέους διαφέρουν ως προς τα λειτουργικά τους μοντέλα, τα οποία εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το νομικό και το ρυθμιστικό πλαίσιο. Με βάση την κατηγοριοποίηση που εισήγαγε η IOSCO και άλλοι ερευνητές, υπάρχουν πέντε κύρια λειτουργικά μοντέλα crowdfunding χρέους όπου είναι ο διαχωρισμένος λογαριασμός από πελάτες (client-segregated account), ο δανεισμός ισολογισμού (balance sheet lending), ο δανεισμός βάσει συμβολαίου (notary), η «εγγυημένη» επιστροφή (guaranteed return) και ο δανεισμός εκτός σύνδεσης (offline) (Assadi, 2020).

Στο μοντέλο διαχωρισμένου λογαριασμού από πελάτες, ένας μεμονωμένος χρηματοδότης αντιστοιχίζεται με έναν μεμονωμένο άτομο μέσω της πλατφόρμας και συνάπτεται σύμβαση μεταξύ τους. Η πλατφόρμα δεν είναι συμβαλλόμενο μέρος στη σύμβαση δανείου μεταξύ του χρηματοδότη και του μεμονωμένου ατόμου και όλα τα κεφάλαια από τον χρηματοδότη και το μεμονωμένο άτομο διαχωρίζονται από τον ισολογισμό της πλατφόρμας μέσω ενός νομικά διαχωρισμένου λογαριασμού. Η πλατφόρμα αντλεί τα έσοδα της και καλύπτει τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένης της είσπραξης οφειλών και του ελέγχου του ατόμου, από χρεώσεις και άλλα κόστη που χρεώνονται σε έναν ή και στους δύο άτομα (π.χ. μια αμοιβή προέλευσης, τέλος διαχείρισης) και στον χρηματοδότη (π.χ. μια αμοιβή διαχείρισης) (Moritz & Block, 2016).

Στο μοντέλο δανεισμού ισολογισμού, η πλατφόρμα δανείζει απευθείας σε άτομα και διατηρεί το δάνειο στον ισολογισμό της. Οι πλατφόρμες παράγουν τα έσοδα τους μέσω της διαφοράς επιτοκίου (η διαφορά μεταξύ του κόστους δανεισμού της πλατφόρμας και του επιτοκίου που χρεώνει στα άτομα που ζητούν τα κεφάλαια). Η πλατφόρμα επιβάλλει επίσης πρόσθετες χρεώσεις όπως και σε άλλα μοντέλα, συμπεριλαμβανομένων των τελών για την εξυπηρέτηση των δανείων που πωλούνται στο πλήθος. Καθώς ο κλάδος εξελίσσεται, οι δανειστές του ισολογισμού βασίζονται όλο και περισσότερο σε μια σειρά πηγών κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένων των πιστωτικών διευκολύνσεων, των πωλήσεων ολόκληρων δανείων και των τιτλοποιήσεων για τη δημιουργία κεφαλαίων (Gierczak et al., 2016).

Στο μοντέλο δανεισμού βάσει συμβολαίου, τα δάνεια προέρχονται από συνεργαζόμενη τράπεζα και διανέμονται μέσω της πλατφόρμας. Αυτό το μοντέλο αντικατοπτρίζει τη ρυθμιστική απαίτηση ότι οι δανειστές πρέπει να είναι εξουσιοδοτημένοι (π.χ. να διαθέτουν άδεια χρήσης). Τα δάνεια που εκδίδονται από την συνεργαζόμενη τράπεζα τηρούνται στον ισολογισμό της για μία έως δύο ημέρες προτού αγοραστούν και μεταπωληθούν από την πλατφόρμα στο πλήθος (χρηματοδότες) με τη μορφή χαρτονομισμάτων. Οι χρηματοδότες λαμβάνουν αποπληρωμές που συνδέονται άμεσα με την απόδοση του υποκείμενου δανείου ανάλογες με την αρχική τους επένδυση. Αυτό μετατοπίζει τον κίνδυνο χρεοκοπίας στο πλήθος τόσο από την εκδότρια τράπεζα όσο και από την πλατφόρμα (Shneor et al., 2021).

Το μοντέλο «εγγυημένης» απόδοσης και το μοντέλο εκτός σύνδεσης σχετίζονται (αν και όχι αποκλειστικά) με την κινεζική αγορά crowdfunding. Στο εγγυημένο μοντέλο, η πλατφόρμα εγγυάται μια ορισμένη απόδοση που έχει συμφωνηθεί με τον χρηματοδότη. Ένας τρίτος πάροχος, ο οποίος ασφαρίζει αποτελεσματικά την επένδυση, εγγυάται την απόδοση. Αυτό το μοντέλο μπορεί να μοιάζει με το μοντέλο στο οποίο η πλατφόρμα δημιουργεί ένα ταμείο προβλέψεων από το οποίο καλύπτονται τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή, το ταμείο πρόβλεψης χρηματοδοτείται από υποχρεωτικές εισφορές που χρεώνονται στα μεμονωμένα άτομα που λαμβάνουν την χρηματοδότηση (ή τους χρηματοδότες). Μέχρι την πρόσφατη απαγόρευση του, το μοντέλο εγγυημένης απόδοσης επικρατούσε στην Κίνα. Στην Κίνα λειτουργούσε επίσης το μοντέλο "εκτός σύνδεσης", όπου τα μεμονωμένα άτομα που λαμβάνουν την χρηματοδότηση στρατολογούνταν συνήθως εκτός σύνδεσης μέσω απευθείας καναλιών

και τεχνικών προσωπικών πωλήσεων, συμπεριλαμβανομένης της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Μόλις το δάνειο χρηματοδοτούνταν και εκταμιευόταν, η πλατφόρμα εισέπραττε τις αποπληρωμές αυτοπροσώπως για λογαριασμό των χρηματοδότην (Böckel et al., 2020).

Το χρέος κυριαρχεί στις αγορές crowdfunding σε όλο τον κόσμο, με την περιοχή Ασίας-Ειρηνικού να κατατάσσεται στην κορυφή. Στην Κίνα, ο δανεισμός P2P είναι η μεγαλύτερη κατηγορία χρηματοδότησης μέσω διαδικτύου, με αναφερόμενο όγκο αγοράς 52,44 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2019 σε σύγκριση με τα 36,16 δισεκατομμύρια δολάρια στη Βόρεια Αμερική. Στη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική, μεταξύ 2017 και 2019, οι πλατφόρμες P2P συγκέντρωσαν 19,43 εκατομμύρια δολάρια το 2019. Στην Ευρώπη, το crowdfunding βάσει χρέους εκτιμάται ότι συγκέντρωσε 3,21 δισεκατομμύρια ευρώ (περίπου 3,60 δισεκατομμύρια δολάρια) το 2019. Ο δανεισμός P2P έφτασε τα 909 εκατομμύρια λίρες (περίπου 1,2 δισεκατομμύρια δολάρια) μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2019, σε σύγκριση με τα 547 εκατομμύρια λίρες (περίπου 700 εκατομμύρια δολάρια) το 2018 (Pinkow & Emmerich, 2021).

6.2.4 Το Crowdfunding βάσει ιδίων κεφαλαίων

Το crowdfunding ιδίων κεφαλαίων επιτρέπει σε μεμονωμένους και θεσμικούς επενδυτές να επενδύουν σε μη εισηγμένες εταιρείες σε αντάλλαγμα για μετοχές της εταιρείας. Εξ ορισμού, το crowdfunding ιδίων κεφαλαίων εξυπηρετεί τη χρηματοδότηση νομικών προσώπων που μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια πουλώντας τα ίδια κεφάλαια τους και είναι κατάλληλο ιδιαίτερα για νεοσύστατες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Εάν επιτευχθεί ένας επενδυτικός στόχος, η συμφωνία κλείνει μεταξύ της ομάδας χρηματοδότην, του εκδότη και της πλατφόρμας. Η πλατφόρμα χρεώνει προμήθεια με βάση το ποσό που συγκεντρώνεται και, σε ορισμένες περιπτώσεις, με βάση το μελλοντικό κέρδος (Moritz & Block, 2014).

Το crowdfunding ιδίων κεφαλαίων είναι σχετικά νέα δραστηριότητα, αλλά έχει γνωρίσει δραματική ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Το 2019, αποτελούσε μόλις το 11% του συνολικού ποσού που χρηματοδοτήθηκε από κοινού. Ωστόσο, όσον αφορά την ανάπτυξη από έτος σε έτος, έχει ξεπεράσει την ανάπτυξη του ευρύτερου κλάδου

του crowdfunding κατά 60% έναντι 53%. Στην αμερικανική ήπειρο, 598,05 εκατομμύρια δολάρια σε μετοχές πωλήθηκαν μέσω πλατφορμών crowdfunding το 2019 (120% περισσότερο από το 2018), κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες και τον Καναδά. Στην Ευρώπη, το crowdfunding ιδίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε ότι έφθασε τα 422 εκατομμύρια ευρώ (περίπου 467 εκατομμύρια δολάρια) το 2019. Μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο, το crowdfunding βάσει μετοχών (εξαιρουμένου του crowdfunding σε ακίνητα) αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 295% σε 245 εκατομμύρια λίρες (περίπου 325 εκατομμύρια δολάρια) το 2019. Παρόλο που πολλές χώρες στην περιοχή Ασίας-Ειρηνικού δεν διαθέτουν κανονιστικό πλαίσιο και το crowdfunding βάσει ιδίων κεφαλαίων αποτελείται συνήθως από μικρές διαδικτυακές ιδιωτικές τοποθετήσεις, αυτή η περιοχή συγκέντρωσε πάνω από 64 εκατομμύρια δολάρια το 2015 (εξαιρουμένης της Κίνας) (Pinkow & Emmerich, 2021).

Καθώς οι πλατφόρμες crowdfunding ιδίων κεφαλαίων συνεχίζουν να καινοτομούν, έχουν προκύψει διαφορετικά επιχειρηματικά μοντέλα όπως ένα συλλογικό μοντέλο όπου οι πλατφόρμες προσλαμβάνουν πιθανούς χρηματοδότες ως μέλη μιας κλειστής «λέσχης επενδύσεων» για να αποφύγουν τη ρύθμιση των δημοσίων προσφορών και προστασία των επενδυτών που απολαμβάνουν συνήθως οι «μη ειδικευμένοι» επενδυτές, ένα συνεταιριστικό μοντέλο όπου οι πλατφόρμες δημιουργούν ένα συνεταιριστικό εργαλείο ειδικού σκοπού για τη συγκέντρωση χρημάτων που πρόκειται να επενδυθούν σε ένα μεμονωμένο έργο, ένα μοντέλο που καθοδηγείται από επενδυτές και ένα μοντέλο συνεπένδυσης (Assadi, 2020).

Στο μοντέλο που καθοδηγείται από επενδυτές (γνωστό και ως κοινοπρακτική χρηματοδότηση), ένας διαπιστευμένος κύριος επενδυτής πραγματοποιεί τη δέουσα επιμέλεια, διαπραγματεύεται τους όρους επένδυσης απευθείας με την εταιρεία που αντλεί χρηματοδότηση και επενδύει τα συγκεκριμένα χρήματα. Στη συνέχεια, το πλήθος καλείται να συνεπενδύσει μαζί με τον κύριο επενδυτή. Αυτό δίνει στους άλλους χρηματοδότες ηρεμία, επενδύοντας δίπλα σε επαγγελματίες επενδυτές, καθώς η χρηματοδότηση βάσει ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι πολύ περίπλοκη για άπειρους χρηματοδότες. Οι πλατφόρμες επωφελούνται παίρνοντας ένα κομμάτι από τη συγκεκριμένη συμφωνία. Για παράδειγμα, η AngelList επιτρέπει στους χρηματοδότες να σχηματίσουν «συνδικάτα», τα οποία είναι παρόμοια με τα επενδυτικά κεφάλαια για

πιθανούς χρηματοδότες με στόχο να επενδύσουν μαζί σε ένα έργο (Nordin & Md. Sum, 2020).

Παρομοίως, το μοντέλο της συνεπένδυσης επιτρέπει στους χρηματοδότες να συνεπενδύουν μαζί με καθιερωμένους επιχειρηματίες κεφαλαίων. Η πλατφόρμα αναζητά συμφωνίες και είναι υπεύθυνη για τη δέουσα επιμέλεια και τη διαχείριση επενδύσεων. Συνήθως προμηθεύεται, ελέγχει και οργανώνει επενδύσεις και τις παρουσιάζει σε πιθανούς «υποστηρικτές», καθώς και επενδύει τα δικά της κεφάλαια. Ορισμένες από αυτές τις πλατφόρμες διατηρούν επίσης προληπτικά δικαιώματα και παρέχουν ένα πλαίσιο για να βοηθήσουν τους χρηματοδότες να συγκεντρώσουν και τους επενδυτές να επενδύσουν επιπλέον κεφάλαια σε μελλοντικούς γύρους και σε επόμενους κύκλους (Melton et al., 2020).

6.3 Το crowdfunding και η οικονομική ένταξη

Ευκαιρίες

Το crowdfunding έχει τη δυνατότητα να συμβάλει στις προσπάθειες χρηματοοικονομικής ένταξης παρέχοντας βελτιωμένη πρόσβαση σε κεφάλαια και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Μια Λευκή Βίβλος του GPFJ σημειώνει ότι το crowdfunding μπορεί να υποστηρίξει τη χρηματοοικονομική ενσωμάτωση και μπορεί να είναι ένας γρήγορος τρόπος άντλησης κεφαλαίων με δυνητικά λίγες ρυθμιστικές απαιτήσεις. Μπορεί να είναι οικονομικά αποδοτικό και μπορεί να αποφέρει καλή απόδοση για τον δανειστή και η δυνητική του εμβέλεια στην αγορά να περιορίζεται μόνο από εμπόδια πρόσβασης στην πλατφόρμα και ρυθμιστικούς περιορισμούς, όπου ισχύουν. Η υπόθεση είναι ότι το crowdfunding μπορεί να ωφελήσει τις προσπάθειες χρηματοοικονομικής ένταξης με τους ακόλουθους τρόπους (Bouncken et al., 2015) :

- Βελτιώνει την πρόσβαση στη χρηματοδότηση από πρώην αποκλεισμένα και υποεξυπηρετούμενα άτομα και μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

- Επιτρέπει καινοτομίες υφιστάμενων μοντέλων για την εξυπηρέτηση πελατών βασισμένη στην πυραμίδα, όπως μικροχρηματοδοτήσεις και κινητές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.
- Ανοίγει την πρόσβαση σε πιο σύνθετα επενδυτικά προϊόντα για ανθεκτικότητα και δημιουργία περιουσιακών στοιχείων.

Οι υπάρχουσες πλατφόρμες crowdfunding απαιτούν να υπάρχει κάποια ελάχιστη υποδομή για να λειτουργήσουν και επομένως, αυτή η καινοτομία είναι πιο πιθανό να ωφελήσει δυσανάλογα διαφορετικά τμήματα πελατών. Η πρόσβαση σε μια πλατφόρμα crowdfunding απαιτεί τη δυνατότητα αποστολής και λήψης χρημάτων ηλεκτρονικά μέσω ενός λογαριασμού συναλλαγών, όπως ένας τραπεζικός λογαριασμός ή ένα ψηφιακό πορτοφόλι. Επομένως, οι πιο πιθανοί χρήστες του crowdfunding είναι πελάτες που ήδη κατέχουν ή έχουν πρόσβαση σε έναν τέτοιο λογαριασμό. Αυτοί οι πελάτες, ωστόσο, ενδέχεται να εξακολουθούν να μην εξυπηρετούνται ή να αποκλείονται όσον αφορά άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες, όπως πιστώσεις, ασφάλειες, αποταμιεύσεις και επενδυτικά προϊόντα. Το crowdfunding μπορεί επίσης να βοηθήσει στην εμβάθυνση της χρηματοπιστωτικής αγοράς, παρέχοντας έτσι οφέλη σε μια ευρύτερη ομάδα πελατών που αποκλείονται από ορισμένα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω της περιορισμένης ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα (Moritz & Block, 2016).

Κίνδυνοι και προκλήσεις

Παρά τα πιθανά οφέλη που αναφέρθηκαν, ο σημαντικός αντίκτυπος του crowdfunding στη χρηματοοικονομική ένταξη δεν έχει ακόμη φανεί. Από αναπτυξιακή σκοπιά, η βασική δοκιμασία του crowdfunding έγκειται στον βαθμό στον οποίο αυτή η μορφή χρηματοδότησης χρησιμοποιείται για την προώθηση και υποστήριξη της χρηματοοικονομικής ένταξης και της οικονομικής ανάπτυξης αντί για τη γρήγορη και φθηνή δημιουργία κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επικίνδυνων και μη βιώσιμων επενδυτικών ευκαιριών. Σε αντίθεση με τη μικροχρηματοδότηση, η οποία προέκυψε με συγκεκριμένο σκοπό να προσεγγίσει τους φτωχούς, οικονομικά αποκλεισμένους και υποεξυπηρετούμενους, μόνο ένα κλάσμα πλατφορμών crowdfunding μέχρι σήμερα

έχει σχεδιαστεί για να στοχεύει σε αυτό το τμήμα. Οι προκλήσεις περιλαμβάνουν τα ανεπαρκή νομικά και ρυθμιστικά πλαίσια, τα μη δοκιμασμένα μοντέλα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, την περιορισμένη πρόσβαση στην τεχνολογία και την έλλειψη ευαισθητοποίησης και εμπιστοσύνης. Αυτές οι προκλήσεις δεν είναι απαραίτητως μοναδικές στο crowdfunding και, σε ορισμένες δικαιοδοσίες, μπορεί να αφορούν ευρύτερους τομείς (Shneor et al., 2020a).

Επίλογος

Το crowdfunding, για τους επιχειρηματίες, δεν έχει μόνο τη δυνατότητα να συγκαταλέγεται στις κύριες εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης, αλλά μπορεί επίσης να ενισχύσει τη σταθερότητα του γενικού χρηματοπιστωτικού τομέα. Το σύστημα θα πρέπει να παρέχει σημαντικές ευκαιρίες σε επιχειρηματίες με καινοτόμα επιχειρηματικά σχέδια και επενδυτές με ικανότητες να τα υποστηρίξουν. Το crowdfunding αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό εργαλείο για την επιτάχυνση της επιχειρηματικότητας, της οικονομικής ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας. Ο αριθμός τέτοιων επιχειρήσεων θα αυξάνεται καθώς περισσότεροι επενδυτές έρχονται στο προσκήνιο και ο αυξανόμενος αριθμός επιτυχημένων παραδειγμάτων θα προσελκύει όλο και περισσότερους επενδυτές. Η δυνατότητα πρόσβασης σε εύκολη και άνετη χρηματοδότηση θα επηρεάσει θετικά το επιχειρηματικό πνεύμα της κοινωνίας και θα ανοίξει δρόμους για αύξηση των ευκαιριών απασχόλησης.

Το crowdfunding σε οικονομικό πλαίσιο, είναι μια βιώσιμη εναλλακτική λύση στους συμβατικούς πόρους χρηματοδότησης των επιχειρηματιών. Το crowdfunding αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό μέσο που θα επιταχύνει την επιχειρηματικότητα, την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Οι εκστρατείες crowdfunding πραγματοποιούνται μόνο με τη μορφή χρηματοδότησης σε επιχειρήσεις όλων των ειδών (νεοφυείς, μικρές, μικρομεσαίες, μεγάλες). Η χρηματοδότηση σε αντάλλαγμα μετοχών ή πιστώσεων δεν αποτελούσε επιλογή για νομικούς λόγους σχετικά με τους κανονισμούς για τις τράπεζες, τις κεφαλαιαγορές και το εμπορικό δίκαιο. Όσοι συλλέγουν χρήματα μέσω πλατφορμών crowdfunding για να συμβάλουν στην εύκολη διεξαγωγή και την ταχεία βελτίωση του crowdfunding διαχωρίζονται από τις δημόσιες συμπράξεις και τους εξαγωγείς. Με αυτόν τον τρόπο μειώνονται τα κόστη και οι νομικές ευθύνες των επιχειρηματιών. Οι επιχειρηματίες δεν χρειάζεται να ιδρύσουν εταιρείες για να βρουν πόρους από το crowdfunding και εάν η επιχειρηματική τους ιδέα συγκεντρώσει τα χρήματα, μπορούν να δημιουργήσουν εταιρείες και να τα ανακτήσουν. Το crowdfunding στον κόσμο αναδείχθηκε ως εναλλακτική λύση στις δυσκολίες εύρεσης χρηματοδότησης από μικρές και νεοφυείς εταιρείες, ειδικά μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008.

Καθώς συλλέγονται περισσότερα δεδομένα σχετικά με το crowdfunding, μπορεί να διεξαχθεί περισσότερη έρευνα για το θέμα. Οι έρευνες και οι μελέτες εντάσσονται σε ένα σημαντικό πεδίο για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι πλατφόρμες crowdfunding επηρεάζουν τα αποτελέσματα της καμπάνιας του μηχανισμού αγοράς και την απόδοση των επιχειρηματιών και πώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν μηχανισμοί για τη μείωση των ασύμμετρων πληροφοριών, του ηθικού κινδύνου και της πιθανότητας δυσμενών επιλογών. Εξάλλου, δεδομένου ότι οι κανόνες crowdfunding μεταξύ των χωρών αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου, υπάρχει ευρύ πεδίο για τη μελέτη των αιτιών και των συνεπειών των αλλαγών στον σχεδιασμό της αγοράς.

Βιβλιογραφία

Abdul Aziz, R. P., & Gintzburger, A. S. (2009). Equity-Based, Asset-Based and Asset-Backed Transactional Structures in Shari'a-Compliant Financing: Reflections on the Current Financial Crisis. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 28(3), 270–278.

Abdulsaleh, A. M., & Worthington, A. C. (2013). Small and Medium-Sized Enterprises Financing: A Review of Literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14).

Alan, Y., & Gaur, V. (2018). Operational Investment and Capital Structure Under Asset-Based Lending. *Manufacturing & Service Operations Management*, 20(4), 637–654.

Allen, F., Qian, J., Carletti, E., & Valenzuela, P. (2012). Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors. *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 19-26.

Anand, K., & Sekhar, R. (2020). Alternate Finance for Infrastructure Development. *Alternate Finance, Infrastructure Finance*, 12-34.

Arif, A. (2017). Regulations for Securitisation and Covered Bonds: Too Much or Too Little. *SSRN Electronic Journal*, 4(3), 12-39.

Assadi, D. (2020). In Search of Crowdfunding Business Models. *Sustainable Business*, 4(3), 63–95.

Bean, L. (2007). Mezzanine Financing: Is It for You? *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 19(2), 33–35.

Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Susec, M., Tapking, J., & Vong, T. (2011). The Impact of the Eurosystem's Covered Bond

Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets. *SSRN Electronic Journal*, 1(1), 20-36.

Blomkvist, M., Korkeamäki, T., & Takalo, T. (2020). Staged Equity Financing. *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 12-39.

Blommestein, H. J., Keskinler, A., & Lucas, C. (2011). Outlook for the Securitisation Market. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2(1), 259–276.

Böckel, A., Hörisch, J., & Tenner, I. (2020). A systematic literature review of crowdfunding and sustainability: highlighting what really matters. *Management Review Quarterly*, 71(2), 433–453.

Boesel, N., Kool, C., & Lugo, S. (2018). Do European banks with a covered bond program issue asset-backed securities for funding? *Journal of International Money and Finance*, 81, 76–87.

Bouncken, R. B., Komorek, M., & Kraus, S. (2015). Crowdfunding: The Current State Of Research. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 14(3), 407.

Buzacott, J. A., & Zhang, R. Q. (2004). Inventory Management with Asset-Based Financing. *Management Science*, 50(9), 1274–1292.

Caouette, J., Altman, E., Narayanan P., Nimmo, R. (2011). Asset-Based Lending and Lease Finance. *Managing Credit Risk*, 117–125.

Cheredov, K., Tarkhanova, E., & Mezentseva, O. (2019). Mezzanine Financing: Application Practices and Leadership Aspects. *Proceedings of the 5th International Conference on Social, Economic, and Academic Leadership (ICSEALV 2019)*.

Clor-Proell, S., Koonce, L., & White, B. (2016). How Do Experienced Users Evaluate Hybrid Financial Instruments? *Journal of Accounting Research*, 54(5), 1267–1296.

Comer, G. (2006). Hybrid Mutual Funds and Market Timing Performance*. *The Journal of Business*, 79(2), 771–797.

Comer, G., & Rodriguez, J. (2006). Corporate and Government Bond Funds: An Analysis of Investment Style, Performance, and Cash Flows. *SSRN Electronic Journal*, 1(6), 16-33.

Dec, P., & Masiukiewicz, P. (2017). Mezzanine Capital as A Tool to Increase Enterprise Value in Crisis. *Business and Management Horizons*, 5(1), 52-70.

Drake, P. & Fabozzi, F. (2011). Business Finance. *The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management*, 89-107.

Dietze, L. H., Entrop, O., & Wilkens, M. (2009). The performance of investment grade corporate bond funds: evidence from the European market. *The European Journal of Finance*, 15(2), 191–209.

Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820–1853.

Ferrati, F., & Muffatto, M. (2021). Reviewing equity investors' funding criteria: a comprehensive classification and research agenda. *Venture Capital*, 23(2), 157–178.

Ford, G., Carlin, T. M., & Finch, N. (2006). Do Hybrid Instruments Lower the Firm Cost of Capital? *SSRN Electronic Journal*, 1(5), 1-19.

Gierczak, M. M., Bretschneider, U., Haas, P., Blohm, I., & Leimeister, J. M. (2016). Crowdfunding: Outlining the New Era of Fundraising. *FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship*, 2(2), 7–23.

Goldstein, I., Jiang, H., & Ng, D. T. (2015). Investor Flows and Fragility in Corporate Bond Funds. *SSRN Electronic Journal*, 2(9), 29-46.

Gutierrez, R. C., Maxwell, W. F., & Xu, D. (2007). Performances and Flows of Corporate-Bond Mutual Funds. *SSRN Electronic Journal*, 1(3), 31-44.

Gupta, M., Verma, S., & Pachare, S. (2021). An analysis of Conventional and Alternative financing—Customers' perspective. *International Journal of Finance & Economics*, 4(4), 10-36.

Hanif, M. (2010). Asset Based Financing. *SSRN Electronic Journal*, 4(8), 69-82.

Johannesen, N. (2014). Tax avoidance with cross-border hybrid instruments. *Journal of Public Economics*, 112, 40–52.

Khan, M. K., Zhao, X., Akram, U., Hashim, M., & Kaleem, A. (2016). Crowdfunding: An Innovative Approach to Start Up with Entrepreneurship. *Advances in Intelligent Systems and Computing*, 1293–1304.

Klostermann, M. (2007). The Consequences of Hybrid Finance in Thin Capitalization Situations: An Analysis of the Substantive Scope of National Thin Capitalization Rules with Special Emphasis on Hybrid Financial Instruments. *SSRN Electronic Journal*, 4(1), 178-199.

Le, D. P., Nguyen, Q. T. T., & Nguyen, T. M. (2015). The Development of Corporate Bond Markets: A Cross-Country Analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 8(1), 50-60.

Medhat, M., & Palazzo, B. (2020). Equity Financing Risk. *Finance and Economics Discussion Series*, 2(7), 25-43.

Melton, A., Damron, T., McCarthy, V., & Rupp, W. (2020). Leveraging Technology Through Crowdfunding to Ease Barriers of Entry Into the Marketplace. *International Journal of Applied Management and Technology*, 19(1), 123-135.

Moritz, A., & Block, J. H. (2014). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. *SSRN Electronic Journal*, 4(6), 11-19.

Moritz, A., & Block, J. H. (2016). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. *FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship*, 2(5), 25–53.

Motyłska - Kuźma, A. (2018). Alternative Finance and Sustainable Development. *The Central European Review of Economics and Management*, 2(1), 175.

Mustapha, A., & Tlaty, J. (2018). The Entrepreneurial Finance and the Issue of Funding Startup Companies. *European Scientific Journal, ESJ*, 14(13), 268.

Nordin, N., & Md. Sum, R. (2020). Crowdfunding: The Two Sided Financing Alternative. *Journal of Technology Management and Business*, 7(1), 1-19.

Obiora, S. C., & Csordás, T. (2017). The Case of Alternative Versus Traditional Financing: A Literature Review. *Archives of Business Research*, 5(59), 42-53.

Pinkow, F., & Emmerich, P. (2021). Re-Examining Crowdfunding Success: How the Crowdfunding Goal Moderates the Relationship of Success Factors and Crowdfunding Performance. *Central European Business Review*, 10(3), 91–114.

Rubanov, P., & Marcantonio, A. (2017). Alternative Finance Business-Models: Online Platforms. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 1(3), 92–98.

Sabitova, N., & Khairullova, A. (2017). The development of alternative financing instruments for small and medium-sized businesses. *Finance and Credit*, 23(44), 2631–2645.

Schwarzc, S. L. (2012). Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds. *SSRN Electronic Journal*.

Seminogovas, B. (2015). Taxation of Hybrid Instruments. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 2(3), 299–303.

Shneor, R., Zhao, L., & Flåten, B. T. (2020a). Advances in Crowdfunding. *Advances in Crowdfunding Research and Practice: Research and Practice*, 1-26.

Shneor, R., Zhao, L., & Flåten, B. T. (2020b). Introduction: From Fundamentals to Advances in Crowdfunding Research and Practice. *Advances in Crowdfunding*, 1–18.

Shneor, R., Flåten, B. T., & Zhao, L. (2021). The Future of Crowdfunding Research and Practice. *Advances in Crowdfunding*, 499–519.

Shrestha, M. (2020). Alternative Approaches of Financing Education: A review. *BSSS Journal of Commerce*, 1(6), 1-19.

Smith, J., Smith, R., & Bliss, R. (2020). Choice of Financing. *Entrepreneurial Finance*, 571–608.

Smith, R. C., Walter, I., & Delong, G. (2012). Asset-Related and Project Financing. *Global Banking*, 45–72.

Taušl Procházková, P., & Musil, D. (2017). Comparative Analysis Study of Selected Alternative Finance. *ACC Journal*, 23(2), 120–134.

Tetrevova, L., & Svedik, J. (2018). Mezzanine Financing Instruments In Comparison To The Classic Financing Sources. *Business, Management and Education*, 1(6), 133–146.

Tykvová, T. (2017). Venture capital and private equity financing: an overview of recent literature and an agenda for future research. *Journal of Business Economics*, 88(3–4), 325–362.

von der Becke, S., & Sornette, D. (2017). An Asset-Based Framework of Credit Creation (applied to the Global Financial Crisis). *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 9(2), 15-29.

Wang, M. L., Feng, Z. Y., & Hunag, H. W. (2015). Reply to Discussion of “Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence.” *The International Journal of Accounting*, 50(3), 289–299.

Wahjono, S. I., Marina, A., Fen, F. S., & Hasan, A. (2020). Equity-Based Crowdfunding Project: Affect on Social Capital. *Advances in Business Research International Journal*, 6(1), 50-66.

Wieczorek-Kosmala, M., Błach, J., & Trzęsiok, J. (2020). Comparative study of the relevance of equity financing in European smes. *Journal of Business Economics and Management*, 21(6), 1543–1560.

Yiu, D. W., Su, J., & Xu, Y. (2012). Alternative financing and private firm performance. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(3), 829–852.

Zhang, L., Zhang, S., & Guo, Y. (2019). The effects of equity financing and debt financing on technological innovation. *Baltic Journal of Management*, 14(4), 698–715.

Zhao, L., & Ryu, S. (2020). Reward-Based Crowdfunding Research and Practice. *Advances in Crowdfunding*, 119–143.