ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟΥ ΚΡΗΤΗΣ
Τμήμα Μηχανικών Παραγωγής & Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
στην "Επιχειρησιακή Έρευνα"

ΧΑΝΙΑ, 2009

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ & ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VENTURE CAPITAL

Θεοδώρα Δημητριάδου
Επιβλέπων: Κων/νος Ζοπουνίδης

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή του Πολυτεχνείου Κρήτης κ. Κων/νο Ζοπουνίδη, επιβλέποντα της παρούσης διπλωματικής εργασίας, ο οποίος με το ενδιαφέρον και τη συνέπεια που επέδειξε κατά τη περίοδο της μελέτης και της συγγραφής, συντέλεσε τα μέγιστα στη βελτιστοποίηση της δομής και του περιεχομένου του κειμένου που ακολουθεί.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την στήριξη και την αμέριστη συμπαράστασή τους όλα αυτά τα χρόνια.

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα 5
Πρόλογος 8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 9
ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL 9
1.1 Εισαγωγή 9
1.2 Ορισμοί 9
1.3 Εξέλιξη του θεσμού VC 11
1.4 Στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης και VC 13
1.5 Στάδια χρηματοδότησης του VC 16
1.6 Επιπτώσεις από το VC 28
1.7 Τύποι εταιρειών VC 30
1.8 Δομή του Venture Capital 32
1.9 Η λειτουργία ενός VC fund 36
1.10 Διαφορές VC- Παραδοσιακή Χρηματοδότηση 41
1.11 Μέθοδοι εξόδου (exit routes) από την επένδυση 44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 51
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΚΥΚ 51
2.1 Εισαγωγή 51
2.2 Μέθοδοι αξιολόγησης 51
2.2.1 Μέθοδοι συντελεστών απόδοσης της επένδυσης (ROI και IRR) 52
2.2.2 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας 54
2.2.3 Μέθοδος των συγκρίσεων 55
2.2.4 Μέθοδος Venture Capital (The Venture Capital Model) 56
2.2.5 Επανείσπραξη κόστους της επένδυσης (Payback period) 58
2.2.6 Monte Carlo Simulation 60
2.2.7 Ανάλυση δικαιωμάτων (Option Analysis) 60
2.3 Πολυκριτήριες μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων VC 61
2.3.1 Σύστημα υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS 64
2.3.2 Το σύστημα MINORA και αποφάσεις σε VC 71

2.3.3 Μέθοδος AHP (Analytical Hierarchy Process) 86
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 96
Αγορά του Venture Capital σε Αμερική και Ευρώπη 96
3.1 Η εξέλιξη του VC στην Αμερική 96
3.1.1 Χαρακτηριστικά της Αμερικανικής αγοράς VC 100
3.2 Η αγορά Venture Capital στην Ευρώπη 107
3.2.1 Εξέλιξη VC στην Ευρώπη 108
3.2.2 Χαρακτηριστικά της Ευρωπαϊκής αγοράς VC 109
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 117
Η ΑΓΟΡΑ VC ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 117
4.1 Η εξέλιξη του VC στην Ελλάδα 117
4.1.1 Χαρακτηριστικά της Ελληνικής αγοράς VC 119
4.2 Το θεσμικό πλαίσιο του VC στην Ελλάδα 124
4.2.1 Νόμος 1775/88 για τις ΕΠΕΚ 124
4.2.2 Νόμος 2367/95 για τις ΕΚΕΣ 126
4.2.3 Νόμος 2992/2002 για τα ΑΚΕΣ 127
4.3 Οι ελληνικές εταιρείες VC 128
4.3.1 Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ) 128
4.3.2 Ένωση Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA) 136
4.3.3 ATTICA VENTURES A.E. 138
4.3.4 Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών 140
4.3.5 Global Finance 143
4.3.6 Η θερμοκοιτίδα της VCI 145
4.3.7 Alpha Ventures 148
4.3.8 VECTIS CAPITAL 149
4.3.9 Capital Connect Venture Partners 152
4.3.10 THERMI A.E. 153
4.4 Διεθνή VC Forum 155
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 159
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 159
5.1 Σκοπός - Αποτελέσματα έρευνας 159
5.2 Ανάλυση ισολογισμών 165

5.2.1 Συμπεράσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης 182
5.3 Συμπέρασμα- Προοπτικές 184
Παράρτημα 187
Ερωτηματολόγιο 1: Διαδικασία αξιολόγησης deals 187
Ερωτηματολόγια 2: Σημαντικά Κριτήρια 188
Ισολογισμοί 189
Βιβλιογραφία 210

Πρόλογος

Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών, γνωστό και ως Venture Capital, αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης που δημιουργήθηκε κατά τη διάρκεια του '50 στην Αμερική με σκοπό να χρηματοδοτήσει νέες επιχειρήσεις. Έκτοτε αποτελεί μια από τις σημαντικότερες πηγές χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως κλάδου και δραστηριότητας.

Με την παρούσα εργασία επιχειρείται μια ολοκληρωμένη παρουσίαση του θεσμού VC. Αρχικά, γίνεται η εννοιολογική προσέγγιση του όρου σε συνδυασμό με την περιγραφή των λειτουργιών που περιλαμβάνει η διαδικασία χρηματοδότησης. Οι επιπτώσεις από το VC, οι τύποι εταιρειών VC, οι μέθοδοι εξόδου από την επένδυση και η διαφορά VC με την παραδοσιακή χρηματοδότηση, συντελούν στη βαθύτερη κατανόηση της συνολικής διαδικασίας χρηματοδότησης (Κεφάλαιο 1).

Στη συνέχεια αναλύονται οι μεθοδολογίες αξιολόγησης των επενδύσεων (κεφάλαιο 2), καθώς επίσης και η εξέλιξη του θεσμού στην Αμερική και στην Ευρώπη (Κεφάλαιο 3).

Προχωρώντας αναλύεται το νομικό και το θεσμικό πλαίσιο του VC στην Ελλάδα που αποτέλεσε το εφαλτήριο ανάπτυξης του θεσμού κατά την τελευταία δεκαετία στην ελληνική αγορά. Παράλληλα παρουσιάζεται η εικόνα που εμφανίζει η δραστηριότητα του VC στην ελληνική αγορά αποτυπωμένη σε αριθμούς, καθώς και το επενδυτικό προφίλ των ελληνικών εταιρειών VC (Κεφάλαιο 4).

Στο εμπειρικό μέρος της εργασίας προσδιορίζεται η διαδικασία που ακολουθείται για την αξιολόγηση των προτεινόμενων επιχειρηματικών σχεδίων (κριτήρια αξιολόγησης, μεθοδολογική προσέγγιση, κ.α.) από τις εταιρείες παροχής ΕΚΥΚ (Κεφάλαιο 5).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

1.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό αναφέρεται ο ορισμός των Κεφαλαίων Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου (ΚΥΕΚ), το οποίο είναι διεθνώς γνωστό με τον όρο Venture Capital (VC). Επίσης, πραγματοποιείται μια ανασκόπηση της εξέλιξης του θεσμού και στη συνέχεια αναπτύσσονται τα χαρακτηριστικά του και αναλύονται ορισμένες σχετικές έννοιες. Τέλος, εντοπίζονται οι βασικές διαφορές του VC με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης.

1.2 Ορισμοί

Το "Επιχειρησιακό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου" (ΕΚΥΚ), γνωστό ως Venture Capital αποτελεί μια εξειδικευμένη μορφή χρηματοδότησης προσαρμοσμένης στις απαιτήσεις των νέων επιχειρήσεων και ειδικά αυτών που εφαρμόζουν νέες τεχνολογίες και κατακτούν νέες αγορές. Η χρησιμοποίηση του VC, τις πρώτες μέρες ανάπτυξης νέων επιχειρήσεων, στηριζόταν στην ιδέα της προσφοράς κεφαλαίου από εύπορους ιδιώτες για την υλοποίηση μιας ιδέας ή μιας ανακάλυψης ενός ατόμου που είτε δεν είχε τα απαραίτητα ίδια κεφάλαια είτε οι τράπεζες αδυνατούσαν να τον υποστηρίξουν λόγω υψηλού κινδύνου που εμπεριέχεται σε μια τέτοιου είδους χρηματοδότηση. Για τον λόγω αυτό, αντί του όρου Venture Capital χρησιμοποιείται και ο όρος Risk Capital.

Στην προσπάθεια να περιγραφεί ο θεσμός του "Επιχειρησιακού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου", έχουν αναπτυχθεί πολλοί ορισμοί. Ο ευρύτερος ορισμός θεωρεί το ΕΚΥΚ

ως επένδυση σε κεφαλαιακά ή οιονεί κεφαλαιακά στοιχεία επιχείρησης, με σημαντικές προοπτικές μεγέθυνσης και κινδύνους σε μάλλον μακροπρόθεσμη βάση.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου (European Venture Capital Association) ορίζει το ΕΚΥΚ ως μια μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική μεγέθυνσης μεγαλύτερη του μέσου όρου, συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών, που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης, με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιουχικά κέρδη.

Οι παραπάνω ορισμοί δεν αναφέρονται στον τύπο της επιχείρησης ή του φορέα που επενδύει τα συγκεκριμένα κεφάλαια. Έτσι, δίνεται η εντύπωση ότι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που επενδύει σε μια δυναμική επιχείρηση και απλά συντείνει με κάποιες ενέργειες στην υποβοήθηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας αυτής αποτελεί μέρος ενός σχήματος ΕΚΥΚ.

Ο πιο πληρέστερος ορισμός για το ΕΚΥΚ είναι ότι αποτελεί μια μορφή στρατηγικής μετοχικής επένδυσης εξειδικευμένης εταιρίας παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου σε μικρομεσαία επιχείρηση ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, η οποία αποσκοπεί μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών τέτοιων, ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής, ενώ η πραγματοποίησή της βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με τη συγκεκριμένη επένδυση.

Συχνά ο όρος VC ταυτίζεται με τον όρο Private Equity τόσο στη βιβλιογραφία όσο και στην πρακτική. Σύμφωνα με την EVCA, που ιδρύθηκε το 1983, με τον όρο Private Equity εννοούμε την προσφορά κεφαλαίων σε επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η Private Equity χαρακτηρίζεται ως μια "εναλλακτική επένδυση" γιατί διαφοροποιείται από τα παραδοσιακά χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάπτυξη νέων προϊόντων και τεχνολογιών, να επεκτείνει το εργατικό δυναμικό, να προωθήσει συγχωνεύσεις ή να ενδυ-

ναμώσει τον ισολογισμό μιας επιχείρησης. Επίσης μπορεί να λύσει θέματα ιδιοκτησίας και διοίκησης. Με άλλα λόγια το VC είναι στην πραγματικότητα μια υποκατηγορία της Private Equity χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει την έναρξη, την αρχική ανάπτυξη ή την επέκταση μιας επιχείρησης.

1.3 Εξέλιξη του θεσμού VC

Στα "Πολιτικά" ο Αριστοτέλης αναφέρει ότι ο Θαλής ο Μιλήσιος χρησιμοποιώντας τις επιστημονικές γνώσεις του προέβλεψε για ένα συγκεκριμένο έτος ότι η σοδειά της ελιάς θα ήταν πλούσια. Έτσι, βρήκε κάποιους χρηματοδότες και αφού τους έπεισε, μίσθωσε, με τα "δανειακά" χρήματα που του έδωσαν, όλα τα ελαιοτριβεία της Μιλήτου και της Χίου, με μάλλον χαμηλό ενοίκιο, για ένα χρόνο. Το φθινόπωρο, όταν οι προβλέψεις του επιβεβαιώθηκαν, η πλούσια σοδειά της ελιάς οδήγησε σε αυξημένη ζήτηση για ελαιοτριβεία. Εκμεταλλευόμενος τη μονοπωλιακή του θέση, ο Θαλής έλαβε πολύ μεγάλες αμοιβές για την παραχώρηση και επενοικίαση των ελαιοτριβείων. Έτσι πλούτισε ο ίδιος και οι χρηματοδότες του.

Το σκεπτικό των πλούσιων ιδιωτών, που επενδύουν σε δραστηριότητες με υψηλές αποδόσεις, μετεξελίχθηκε με τα χρόνια, περνώντας αρκετά μεταβατικά στάδια. Ο θεσμός VC με τη σημερινή του μορφή εμφανίζεται μετά τον Β' παγκόσμιο πόλεμο στις ΗΠΑ, το 1946, όταν ο J.H. Whitney ίδρυσε την πρώτη ιδιωτική εταιρία καινοτομικού κεφαλαίου με αρχικό κεφάλαιο 10 εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Ο ίδιος επινόησε τον όρο Venture Capital και ήταν ο πρώτος που σχεδίασε μια συμμετοχική Εταιρία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ).

Μεγάλη ενίσχυση στις επιχειρήσεις έδωσε ο νόμος "περί επενδύσεων σε μικρές επιχειρήσεις" (Small Business Investment Act), που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ το 1958. Το πρόγραμμα αυτό επεκτάθηκε γρήγορα, και το 1964 υπήρχαν 649 εταιρίες αυτής της μορφής. Επίσης, μεγάλη ώθηση έδωσαν κατά τη δεκαετία του 1960 στις ΗΠΑ οι υψηλότατες αποδόσεις των επενδύσεων με υψηλό κίνδυνο στη μικροηλεκτρονική και

γενικά στους κλάδους υψηλής τεχνολογίας. Έτσι άρχισε πλέον η συστηματική χρησιμοποίηση και η διάδοση του ΕΚΥΚ.

Η απαρχή για τη διεθνοποίηση του θεσμού και την ανάπτυξη του σε άλλες χώρες εκτός των ΗΠΑ έγινε περίπου στα τέλη της δεκαετίας 1970, οπότε εξαπλώθηκε και σε άλλες αναπτυγμένες χώρες είτε με μορφή επενδύσεων αμερικανικών εταιριών ΕΚΥΚ, είτε με τη δημιουργία εγχώριων εταιριών ΕΚΥΚ.

Η Αγγλία είναι αδιαμφισβήτητα η χώρα πρωτοπόρος στον τομέα του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη. Ο θεσμός άρχισε να αναπτύσσεται στην Αγγλία κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970, σηματοδοτώντας την εισαγωγή του καινοτομικού αυτού εργαλείου από τις ΗΠΑ στον ευρωπαϊκό χώρο. Η δημιουργία της αγοράς ΕΚΥΚ στην Αγγλία υποβοηθήθηκε από τη μεγάλη ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, την αγγλοσαξονική παράδοση στα εγχειρήματα υψηλού κινδύνου και στο Σχέδιο Επέκτασης των Επιχειρήσεων (Business Expansion Scheme- BES). Πιο συγκεκριμένα το σχέδιο αυτό προέβλεπε φορολογικές ελαφρύνσεις στην προσωπική φορολογία των επενδυτών κεφαλαίου.

Σημαντική ανάπτυξη του θεσμού στην Ευρώπη, σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ολλανδία κλπ. έγινε στη δεκαετία του 1980. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ρυθμοί αύξησης των επενδύσεων ΕΚΥΚ μεταξύ 1984- 86 ήταν στην Ιταλία 103%, στο Βέλγιο 64%, στην Γερμανία 61% και στην Ολλανδία 58%. Τα συνολικά διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις ΕΚΥΚ ανέρχονταν σε 5,4 δις δολάρια το 1984 στις 10 χώρες της ΕΟΚ, ενώ στις ΗΠΑ το συνολικό μέγεθος ήταν 16 δις δολάρια. Σημαντικός παράγοντας στην προώθηση του ΕΚΥΚ στην Ευρώπη ήταν η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Εταιρείας Επιχειρησιακού Κεφαλαίου (European Venture Capital Association - EVCA), η οποία προσέφερε σημαντική υποστήριξη στις ΕΠΕΚ.

Το ευρωπαϊκό ΕΚΥΚ παρουσιάζει αρκετές διαφορές σε σύγκριση με το αμερικάνικο, όσον αφορά τα στάδια και τα μέσα χρηματοδότησης, τους κλάδους χρηματοδότησης,

τη μορφή της αγοράς κτλ. Η αμερικανική προσέγγιση στο ΕΚΥΚ είναι πολύ περισσότερο "ενεργού συμμετοχής" ("hands on") σε σχέση με την ευρωπαϊκή.

Επίσης, στην ευρωπαϊκή αγορά ΕΚΥΚ, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, σημαντικό μέρος των κεφαλαίων έχει διοχετευθεί σε επιχειρήσεις ώριμες για ανάπτυξη και επέκταση, παρά σε νέες ή για πρώτη φορά λειτουργούσες εταιρίες. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει την έλλειψη επενδυτικών ευκαιριών, αλλά και μια περισσότερο επιφυλακτική προσέγγιση στην ανάληψη κινδύνων από επενδυτές στην Ευρώπη. Το μέσο μέγεθος επένδυσης είναι μικρό στην Ευρώπη, συγκριτικά με τις ΗΠΑ (μικρότερο από 50%).

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι στις ΗΠΑ παρατηρείται στην δεκαετία του 90 μεγάλη υποχώρηση του ΕΚΥΚ (Venture Capital Journal, 1990). Πριν το 1980 περίπου $460 εκ. είχαν επενδυθεί σε 375 εταιρίες. Στην αιχμή του 1987 είχαν επενδυθεί περίπου $460 δις σε 1730 εταιρίες. Έκτοτε, άρχισε η υποχώρηση και στα μέσα του 1990 το ένα τρίτο των ΕΠΕΚ είχε ρευστοποιηθεί με μεγάλες ζημιές. Ο κλάδος βρισκόταν ακόμη σε φάση αναδόμησης των προσεγγίσεων και της στρατηγικής του, αν και τα τελευταία χρόνια σημείωσε σημαντική ανάκαμψη. Κατά το 1999 οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ ανήλθαν σε 43,7 δις Ευρώ, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση σε 11,5 δις Ευρώ.

1.4 Στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης και VC

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω του VC εξαρτάται από τη φάση ανάπτυξης της επιχείρησης και ανάλογα έχουν διαμορφωθεί οι μορφές χρηματοδότησης.

Οι φάσεις εξέλιξης μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

1. *Η φάση της διαμόρφωσης* της επιχείρησης (formulation stage) κατά την οποία έχουμε πρώτον την ανάπτυξη και είσοδο του προϊόντος της επιχείρησης στην αγορά και κατά δεύτερον την κατασκευή του προϊόντος και την οργάνωση της παραγωγής. Παράλληλα έχουμε εγκατάσταση του δικτύου προώθησης

και διάθεσης του προϊόντος και ακολούθως εισέρχεται η επιχείρηση στην αγορά.

2. *Η φάση επέκτασης* (success and take- off stage) όπου η επιχείρηση επεκτείνει το μερίδιο της στην αγορά επιτυγχάνοντας γρήγορη ανάπτυξη.
3. *Η φάση της ωριμότητας* (maturity stage) κατά την οποία η επιχείρηση διαπιστώνει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης αρχίζει να επιβραδύνεται.
4. Η φάση παρακμής (declining stage) κατά την οποία η επιχείρηση έχει αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης.

Διαπιστώνεται ότι η φάση ανάπτυξης μιας επιχείρησης επηρεάζει την επενδυτική συμπεριφορά των εταιριών VC, κυρίως λόγω του διαφορετικού επιπέδου κινδύνου που κάθε φάση εμπεριέχει. Έτσι κρίνεται σκόπιμος ο διαχωρισμός των παραπάνω φάσεων από άποψη χρηματοδότησης, σε χρηματοδότηση πρώτων φάσεων (early stage financing) και χρηματοδότηση μεταγενέστερων φάσεων (later stage financing).

Πίνακας 1.1: Οι πηγές χρηματοδότησης ανά στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης- Επίπεδο κινδύνου

	Επίπεδο κινδύνου			
	Αρχικό στάδιο επένδυσης		Επέκταση & ανάπτυξη	Τελικό στάδιο
Χαμηλό	➢ Venture Capital ➢ Business Angels ➢ Προσωπικές & οικογενειακές αποταμιεύσεις	➢ Εμπορικές πιστώσεις ➢ Κρατικές επιχορηγήσεις ➢ Venture Capitals ➢ Business Angels ➢ Δωρεές	➢ Εσωτερική χρηματοδότηση ➢ Εμπορικές πιστώσεις ➢ Τραπεζικές πιστώσεις ➢ Venture Capital ➢ Επιδοτήσεις ➢ Δωρεές	➢ χρηματαγορές ➢ κεφαλαιαγορές ➢ τράπεζες ➢ Venture Capital ➢ Private equity
Υψηλό				

Πίνακας 1.2: Οι πηγές χρηματοδότησης ανά στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης- Ανάγκη χρηματοδότησης

Ανάγκη χρηματοδότησης			
Αρχικό στάδιο επένδυσης		Επέκταση & ανάπτυξη	Τελικό στάδιο
Υψηλή			➢ Χρηματαγορές ➢ κεφαλαιαγορές ➢ τράπεζες ➢ Venture Capital ➢ Private equity
➢ Venture Capital ➢ Business Angels ➢ Προσωπικές & οικογενειακές αποταμιεύσεις	➢ Εμπορικές πιστώσεις ➢ Κρατικές επιχορηγήσεις ➢ Venture Capitals ➢ Business Angels ➢ Δωρεές	➢ Εσωτερική χρηματοδότηση ➢ Εμπορικές πιστώσεις ➢ Τραπεζικές πιστώσεις ➢ Venture Capital ➢ Επιδοτήσεις ➢ Δωρεές	
Χαμηλή			

Στους πίνακες 1.1 και 1.2 παρουσιάζονται οι διάφορες μορφές χρηματοδότησης που εμφανίζονται συνήθως στην κάθε φάση ανάπτυξης της επιχείρησης. Παρατηρείται ότι όσο νεότερα στον κύκλο ζωής της επιχείρησης βρισκόμαστε τόσο μικρότερες ανάγκες χρηματοδότησης υπάρχουν αλλά και τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος. Το VC παίζει πρωταρχικό ρόλο στα αρχικά στάδια και στο στάδιο της επέκτασης και της ανάπτυξης της επιχείρησης, ενώ η σημαντικότητά του μειώνεται με τη μετάβαση της επιχείρησης στα μεταγενέστερα στάδια, όπου άλλες μορφές χρηματοδότησης απαντώνται πιο συχνά. Όπως φαίνεται από τους πίνακες 1.1 και 1.2 στο τελικό στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης πιο συχνή είναι η χρηματοδότηση των εταιριών μέσω VC.

Χαρακτηριστικό είναι ότι στα αρχικά στάδια εξέλιξης της επιχείρησης, ρόλο παρόμοιο με τις εταιρίες VC παίζουν και κάποιοι ιδιώτες γνωστοί ως "Business Angels", οι οποίοι παρέχουν μεγάλα ποσά κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των πρώτων βημάτων της επιχείρησης. Οι "Business Angels" είναι κάποιοι εύποροι ιδιώτες που επενδύουν σε νέες επιχειρηματικές προτάσεις. Η λειτουργία μιας τέτοιας χρηματοδό-

τησης έχει πολλά κοινά με αυτή του VC. Πολύ συχνά οι "Business Angels" επενδύουν συμπληρωματικά των εταιριών VC.

1.5 Στάδια χρηματοδότησης του VC

Η φάση ανάπτυξης, στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση καθορίζει τις ανάγκες της για χρηματοδότηση, καθώς και το επίπεδο κινδύνου που συνεπάγεται για τον επενδυτή. Το VC αποτελεί χρηματοδοτικό μέσο για κάθε μια από τι φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης έτσι, αν και αρκετές φορές δεν υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ των διαδοχικών μορφών χρηματοδότησης, διακρίνουμε συνήθως τα παρακάτω επτά διαφορετικά στάδια VC:

- Κεφάλαιο "σπόρος" (Seed Capital)
- Κεφάλαιο εκκίνησης (Start- up Capital)
- Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου (Early Stage Finance)
- Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second Round Finance)
- Χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion Capital)
- Κεφάλαιο εξαγοράς (MBOs, MBIs)
- Χρηματοδότηση γέφυρας (Mezzanine Finance)

Το τελευταίο στάδιο ωρίμανσης μιας εταιρείας θα πρέπει να θεωρηθεί η εισαγωγή των μετοχών της σε κάποια κεφαλαιαγορά.

Τα στάδια εξετάζονται κατά προσέγγιση με τη σειρά που μια εταιρία χρειάζεται την κάθε μορφή χρηματοδότησης. Το διάστημα που μεσολαβεί μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης μπορεί να εκτείνεται και σε οκτώ χρόνια, εάν πρόκειται για αρχικό στάδιο, ή μπορεί να είναι πολύ μικρό, εάν πρόκειται για παράδειγμα, για το τελικό στάδιο του κύκλου ζωής. Τα παρακάτω στάδια αποτελούν, σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν, τον κύκλο ζωής του VC:

1. **Κεφάλαιο σποράς**

Το κεφάλαιο σποράς αποτελεί επένδυση στην αξία μιας ιδέας ή ενός σχεδίου που αφορά μια επιχειρηματική δραστηριότητα.

Περιγραφή:

Ο Ευρωπαϊκός Σύνδεσμος Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΣΕΚ) περιγράφει το κεφάλαιο σποράς ως " χρηματοδότηση της αρχικής δημιουργίας ενός προϊόντος ή αλλιώς το κεφάλαιο που χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία, προκειμένου να αποδείξει τη σκοπιμότητα ενός επιχειρηματικού σχεδίου, ώστε να δικαιούνται κατόπιν χρηματοδότηση εκκίνησης".

Χαρακτηριστικά:

- Η απουσία ενός προϊόντος από την αγορά.
- Η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης.
- Ένα προϊόν ή μια διαδικασία (μέθοδος) που βρίσκεται ακόμη στο στάδιο έρευνας ή της ανάπτυξης.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Συνήθως κυμαίνεται από 7 έως 10 χρόνια

Γενικά στοιχεία:

Τα ποσά που επενδύονται σε κεφάλαιο σποράς είναι συνήθως πολύ μικρότερα από αυτά που επενδύονται στις άλλες μορφές καινοτομικής χρηματοδότησης. Η απροθυμία για επένδυση μεγαλύτερου μεγέθους σε κεφάλαιο σποράς οφείλεται κυρίως σε τέσσερις λόγους:

- Τα στοιχεία που υποστηρίζει το κεφάλαιο σποράς απαιτούν από τη φύση τους συγκριτικά χαμηλότερο ύψος χρηματοδότησης.
- Οι μικρές επενδύσεις είναι λιγότερο οικονομικές, σε σχέση με τις επενδύσεις μεγαλύτερου μεγέθους, από την άποψη των ανθρωποωρών που απαιτούνται, προκειμένου να γίνει η ανάλυση, ο σχεδιασμός και η διοίκησή τους.

- Θεωρείται σχετικά μεγάλο το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή έναρξης της επένδυσης αυτής έως τη ρευστοποίησή της.
- Ο κίνδυνος απαξίωσης του προϊόντος ή της τεχνολογίας αυξάνεται, καθώς εκτείνεται η περίοδος ρευστοποίησης της επένδυσης.

Λόγω του υψηλού βαθμού κινδύνου που χαρακτηρίζει το κεφάλαιο σποράς, οι επενδυτές εφαρμόζουν συνήθως υψηλότερα προεξοφλητικά επιτόκια που φτάνουν σε απαιτούμενη απόδοση ακόμη και 50%.

2. **Κεφάλαιο εκκίνησης**

Το κεφάλαιο εκκίνησης είναι το δεύτερο στάδιο στον κύκλο του VC και διαφέρει από το κεφάλαιο σποράς στο ότι η επιχείρηση στην οποία επενδύονται τα κεφάλαια βρίσκεται πλησιέστερα στη συγκρότηση και ίσως στην υλοποίηση ενός σχεδίου με πληρότητα και προοπτικές. Η επιχειρηματική μέθοδος έχει ήδη διερευνηθεί πλήρως και ο επιχειρηματικός κίνδυνος στο εξής συνδέεται μόνο με τη μετατροπή της πρότασης σε εμπορεύσιμο προϊόν.

Περιγραφή:

Ο Ευρωπαϊκός Σύνδεσμος Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΣΕΚ) περιγράφει το κεφάλαιο εκκίνησης ως εξής: "Κεφάλαιο εκκίνησης είναι το κεφάλαιο που χρειάζεται για να χρηματοδοτηθεί η ανάπτυξη του προϊόντος, το πρωταρχικό marketing (γνωστοποίηση προϊόντος, τιμή πώλησης, αρχικά σημεία πώλησης κλπ.) και η αποδοχή των ιδιοτήτων του".

Χαρακτηριστικά:

- Ίδρυση μιας εταιρίας (ανώνυμης ή περιορισμένης ευθύνης)
- Συγκρότηση ενός μέρους, ίσως όχι ακόμη του συνόλου, της ομάδας διοίκησης της εταιρίας
- Ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου με ένα πρωτότυπο προϊόν ή μια πλήρως αναπτυγμένη ιδέα

- Απουσία εμπορικής συναλλαγής (πώλησης) στο στάδιο αυτό.

Περίοδος μέχρι την ρευστοποίηση:

Κυμαίνεται συνήθως μεταξύ έξι και οκτώ ετών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα μελέτης, από 92 εταιρίες στις ΗΠΑ οι 9 είχαν λάβει κεφάλαιο εκκίνησης (ποσοστό 10% περίπου) και χρειάστηκαν κατά μέσο όρο 8,5 χρόνια για να προβούν σε πώληση μετοχών προς το κοινό.

Γενικά στοιχεία:

Το κεφάλαιο εκκίνησης χαρακτηρίζεται από μικρότερο κίνδυνο και μικρότερη περίοδο ρευστοποίησης σε σύγκριση με το κεφάλαιο σποράς. Παρ όλα αυτά, η περίοδος ρευστοποίησης εξακολουθεί να είναι αρκετά μεγάλη σε σχέση με τη μέση περίοδο αποπληρωμής χρηματοδότησης, η οποία εφαρμόζεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην πλειοψηφία τους.

3. Χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου

Καθώς μια εταιρία ωριμάζει, μετατρέπεται σε μια λιγότερο επικίνδυνη επένδυση για έναν πιθανό χορηγό μετοχικής χρηματοδότησης. Περνώντας από το στάδιο εκκίνησης στην πρώτη επιτυχή περίοδο του κύκλου ζωής της, έχει ήδη αποδειχθεί η ικανότητα της διοίκησης, έχουν τοποθετηθεί αρκετά από τα στελέχη, παράγεται πλέον μια ποικιλία προϊόντων και έχει γίνει η εστίαση σε μια συγκεκριμένη αγορά.

Περιγραφή:

Ο ΕΣΕΚ περιγράφει τη χρηματοδότηση πρώιμου σταδίου ως χρηματοδότηση η οποία παρέχεται σε εταιρίες που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο της ανάπτυξης του προϊόντος τους και χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να ξεκινήσουν τη βιομηχανική παραγωγή του προϊόντος και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Η δημιουργία κέρδους, από τη διαδικασία παραγωγής και διάθεσης, δεν ανήκει- σύμφωνα με τον ΕΣΕΚ στα επιτεύγματα αυτού του σταδίου.

Χαρακτηριστικά:

- Μικρά προς το παρόν ή ανύπαρκτα έσοδα πωλήσεων.
- Ροή κεφαλαίων (cash flow) και κέρδη ακόμη αρνητικά.
- Την εταιρία διοικεί μια ενθουσιώδης αλλά ολιγάριθμη ομάδα, η οποία συνήθως αποτελείται από επιχειρηματίες με τεχνικό υπόβαθρο και εξειδικευμένες γνώσεις αλλά με μικρή εμπειρία στη διοίκηση αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων.
- Βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα προσδοκίες για δραματική αύξηση των εσόδων και κερδών.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Επενδύσεις αυτής της μορφής έχουν συνήθως ορίζοντα τεσσάρων έως έξι ετών μέχρι τη ρευστοποίησή τους.

Γενικά στοιχεία:

Το πρώιμο στάδιο είναι εκείνο στο οποίο ενυπάρχουν ήδη δύο βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη κάθε επενδυτικής δραστηριότητας: μια πλήρως στελεχωμένη ομάδα διοίκησης και ένα εμπορεύσιμο προϊόν. Ο κίνδυνος αρχίζει και μετατοπίζεται από το εσωτερικό της εταιρίας σε θέματα που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός, η πιστωτική πολιτική των τραπεζών, η γρήγορη απαξίωση της παρούσας τεχνολογίας κλπ.

Η επιχείρηση που βρίσκεται στο κρίσιμο αυτό στάδιο οφείλει να προσέξει, ώστε:

I. Να δίδεται η ανάλογη βαρύτητα στα στελέχη, ώστε να μην αναζητήσουν κάπου αλλού θέσεις με μεγαλύτερη ασφάλεια.
II. Να υπάρχει ετοιμότητα, ώστε να αντιμετωπιστούν ενδεχόμενες προκλήσεις κάποιου μεγάλου ανταγωνιστή, ο οποίος έχει ενοχληθεί από την παρουσία και ταχύτητα ανάπτυξης της εταιρίας.
III. Να δίδει προσοχή στη συνέχιση των λειτουργιών έρευνας και ανάπτυξης, ιδιαίτερα σε κλάδους τεχνολογικής αιχμής, ώστε να αντιμετωπίζεται η απειλή της τεχνολογικής απαξίωσης του προϊόντος, η οποία είναι λίγο έως πολύ αι-

σθητή σε κάθε στάδιο ανάπτυξης μιας ιδέας, ακόμη και όταν κατοχυρώνεται ως ευρεσιτεχνία ή καινοτομική μέθοδος.

4. Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου

Ένας πιθανός επενδυτής γνωρίζει ότι ο ιδιοκτήτης και διαχειριστής μιας εταιρίας ψάχνει για συνέταιρο με υψηλό κεφαλαιακό υπόβαθρο, αρκετή υπομονή και διάθεση για υπερπήδηση των εμποδίων που θα προκύψουν. Έχει διαπιστωθεί ότι πολύ συχνά η επένδυση VC χρειάζεται δεύτερη ή ακόμη και τρίτη κεφαλαιακή ενίσχυση, προκειμένου να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Στο παρόν στάδιο προκύπτει η ανάγκη μεγάλων επενδύσεων, και οι επιχειρηματίες αναζητούν επενδυτές VC μεγαλύτερου μεγέθους και κεφαλαιοποίησης από όσο προηγουμένως.

Περιγραφή:

Ως χρηματοδότηση δευτέρου σταδίου ορίζεται η παροχή κεφαλαίων σε μια εταιρία, η οποία έχει ήδη δεχθεί στο παρελθόν εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες έχουν αυξηθεί.

Χαρακτηριστικά:

Τυπικά η εταιρία που απαιτεί χρηματοδότηση έχει:

- Ένα προϊόν που έχει ήδη αναπτυχθεί στην αγορά
- Μια πλήρη ομάδα διοίκησης
- Έσοδα πωλήσεων από ένα ή περισσότερα προϊόντα, ζημία χρήσης ή εργάζεται στο νεκρό σημείο και παρουσιάζει καθαρή εκροή κεφαλαίων, ώστε να δημιουργείται η ανάγκη κάλυψης του ελλείμματος με εξωτερική χρηματοδότηση.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Κατά τον κύκλο ζωής του VC η χρηματοδότηση του δεύτερου σταδίου τυπικά θα έρθει μετά τη χρηματοδότηση εκκίνησης του πρώιμου σταδίου και αναμένεται να έχει μικρότερη περίοδο αναμονής μέχρι τη ρευστοποίηση.

Γενικά στοιχεία:

Πολλοί λόγοι υπάρχουν, οι οποίοι υπαγορεύουν την αναγκαιότητα χρηματοδότησης δεύτερου σταδίου. Οι λόγοι αυτοί μπορεί να είναι θετικοί ή αρνητικοί. Μερικοί αρνητικοί λόγοι ενδέχεται να είναι οι εξής:

- Υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος.
- Αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων.
- Ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων μέσα από καινούργια εκστρατεία προώθησης.
- Ανάγκη για απόσυρση – και πιθανώς αντικατάσταση – κάποιου προϊόντος του οποίου τα ελαττώματα έγιναν εμφανή στην αγορά.

Από πλευράς θετικών λόγων επισημαίνονται τα εξής: Θα χρειαστεί χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου, όταν τα αποτελέσματα των προκαταρτικών πωλήσεων εμφανίζονται να υπερβαίνουν αρκετά τις προβλέψεις, οπότε η εταιρία θα πρέπει να αποκτήσει καινούργια μηχανήματα, εξοπλισμό, κτίρια ή άλλα στοιχεία ενεργητικού ή να προσλάβει προσωπικό, ώστε να μεταβεί σε επίπεδα παραγωγής υψηλότερα από τα προβλεπόμενα. Πολλές φορές εταιρίες που έχουν εφαρμόσει σωστή τιμολογιακή και εισπρακτική πολιτική μεγεθύνουν τον κύκλο εργασιών τους ταχύτερα, σε σχέση με τη δυνατότητά τους να χρηματοδοτούν τις ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, χωρίς να αποζητούν πρόσθετη χρηματοδότηση εξωτερικού χαρακτήρα.

5. Κεφάλαιο επέκτασης

Πολλές ΕΠΕΚ, που εδρεύουν στην Αγγλία, αυτοχαρακτηρίζονται ως εταιρίες παροχής "αναπτυξιακού" και "καινοτομικού" κεφαλαίου. Με αυτόν τον τρόπο δηλώνουν ότι οι δραστηριότητές τους εμπίπτουν στον κύκλο ζωής του VC. Οι όροι "επέκταση" και "ανάπτυξη" χρησιμοποιούνται εναλλακτικά.

Περιγραφή:

Κεφάλαιο επέκτασης είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση ή η μεγέθυνση μιας εταιρίας, η οποία λειτουργεί περίπου στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή εμπορεύεται με χαμηλό κέρδος. Το κεφάλαιο επέκτασης θα χρησιμοποιηθεί για να χρηματοδοτηθεί η αυξανόμενη παραγωγική δυναμικότητα, η ανάπτυξη του προϊόντος ή της αγοράς και/ ή για να παρασχεθεί επιπλέον κεφάλαιο κίνησης.

Χαρακτηριστικά:

Υπάρχουν δυο κατηγορίες κεφαλαίου επέκτασης:

I. Επένδυση σε επιχειρήσεις οι οποίες από την ίδρυσή τους μέχρι τη στιγμή της επένδυσης κάλυπταν ουσιαστικά τις ανάγκες τους με αυτοχρηματοδότηση και αποζητούν εξωτερική μετοχική χρηματοδότηση για πρώτη φορά.
II. Χορήγηση κεφαλαίου δεύτερου σταδίου σε επιχείρηση η οποία έχει ήδη χρηματοδοτηθεί μια φορά με κεφάλαιο πρώιμου σταδίου από άλλες πηγές.

Οι επιχειρήσεις που ζητούν αναπτυξιακή χρηματοδότηση για πρώτη φορά είναι συνήθως περισσότερο ώριμες από εκείνες που ζητούν χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου, και οι πωλήσεις ενός δοκιμασμένου προϊόντος είναι κατά κανόνα υψηλότερες.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Οι επενδυτές – χορηγοί του κεφαλαίου επέκτασης συνήθως ενδιαφέρονται για ρευστοποίηση της επένδυσης τους μέσα σε μια περίοδο δύο έως πέντε ετών.

Γενικά στοιχεία:

Η αγορά του κεφαλαίου επέκτασης έχει αρκετούς συμμετέχοντες, επειδή είναι ελκυστική από πλευράς συνδυασμού κινδύνου- απόδοσης. Από ένα δείγμα 147 ΕΠΕΚ στις ΗΠΑ, οι 140 δήλωσαν ότι έχουν αναμιχθεί σε χορήγηση κεφαλαίου επέκτασης, ενώ στην Αγγλία, το 1997, ποσοστό ίσο με το 24,3% της αξίας των συνολικών επενδύσεων VC αντιπροσώπευε επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης. Το αντίστοιχο ποσοστό

για την Ευρώπη ήταν 35%. Συνήθως οι επενδύσεις κεφαλαίου επέκτασης έχουν αναμενόμενο δείκτη απόδοσης επένδυσης το λιγότερο 40%.

6. Κεφάλαιο εξαγοράς

Εξαγορά από τη διοίκηση

Είναι πολυσυζητημένη και ταχύτατα αναπτυσσόμενη μορφή VC και προτιμάται από πολλές μεγάλες ΕΠΕΚ στις ΗΠΑ και στην Αγγλία.

Περιγραφή:

Πρόκειται για εξαγορά κάποιας επιχείρησης από μια ομάδα στελεχών της. Ο κυρίως μέτοχος πριν την εξαγορά συνήθως δεν εμπλέκεται δραστικά στην καθημερινή διοίκηση της εταιρίας, σε αντίθεση με την ομάδα που την εξαγοράζει.

Ο ΕΣΕΚ περιγράφει τα MBOs ως κεφάλαια τα οποία χορηγούνται στη διοίκηση μιας εταιρίας, προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση.

Χαρακτηριστικά:

Τα MBOs έχουν αρκετές ομοιότητες και διαφορές με άλλα στάδια επένδυσης, όπως το κεφάλαιο εκκίνησης ή ανάπτυξης. Οι ομοιότητες είναι οι εξής:

- Πρόκειται για εταιρική χρηματοδότηση, μετοχικού τύπου, σε περιπτώσεις όπου υπάρχει περιορισμένη δυνατότητα απόκτησης δανειακών κεφαλαίων, λόγω των δυσκολιών που θα προέκυπταν στη διαχείριση των χρεών αυτών.
- Η χρηματοδότηση MBO είναι μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την εταιρία.
- Συνήθως απαιτείται η παράδοση μέρους των μετοχών που κατέχει η διοίκηση στην ΕΠΕΚ σε ανταπόδοση της χρηματοδότησης.

Οι διαφορές αφορούν κυρίως τον τομέα των κινδύνων που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης.

Οι επενδυτές των MBOs αναζητούν τρία χαρακτηριστικά στις υποψήφιες επιχειρήσεις:

I. Αποδειγμένη διοικητική ικανότητα
II. Κερδοφόρα παράδοση
III. Υψηλό μερίδιο αγοράς.

Περίοδος μέχρι την ρευστοποίηση:

Συνήθως κυμαίνεται μεταξύ δύο ή τριών ετών.

Γενικά στοιχεία:

Η αγορά των MBOs χαρακτηρίζεται από μειωμένους κινδύνους και μειωμένες αποδόσεις για τους χορηγούς, σε σχέση με άλλες μορφές VC.

Κατά τα τελευταία χρόνια αρκετές ΕΠΕΚ άρχισαν να αποφεύγουν σταδιακά τα MBOs, ενώ οι επίδοξοι επιχειρηματίες θεωρούν την εναλλακτική αυτή μορφή χρηματοδότησης ακριβή.

Εξαγορά της διοίκησης

Σε αντίθεση με τα MBOs, η περίπτωση των MBIs αναφέρεται στην εξαγορά μιας επιχείρησης και στην ανάληψη της διοίκησης από μια ομάδα διοίκησης, η οποία δεν έχει σχέση με τη συγκεκριμένη εταιρία στο παρελθόν. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες- διευθυντές.

Περιγραφή:

Ο ΕΣΕΚ περιγράφει τα MBIs ως κεφάλαια τα οποία δίδονται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης, για να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και την κάλυψη των επενδυτών VC.

Χαρακτηριστικά:

Τέσσερα στοιχεία θεωρούνται απαραίτητα για ένα πετυχημένο MBI:

I. Μια ομάδα διοίκησης με αρκετές επιτυχίες στο ενεργητικό της, κατά προτίμηση στον ίδιο βιομηχανικό κλάδο. Πλεονεκτήματα θεωρείται, τυχόν εμπειρία σε διοίκηση ανεξάρτητης επιχείρησης. Ιδανική περίπτωση θεωρείται να έχει η συγκεκριμένη ομάδα προβεί στο παρελθόν σε επένδυση MBO στην εταιρία που εργαζόταν.
II. Μια υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην εταιρία και να συνεργαστεί ως ομάδα με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα- δύο χρόνια.
III. Ένας επενδυτής ο οποίος είναι σε θέση να διακρίνει μια καλή ομάδα διοίκησης και είναι πρόθυμος να αναλάβει τον υψηλότερο κίνδυνο που εμπεριέχεται στα MBIs. Ο επενδυτής θα πρέπει στη συνέχεια να είναι έτοιμος να εμπλακεί σε σημαντικό βαθμό στο έργο της διοίκησης της εταιρίας που εξαγοράζεται.
IV. Μια εταιρία –στόχος, η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης. Θα μπορούσε να είναι θυγατρική μιας ανεξάρτητης εταιρίας, δημόσιας ή ιδιωτικής, της οποίας η διοίκηση ή οι μέτοχοι θέλουν να την πουλήσουν.

Γενικά στοιχεία:

Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με αυτό το στάδιο επένδυσης αναφέρονται στην προσαρμοστική ικανότητα της νέας διοίκησης, καθώς και στις σχέσεις της με το υφιστάμενο ήδη προσωπικό. Οι καινούργιοι διαχειριστές θα αντιμετωπίσουν για επίλυση πολλά προβλήματα, που αφορούν την εξαγοραζόμενη εταιρία, τα οποία δεν είναι δυνατό να φανούν στις αναλύσεις πριν την εξαγορά.

7. Χρηματοδότηση γέφυρας

Είναι το τελευταίο στάδιο της καινοτομικής χρηματοδότησης μετοχικού τύπου.

Περιγραφή:

Ο όρος "γέφυρα" έχει υιοθετηθεί για δύο λόγους:

I. Αυτή η μορφή επένδυσης αποτελεί ενδιάμεσο στάδιο, δηλαδή είναι "γέφυρα" μεταξύ της μετοχικής και της δανειακής χρηματοδότησης σε όρους κινδύνου-απόδοσης.
II. Συχνά είναι η τελευταία χρηματοδότηση που προσφέρεται σε μια ιδιωτική εταιρία κατά το χρονικό διάστημα που προηγείται της πώλησής της ή της πώλησης των μετοχών της στο κοινό.

Η χρηματοδότηση γέφυρας θα μπορούσε να προσφερθεί και ως δάνειο ή ως μετοχικό κεφάλαιο μειωμένου κινδύνου.

Χαρακτηριστικά:

Οι χορηγοί του κεφαλαίου γέφυρας χαρακτηρίζονται συνήθως από τα εξής στοιχεία, τα οποία το διαφοροποιούν από τις επενδύσεις σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο και κάνουν αυτό το στάδιο VC πιο ελκυστικό:

- Όταν κάποιος χορηγός κεφαλαίου αναλαμβάνει χαμηλότερο κίνδυνο, από όσο εάν επένδυε σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο, είναι φυσικό να απαιτεί αντίστοιχα και χαμηλότερο συντελεστή απόδοσης.
- Εάν το κεφάλαιο χορηγείται όπως τα δάνεια, έχει συνήθως φορολογικά πλεονεκτήματα.
- Το κεφάλαιο μπορεί να εξασφαλιστεί.

Περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση:

Τυπικά διαρκεί λιγότερο από δύο χρόνια.

Γενικά στοιχεία:

Το κεφάλαιο γέφυρας δεν υπονοεί απλά την ύπαρξη επένδυσης σε προνομιούχες μετοχές, αλλά μπορεί να περιλαμβάνει και ένα δώρο σε μετοχές, με τη μορφή δικαιωμάτων ή warrants.

1.6 Επιπτώσεις από το VC

Η ανάπτυξη και η λειτουργία του θεσμού Venture Capital έχει σημαντικές και επιπτώσεις στην ανάπτυξη της οικονομίας. Οι επιπτώσεις αυτές μπορούν να διακριθούν σε επιπτώσεις που αφορούν το μακροοικονομικό περιβάλλον και σε αυτές που αφορούν το μικροοικονομικό περιβάλλον. Πιο αναλυτικά:

- Μικροοικονομικές επιπτώσεις

1. Βελτιστοποίηση αποφάσεων: οι Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (ΕΠΕΚ) συμβάλουν στην καλύτερη πληροφόρηση των εταιρειών Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου (ΥΕΚ), μέσα από οργανωμένα δίκτυα πληροφοριών και συμβουλών, αυξάνοντας τις δυνατότητές τους για τη λήψη ορθών επενδυτικών, χρηματοοικονομικών ή άλλων αποφάσεων.
2. Βελτίωση οργάνωσης και διοίκησης: οι εταιρείες VC με τη συμμετοχή τους στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών ΥΕΚ συμβάλουν στη βελτίωση της λειτουργίας της οργάνωσης και διοίκησης των εταιρειών αυτών.
3. Πρόσθεση αξίας: οι εταιρείες VC διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόοδο των εργασιών και στην αύξηση της αξίας των χρηματοδοτούμενων εταιρειών. Το γεγονός αυτό επιτυγχάνεται με την ενεργό συμμετοχή και υποστήριξη των εταιρειών ΥΕΚ.
4. Βελτίωση δείκτη ίδιων προς ξένα κεφάλαια: εάν το ύψος των υποχρεώσεων δεν αυξηθεί σημαντικά, τότε η συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, αυξάνει τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών ΥΕΚ. Με άλλα λόγια, δημιουργείται υψηλότερος βαθμός αυτοχρηματοδότησης και υγιέστερη διάρθρωση των απασχολούμενων κεφαλαίων των εταιρειών ΥΕΚ.
5. Αύξηση της φερεγγυότητας: η βελτίωση του δείκτη ίδιων προς ξένα κεφάλαια, αλλά και το γεγονός ότι η αύξηση των ίδιων κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα εκδήλωσης ενδιαφέροντος μιας ΕΠΕΚ για τις δραστηριότητες μιας εταιρείας ΥΕΚ, αυξάνουν τη φερεγγυότητα της εταιρείας ΥΕΚ στην αντίληψη όσων συνεργάζονται με αυτήν. Για παράδειγμα, η διάθεση μιας τράπεζας να χρηματο-

δοτήσει μια εταιρεία ΥΕΚ πιθανότητα θα αυξηθεί μετά από τη συμμετοχή και υποστήριξη μιας εταιρείας VC στις δραστηριότητες της εταιρείας ΥΕΚ.

6. Αύξηση ανταγωνιστικότητας: η χρηματοδότηση με VC δημιουργεί προϋποθέσεις για ανταγωνιστικούς χειρισμούς σε θέματα τιμολόγησης, και συνάμα μέσω της ενεργού συμμετοχής, συμβάλλει στο στρατηγικό σχεδιασμό πρακτικών (π.χ. για θέματα που αφορούν την παραγωγή και την προώθηση κ.α.), βελτιώνοντας την ανταγωνιστικότητα του προϊόντος της εταιρείας ΥΕΚ.
7. Ευκολότερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά: η χρηματοδότηση με VC διευκολύνει με τη συμβουλευτική και υποστηρικτική τους λειτουργία, το βασικότερο στόχο της εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας ΥΕΚ σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά.
8. Μεγέθυνση: εκτός από την επενδυτική δραστηριότητα των εταιρειών VC, είναι δυνατό να συμβάλλουν, στο πλαίσιο της συμβουλευτικής τους δράσης, στην αύξηση της παραγωγικότητας των εταιρειών ΥΕΚ, με την ορθολογική χρήση και αξιοποίηση των πόρων στην παραγωγική διαδικασία.
9. Αλλαγή επιχειρηματικής νοοτροπίας: με τη χρηματοδότηση των εταιρειών VC, παρατηρείται συχνά αλλαγή της επιχειρηματικής νοοτροπίας, με την έννοια ότι λόγω της στήριξης που παρέχουν οι εταιρείες VC στους επίδοξους επιχειρηματίες, αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο με στόχο υψηλές αναμενόμενες επιδόσεις.

- <u>Μακροοικονομικές επιπτώσεις</u>

1. Αύξηση τεχνολογικών επενδύσεων: οι επενδύσεις VC πολλές φορές αποτελούν τη μοναδική πηγή άντλησης κεφαλαίων, ώστε να πραγματοποιηθούν κάποιες επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Με την αύξηση των τεχνολογικών επενδύσεων παρατηρείται στροφή ή μετάβαση από τα απλά βιομηχανικά προϊόντα στα σύνθετα τεχνολογικά προϊόντα.
2. Αύξηση συνόλου επενδύσεων: η ανεύρεση και επιχειρηματική αξιοποίηση νέων ιδεών λειτουργεί ως μοχλός για την επέκταση των επενδύσεων μιας οικονομίας.

3. Πηγή διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας: σύμφωνα με τον J.A. Schumpeter και τη θεωρία των καινοτομιών που διατύπωσε, οι διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας προέρχονται από τις καινοτομίες που εισάγουν οι επιχειρήσεις για να αυξήσουν τα κέρδη τους.
4. Μείωση ανεργίας: οι επενδύσεις σε νέα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας έχουν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη βιομηχανιών ή ακόμη και βιομηχανικών κλάδων. Επομένως, δημιουργείται αύξηση θέσεων εργασίας, κυρίως σε επαγγέλματα συναφή με την τεχνολογία, χρηματοδότηση κλπ.
5. Τεχνολογική πρόοδος: η έρευνα για τεχνολογικές καινοτομίες και αποδοτικές εφευρέσεις αποτελεί μοχλό ανάπτυξης της τεχνολογίας και του επιπέδου υποδομής της τεχνολογίας. Προς αυτή την κατεύθυνση παρατηρείται η συμμετοχή των πανεπιστημιακών, ερευνητικών κέντρων, ινστιτούτων κλπ. σε επενδυτικές δραστηριότητες.
6. Εξωτερικές οικονομίες: η ύπαρξη και λειτουργία του Θεσμού του VC, μέσα από τις τεχνολογικές επενδύσεις που υποστηρίζει, δημιουργεί εξωτερικές οικονομίες σε ήδη λειτουργούσες επιχειρήσεις οι οποίες ενσωματώνουν σημαντική τεχνολογία.
7. Μοχλός οικονομικής ανάπτυξης: η καινοτομία από μόνη της δεν μπορεί να τροφοδοτήσει τη διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Απαραίτητο συστατικό είναι ο συνδυασμός καινοτομίας, της μεταφοράς κεφαλαίου και της επιχειρηματικότητας, ώστε να ικανοποιηθεί ο παραπάνω στόχος. Σημαντικό ρόλο σ εαυτή τη διαδικασία διαδραματίζει η επενδυτική πρακτική του VC.

1.7 Τύποι εταιρειών VC

Οι εταιρίες VC κατά κανόνα χρησιμοποιούν τα κεφάλαια που επενδύουν σε μια μη συνεχή βάση μέσω περιοδικών funds, τα οποία δημιουργούν. Κυρίαρχη είναι η σχέση

που διατηρούν με εκείνους που τους παρέχουν τα κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούν. Οι εταιρίες VC μπορούν να πάρουν τις εξής μορφές:

Ανεξάρτητες

Οι ανεξάρτητες (independent) εταιρίες VC αντλούν τα κεφάλαια που επενδύουν από διάφορες εξωτερικές πηγές, σε περιβάλλον ιδιαίτερα ισχυρού ανταγωνισμού. Λόγω αυτού του περιβάλλοντος, οι αποδόσεις που προσφέρουν οι επενδύσεις των ανεξάρτητων εταιριών VC θα πρέπει να είναι ανταγωνιστικές, δηλαδή να αποφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις με σχετικά χαμηλά ποσοστά αποτυχίας. Με άλλα λόγια, η επιλογή των επενδύσεων γίνεται με προτίμηση σε αυτές που αφορούν εταιρίες σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης, έτσι ώστε να αποφεύγονται οι υψηλού ρίσκου επενδύσεις τεχνολογίας και να επιτυγχάνεται διαφοροποίηση του κινδύνου. Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται ένα αποδοτικό και ανταγωνιστικό χαρτοφυλάκιο επενδύσεων VC.

Εξαρτημένες

Οι εξαρτημένες (captive) εταιρίες VC είναι θυγατρικές ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος, όπως μιας τράπεζας, μιας ασφαλιστικής εταιρίας ή κάποιου άλλου εταιρικού σχήματος και επενδύουν κεφάλαια για λογαριασμό της μητρικής εταιρίας. Τα κεφάλαια που αντλούνται προέρχονται αποκλειστικά από τη μητρική εταιρεία και όχι από εξωτερικές πηγές.

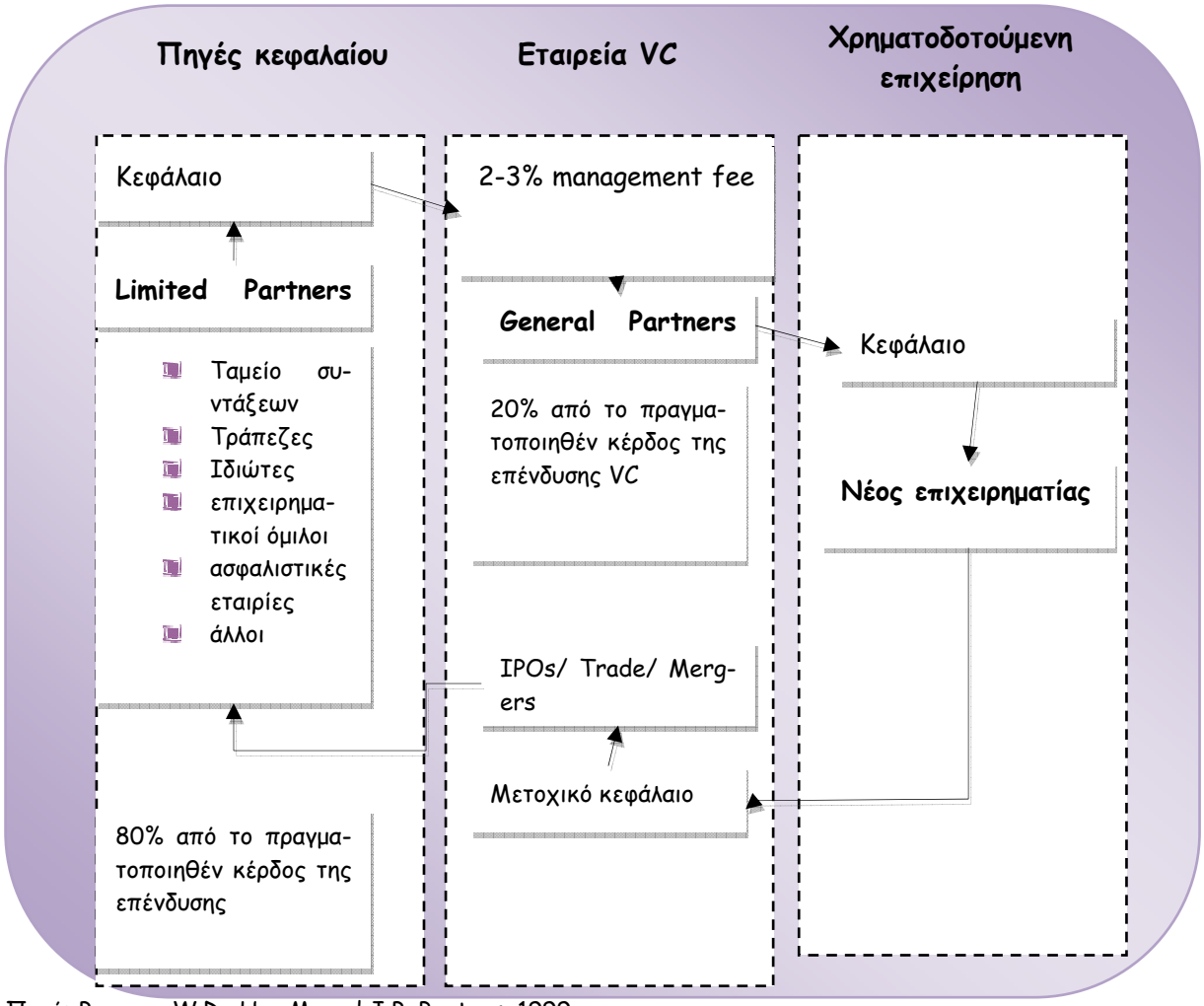
Αναπτυξιακές Δημόσιου Τομέα

Αυτή είναι μια ειδική μορφή εταιριών VC που συνδέονται με το δημόσιο τομέα, τοπικές αυτοδιοικήσεις ή άλλες κρατικές επιχειρήσεις με σκοπό την προβολή συγκεκριμένων αναπτυξιακών πολιτικών, όπως την ενθάρρυνση της καινοτομίας, της απασχόλησης και της περιφερειακής ανάπτυξης. Οι εταιρίες VC συνεισφέρουν στην εφαρμογή τέτοιων πολιτικών παρέχοντας υποστήριξη στη δημιουργία επιχειρήσεων στον κλάδο ή περιοχή ενδιαφέροντος.

1.8 Δομή του Venture Capital

Η χρηματοδότηση VC αποτελεί μια κοινοπραξία με τρεις πλευρές ενδιαφέροντος. Τυπικά ένα VC fund απαρτίζεται από τους ετερόρρυθμους εταίρους (limited partners ή S- Corporations) που είναι αυτοί που προσφέρουν τα κεφάλαια, τους ομόρρυθμους εταίρους (general partners) που αναλαμβάνουν τη διοίκηση των κεφαλαίων και τέλος τους νέους επιχειρηματίες (entrepreneurs) οι οποίοι χρηματοδοτούνται για να υλοποιήσουν την επιχειρηματική ιδέα που προσέλκυσε το ενδιαφέρον των επενδυτών. Συνήθως, η δομή ενός VC fund είναι παρόμοια με αυτή που απεικονίζεται στο διάγραμμα 1.1.

Διάγραμμα 1.1: Η δομή του VC fund



Πηγή: Bygrave W.D., Hay M. and J.B. Peeters, 1999

Οι limited partners ονομάζονται έτσι γιατί οι υποχρεώσεις τους περιορίζονται μόνο όσον αφορά το κεφάλαιο με το οποίο συνεισφέρουν στην επένδυση. Αν για παράδειγμα γίνει μια επένδυση σε μια επιχείρηση της οποίας το προϊόν προκαλέσει κάποια βλάβη στους καταναλωτές, οι limited partners δεν φέρουν ευθύνη και δεν υποχρεώνονται να επιβαρυνθούν καμιάς μορφής αποζημίωση. Οι limited partners είναι κατά κύριο λόγο παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως τραπεζικοί οργανισμοί, ταμεία συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρίες, πλούσιοι ιδιώτες και αλλοδαποί επενδυτές, οι οποίοι κατέχουν το υπόλοιπο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου προσδοκώντας μακροπρόθεσμες αποδόσεις από την αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν. Αντίθετα, οι general partners είναι άμεσα υπεύθυνοι για τη συνολική δραστηριότητα της επιχείρησης την οποία χρηματοδοτούν. Ο αριθμός των διοικούντων της εταιρίας παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι πάντα πολύ περιορισμένος. Κυμαίνεται από την ακραία περίπτωση του ενός και μόνου έως το μέγιστο των είκοσι ατόμων (περίπτωση σπάνια, συνήθως σε εταιρείες με πολλά κεφάλαια).

Όπως έχει αναφερθεί, μια κοινοπραξία VC λαμβάνει χώρα σταδιακά. Οι αρχικοί επενδυτές συνήθως προσπαθούν να εξασφαλίσουν την απουσία καιροσκοπικών συμπεριφορών από τους διαχειριστές κεφαλαίων, εν προκειμένω από τις εταιρίες VC. Για το λόγο αυτό εφαρμόζεται μια σειρά από συμβατικές υποχρεώσεις, συμφωνίες και περιορισμούς που διέπουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες γίνεται μια χρηματοδότηση VC.

Μερικοί από τους προστατευτικούς όρους που διέπουν μια κοινοπραξία χρηματοδότησης VC είναι οι εξής:

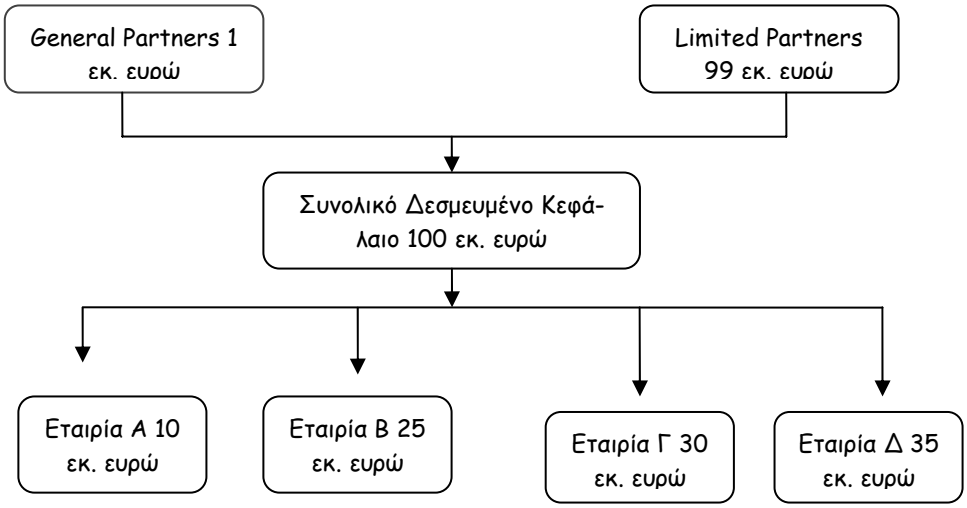
- Ο καθορισμός ενός ανώτατου ποσού κεφαλαίων που θα επενδυθεί σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση.
- Ο καθορισμός ενός ανώτατου ορίου δανεισμού των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται για αποφυγή αλλοίωσης της πραγματικής εικόνας της πορείας και των επιδόσεων της επένδυσης λόγο δανειακής μόχλευσης (leverage).

- Η συμφωνία σε σχέση με τη δυνατότητα επανεπένδυσης των κερδών μιας επένδυσης ή παράλληλων επενδύσεων σε άλλα VC founds.
- Η απαγόρευση στους διαχειριστές των κεφαλαίων να συνεισφέρουν δικά τους κεφάλαια στο fund ή να πουλήσουν κάποια δικαιώματα, με σκοπό την αποφυγή προσωπικών συμφερόντων κατά την πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.
- Ο περιορισμός των δυνατοτήτων απασχόλησης των general partners με άλλα επενδυτικά σχέδια ή άλλα funds, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η αφοσίωσή τους στη συγκεκριμένη κοινοπραξία, καθώς επίσης και περιορισμοί στη δυνατότητα προσθήκης άλλων general partners κατά τη διάρκεια της κοινοπραξίας.

Οι general partners πριν το 1986 είχαν βάσει του νόμου ελάχιστη συμμετοχή της τάξης του 1% στο συνολικό κεφάλαιο του fund. Από το 1986 όμως και μετά, εξαιτίας της Tax Reform Act, οι general partners είναι ελεύθεροι να συμμετέχουν σε fund με το οποίο ποσοστό αυτοί επιθυμούν. Παρόλα αυτά στις περισσότερες περιπτώσεις ακόμη και μετά το 1986 η συμμετοχή παραμένει γύρω στο 1%, γεγονός που δημιουργεί ένα υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης μεταξύ των εταιριών. Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 1 τα κέρδη διανέμονται σε ποσοστό 80% στους limited partners και το 20% στους general partners, οι οποίοι εισπράττουν και μια ετήσια προμήθεια ως αντιστάθμισμα των διαχειριστικών τους ευθυνών 2-3 % επί του επενδυόμενου κεφαλαίου. Η κατανομή αυτή των κεφαλαιακών κερδών είναι γνωστή ως "κανόνας του 80/20".

Μια απλοποιημένη δομή ενός VC fund παρουσιάζεται στο διάγραμμα 1.2, όπου είναι ευδιάκριτη η συνεισφορά κεφαλαίων από τους εταίρους. Οι limited partners συνεισφέρουν το 99% των κεφαλαίων και οι general partners το 1%. Στη συνέχεια, το συνολικό διαθέσιμο κεφάλαιο επενδύεται σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων, η κάθε μια από τις οποίες έχει διαφορετικά επίπεδα κινδύνου και δίνει διαφορετικές αποδόσεις.

Διάγραμμα 1.2: Παράδειγμα απλοποιημένης δομής ενός fund



Κατά τη δημιουργία ενός fund, η εταιρεία VC θα πρέπει να προσδιορίσει τα παρακάτω:

- Τα έξοδα διοίκησης του fund (management fee), τα οποία ξεπερνούν το 2-3 % του συνολικού κεφαλαίου.
- Την περίοδο άντλησης κεφαλαίων (draw down period), η οποία είναι γύρο στα πέντε χρόνια. Συνήθως ένα ποσοστό γύρο στο 20% του κεφαλαίου δεσμεύεται για μετέπειτα χρηματοδότηση της εταιρίας, δηλαδή για χρηματοδότηση επέκτασης και ανάπτυξης ή ενδιάμεσης χρηματοδότησης.
- Τα έξοδα εγκατάστασης του fund (π.χ. νομικά έξοδα), γύρω στο 1% του συνολικού κεφαλαίου, καθώς και τα επερχόμενα πάσης φύσεως έξοδα (π.χ. έξοδα λογιστικών ελέγχων, εξωτερικών συμβούλων κλπ.).
- Το επιμίσθιο παραγωγικότητας (incentive/ carried interest), που αντιστοιχεί στο management της επιχείρησης. Το incentive αντιστοιχεί σε ένα μέρος των κερδών (15-20%) και καταβάλλεται αφού έχει αποσβεσθεί η αρχική επένδυση και έχει επιτευχθεί ένα προκαθορισμένο κατώτατο επίπεδο απόδοσης.
- Τις αλλαγές που μπορεί να κάνει η εταιρία VC στην ομάδα διοίκησης σε περίπτωση αμέλειας, παράληψης καθηκόντων ή μη επαγγελματικής συμπεριφοράς από τα μέλη της ομάδας.

1.9 Η λειτουργία ενός VC fund

Η διαδικασία δημιουργίας και υλοποίησης ενός VC fund μπορεί να θεωρηθεί ως ένας κύκλος (VC cycle), ο οποίος ξεκινά με τη συγκέντρωση κεφαλαίων από την εταιρία VC (fundraising). Στη συνέχεια λαμβάνει χώρα η υλοποίηση της επένδυσης, όπου έχουμε παράλληλα τη συνεχή παρακολούθηση της επένδυσης και την προσθήκη αξίας στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις (investing and monitoring). Ακολουθεί η έξοδος (exit) του venture capitalist από τις επιτυχημένες επενδύσεις και την επιστροφή των κεφαλαίων με μεγάλη απόδοση στους αρχικούς επενδυτές. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται με την ανάπτυξη νέων funds από την εταιρεία VC. Χαρακτηριστικό αυτού του κύκλου είναι η έντονη αλληλεξάρτηση που υπάρχει μεταξύ των διαδοχικών σταδίων που το απαρτίζουν και τα οποία αναλύονται παρακάτω.

I. <u>Συγκέντρωση κεφαλαίων</u>

Η διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων από την εταιρία VC μπορεί να διαρκέσει αρκετούς μήνες κατά τους οποίους το management του fund αναζητά συμφωνίες με επενδυτές. Για να επιτευχθεί αυτό, ετοιμάζεται ένα "ενημερωτικό μνημόνιο" (information memorandum), το οποίο περιέχει πληροφορίες σχετικά με:

- Την επενδυτική στρατηγική του fund (σχέδιο χρηματοδότησης, κλάδοι ενδιαφέροντος, γεωγραφική περιοχή, κλπ) και αιτιολόγηση των επιλογών
- Το μέγεθος του fund
- Την "αγορά" των υποψήφιων για χρηματοδότηση επιχειρήσεων, καθώς και τις μεθόδους marketing που θα υιοθετηθούν για την προώθηση του fund
- Την εμπειρία της ομάδας management της επιχείρησης, ώστε να εξασφαλισθεί η σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και της διοίκησης του fund
- Τη διαδικασία λήψης απόφασης για την εξασφάλιση των σωστών επιλογών επένδυσης

- Τη σχέση της εταιρίας VC με τις επιχειρήσεις, καθώς και το βαθμό συμμετοχής της στη διοίκηση αυτών.
- Τις αναφορές στους επενδυτές για την πορεία του fund (ετήσια ενημερωτικά δελτία, συναντήσεις, κλπ).

Παράλληλα η εταιρεία VC αρχίζει να προωθεί το fund για την προσέλκυση ενδιαφέροντος από τους υποψήφιους επενδυτές. Συνήθως, η προβολή των επιτυχιών της εταιρίας στην υλοποίηση άλλων funds στο παρελθόν είναι η καλύτερη οδός για την προσέλκυση του ενδιαφέροντος των επενδυτών.

II. Διαδικασία αξιολόγησης και επένδυσης

Μετά την προσπάθεια για προσέλκυση ενδιαφέροντος από πλευράς επενδυτών και την απαιτούμενη προβολή και προώθηση του fund, έρχεται η σειρά της διαπραγμάτευσης με τις υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεις και τις διαδικασίες επιλογής των ελκυστικών σχεδίων. Το στάδιο αυτό της ανάπτυξης ενός fund ονομάζεται "Στάδιο ανάλυσης και εκτίμησης" ("due diligence"). Το στάδιο αυτό αποτελεί μια από τις σημαντικότερες δραστηριότητες της εταιρείας VC, δεδομένου ότι, από τις αποφάσεις που θα ληφθούν κατά τη διαδικασία αυτή θα εξαρτηθεί η απόδοση του fund.

III. Στάδιο ανάλυσης και εκτίμησης

Κατά τη διάρκεια της ανάλυσης και εκτίμησης (due diligence) των προτάσεων χρηματοδότησης από νέες επιχειρήσεις εξετάζεται συνήθως ένας μεγάλος αριθμός από επενδυτικά σχέδια, από τα οποία όμως πολύ λίγα θα αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοδοτικής απόφασης. Ενδεικτική είναι η παρομοίωση της επενδυτικής πολιτικής των εταιριών VC με πυραμίδα, δηλαδή ότι η ιδέα είναι να συγκεντρώσουν έναν αρκετά μεγάλο αριθμό προτάσεων (π.χ. 1000 προτάσεις), ώστε στο τέλος να παραμείνουν για χρηματοδότηση οι 10 εξαιρετικές προτάσεις.

Συχνά οι εταιρίες VC καταφεύγουν σε εξωτερικούς συμβούλους επιχειρήσεων για την αξιολόγηση των προτάσεων, προκειμένου να εξασφαλίσουν το σαφή καθορισμό

του επιπέδου αποδοτικότητας και βιωσιμότητας της καθεμίας από αυτές. Τέτοιοι εξωτερικοί σύμβουλοι μπορεί να προέρχονται από πανεπιστήμια, εταιρίες συμβούλων επιχειρήσεων κλπ.

Δεδομένου ότι το management μιας επιχείρησης είναι ο καθοριστικότερος παράγοντας της επιτυχίας μιας πρότασης, κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης των προτάσεων εξετάζονται διεξοδικά οι εγγενείς διοικητικές δυνατότητες του management της επιχείρησης που είναι υποψήφια για χρηματοδότηση. Επιπλέον, η εταιρία, VC θα πρέπει να εξετάσει τα κίνητρα χρηματοδότησης, τα δικαιώματα εξόδου του management της επιχείρησης, την αντιπροσώπευση των επενδυτών και της εταιρείας VC στο διοικητικό συμβούλιο, πιθανά βέτο που θα τεθούν και άλλα.

Σημαντικότατη επίσης λειτουργία της φάσης της ανάλυσης και εκτίμησης των προτάσεων είναι η διεξοδική επιθεώρηση του business plan της επιχείρησης που υποβάλει την πρόταση. Μερικές φορές γίνονται και προσθήκες ή διορθώσεις για τη βελτίωση του business plan, διαδικασία που αποτελεί από τα πιο σημαντικά κριτήρια αποδοχής ή απόρριψης μιας πρότασης. Η επιθεώρηση γίνεται από εξειδικευμένο, στην οικονομική ανάλυση, προσωπικό και σε πολλές περιπτώσεις συνοδεύεται από επίσκεψη στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση με σκοπό την επαλήθευση των στοιχείων που παρουσιάζονται στο business plan.

Στη συνέχεια, λαμβάνει χώρα η διαδικασία αξιολόγησης της επιχείρησης. Οι ποσοτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τις εταιρίες VC θα αναλυθούν παρακάτω. Στην πολύ συχνή περίπτωση της απουσίας καταγεγραμμένων αποτελεσμάτων από προηγούμενες οικονομικές περιόδους, όπως για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μέθοδοι αξιολόγησης ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Για παράδειγμα, στο γρήγορα αναπτυσσόμενο κλάδο της τεχνολογίας η αξιολόγηση συνήθως βασίζεται σε μια παραλλαγή της μεθόδου της πρόβλεψης των πωλήσεων.

Είναι λογικό ότι η διαδικασία εκτίμησης και αξιολόγησης μιας πρότασης απαιτεί δαπάνες τόσο σε χρήματα όσο και σε εργατικό δυναμικό, χωρίς να είναι σίγουρη η θετική έκβαση της συνεργασίας μεταξύ της εταιρείας VC και της επιχείρησης που θα κάνει την πρόταση χρηματοδότησης. Παρόλα αυτά, οι εταιρείες VC πρέπει να έχουν μια ιδιαίτερα αποτελεσματική διαδικασία εκτίμησης και ανάλυσης των προτάσεων χρηματοδότησης, ώστε να αποδέχονται και να προχωρούν στις επενδύσεις με τις περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας.

IV. Λήψη απόφασης και διαδικασία επένδυσης

Μετά από τη θετική έκβαση της διαδικασίας εκτίμησης και ανάλυσης και μετά από την εσωτερική αποδοχή της πρότασης, η εταιρεία VC εκδίδει ένα έντυπο με τους όρους της συνεργασίας (term sheet) όπου γίνονται γνωστοί οι όροι και οι συνθήκες κάτω από τις οποίες θα πραγματωθεί η χρηματοδότηση. Η μορφή και τα ποσά της χρηματοδότησης, οι διοικητικές αλλαγές, ο βαθμός συμμετοχής της εταιρείας VC στο management της επιχείρησης, η εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο, τα δικαιώματα βέτο και ο έλεγχος της διαδικασίας εξόδου από την επένδυση είναι μερικά από τα θέματα που δηλώνονται σε αυτό το έγγραφο.

Κατόπιν, αρχίζει η σταδιακή χρηματοδότηση τη επιχείρησης σύμφωνα με τους όρους που έχουν τεθεί και η παράλληλη παρακολούθηση (monitoring), από τους Venture Capitalists, της πορείας της χρηματοδότησης και της εύρυθμης λειτουργίας της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό γίνεται μια εκτίμηση του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost) και του κόστους παρακολούθησης (monitoring cost) της επένδυσης.

Ειδικότερα, το κόστος αντιπροσώπευσης αποτελεί ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα των επενδύσεων σε VC. Τα συγκρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των επιχειρηματιών και των διαχειριστών της επένδυσης, έχουν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση του κόστους αντιπροσώπευσης. Συνήθως, κατά τη συνεργασία με νέες επιχειρήσεις παρουσιάζονται τέτοια προβλήματα από την απόφαση του επιχειρηματία να χρηματοδοτήσει τα χρήματα που επενδύονται σε στρατηγικές, έρευνες ή προγράμματα τα οποία δί-

νουν προσωπικά οφέλη σε αυτόν αλλά μικρές αποδόσεις στην επένδυση. Για παράδειγμα, μια εταιρεία βιοτεχνολογίας θα μπορούσε να προτιμήσει μια επένδυση σε έρευνα που θα απέδιδε αναγνώριση στον επιστημονικό κόσμο, η οποία όμως θα είχε μικρές χρηματικές αποδόσεις. Επίσης, η συναισθηματική σχέση του νέου επιχειρηματία με το εγχείρημα του μπορεί να τον οδηγήσει στη διατήρηση διαδικασιών οι οποίες δεν είναι αποδοτικές και αποτελεσματικές. Ο ρόλος του διαχειριστή της επένδυσης (venture capitalist) είναι να προσπαθήσει να ελαχιστοποιήσει τέτοιου είδους κόστη, ώστε να αποφευχθούν ανάλογα φαινόμενα.

Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι venture capitalists κατά τη διάρκεια της διαδικασίας χρηματοδότησης έχει να κάνει με το επίπεδο πληροφόρησης που είναι δυνατόν να επιτευχθεί σχετικά με τη λειτουργία της επιχείρησης. Το φαινόμενο της *ασύμμετρης πληροφόρησης* είναι πολύ συχνό και εμφανίζεται εξαιτίας του γεγονότος ότι οι επιχειρηματίες (entrepreneurs) μέσω της καθημερινής επαφής τους με την επιχείρηση είναι περισσότερο ενημερωμένοι για τις διαδικασίες, τη λειτουργία και τις προοπτικές της. Αντίθετα, λιγότερο ενημερωμένοι είναι οι venture capitalists, οι επενδυτές, οι προμηθευτές και οι στρατηγικοί σύμμαχοι. Συνεπώς, σημαντική είναι η ανάγκη για συχνή επαφή και ενεργό ανάμειξη των εταιριών VC με το management των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν.

V. <u>Έξοδος από την επένδυση</u>

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί μια προγραμματισμένη κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας του VC. Με την έξοδό, η εταιρεία VC παύει να έχει συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και σταματά ο συμβουλευτικός ρόλος που έχει στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Η μέθοδος με την οποία θα γίνει η έξοδος από την επένδυση θα πρέπει να είναι προκαθορισμένη από την αρχή της διαδικασίας χρηματοδότησης, κάτι που δεν εφαρμόζεται κατά κανόνα στην πράξη λόγω διαφόρων προβλημάτων ή ευκαιριών πρόωρης εξόδου που προκύπτουν κατά τη διάρκεια της χρηματοδότησης.

1.10 Διαφορές VC- Παραδοσιακή Χρηματοδότηση

Το VC χαρακτηρίζεται από τρία στοιχεία τα οποία συγχρόνως αποτελούν και τις βασικές διαφορές του από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης (π.χ. δάνειο).

I. Κίνδυνος

Το VC είναι μια μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση η οποία συνήθως απαιτεί 5- 10 χρόνια για να αποδώσει ικανοποιητικά και για αυτό ο κίνδυνος που υπάρχει είναι μεγάλος.

II. Κεφαλαιακή συμμετοχή

Τις περισσότερες φορές το ΕΚΥΚ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

III. Υποστήριξη επιχείρησης

Αρκετές φορές οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) παίζουν σημαντικό ρόλο στην πορεία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης καθοδηγώντας το management της, υποστηρίζοντας την τεχνικά και συμβάλλοντας στη χάραξη της στρατηγικής της ("hands- on" approach)

Η ΕΚΕΣ βρίσκονται σε συνεχή ενασχόληση με τον επιχειρηματία- πελάτη και μετά την επένδυση. Αυτό δεν σημαίνει ανάμειξη στο management της. Η ΕΚΕΣ επαυξάνει την επένδυση της έχοντας ενεργό υποστηρικτικό ρόλο. Αυτή είναι και η ειδοποιός διαφορά με τον τρόπο λειτουργίας μίας τράπεζας ή άλλων οργανισμών δανεισμού. Άλλη μια διαφορά υπάρχει από την πλευρά του επενδυτή στην χρηματιστηριακή αγορά ο οποίος μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει κατά βούληση και σπανίως γνωρίζει τη διοίκηση της επένδυσης που έχει επιλέξει.

Η επένδυση με VC παρουσιάζει μειωμένη ρευστότητα (illiquid) δεν μπορεί δηλαδή να απαιτήσει οποιαδήποτε στιγμή τα επενδυμένα κεφάλαια πίσω. Η επένδυση πραγματοποιείται μόνο όταν πωλείται η χρηματοδοτούμενη εταιρεία ή εισάγεται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Χάνεται όταν η εταιρεία βρίσκεται υπό καθεστώς πτώχευσης ή ρευστοποιείται. Το VC είναι χρηματοδότηση υψηλού κινδύνου εις το έπακρο.

Η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης με VC παρουσιάζει διαφορές από τις άλλες, τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης και ιδιαίτερα από την τραπεζική χρηματοδότηση. Σε γενικές γραμμές οι παραδοσιακοί τρόποι χρηματοδότησης παρουσιάζουν εγγενείς αδυναμίες όταν πρόκειται για μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Πιστωτικά ιδρύματα, κρατικά ή ιδιωτικά, που αποτελούν "παραδοσιακές" πηγές δανειακών κεφαλαίων, χαρακτηρίζονται συνήθως από ανυπαρξία ειδικών υπηρεσιών εκτίμησης επενδύσεων υψηλού κινδύνου, από καθυστέρηση στη λήψη αποφάσεων σε περίπτωση εμφάνισης τέτοιας μορφής επενδύσεων και γενικά από αδυναμία παροχής του κατάλληλου χρηματοοικονομικού πακέτου υπηρεσιών που να ικανοποιεί τις ανάγκες επενδύσεων τέτοιας μορφής. Πολλές επιχειρήσεις χρειάζονται μακροχρόνια και διαρκή χρηματοδότηση ώστε να καλυφθούν τα ζημιογόνα αποτελέσματα που πιθανότατα θα προκύψουν στην αρχή, έως ότου πραγματοποιηθούν κέρδη. Η λειτουργία νέων επιχειρήσεων απαιτεί συχνά συνεχή χρηματοδότηση ώστε να περάσουν από τη φάση εκκίνησης σε φάση επέκτασης. Συνεπώς η χρήση βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων οδηγεί γρήγορα σε δυσαρμονία τα στοιχεία του ισολογισμού, ώστε να αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό από τους παραδοσιακούς χρηματοδότες.

Επίσης, οι νέες επιχειρήσεις επειδή δεν πληρούν τους όρους που θέτουν οι χρηματοδότες, δεν μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης. Επιπρόσθετα, οι πολύπλοκες ανάγκες τους τις οδηγούν σε χρηματοδοτικά πακέτα που μπορεί να αποτελούνται από κοινές μετοχές, δάνεια ή επιχορηγήσεις, τίτλους που είναι μετατρέψιμα, καθώς και σε διοικητική οργανωτική βοήθεια.
Μια άλλη διαφορά από τις κλασσικές μορφές δανεισμού είναι το ίδιο το γενικό σκεπτικό λειτουργίας των ΕΚΕΣ, που υπαγορεύει τη συμμετοχή τους στο συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μια καινοτομική επιχείρηση, με την προοπτική υψηλότερων κερδών σε περίπτωση που επιβεβαιωθούν οι αρχικές προσδοκίες, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τον παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης που απαιτεί σταθερή απόδοση, ανεξάρτητα από τις μελλοντικές εξελίξεις. Οι τράπεζες αποβλέπουν στην τοκοφορία των κεφαλαίων που τοποθετούν σε μια επένδυση σε συνδυασμό

με τα οφέλη, δηλαδή τις προμήθειες που μπορούν να αποκομίσουν από τις λεγόμενες μεσολαβητικές εργασίες (π.χ. αξίες προς είσπραξη, εισαγωγές, εξαγωγές κλπ.), που μπορούν να αποσπάσουν από τη δραστηριότητα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

Ένας άλλος παράγοντας διαφοροποίησης του καινοτομικού κεφαλαίου από την κλασσική τραπεζική χρηματοδότηση αποτελεί το κόστος για τον επίδοξο επιχειρηματία, καθώς οι εγγυήσεις και τα κριτήρια που απαιτούνται είναι τελείως διαφορετικά από τον παραδοσιακό τρόπο. Οι επενδύσεις των ΕΚΕΣ είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος τους μετοχικές. Ως εκ τούτου, τα συμβόλαια τους γίνονται με βάση ορισμένες εκτιμήσεις για την αξία της επιχείρησης σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον, μετά τη χρηματοδότηση. Εάν η επένδυση επιτύχει και οι προσδοκίες επαληθευτούν, τότε το κόστος της χρηματοδότησης σε χρηματικούς όρους θα είναι πολύ μεγαλύτερο από το κόστος που θα είχε ένα σύνηθες δάνειο ακόμη και με σκληρούς όρους για τον επιχειρηματία. Αυτό όμως είναι πολύ λογικό αφού το υψηλό κόστος για τον επιχειρηματία αντανακλά το υψηλό ασφάλιστρο κινδύνου για το χρηματοδότη, αλλά και την πλήρη αδυναμία του επιχειρηματία να αντλήσει από κάπου αλλού τα απαραίτητα κεφάλαια.

Ωστόσο το VC επειδή αφενός μεν συνοδεύεται από την παροχή και άλλων υπηρεσιών (συνήθως συμβουλευτικών σε θέματα οργάνωσης και διοίκησης), και αφετέρου περιλαμβάνει στους όρους του ρήτρες που συσχετίζουν το τελικό κόστος του δανείου, με τα τελικά αποτελέσματα της επένδυσης, συντελεί στο να μην είναι "ακριβό χρήμα". Με τον τρόπο αυτό, το κέρδος των επιχειρηματιών είναι ανάλογο της αποτελεσματικότητας των εργασιών τους, ενώ οι ΕΚΕΣ από την πλευρά τους προτιμούν να έχουν μικρές συμμετοχές σε επιτυχημένες εταιρείες παρά μεγάλες σε μέτριες εταιρείες.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι, σε περίπτωση που ένα επενδυτικό σχέδιο αποδειχθεί ανεπιτυχές, ο επιχειρηματίας έχει περιορισμένη ευθύνη για τις ζημιές μέχρι του ποσού της συμμετοχής του στην εταιρεία. Για το λόγο αυτό, χρησιμοποιούνται "υβριδικές", σύνθετες μορφές χρηματοοικονομικών τίτλων όπως μετατρέψιμες

ομολογίες, δικαιώματα μετοχών κλπ., ώστε ο επιχειρηματίας να επιμερίζει τουλάχιστον μέρος τόσο των κερδών όσο και των ζημιών.

Τέλος, η χρηματοδότηση με VC γίνεται σε διαδοχικούς γύρους που αντιστοιχούν στα διάφορα στάδια χρηματοδότησης. Οι όροι χρηματοδότησης και ιδίως η εκτιμώμενη αξία του μετοχικού κεφαλαίου διαφέρει από γύρο και είναι ανάλογη με τα εκάστοτε αποτελέσματα και τις προοπτικές της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Έτσι, συμμετοχή ποσοστού 10% στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης μπορεί να στοιχίσει 10 εκατ. δρχ. Η μέθοδος αυτή χρησιμεύει ως δικλείδα ασφαλείας για την ΕΚΕΣ και τον επιχειρηματία.

1.11 Μέθοδοι εξόδου (exit routes) από την επένδυση

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί φυσική κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας. Σε μικρό ή μεγάλο χρονικό διάστημα από τη στιγμή της επένδυσης η εταιρεία θα θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή της είτε επειδή πιστεύει ότι είναι η κατάλληλη στιγμή για την πραγματοποίηση υψηλότερων κερδών, είτε γιατί οι προσδοκίες της δεν της επιτρέπουν να ελπίζει ότι τα πράγματα θα εξελιχθούν ακόμη καλύτερα στο μέλλον.

Ο χρόνος που χρειάζεται για να αποδεσμευτεί μια ΕΚΕΣ από την επένδυσή της ποικίλλει από 2- 10 χρόνια. Αξίζει να αναφερθεί ότι η έξοδος μπορεί να είναι εκούσια ή μη. Πέρα από τις εκούσιες στρατηγικές εξόδου, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι μη εκούσιες είναι συχνά αποτέλεσμα εξαγοράς ή ρευστοποίησης αποτυχημένων επενδυτικών προσπαθειών. Ορισμένες φορές μάλιστα μια ακούσια έξοδος είναι η μόνη λύση στην αποτυχία. Στις περιπτώσεις αυτές, είναι δυνατό να υπάρχει ζημιά στο κόστος της επένδυσης, όχι όμως τόσο μεγάλο όσο θα συνέβαινε στην περίπτωση μιας εξαγοράς ή μιας ρευστοποίησης.

Μόλις η μεταβατική αναπτυξιακή φάση μιας επιχείρησης πλησιάσει προς το τέλος της και οι υψηλοί ρυθμοί απόδοσης αρχίσουν να βαίνουν φθίνοντες, η επένδυση ρευ-

στοποιείται. Η ρευστοποίηση γίνεται πολύ πριν η επιχείρηση φτάσει στο ζενίθ της, συνήθως όταν τα κεφαλαιακά κέρδη ανά περίοδο φτάσουν στο μέγιστο. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, η επιτυχημένη έξοδος από μια επένδυση καταδεικνύει και την επιτυχία των στελεχών της εταιρείας ΚΥΕΚ καθώς επίσης προάγει και τη φήμη της.

Οι μέθοδοι αποεπένδυσης που χρησιμοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο είναι οι εξής:

- Πώληση μετοχών στο χρηματιστήριο (IPO, Initial Public Offering)
- Πώληση σε τρίτη εταιρεία (trade sales)
- Πώληση μετοχών στους μετόχους της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (company payback)
- Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή- ΕΚΕΣ
- Αγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία (MBO, share buy backs)
- Διαγραφή (write- of)

Στη συνέχεια αναλύεται ξεχωριστά η καθεμία από τις μεθόδους, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των οποίων συνοψίζονται στον πίνακα 1.3.

Οι τρείς πρώτοι τρόποι είναι οι συνηθέστεροι, ενώ ελάχιστες είναι οι περιπτώσεις που ο ίδιος ο επιχειρηματίας αγοράζει ολόκληρη την επιχείρηση. Την περίοδο 1978-1987 μια μελέτη σε 433 επενδύσεις ΕΚΥΚ στις ΗΠΑ, έδειξε ότι οι περισσότερες ΕΚΕΣ δεν αντιμετωπίζουν την έκδοση μετοχών στην πρωτογενή αγορά σαν μια στρατηγική εξόδου. Έτσι, πριν την έκδοση μετοχών οι ΕΚΕΣ κατείχαν κατά μέσο όρο το 34% των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, αμέσως μετά την έκδοση των μετοχών το ποσοστό συμμετοχής τους μειώθηκε στο 25% για να σταθεροποιηθεί ένα χρόνο αργότερα στο 18%.

Πιο αναλυτικά έχουμε:

<u>Εισαγωγή στο χρηματιστήριο:</u> Η συγκεκριμένη μορφή εξόδου από την επένδυση αποτελεί την πιο διαδεδομένη διαδικασία. Η διαδικασία αποεπένδυσης μέσω Αρχικής

Δημόσιας Προσφοράς (IPO, Initial Public Offering) είναι και η πιο κερδοφόρος, καθώς σύμφωνα με έρευνες τα κέρδη που δημιουργήθηκαν με τη μέθοδο αυτή ήταν σχεδόν πέντε φορές μεγαλύτερα από ότι με τις άλλες κερδοφόρες μεθόδους. Η διαδικασία αυτή μπορεί να επιτευχθεί είτε με πώληση νέων μετοχών στην πρωτογενή αγορά είτε με την πώληση των ήδη υφιστάμενων μετοχών στην δευτερογενή αγορά.

Συνήθως, η μέθοδος αυτή προϋποθέτει και την υπογραφή μιας συμφωνίας που λέγεται "luck-up agreement". Με τη συμφωνία αυτή η εταιρεία VC δεσμεύεται να μην πραγματοποιήσει πώληση των μετοχών της για μια καθορισμένη περίοδο μετά τη δημόσια προσφορά. Για τους υπεύθυνους των εταιρειών VC αποτελεί την ιδανική μέθοδο, γιατί επιφέρει πολύ μεγάλες αποδοχές καθώς και τη δυνατότητα να επωφεληθούν από τη μελλοντική ανάπτυξη της εταιρείας σε περίπτωση που κρατήσουν κάποιο μερίδιο μετοχών.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα εισαγωγής των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά είναι τα εξής:

- Άντληση κεφαλαίων για επέκταση για τον επιχειρηματία
- Εμπορεύσιμες μετοχές διαθέσιμες για εξαγορές
- Υψηλότερες αποδόσεις έναντι των άλλων στρατηγικών εξόδου
- Ενίσχυση του status της εταιρείας τόσο στον κλάδο της όσο και στις αγορές της
- Δυνατότητα στους παλιούς μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στη δευτερογενή αγορά, αποκομίζοντας κέρδη κεφαλαίου
- Όφελος υπαλλήλων από σενάρια διανομής "πραγματικών" μετοχών.

Τα μειονεκτήματα της διαδικασίας εισαγωγής τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά είναι τα εξής:

- Πιθανή απώλεια ελέγχου/ μη επιθυμητές προσφορές της εταιρείας
- Εξονυχιστική έρευνα από τους μετόχους και τον τύπο
- Μεγάλη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα κέρδη και μερίσματα

- Υψηλό κόστος εισαγωγής (πρέπει να πληρούν τα κατώτερα αποδεκτά όρια)
- Η εταιρείες VC δεν αποδεσμεύονται πλήρως από την επένδυση εφόσον παραμένουν σε αυτήν μετοχές της επενδυσιοδόχου εταιρείας.

Όταν η κεφαλαιαγορά δεν λειτουργεί με υγιείς ρυθμούς και κανόνες, καθίσταται δυσκολότερη η διαδικασία της ρευστοποίησης, και επομένως επηρεάζεται δυσμενώς η διάθεση των χορηγών VC να προβούν σε επενδύσεις στο συγκεκριμένο χώρο.

Πώληση σε τρίτη εταιρεία (trade sale): Η μέθοδος αυτή αποτελεί μια καλή επιλογή, εάν ληφθεί υπ' όψιν η δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης, χωρίς την επίσημη διαδικασία που απαιτείται με την πρώτη μέθοδο, καθώς και την αποφυγή του κόστους που αυτή συνεπάγεται (κόστος εισαγωγής στην αγορά τίτλων, αμοιβές χρηματιστών, συμβούλων, παρακολούθηση κλπ.).

Αρκετές φορές μια ένδειξη ενδιαφέροντος ή μια πρόταση εξαγοράς από μια τρίτη εταιρεία θα μπορούσε να εμφανιστεί, πολύ πριν η εταιρεία ΥΕΚ εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Οι πιθανότητες να συμβεί κάτι τέτοιο είναι αρκετά μεγάλες, όταν πρόκειται μάλιστα για πολύ δυναμική επιχείρηση που πείθει εύκολα για τις προοπτικές της.

Πολλές φορές μια μεγαλύτερη εταιρεία, η οποία ενδιαφέρεται για το προϊόν της εταιρείας ΥΕΚ και ως εκ τούτου θέλει να μεταφέρει τεχνογνωσία από την εταιρεία αυτή στην εταιρεία ΥΕΚ , εκφράζει πρόταση για αγορά του μεριδίου συμμετοχής της Ε-ΠΕΚ.

Από την πλευρά της επιχείρησης είναι πολύ πιθανό όταν η ίδια λειτουργεί με μικρό κέρδος αλλά κατέχει κάποια σημαντικά πλεονεκτήματα όπως για παράδειγμα η τεχνολογία σε μια αγορά με μεγάλη ανάπτυξη, να πετύχει μεγαλύτερη αποτίμηση εξόδου με την πώληση της σε μια μεγαλύτερη εταιρεία από ότι με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο.

Όταν πρόκειται για πώληση σε τρίτη εταιρεία, συχνά υπάρχει πρόβλημα στο γεγονός ότι θα πρέπει να γίνει μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρείας (συχνά μεγαλύτερη του 50,1%), οπότε αυτό οδηγεί στην απώλεια του ελέγχου της εταιρείας από τον επιχειρηματία- εμπνευστή. Συνεπώς, η αντιμετώπιση των επιχειρηματιών ως προς τις επιχειρήσεις τους έχει σημασία, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδίως σε χώρες μέσου επιπέδου ανάπτυξης, η σύνδεση του ιδιοκτήτη- διευθυντή με την επιχείρησή του είναι πολύ μεγάλη και συναισθηματική.

Πώληση μετοχών στους μετόχους της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (company payback): Στην περίπτωση αυτή οι κύριοι μέτοχοι της εταιρείας ΥΕΚ αγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της εταιρείας ΕΠΕΚ, καταβάλλοντας σε αυτήν ανάλογο τίμημα.

Ενδέχεται, να έχει προβλεφθεί πώληση τέτοιας μορφής, και η τιμή άσκησης να έχει καθοριστεί στο αρχικό συμβόλαιο συνεργασίας που υπογράφουν τη στιγμή της επένδυσης οι δυο συμμετέχοντες. Αρκετές φορές η τιμή εξαγοράς της εταιρείας καθορίζεται από πριν, ως ποσοστό των πωλήσεων του προηγούμενου έτους επί ένα πολλαπλασιαστή ή ως πολλαπλάσιο των καθαρών κερδών του προηγούμενου έτους κλπ.

Πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή –VC: Η περίπτωση αυτή αναφέρεται στην μεταβίβαση του μεριδίου της εταιρείας ΕΠΕΚ σε άλλη εταιρεία της ίδιας μορφής, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς τη χρηματοδότηση και στήριξη των εργασιών της εταιρείας ΥΕΚ. Μιας τέτοιας μορφής πώληση θεωρείται ως αποτυχία της εταιρείας VC η οποία αναγκάζεται να πουλήσει το μερίδιο των μετοχών της εταιρείας που έχει χρηματοδοτήσει, σε χαμηλότερη τιμή από την προηγούμενη περίπτωση. Η αποτυχία της διαχείρισης της επένδυσης και η παραδοχή ότι κάποια άλλη παρόμοια εταιρεία μπορεί να τα καταφέρει καλύτερα, αποτελεί ένα πλήγμα στο γόητρο της εταιρείας VC.

Τα θετικά της μεθόδου αυτής, είναι η επαναχρηματοδότηση της επιχείρησης στην οποία γίνεται η επένδυση μετά το τέλος του closed end fund, η πιο αξιόπιστη αξιο-

λόγηση της, η δυνατότητα να παραμένει το management της επιχείρησης ανεξάρτητο και τέλος η δυνατότητα της αναπροσαρμογής της μόχλευσης της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης (re- leverage).

Αγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία (MBO): Στην περίπτωση αυτή, η έξοδος πραγματοποιείται με πώληση μεριδίου μετοχών στην διοικητική ομάδα της εταιρείας που χρηματοδοτείται (MBO). Σε αρκετές περιπτώσεις, η μέθοδος αυτή είναι αποτέλεσμα χαμηλών επιδόσεων της επένδυσης, απουσίας υποψήφιων αγοραστών ή άρνησης της διοίκησης των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων να γίνει πώληση σε τρίτο. Με την πάροδο του χρόνου η μέθοδος αυτή γίνεται όλο και πιο συχνή παρόλο που οι Venture Capitalists δεν την συμπεριλαμβάνουν στα πλάνα τους όταν καταστρώνουν την επένδυση, παρά μόνο την ακολουθούν όταν δεν υπάρχει άλλη επιλογή.

Διαγραφή: Η αξία της εταιρείας στην οποία έχει γίνει η επένδυση θεωρείται μηδενική, συνεπώς η επένδυση έχει αρνητική απόδοση και γίνεται διαγραφή (write off) της επένδυσης από το χαρτοφυλάκιο του VC fund.

Η ρευστοποίηση αποσκοπεί στην ελαχιστοποίηση της ζημιάς και αποτελεί την έσχατη μέθοδο που θα πρέπει να περιλαμβάνεται εγκαίρως από τις ΕΚΕΣ είτε με την "hands- on" συμμετοχή τους είτε με τη χρηματοδότηση MBI αντιμετωπίζοντας εκ νέου (νέα ομάδα management) την ισχύουσα προβληματική κατάσταση. Τέλος η αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους είναι δυνατό να γίνει και με συνδυασμό των παραπάνω μεθόδων.

Πίνακας 1.3: Πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα μεθόδων εξόδου

Μέθοδοι εξόδου	Θετικά	Αρνητικά
Εισαγωγή στο χρηματιστήριο	▪ Υψηλότερη τιμή πώλησης ▪ Διατήρηση της ανεξαρτησίας της διοίκησης της επιχείρησης ▪ Προοπτική κερδών από τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης σε περίπτωση που κρατήσουν μέρος των μετοχών	▪ Η πιο ακριβή ▪ Η lock up agreement δεν επιτρέπει την 100% έξοδο ▪ Πολλές μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν πληρούν τις προϋποθέσεις ▪ Πολλά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια δεν είναι αποτελεσματικά ▪ Απαιτεί ολοκληρωμένη πληροφόρηση του κοινού
Πώληση σε άλλο θεσμικό επενδυτή	▪ Η πληροφόρηση του νέου αγοραστή για την επιχείρηση είναι πιο ολοκληρωμένη ▪ Επαναχρηματοδότηση μετά το τέλος του closed end fund ▪ Το management παραμένει στην εταιρεία ▪ Επαναμόχλευση της κεφαλαιακής δομής	▪ Παραδοχή για την εταιρεία VC ότι απέτυχε στην επένδυση ▪ Μικρή τιμή πώλησης ▪ Αρνητικό αντίκτυπο στη φήμη της εταιρείας
Αγορά μετοχών από την ίδια εταιρεία	▪ Το management της επιχείρησης παραμένει ▪ Οι νέοι ιδιοκτήτες είναι οι ίδιοι διαχειριστές συνεπώς επαρκώς εξοικειωμένοι	▪ Η χαμηλότερη τιμή πώλησης ▪ Ακολουθείται όταν οι άλλες μέθοδοι δεν είναι εφικτές ▪ Δεν είναι προϊόν προγραμματισμού από την αρχή της επένδυσης
Πώληση σε τρίτη εταιρεία	▪ Δυνατότητα ρευστοποίησης ▪ Αποφυγή κόστους εισαγωγής	▪ Μεταβίβαση σημαντικού μέρους της εταιρείας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΚΥΚ

2.1 Εισαγωγή

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να αποσαφηνισθούν οι μέθοδοι αξιολόγησης τις οποίες χρησιμοποιεί μια εταιρεία VC, ώστε να επιλέγει ένα επιχειρηματικό σχέδιο. Επιχειρείται η ανάλυση των χρηματοοικονομικών εργαλείων τα οποία βοηθούν τον επενδυτή να αποφασίσει αν θα προχωρήσει στην τοποθέτηση των κεφαλαίων στη συγκεκριμένη επιχειρηματική πρόταση. Επίσης, παρουσιάζονται οι σημαντικότερες πολυκριτήριες μέθοδοι αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να εξαχθεί ένα αποτελεσματικό μοντέλο εκτίμησης των εταιρειών χρηματοδότησης.

2.2 Μέθοδοι αξιολόγησης

Οι εταιρίες VC, επιλέγουν τις επενδύσεις που θα πραγματοποιήσουν χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά εργαλεία με τα οποία επιτυγχάνεται η αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Η διαδικασία αξιολόγησης λαμβάνει χώρα κατά το στάδιο της "ανάλυσης και εκτίμησης" του κύκλου του VC και γίνεται συνήθως με τη βοήθεια έμπειρων εξωτερικών συμβούλων. Σύμφωνα με τον British Venture Capital Association (BVCA) δεν υπάρχει σωστή ή λάθος μέθοδος αξιολόγησης των επενδυτικών σχεδίων που εξετάζει μια εταιρεία VC και η κατάλληλη επιλογή της μεθόδου που θα ακολουθηθεί εξαρτάται από τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε επένδυσης και από την κρίση του επενδυτή. Τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται πιο συχνά αναλύονται παρακάτω.

2.2.1 Μέθοδοι συντελεστών απόδοσης της επένδυσης (ROI και IRR)

Η μέθοδος του επιτοκίου απόδοσης (ROI) βασίζεται στα λογιστικά κέρδη που εκτιμά (μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεων) πως θα έχει η επιχείρηση για τη δεδομένη χρονική περίοδο στην οποία αναφέρεται το business plan της. Συγκεκριμένα:

$$ROI = \frac{\text{ΜΕΣΟ ΕΤΗΣΙΟ ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ}}{\text{ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ}}$$

Η γενική αρχή υπαγορεύει ότι ο ROI θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος από εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο, ενώ η αμοιβή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η ΕΠΕΚ θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλη, ώστε να αντισταθμίζεται ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος. Ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης διαφέρει μεταξύ ευρωπαϊκών και αμερικάνικων ΕΠΕΚ.

Ο ROI επηρεάζεται από τις πληθωριστικές συνθήκες που επικρατούν στη συγκεκριμένη περιοχή, το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, τα διαφορετικά κρατικά προγράμματα και τους προσωπικούς φορολογικούς συντελεστές (και τους εταιρικούς). Πιο συγκεκριμένα, στην Αγγλία ο ROI κυμαίνεται από 20% για χρηματοδοτήσεις ώριμων εταιρειών έως πάνω από 50% για χρηματοδότηση σποράς ή εκκίνησης.

Παρόλα αυτά η μέθοδος παρουσιάζει και τα εξής μειονεκτήματα:

I. Δεν λαμβάνει υπ' όψιν τη χρονική αξία του χρήματος
II. Χρησιμοποιεί τα αναμενόμενα καθαρά κέρδη πριν ή μετά από φόρους και όχι τις καθαρές ετήσιες χρηματορροές της επένδυσης (αγνοεί την απόσβεση ως πηγή ταμειακής εισροής)
III. Δε λαμβάνει υπ' όψιν την υπολειμματική αξία, η οποία μπορεί να μειώσει το αρχικό ύψος της επένδυσης ή της επένδυσης ή να αυξήσει την ταμειακή εισροή στο μέλλον. Κατά συνέπεια, το πραγματικό ποσοστό από-

δοσης υποτιμάται όταν δε λαμβάνεται υπ' όψιν στον υπολογισμό η υπολειμματική αξία.

IV. Αγνοεί τη χρονική ακολουθία των εσόδων.

Η μέθοδος του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης (IRR) στηρίζεται στον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης του σχεδίου για την υποψήφια για χρηματοδότηση επιχείρηση. Όταν υπολογίσει την αναμενόμενη απόδοση, την συγκρίνει με το κόστος κεφαλαίου. Για κάθε επένδυση οι αναλυτές της εταιρείας VC καθορίζουν μια ελάχιστη απόδοση, δηλαδή ένα ελάχιστο IRR, πάνω από την οποία εγκρίνεται η επένδυση. Για τον υπολογισμό του IRR λαμβάνονται υπ' όψιν τα κεφάλαια που αποδεσμεύονται και τα πιθανά κέρδη από τη ρευστοποίηση της επένδυσης, την πώληση των μετοχών και τα εισοδήματα από τις αμοιβές και τα μερίσματα.

Η ελάχιστη τιμή που μπορεί να πάρει ο IRR είναι συνάρτηση του κινδύνου που εμπεριέχει η επένδυση. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερος είναι ο απαιτούμενος IRR και κατά συνέπεια είναι διαφορετικός ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης και τη φάση ανάπτυξης της επιχείρησης που θα χρηματοδοτηθεί. Σύμφωνα με την BVCA, για την πλειονότητα των επενδύσεων VC, η μέση απόδοση που θα πρέπει να επιτυγχάνεται για την αποδοχή μιας επένδυσης, θα πρέπει υποχρεωτικά να υπερβαίνει το 20% το χρόνο. Στον πίνακα (πίνακας 2.1) παρουσιάζονται οι αναμενόμενες αποδόσεις, προκειμένου να γίνει αποδεκτή μια πρόταση χρηματοδότησης ανάλογα με το στάδιο στο οποίο προβλέπεται να γίνει ("The Venture Capital Handbook", Bygrave, Hay και Peeters, 1999).

Πίνακας 2.1: Αποδόσεις- στόχοι ανάλογα με τη φάση χρηματοδότησης

Φάση ανάπτυξης της επιχείρησης	Αναμενόμενη απόδοση
Φάση διαμόρφωσης Χρηματοδότηση σποράς/ Εκκίνησης (Seed/ Start up)	IRR> 60%
Είσοδος προϊόντος στην αγορά Χρηματοδότηση αρχικού σταδίου (Early stage finance)	IRR>50%

Επέκταση και ανάπτυξη Χρηματοδότηση ανάπτυξης (Development finance)	40%> IRR>35%
Μεταγενέστερα στάδια (ωριμότητα, παρακμή) Ενδιάμεση χρηματοδότηση MBI, MBO	IRR>30%

Πηγή: Bygrave W.D., Hay M. and G.B. Peeters, 1999

Από τον πίνακα (2.1) αυτό γίνεται κατανοητό ότι η απόδοση της επένδυσης αυξάνεται όσο πιο νωρίς στον κύκλο ανάπτυξης βρίσκεται η υποψήφια για χρηματοδότηση επιχείρηση. Οι χρηματοδοτήσεις seed και start up απαιτούν αποδόσεις ιδιαίτερα υψηλές, ενώ αυτές που γίνονται στα μεταγενέστερα στάδια απαιτούν αποδόσεις χαμηλότερες.

2.2.2 Μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value) αποτελεί τη γνωστή μέθοδο αξιολόγησης μιας επένδυσης, με την οποία υπολογίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών που θα αποφέρει η επένδυση, χρησιμοποιώντας συντελεστή προεξόφλησης το σταθμικό μέσο του κόστους (Weighted Average Cost of Capital, WACC) της επιχείρησης. Η μαθηματική διατύπωση της NPV είναι η εξής:

$$NPV = \text{ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ - ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ}$$

Όταν το άθροισμα των παρουσών αξιών των ταμειακών ροών είναι μεγαλύτερο από το κόστος της επένδυσης, δηλαδή NPV > 0, η επένδυση γίνεται αποδεκτή, ενώ απορρίπτεται όταν είναι μικρότερο (NPV < 0).

Η μέθοδος της NPV είναι γνωστή στο χώρο των Venture Capitalists ως μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (enterprise discounted cash flow model).

Τα κύρια μειονεκτήματα της μεθόδου είναι τα εξής:

- Δυσκολία υπολογισμού των ταμειακών ροών
- Η τυπική νέα επιχείρηση έχει ένα προφίλ ταμειακών ροών με τεράστιες αρχικές δαπάνες, γεγονός που αλλοιώνει το αποτέλεσμα της μεθόδου. Ακόμη και οι αλλαγές στην κεφαλαιακή δομή οι οποίες συνήθως οφείλονται σε μοχλεύσεις κεφαλαίων, αλλά και στην εταιρική φορολογία μπορούν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα της μεθόδου.

2.2.3 Μέθοδος των συγκρίσεων

Αποτελεί μια μέθοδο κατά την οποία παρέχεται ένας γρήγορος και εύκολος τρόπος για τη δημιουργία μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας από τη σύγκριση της επιχείρησης με μια άλλη. Φυσικά οι δυο συγκρινόμενες επιχειρήσεις θα πρέπει να παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά αξίας. Τέτοια χαρακτηριστικά μπορεί να είναι ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει η εταιρεία, ο ρυθμός ανάπτυξής της, η κεφαλαιακή διάρθρωσή της, το μέγεθος και ο χρόνος των ταμειακών ροών κ.α. Επιπλέον, τα μέτρα που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της αξίας μιας υποψήφιας επιχείρησης, μέσω της σύγκρισής της με μια άλλη παρόμοια, πρέπει να εξασφαλίζουν την αξιοπιστία της διαδικασίας σύγκρισης.

Η διαδικασία αυτή πολλές φορές είναι ιδιαίτερα δύσκολη λόγω των παραπλανητικών στοιχείων που παρουσιάζουν οι εταιρείες στις λογιστικές τους καταστάσεις, της μη διαθεσιμότητας πληροφοριών και του συχνού φαινομένου της αναποτελεσματικής αποτίμησής τους στις κεφαλαιαγορές. Ο ρόλος της εμπειρίας των αναλυτών είναι σε αυτή την περίπτωση καθοριστικός για την επιλογή και τον υπολογισμό των δεικτών που θα χρησιμοποιηθούν για την σύγκριση.

Οι σημαντικότεροι δείκτες που μπορεί να χρησιμοποιήσει κάποιος, όταν η επιχείρηση είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, είναι ο P/ E- ratio (Price/ Earnings ratio), ο οποίος δεν αποτελεί τίποτα περισσότερο από την διαίρεση της τιμής της μετοχής με

τα μερίσματα τα οποία αυτή μοιράζει ανά μετοχή (συνήθως του τελευταίου δωδεκάμηνου). Ο δείκτης P/ E για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο μπορεί να αποκτηθεί πολύ εύκολα από τις οικονομικές εφημερίδες. Για τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες τείνει να είναι συνήθως μικρότερος λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητας της μετοχής που προκύπτει από το ότι δεν είναι διαπραγματεύσιμη στο ευρύ κοινό. Άλλοι δείκτες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν μέτρα σύγκρισης είναι ο δείκτης της αγοραίας αξίας της επιχείρησης (Market- to-book) που προκύπτει από τη διαίρεση της αγοραίας αξίας της εταιρείας με το μετοχικό κεφάλαιο, τα κέρδη προ των φόρων και τόκων και τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων.

2.2.4 Μέθοδος Venture Capital (The Venture Capital Model)

Αυτή η μέθοδος αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται συχνά στον κλάδο της κεφαλαιαγοράς. Κατά την αξιολόγηση που προκύπτει από τη μέθοδο αυτή λαμβάνονται υπ' όψιν οι ιδιαιτερότητες των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται, οι οποίες είναι νέες επιχειρήσεις που δεν έχουν ιστορικά στοιχεία της λειτουργίας τους και για το λόγο αυτό είναι δύσκολο να αξιολογηθούν. Με τη μέθοδο VC αναγνωρίζονται όλες αυτές οι δυσκολίες και η αξιολόγηση γίνεται επικεντρώνοντας τους υπολογισμούς σε προβλέψεις για την αξία που θα έχει η επιχείρηση σε κάποιο χρονικό σημείο στο μέλλον που συνήθως συμπίπτει με την έξοδο από την επένδυση. Συνολικά η μέθοδος αυτή έχει τέσσερα βήματα.

<u>1° βήμα:</u> Στο πρώτο βήμα υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης σε κάποιο μελλοντικό επιθυμητό επίπεδο, συνήθως μια περίοδος λίγο πριν ο Venture Capitalist εισάγει την επιχείρηση σε κάποιο χρηματιστήριο (4-7 χρόνια μετά την έναρξη της επένδυσης). Η τελική τιμή υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το γινόμενο ενός δείκτη, όπως ο δείκτης P/ E, με το προβλεπόμενο καθαρό εισόδημα της επιχείρησης την στιγμή της εξόδου του επενδυτή.

2° βήμα: Στο δεύτερο στάδιο υπολογίζεται η προεξοφλημένη τελική αξία αφού έχουμε καθορίσει το προεξοφλητικό επιτόκιο ανάλογα με τον επιθυμητό στόχο. Με άλλα λόγια οι Venture Capitalists χρησιμοποιούν ένα επιτόκιο στόχου (Target Value Interest) βασισμένο στον επιθυμητό στόχο απόδοσης της επένδυσης που έχει τεθεί. Συνήθως, το επιτόκιο αυτό είναι ιδιαίτερα υψηλό (30%-70%) σε σχέση με αυτό των υπόλοιπων συμβατικών επενδύσεων, λόγω του υψηλού κινδύνου που εμπεριέχουν οι επενδύσεις Venture Capital. Η μαθηματική διατύπωση της τελικής αξίας (discounted terminal value) είναι η εξής:

Προεξοφλημένη τελική αξία = Τελική αξία / (1+επιτόκιο στόχου) ^{έτη}

3° βήμα: Στο τρίτο στάδιο υπολογίζεται το απαιτούμενο επίπεδο ιδιοκτησίας της εταιρείας Venture Capital στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση κατά τη στιγμή της εξόδου. Κατά τον υπολογισμό αυτό θα πρέπει να εξασφαλίζεται ότι η επένδυση θα επιτυγχάνεται στην επιθυμητή απόδοση για τον Venture Capitalist. Το απαιτούμενο επίπεδο ιδιοκτησίας (Required Final Percent Ownership) υπολογίζεται από τον τύπο:

RFPO= Ποσό επένδυσης/ Προεξοφλημένη τελική αξία

4° βήμα: Στο τελευταίο βήμα υπολογίζεται το απαιτούμενο σημερινό επίπεδο ιδιοκτησίας. Το επίπεδο ιδιοκτησίας που υπολογίσθηκε στο προηγούμενο βήμα θεωρεί ότι δεν θα υπάρξει έκδοση νέων μετοχών σε όλους τους μετόχους για την επιχείρηση κατά τη διάρκεια της επένδυσης. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται από το VC χρηματοδοτούνται σε περισσότερα από ένα στάδια και προχωρούν σε αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου από τις οποίες ενισχύεται το μερίδιο κάποιων μετόχων. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται αποτέλεσμα ψευδαίσθησης (dilution effect) γιατί αλλοιώνει την μετοχική σύνθεση της εταιρείας. Για το λόγο αυτό, οι Venture Capitalists θα πρέπει να συμπεριλάβουν και τις μελλοντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου λόγω έκδοσης νέων μετοχών στον υπολογισμό του απαι-

τούμενου παροντικού ποσοστού ιδιοκτησίας. Έτσι, χρησιμοποιείται το Ποσοστό Παρακράτησης (Retention Ratio), το οποίο προσδιορίζει ποσοτικά τις μελλοντικές επιπτώσεις του dilution effect στα μελλοντικά στάδια χρηματοδότησης της επιχείρησης. Ο υπολογισμός γίνεται ως εξής:

Απαιτούμενο σημερινό επίπεδο ιδιοκτησίας= απαιτούμενο τελικό επίπεδο ιδιοκτησίας/ ποσοστό παρακράτησης

Η μέθοδος VC καταλήγει στον υπολογισμό του ποσοστού ιδιοκτησίας που θα πρέπει ο venture capitalist να αποκτήσει, ώστε να επιτευχθεί το επιθυμητό επίπεδο απόδοσης την στιγμή της εξόδου από την επένδυση.

Τα προεξοφλητικά επιτόκια που έχουν εφαρμόζονται στην μέθοδο αυτή είναι αρκετά υψηλά (40-75%), γεγονός για το οποίο έχει συγκεντρώσει αρκετά αρνητικά σχόλια. Οι εταιρείες VC δικαιολογούν αυτούς τους υψηλούς στόχους απόδοσης σε κάποια λογική βάση. Πρώτον αυτές οι αποδόσεις χρησιμοποιούνται ως αντιστάθμισμα για την έλλειψη ρευστότητας των συγκεκριμένων εταιριών. Δεύτερον, οι εταιρίες VC θεωρούν πως προσφέρουν σημαντικές υπηρεσίες, και θεωρούν αυτές τις υψηλές αμοιβές σαν αμοιβή για τις υπηρεσίες τους. Τέλος, πιστεύουν ότι οι προβλέψεις που παρουσιάζονται στους επιχειρηματίες τείνουν να είναι υπέρ του δέοντος αισιόδοξες και οι υψηλές αποδόσεις αντισταθμίζουν αυτές τις πληθωριστικές προβλέψεις.

2.2.5 Επανείσπραξη κόστους της επένδυσης (Payback period)

Η μέθοδος αυτή συνίσταται στον υπολογισμό της χρονικής περιόδου η οποία απαιτείται για την "αποπληρωμή" της αρχικής επένδυσης, δηλαδή το χρόνο που χρειάζεται ώστε να εισπραχθούν τα χρήματα που έχουμε επενδύσει στη συγκεκριμένη εταιρεία. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στο γεγονός πως ο επενδυτής χρειάζεται να αξιολογήσει και συνεπώς να επιλέξει ανάμεσα σε δύο επενδυτικά σχέδια, κάτι το οποίο δεν είναι άτοπο εφόσον ληφθεί υπ' όψιν το κόστος ευκαιρίας που υπάρχει από την εγκατάλει-

ψη ενός σχεδίου και την υιοθέτηση κάποιου άλλου. Το μαθηματικό μοντέλο στο οποίο στηρίζεται είναι το εξής:

Payback = Year before full recovery + Unrecovered cost at start of year / Cash during year

Αξίζει να σημειωθεί ότι, όσο μικρότερη είναι η περίοδος αποπληρωμής τόσο περισσότερο συμφέρει η υιοθέτηση του συγκεκριμένου επενδυτικού σχεδίου.

Πολλές εταιρείες χρησιμοποιούν μια παραλλαγή της μεθόδου αυτής, την "Discounted Payback Period" η οποία είναι παρόμοια με την προαναφερθείσα, μόνο που οι ροές προεξοφλούνται στο παρόν με τη χρήση κάποιου προεξοφλητικού επιτοκίου. Στην περίπτωση αυτή, υπολογίζονται τα χρόνια που απαιτούνται για την είσπραξη της επένδυσης από τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές, χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το κόστος κεφαλαίου του κάθε επενδυτικού σχεδίου.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, η μέθοδος αυτή χαρακτηρίζεται ως η μέθοδος του "Νεκρού Σημείου" (Breakeven point) αφού ουσιαστικά την ενδιαφέρει ο εντοπισμός του έτους στο οποίο αποπληρώνεται το αρχικό κόστος της επένδυσης. Επιπρόσθετα, η μέθοδος αυτή προσφέρει μια εικόνα της ρευστότητας των επενδυτικών σχεδίων αφού προτιμώνται τα σχέδια που έχουν μικρότερη περίοδο αποπληρωμής και συνεπώς περισσότερη ρευστότητα. Παρόλα αυτά η μέθοδος αυτή αγνοεί την ύπαρξη του κόστους κεφαλαίου, αφού κανένα κόστος χρηματοδότησης δεν εμφανίζεται στον υπολογισμό των ταμειακών ροών. Επιπλέον, δεν λαμβάνει υπ' όψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος. Το μειονέκτημα αυτό μπορεί να ξεπεραστεί συνδυάζοντας τη μέθοδο αυτή με εκείνη της καθαρής παρούσας αξίας που παρουσιάζεται στη συνέχεια.

2.2.6 Monte Carlo Simulation

Όταν υπολογίζονται αξίες με τη χρήση ηλεκτρονικού υπολογιστή, ορίζεται τελικά μια και μοναδική αξία για την επιχείρηση, ακόμη και όταν κάνουμε ανάλυση ευαισθησίας (Sensitivity Analysis) απλά αλλάζοντας τις μεταβλητές και υπολογίζοντας την αλλαγή στο αποτέλεσμα. Η μέθοδος αυτή, αποτελεί μια βελτίωση της απλής ανάλυσης ευαισθησίας επειδή λαμβάνει υπ' όψιν όλους τους πιθανούς συνδυασμούς εισερχόμενων μεταβλητών. Πιο συγκεκριμένα ο χρήστης ορίζει την κατανομή πιθανοτήτων που επιθυμεί η κάθε μεταβλητή να ακολουθεί και το πρόγραμμα υπολογίζει μια κατανομή πιθανοτήτων περιγράφοντας το πιθανό αποτέλεσμα.

Η ευκολία χειρισμού καθώς και η προσβασιμότητα της μεθόδου την καθιστά σαν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο αφού ουσιαστικά επιτρέπει μια πολύ λεπτομερή ανάλυση των πιθανών αποτελεσμάτων. Στα μειονεκτήματα βρίσκεται η δυσκολία του εντοπισμού των μεταβλητών και της διατύπωσης σχέσεων.

2.2.7 Ανάλυση δικαιωμάτων (Option Analysis)

Πολλές φορές είναι αναγκαίο να χρησιμοποιηθούν τεχνικές αποτίμησης option για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων. Μέθοδοι όπως η ΚΠΑ είναι αναποτελεσματικές στην περίπτωση που το στέλεχος έχει κάποια ευελιξία όπως το να έχει τη δυνατότητα να αυξάνει ή να μειώνει τον όγκο της παραγωγής, να εγκαταλείπει ή να υιοθετεί αυθαίρετα κάποιο project. Ένα είδος ευελιξίας που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τον venture capitalist έχει να κάνει με τη δυνατότητα του για συνεχείς επενδύσεις (follow- on investments). Αυτό που τον απασχολεί ιδιαίτερα είναι το πώς να προσελκύσει τον επιχειρηματία ώστε να αναλάβει πολλούς γύρους χρηματοδότησης μειώνοντας τα κεφάλαια που επενδύει η εταιρεία σε άλλα σχέδια. Το δικαίωμα να αναλάβει κάποιος πολλούς γύρους χρηματοδότησης είναι παρόμοιο με τη χρήση ενός δικαιώματος αγοράς (call option) για την αγορά μετοχών μιας εταιρείας.

Το γεγονός αυτό ισχύει γιατί και οι δύο τρόποι χρηματοδότησης αναγνωρίζουν το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση στην επένδυση κάποιων κεφαλαίων σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή. Η αποτίμηση των δικαιωμάτων ευρωπαϊκού τύπου πραγματοποιείται με τη χρήση του μοντέλου Black and Scholes.

Η θεωρία αποτίμησης δικαιωμάτων είναι χρήσιμη όταν το στέλεχος έχει τη δυνατότητα να ελιχθεί μέσα στην εταιρεία και να συγκεντρώσει περισσότερες πληροφορίες για τη χρηματοδότηση και μετά να αποφασίσει για το μέλλον. Παρόλα αυτά υπάρχουν και ορισμένα μειονεκτήματα:

- Δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στο επιχειρηματικό χώρο της κεφαλαιαγοράς
- Αναποτελεσματική στην περίπτωση που για την άσκηση ενός δικαιώματος απαιτείται η άσκηση κάποιου άλλου (nested call options), κάτι που επιβάλει την χρήση τεχνικών προσομοίωσης
- Δύσκολη στην κατανόηση.

Συμπερασματικά, οι παραπάνω μέθοδοι αποτελούν χρήσιμα εργαλεία παρά τις αρκετές δυσκολίες που παρουσιάζουν. Το καλύτερο που θα μπορούσε να κάνει μια εταιρεία Venture Capital είναι να συνδυάζει τις μεθόδους με σκοπό την αποφυγή λαθών ή ερμηνειών για κάποιο επενδυτικό σχέδιο.

2.3 Πολυκριτήριες μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων VC

Κατά τη διάρκεια του 1970, πολλοί ερευνητές πρόσπάθησαν να προσεγγίσουν το VC. Αιτία του ενδιαφέροντος αυτού, ήταν η μεγάλη θνησιμότητα των επιχειρήσεων στα πρώτα πέντε χρόνια της ζωής τους. Το ποσοστό αυτό μάλιστα άγγιζε το 50% (Ζοπουνίδης, 1994). Όσες επιχειρήσεις κατάφερναν να επιβιώσουν, αυτές σημείωναν και το υψηλότερο ποσοστό επιτυχίας, συγκριτικά με έκεινες που δεν χρησιμοποιούσαν VC. Το γεγονός αυτό, αποτέλεσε εφαλτήριο έναυσμα για τους ερευνητές να αναζητήσουν τις επιτυχίες αυτών των επιχειρήσεων.

Κατά τη φάση της εκτίμησης, το κυρίαρχο πρόβλημα όσον αφορά τη χρηματοδότηση με VC, είναι η επιλογή των κριτηρίων απόφασης και η σύνθεσή τους μέσα σε ένα ολικό επιχειρησιακό μοντέλο το οποίο θα επιτρέπει, την ορθολογική και αυτόματη επιλογή βιώσιμων επιχειρήσεων. Ωστόσο, είναι δυνατό να διακρίνουμε τρεις κατηγορίες ερευνών οι οποίες ασχολίθηκαν με τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης των επιχειρήσεων. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι εξής:

1. Περιγραφικές Μέθοδοι Αξιολόγησης (Descriptive Methods of Evaluation)

Οι εμπειρικές μελέτες της κατηγορίας αυτής έχουν ως στόχο την εύρεση των κριτηρίων με τη μεγαλύτερη βαρύτητα και την ταξινόμηση των καλύτερων από αυτά, τα οποία συμβάλλουν στην αξιολόγηση των υποψήφιων επιχειρήσεων για να λάβουν το ΚΥΕΚ. Για τη διερεύνηση των παραπάνω στοιχείων οι μελέτες πραγματοποιούνται με μεθόδους συλλογής δεδομένων, όπως η προσωπική συνέντευξη, η τηλεφωνική συνέντευξη ή η συμπλήρωση ερωτηματολογίου.

2. Γραμμικά Στατιστικά Μοντέλα (Linear Statistical Models)

Οι έρευνες της κατηγορίας αυτής έχουν σκοπό τη μοντελοποίηση των κριτηρίων απόφασης επένδυσης των εταιρειών ΚΥΕΚ, μέσω αναλύσεων γραμμικής κυρίως παλινδρόμησης.

3. Πολυκριτήριες Μέθοδοι Αξιολόγησης (Multicriteria Evaluation Methods)

Οι έρευνες της κατηγορίας αυτής έχουν σκοπό να δημιουργήσουν ένα μοντέλο που να αξιολογεί και τα ποιοτικά δεδομένα των υποψήφιων προς επένδυση επιχειρήσεων.

Τα κύρια χαρακρηριστικά τους παραθέτονται στους επόμενους πίνακες (2.2, 2.3, 2.4).

Πίνακας 2.2: Χαρακτηριστικά περιγραφικών μεθόδων αξιολόγησης

	Descriptive evaluation methods
Objective	To find the most important evaluation criteria or, To rank, in order of importance, all the criteria
	Used by VC firms to evaluate firms
Methods	Interviews Questionnaire Theliphone surveys

	▪ Verbal Protocol Analysis ▪ Factor Analysis, etc.
Studies	Benoit (1975), Briskman (1966), Burch (1986), Dixon (1991), Fried and Hisrich (1994), Hall and Hofer (1993), Tybjee and Bruno (1984), Wells (1974), Von Hopple (1973), MacMillan et al. (1985), Robinson (1987)
Main characteristics	▪ Aposteriori staudy ▪ They have weak explanatory power and thus weak predictive power ▪ Some criteria are too subjective to be modeled quantitatively. There is no methology that incorporates the VC's criteria (quantitative and qualitative) in a global evaluation model

Πηγή: Bakatsaki M, 2001

Πίνακας 2.3: Χαρακτηριστικά στατιστικών μεθόδων αξιολόγησης

	Statistical models
Objective Methods	▪ To bring evidence a set of independent variables (criteria) ▪ Multiple linear regression or, ▪ Discriminant analysis ▪ Factor analysis ▪ Constraint analysis ▪ Hierarchical regression analysis ▪ Anova ▪ Cluster analysis
Studies	Gartner, Starr and Bhat (1998), Hoban (1976), Jeng and Walls (2000), Laitinen (1992), MacDougal (1992), MacMillan et al. (1987), Siegel (1993), Tyebjee and Bruno (1984), Zacharakis and Weyer (2000)
Main characteristics	▪ Aposteriori staudy ▪ They have weak explanatory power and thus weak predictive power ▪ Some criteria are too subjective to be modeled quantitatively. There is no methology that incorporates the VC's criteria (quantitative and qualitative) in a global evaluation model

Πηγή: Bakatsaki M, 2001

Πίνακας 2.4: Χαρακτηριστικά πολυκριτήριων μεθόδων αξιολόγησης

	Multicriteria evaluatoin
Objective Methods	▪ To model the decision maker's preferences given multiple attributes ▪ MAUT (MultiAttribute Utility Theory) ▪ Preference ▪ Disaggregating Analysis ▪ Conjoint Analysis ▪ Analytic Hierarchical Process
Studies	Bharet and Nag (1996), Riquelme and Rickards (1992), Siskos and Zopounidis (1987), Shepherd (1999), Shepherd et al. (2000)
Main characteristics	Take into account: ▪ VC's preferences ▪ Their own criteria to help them to evantually construct their own evaluation model

Πηγή: Bakatsaki M, 2001

Η μελέτη και των τριών αυτών κατηγοριών των ερευνών έδειξε ότι τα κριτήρια τα πιο βασικά τα οποία λαμβάνονται υπόψη σε μια απόφαση χρηματοδότησης με VC είναι σχετικά με την ομάδα των managers και το προιόν της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα την επαγκελματική εμπειρία , τη διοικητική μόρφωση, την ποιότητα διοίκησης, το ενδιαφέρον των managers για την ανάπτυξη της επιχείρησης κ.α. Επίσης, σημαντικό ρόλο μέσα στη διαδικασία λήψης της απόφασης της χρηματοδότησης με VC παίζουν τα κριτήρια marketing (Briskman 1996, Dixon 1991, Ohe et al., 1992, Wells, 1974), χρηματοοικονομικές επιδόσεις (Mac Millan et al., 1985, Ohe et al., 1992, Tybjee, Bruno, 1984, Siskos and Zopounidis, 1987, Riquelme and Rickards, 1992), μέγεθος της επένδυσης (Dorsey, 1977, Dixon 1991,Hoban, 1976, Tyebjee, Brunoo, 1984).

Συμπερασματικά, από τη μελέτη των υπάρχουσών ερευνών προκύπτει ότι κάθε απόφαση χρηματοδότησης με VC είναι μια ειδική περίπτωση και ότι οι επενδυτές σε VC μπορούν να έχουν διαφορετικά συστήματα αξιολόγησης (προτιμήσεις, εμπειρίες, κριτήρια απόφασης, Ζοπουνίδης, 1990).

2.3.1 Σύστημα υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS

Το σύστημα FINCLAS αναπτύχθηκε για την αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών προβλημάτων ταξινόμησης και αποσκοπεί στην παροχή μιας ολοκληρωμένης υποστήριξης στους αποφασίζοντες, χρηματοοικονομικούς και πιστωτικούς αναλυτές τραπεζών, πιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρήσεων και οργανισμών, κατά τη διαδικασία λήψης κάθε είδους χρηματοοικονομικών αποφάσεων.

Βασικό εργαλείο του συστήματος αποτελεί η πολυκριτήρια μέθοδος UTADIS (UTilites Additives DIScriminantes, Devaud et al., 1980; Jacquet- Lagreze, 1995), καθώς και οι δύο παραλλαγές της, μέσω των οποίων επιτυγχάνεται η ταξινόμηση των διάφορων εναλλακτικών ενεργειών (επιχειρήσεις, επενδυτικά έργα, αιτήσεις χορήγησης δανείων, κλπ.) σε ομοιγενείς ομάδες κινδύνου (Zopounidis and

Doumpos, 1999; Zopounidis and Doumpos, 1997). Αξίζει να σημειωθεί ότι το σύστημα περιλαμβάνει ένα τμήμα χρηματοοικονομικών μοντέλων συμπεριλαμβάνοντας το διαφορικό ισολογισμό, τον πίνακα χρηματοδότησης, και μεθόδους χρηματοοικονομικής πρόβλεψης όπως της γραμμικής παλινδρόμησης και του ποσοστού των πωλήσεων.

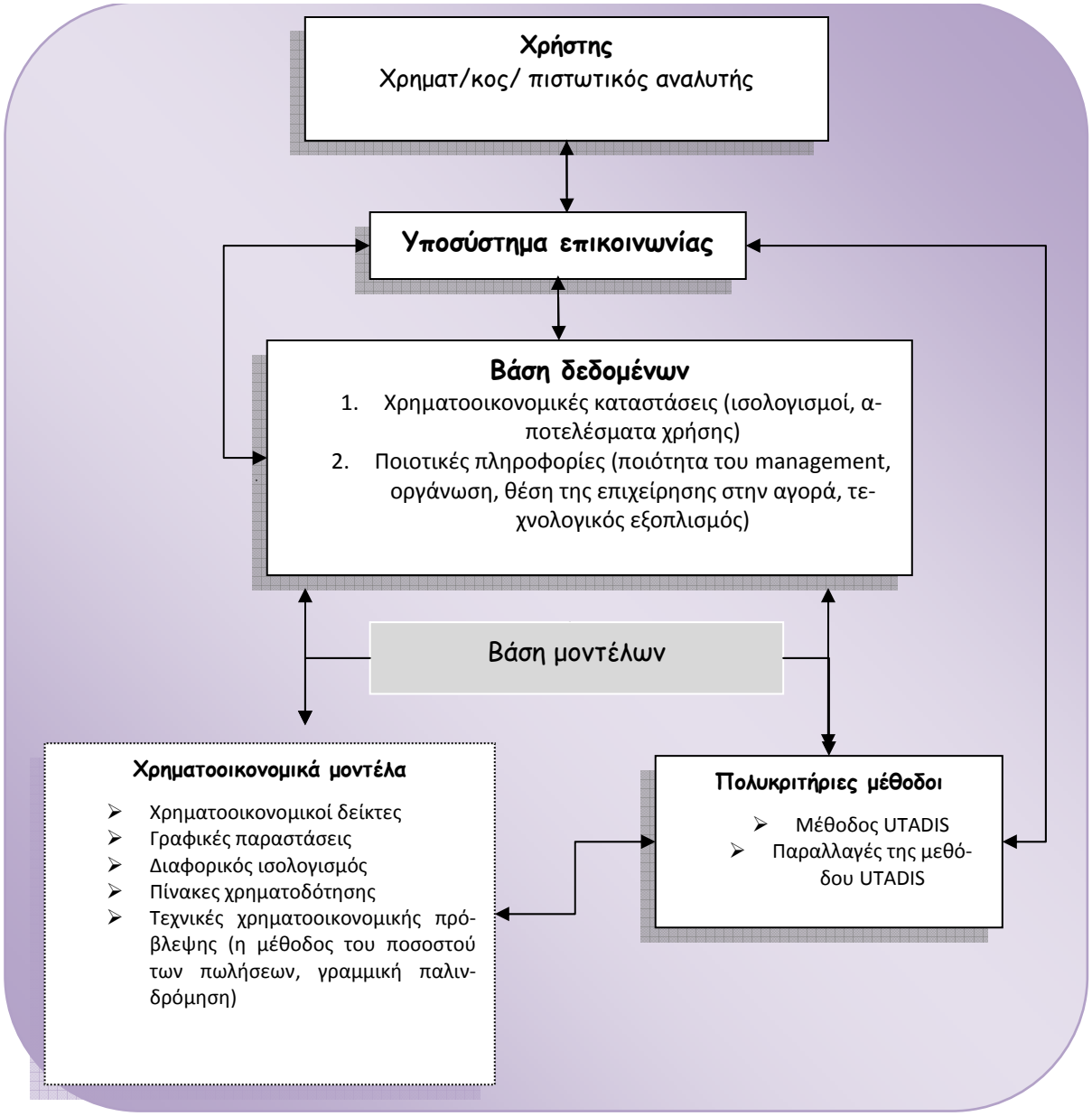
Τα αναμενόμενα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τη χρησιμοποίηση της μεθόδου FINCLAS σε επιχειρήσεις, τράπεζες και οργανισμούς μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα βασικά σημεία:

- Δομείται το σύνθετο πρόβλημα της λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων
- Αναβαθμίζεται η διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων με τη χρήση εξελιγμένων μεθόδων
- Γίνεται δυνατή η διατύπωση ολοκληρωμένων προτάσεων με στόχο τη μεγιστοποίηση της απόδοσης ή την ελαχιστοποίηση του κινδύνου των χρηματοοικονομικών αποφάσεων
- Ο χρόνος και το κόστος της μελέτης των επιδόσεων και της βιωσιμότητας των επιχειρήσεων ελαττώνεται σημαντικά
- Στη διαδικασία λήψης των χρηματοοικονομικών αποφάσεων ενσωματώνονται εκτός από τα χρηματοοικονομικά κριτήρια και κάποιοι βασικοί ποιοτικοί παράγωντες.

<u>Η δομή του συστήματος FINCLAS</u>

Η μορφή του συστήματος είναι προσαρμοσμένη στην αντιμετώπιση προβλημάτων εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου των επιχειρήσεων. Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου αποτελεί η ευελιξία που παρουσιάζει, η οποία επιτρέπει την εύκολη προσαρμογή και επέκταση του συστήματος στην αντιμετόπιση και άλλων χρηματοοικονομικών προβλημάτων ταξινόμησης.

Διάγραμμα 2.1: Η δομή του συστήματος FINCLAS



Πηγή:Zopounidis C. και Doumpos M., 1998

Αναφορικά με την δομή του συστήματος FINCLAS, αξίζει να σημειωθεί ότι αποτελεί ένα φιλικό υποσύστημα επικοινωνίας, στο οποίο ο αποφασίζων μπορεί εύκολα επικοινωνίσει με το σύστημα, ενώ παράλληλα επιτυγχάνεται η ομαλή επικοινωνία μεταξύ βάσης δεδομένων του συστήματος και της βάσης των μοντέλων. Πιο αναλυτικά, η βάση δεδομένων περιλαμβάνει χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αλλά και ποιοτικές πληροφορίες. Οι πληροφορίες αυτές μπορούν να αφορούν την ποιότητα της διοίκησης, την οργάνωση, την θέση της επιχείρησης στην αγορά κ.α.

Η βάση του συστήματος FINCLAS περιλαμβάνει περισσότερους από 30 χρηματοοικονομικούς δείκτες (αποδοτικότητας, φερεγγυότητας, ρευστότητας, επίδοσης της διαχείρησης), το διαφορικό ισολογισμό, τον πίνακα χρηματοδότησης, τη μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης, και τη μέθοδο ποσοστού των πωλήσεων, παρέχοντας έτσι την απαραίτητη υποστήριξη στον αποφασίζοντα κατά τον καθορισμό των βασικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων.

Η ταξινόμηση των εναλλακτικών ενεργειών από το σύστημα πραγματοποιήται μέσω της μεθόδου UTADIS. Σκοπός της μεθόδου είναι η ανάπτυξη ενός μοντέλου προσθετικής χρησιμότητας και ο υπολογισμός των κατάλληλων ορίων χρησιμότητας ώστε να επιτευχθεί η ταξινόμηση των εναλλακτικών ενεργειών στις ομάδες στις οποίες ανήκουν με το ελάχιστο σφάλμα ταξινομήσεων.

Πιο αναλυτικά η μέθοδος είναι η εξής:

Θεωρούμε μια συνεπή οικογένια κριτηρίων (g_1, g_2, …, g_m) και ένα σύνολο εναλλακτικών ενεργειών (a_1, a_2, …, a_n) οι οποίες ταξινομούνται σε ομάδες οι οποίες καθορίζονται εκ των προτέρων (C_1, C_2, …, C_Q) με βάση την προτήμιση. Η ταξινίμηση των εναλλακτικών ενεργειών στις ομάδες που έχουν καθοριστεί, γίνεται συγκρίνοντας τις ολικές χρησιμότητες με ορισμένα όρια χρησιμοτήτων, τα οποία διαχωρίζουν τις ομάδες μεταξύ τους.

Στη συνέχεια εξετάζεται η ευαισθησία της βέλτιστης λύσης μέσω τεχνικών μεταβελτιστοποίησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι μια παραλλαγή της μεθόδου UTADIS η οποία υλοποιείται στο σύστημα FINCLAS βασίζεται στην ελαχιστοποίηση του πλήθους των λαθών ταξινόμησης. Μια επιπλέον παραλλαγή της μεθόδου UTADIS η οποία υλοποιείται στον σύστημα FINCLAS βασίζεται στην αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών προβλημάτων υπό συνθήκες αβεβαιότητας (Zopounidis και Doumpos, 1997).

Εφαρμογή συστήματος FINCLAS

Η εφαρμογή του συστήματος FINCLAS στηρίχτηκε στα δεδομένα επιχειρήσεων που είχαν ήδη χρηματοδοτηθεί από ένα γαλλικό χρηματοοικονομικό οργανισμό παροχής VC, το ινστιτούτο IDI. Το ινστοτούτο αυτό ανήκει στην κατηγορία των οργανισμών που ενισχύουν τα ίδια κεφάλαια επιχειρήσεων, οι οποίες βρίσκονται σε πλήρη ανάπτυξη, αλλά δεν έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο.

Παρά το γεγονός ότι τα κριτήρια εκτίμησης, πάνω στα οποία το IDI στηρίζει τις αποφάσεις του ήταν γνωστά, με τη βοήθεια του FINCLAS επιτεύχθηκε η ενσωμάτωσή τους σε ένα αναλυτικό μοντέλο, που θα επέτρεπε την αυτόματη διάγνωση κάθε υποψήφιας εταιρείας υπό χρηματοδότηση.

Τα δεδομένα των επιχειρήσεων (27 τον αριθμό) καθώς και τα κριτήρια εκτίμησης που χρησιμοποιεί το IDI (12 τον αριθμό) παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες.

Πίνακας 2.5: Αποτελέσματα ομαδοποίησης του συστήματος FINCLAS

Αποτελέσματα ομαδοποίησης του συστήματος FINCLAS (μέθοδος UTADIS*)			
Επιχειρήσεις	Αρχική ομάδα	Χρησιμότητες	Εκτιμώμενη ομάδα
16	1	0,8287	1
10	1	0,7461	1
12	1	0,7138	1
2	1	0,7116	1
17	1	0,6719	1
3	1	0,6693	1
6	1	0,6426	1
5	1	0,6231	1
9	1	0,6186	1
4	1	0,6185	1
1	1	0,6155	1
11	1	0,6067	1
14	1	0,5947	1
8	1	0,5895	1
7	1	0,5778	1

Όριο χρησιμότητας u1		0,5707	
20	2	0,5599	2
19	2	0,532	2
22	2	0,5183	2
18	2	0,4429	2
24	2	0,4303	2
13	2	0,4223	2
25	2	0,3604	2
21	2	0,3373	2
15	2	0,3327	2
23	2	0,2542	2
Όριο χρησιμότητας u2		0,2399	
27	3	0,214	3
26	3	0,1618	3

* αριθμός λανθασμένων ταξινομήσεων : 0

Ποσοστό επιτυχίας: 100%

Πηγή: Zopounidis K.

Πίνακας 2.6: Βάρη κριτηρίων στο μοντέλο εκτίμησης του οργανισμού IDI

Κριτήρια εκτίμησης	**Βάρος (%)**
g1	4,12
g2	5,08
g3	1,57
g4	21,45
g5	7,39
g6	23,49
g7	3,33
g8	7,23
g9	11,89
g10	3,25
g11	8,14
g12	3,05

Όσον αφορά το δείγμα των επιχειρήσεων αξήζει να σημειωθεί ότι χωρίζεται σε τρεις ομάδες: τις δυναμικές (1η ομάδα), τις μέτριες (2η ομάδα) και τις προβληματικές

επιχειρήσεις (3η ομάδα) και τα κριτήρια εκτίμησης σε δυο κατηγορίες: τα χρηματοοικονομικά και τα στρατηγικά (πίνακας 2.7). Έτσι, κάθε επιχείρηση, σύμφωνα με την επίδοσή της σε κάθε ένα από τα 12 κριτήρια, ταξινομήθηκε σε μια από τις τρεις προκαθορισμένες ομάδες. Είναι φανερό ότι από την ομάδα των δυναμικών επιχειρήσεων το IDI αναμένει να πραγματοποιήσει μεγάλα κέρδη (είτε υπό μορφή μερισμάτων είτε υπό μορφή υπεραξιών), ενώ από τις υπόλοιπες δύο ομάδες είτε θα πραγματοποιήσει σίγουρες ζημιές (ομάδα 3) είτε θα προσπαθήσει να τις ελαχιστοποιήσει (ομάδα 2). Επίσης, ο διαχωρισμός των κριτηρίων σε δύο κατηγορίες δείχνει την αγωνία των εταιρειών παροχής ΕΚΥΚ να στηρίζονται μέσα στη διαδικασία εκτίμησης των επενδύσεών τους όχι μόνο στις παραδοσιακές χρηματοοικονομικές μεταβλητές, αλλά και σε μεταβλητές στρατηγικού χαρακτήρα (ποιότητα της διοίκησης, τάση της αγοράς, διαφοροποίηση της παραγωγής, ανταγωνισμός κ.λ.π.).

Πίνακας 2.7: Κατηγορίες κριτηρίων εκτίμησης

Χρηματοοικονομικά	Στρατηγικά
Τάση των πωλήσεων/ πληθωρισμό	Ποιότητα της διοίκησης
Τάση της προστιθέμενης αξίας/ τάση των πωλήσεων	Ένταση του διδύμου έρευνας- ανάπτυξης
Τάση της παραγωγικότητας προσωπικού/ τάση κόστους ανά εργαζόμενο	Δείκτης διαφοροποίησης
Πίστωση προμηθευτών σε ημέρες	Τάση της αγοράς της επιχείρησης
Διάθεση κέρδους	Ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στην αγορά
	Πιθανοί τρόποι πώλησης της συμμετοχής σε επιχειρήσεις
	Διεθνής ανάπτυξη και μερίδια αγοράς της επιχείρησης

Αποτελέσματα

Όπως διαπιστώνεται από τα αποτελέσματα του συστήματος FINCLAS, το μοντλέλο εκτίμησης της εταιρείας είναι απόλυτα αξιόπιστο διότι δεν υπάρχουν λανθασμένες ταξινομήσεις (ποσοστό επιτυχίας 100%). Αναφορικά με τη συμαντικότητα των κριτηρίων τα αποτελέσματα ανέδειξαν το κριτήριο "ποιότητα της διοίκησης" ως το

πιο σημαντικό στην απόφαση της επένδυσης σε ΕΚΥΚ. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σε πλήρη αρμονία με τα αποτελέσματα άλλων προγενέστερων μελετών. Άλλα σημαντικά κριτήρια όπως προέκυψαν από το σύστημα FINCLAS είναι η πίστωση των προμηθευτών, η τάση της αγοράς, οι πιθανοί τρόποι πώλησης της συμμετοχής, το διαθέσιμο κέρδος κ.α.

Συμπερασματικά, το πολυκριτήριο σύστημα υποστήριξης αποφάσεων FINCLAS αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την αντιμετώπιση προβλημάτων ταξινόμησης υποψήφιων επενδυτικών προτάσεων σε VC και γενικότερα πολύπλοκων προβλημάτων λήψης αποφάσεων.

2.3.2 Το σύστημα MINORA και αποφάσεις σε VC

Σκοπός των πολυκριτήριων μεθόδων, αποτελεί η σύνθεση κριτηρίων σε ένα μοντέλο προτίμησης, το οποίο βέβαια αντανακλά τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα, για να καταλήξουν σε μια κατάταξη των εναλλακτικών.

Η δημιουργία του πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων MINORA έγκειται στην ανάγκη του αποφασίζοντα να μπορεί να πρσαρμόζει τη μέθοδο υποστήριξης αποφάσεων στις διάφορες οικονομικές αλλαγές, να έχει στη διάθεσή του ένα μοντέλο προτίμησης που να συμπεριλαμβάνει τα υποσυνείδητα κριτήρια της απόφασής του και να μην ενδιαφέρεται τόσο για το αποτέλεσμα, αλλά για τα κριτήρια και τη σημασία τους.

Με άλλα λόγια, σκοπός του συστήματος MINORA είναι να υπολογίσει μια κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών, η οποία μπορεί να συμφωνεί ή όχι με την προδιάταξη αυτών, που έχει δώσει αρχικά ο αποφασίζοντας. Εάν ο αποφασίζων δεν συμφωνεί με την κατάταξη που προτείνει το μοντέλο, μπορεί να επέμβει σε αυτό και με τη βοήθεια των λειτουργιών (man- machine διάλογος) του συστήματος να τη βελτιώσει.

Το κύριο χαρακτηριστικό του συστήματος MINORA είναι ότι ο αποφασίζων έχει τη δυνατότητα να μάθει το μοντέλο που ερμηνεύει τις προτιμήσεις μέσω διαδικασιών δοκιμής και λάθους (trial and error processes), καθώς και να το μεταβάλλει σε περίπτωση που εντοπιστούν ασυμβατότητες μεταξύ των αποτελεσμάτων και των προτιμήσεών του.

Δομή του συστήματος MINORA

Στο ακόλουθο διάγραμμα (διάγραμμα 2.2) αναπαριστάται η λογική διαδοχή των διαδικασιών/ λειτουργιών του συστήμτατος MINORA. Πιο αναλυτικά οι λειτουργίες του συστήματος είναι οι εξής:

- *Διαμόρφωση- διατύπωση του προβλήματος*

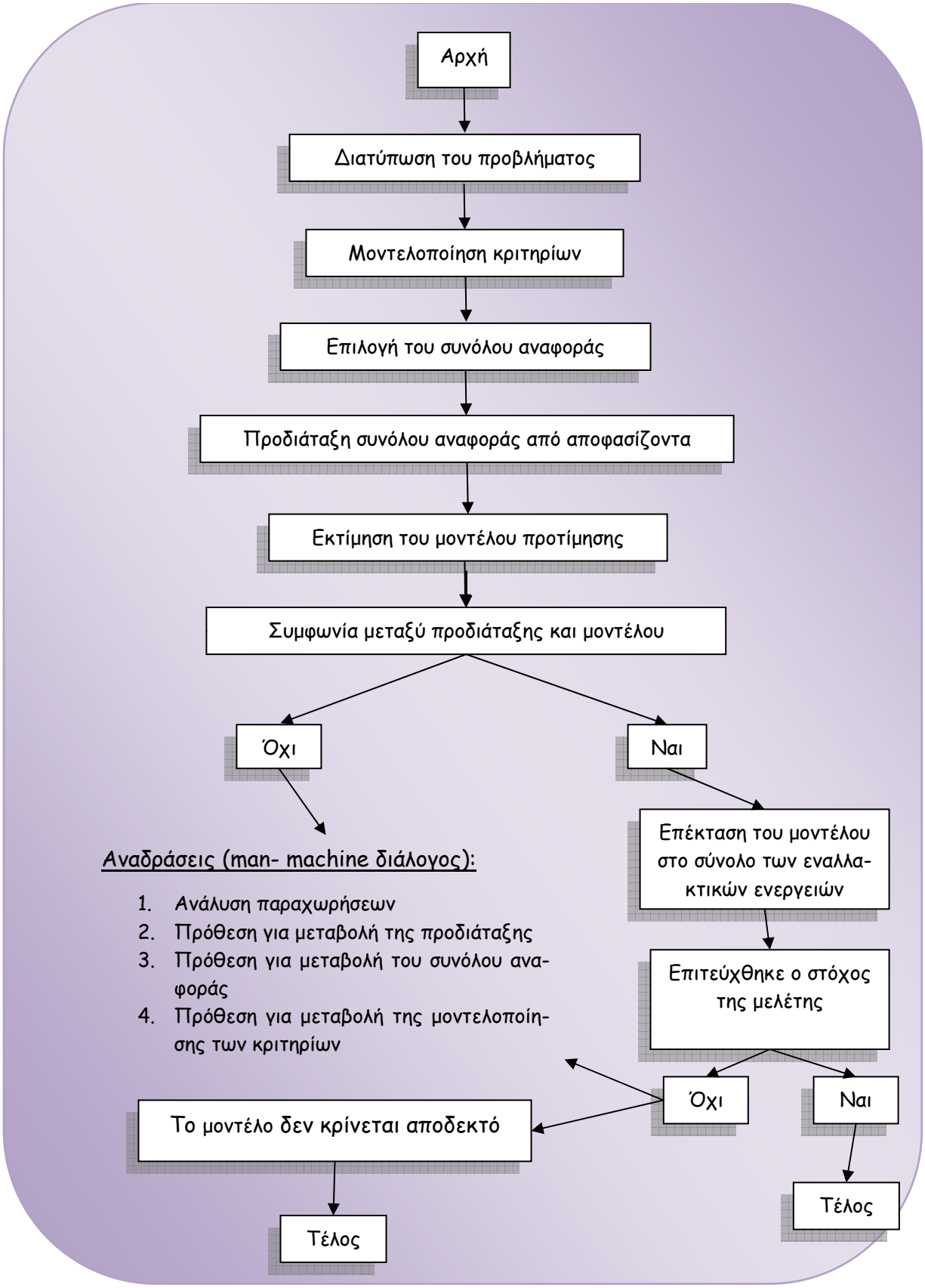
Κατά τη διάρκια της "διαμόρφωσης- διατύπωσης του προβλήματος" πραγματοποιείται ο προσδιορισμός του σχόχου της επίλυσης του προβλήματος, καθώς και ο καθορισμός ενός συνόλου ενελλακτικών.

Οι προβληματικές στις οποίες είναι σε θέση να απαντήσει το σύστημα MINORA είναι οι εξής:

1. Επιλιγή μιας και μόνο από τις εναλλακτικές ενέργειες (chioce problem)
2. Κατάταξη των ενελλακτικών ενεργειών από την καλύτερη προς την χειρότερη (ranking problem)

Πιο συγκεκριμένα όμως, οι εναλλακτικές στο VC αφορούν τις υποψήφιες εταιρείες προς χρηματοδότηση, ενώ η προβληματική συνίσταται στην κατάταξη των συγκεκριμένων εταιρειών ως προς τη βιωσιμότητά τους, προκειμένου να αποφανθεί ο αποφασίζων για το αν θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν ή όχι.

Διάγραμμα 2.2: Δομή του συστήματος MINORA



- *Μοντελοποίηση των κριτηρίων*

Κατά τη διαδικασία αυτή προσδιορίζονται τα σημεία θεώρησης του προβλήματος και ως εκ τούτου δημιουργείται η συνεπής οικογένεια των κριτηρίων. Σε κάθε σημείο θεώρησης (ποσοτικό ή ποιοτικό) κατασκευάζεται μια κλίμακα βαθμολόγησης, που βασίζεται σε κατανοητές για τον αποφασίζοντα φυσικές μονάδες. Η κλίμακα αυτή επιτρέπει την αξιολόγηση των συνεπειών των εναλλακτικών ενεργειών στο υπό εξέταση σημείο θεώρησης. Το τελικό αποτέλεσμα της διαδικασίας είναι η δημιουργία του πολυκριτήριου πίνακα (performance table).

- *Επιλογή του συνόλου αναφοράς*

Στο σημείο αυτό επιλέγεται ένα πεπερασμένο σύνολο εναλλακτικών ενεργειών, στο οποίο ο αποφασίζων θα κληθεί να εκφράσει τις προτιμήσεις του. Το σύνολο αυτό είναι ένα υποσύνολο των ενελλακτικών του προβλήματος, το οποίο κατασκευάζεται με σκοπό να βοηθήσει την υποκειμενικη προδιάταξη του αποφασίζοντα. Η επιλογή ή η κατασκευή του συνόλου αναφοράς των εναλλακτικών ενεργειών πραγματοποιείται με γνώμονα το επίπεδο πληροφόρησης του αποφασίζοντα σχετικά με αυτές, ώστε να μπορεί να εκφράσει αξιόπιστα τις προτιμήσεις του.

- *Συλλογική κρίση του αποφασίζοντα*

Η συλλογική κρίση του αποφασίζοντα αφορά την διαδικασία με την οποία ο αποφασίζων εξωτερικεύει έμμεσα την πολιτική προτίμησής του. Για τον σκοπό αυτό, ο αποφασίζων καλείται να εκτιμήσει τις εναλλακτικές ενέργειες του συνόλου αναφοράς. Η προδιάταξη αυτή ελέγχεται από το σύστημα ώστε να ακολουθεί μια συνεχή σειρά και να μην αντίκειται στον κανόνα "αν μια εναλλακτική (α) κυριαρχεί μιας άλλης (β), τότε η (α) κατατάσσεται σε καλύτερη θέση από τη (β)".

- *Εκτίμηση μοντέλου προτίμησης* (η μέθοδος UTASTAR μέσα στο σύστημα MINORA)

Η μέθοδος UTASTAR, με είσοδο (input) την προδιάταξη του αποφασίζοντα, αναζητά ένα συμβιβαστό με την προδιάταξη πολυκριτήριο μοντέλο προτιμήσεων, το οποίο παίρνει τη μορφή προσθετικής συνάρτησης χρησιμότητας (utility function).

Η μορφή της προσθετικής συνάρτησης χρησιμότητας έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\left.\begin{array}{l} U(g) = \sum_{i=1}^{n} p_i u_i(g_i) \\ u_i(g_{i*}) = 0 \\ u_i(g_{i^*}) = 1 \\ \sum_{i=1}^{n} p_i = 1 \end{array}\right\} \text{για } i = 1,2,\ldots,n \Bigg\} \quad (1)$$

Όπου $g=(g_1, g_2\ldots, g_n)$ είναι το διάνυσμα των (n) κριτηρίων αξιολόγησης κάθε εναλλακτικής υπό εξέταξη, g_i^* και g_{i*}, είναι η μεγαλύτερη και η μικρότερη τιμή του g_i κριτηρίου αντίστοιχα, $U(g)$ είναι η ολική χρησιμότητα του διανύσματος κριτηρίων αξιολόγησης, ενώ $U(g_i)$ είναι η μικρότερη χρησιμότητα του g_i κριτηρίου. Η $U(g_i)$ εκφράζει το βαθμό με τον οποίο κάθε κριτήριο συμμετέχει στη διαμόρφωση της ολικής χρησιμότητας της κάθε εναλλακτικής και κατά συνέπεια, της απόφασης που θα πάρει ο χρήστης του συστήματος σχετικά με την κατάταξη των εναλλακτικών. Το p_i είναι το σχετικό βάρος των μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων.

Το προσθετικό μοντέλο χρησιμότητας θα πρέπει να δείνει για κάθε ζεύγος εναλλακτικών ένα από τα δυο πιθανά αποτελέσματα:

- Αν $U[g(a_i)] > U[g(a_j)]$ τότε $a_i > a_j$
- Αν $U[g(a_i)] = U[g(a_j)]$ τότε $a_i \sim a_j$

Όπου $U[g(a_i)]$, και $U[g(a_j)]$ είναι οι ολικές χρησιμότητες

Όπως έχει προαναφερθεί το σύστημα MINORA εφαρμόζει μια μηχανογραφημένη διαδικασία trial- error που επιτρέπει την εκμάθηση του μοντέλου αξιολόγησης/ προτίμησης από τον αποφασίζοντα και τον έλεγχο συμφωνίας μεταξύ προδιάταξης και εκτιμημένου μοντέλου προτίμησης.

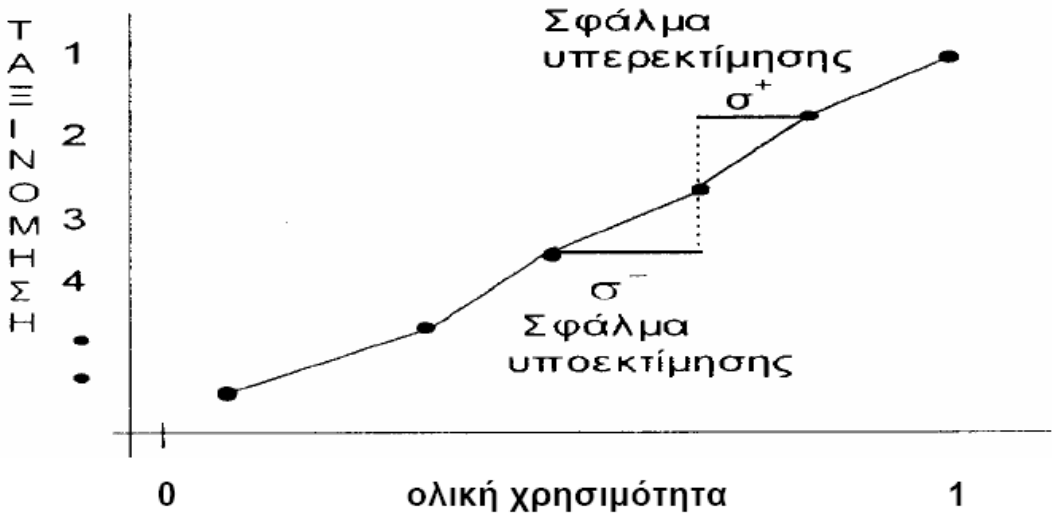
Υπάρχουν δύο δείκτες μέτρησης της συμφωνίας:

I. Ο δείκτης "F", ο οποίος αντιπροσωπεύει το απόλυτο άθροισμα των σφαλμάτων υπό και υπερεκτίμησης και απεικονίζει την απόλυτη οριζόντια απόκλιση γύρω από την καμπύλη παλινδρόμησης.

II. Ο δείκτης "τ" του Kentall, ο οποίος παίρνει τιμές από -1 έως 1. Οι τιμές κοντά στο 1 δείχνουν ότι έχουμε πλήρη συμφωνία μεταξύ προδιάταξης των εναλλακτικών από τον χρήστη και κατάταξης αυτών από το μοντέλο προτίμησης.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί (2.3) απεικονίζεται η καμπύλη παλινδρόμησης, καθώς επίσης και τα σφάλματα υποεκτήμισης (μια εναλλακτική κατατάσεται σύμφωνα με την ολική της χρησιμότητα σε καλύτερη θέση από αυτήν που της έχει καταλογιστεί από τον αποφασίζοντα) και υπέρεκτίμησης. Στον κάθετο άξονα βρίσκεται η ταξινόμηση του αποφασίζοντα, ενώ στον οριζόντιο η ολική χρησιμότητα των εναλλακτικών.

Διάγραμμα 2.3: Καμπύλη μονότονης παλινδρόμησης



Στη συνέχεια, το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων παρουσιάζεται στον αποφασίζοντα. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται τα εξής στοιχεία:

- ✓ Οι συναρτήσεις μερικών χρησιμοτήτων
- ✓ Οι εναλλακτικές ενέργειες, η ολική χρησιμότητα και η εκτιμημένη κατάταξή τους
- ✓ Τα σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης
- ✓ Οι δείκτες "τ" του Kendall και F

Αν ο αποφασίζων συμφωνεί με το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων, τότε προχωρεί στο τελικό στάδιο, δηλαδή στην επέκταση του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων στο σύνολο των εναλλακτικών ενεργειών. Αν όμως υπάρχουν ασυμφωνίες μεταξύ του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων και των προτιμήσεων του αποφασίζοντα, τότε το σύστημα παρέχει ένα σύνολο έξι αναδράσεων για την επίτευξη σύγκλισης, θέτοντας σε λειτουργία ένα διάλογο man- machine.

- Αναδράσεις

Ανάδραση τύπου 1: μελετώντας τις πληροφορίες που προέρχονται από την επεξεργασία και ανάλυση των αποτελεσμάτων, ο αποφασίζων δέχεται ότι η ασυμφωνία προέρχεται από τη μοντελοποίηση των κριτηρίων και προχωρεί στην αναθεώρησή τους με έναν από τους ακόλουθους τρόπους:

- ✓ Διάσπαση ενός κριτηρίου που κρίνεται σύνθετο σε δύο
- ✓ Ενοποίηση δύο όμοιων κριτηρίων σε ένα κοινό κριτήριο
- ✓ Μεταβολή της κλίμακας βαθμολόγησης ενός ή περισσότερων κριτηρίων
- ✓ Διαγραφή ή προσθήκη ενός ή περισσότερων κριτηρίων

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις επανεκτιμώνται οι εναλλακτικές και χρησιμοποιείται ξανά το μοντέλο UTASTAR.

Ανάδραση τύπου 2: ο αποφασίζων δέχεται ότι κατά την προδιάταξη των εναλλακτικών του συνόλου αναφοράς δεν έχει ικανοποιητική πληροφόρηση για μια ή περισσότερες από αυτές. Έτσι, προχωρεί στη μεταβολή του συνόλου αναφοράς με την αφαί-

ρεση η προσθήκη μιας ή περισσότερων εναλλακτικών ενεργειών, καθώς και στην εκ νέου επίλυση του προβλήματος.

Ανάδραση τύπου 3: ο αποφασίζων συμφωνεί κατά το πλείστον με την κατάταξη που προκύπτει από το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων και προχωρεί σε μεταβολή της προδιάταξής του και σε νέα επίλυση του προβλήματος.

Ανάδραση τύπου 4: η ανάδραση αυτή αναφέρεται και σαν "ανάλυση προχωρήσεων" και λειτουργεί όταν ο αποφασίζων δέχεται το εκτιμημένο μοντέλο προτίμησης, αλλά δε συμφωνεί προς τις υποδείξεις του για τη μεταβολή της προδιάταξής του σε ορισμένα σημεία. Ο αποφασίζων προχωρεί αυθαίρετα σε μεταβολή των συναρτήσεων χρησιμότητας, όπου η αύξηση ή η μείωση της τιμής των συναρτήσεων μερικών χρησιμοτήτων, θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη σύγκλιση μεταξύ της προδιάταξης και της κατάταξης των εναλλακτικών από το μοντέλο προτιμήσεων. Σε κάθε μεταβολή των συναρτήσεων μερικής χρησιμότητας, το σύστημα υπολογίζει τις παραμέτρους του νέου μοντέλου προτιμήσεων και τις νέες ασυμφωνίες.

Ανάδραση τύπου 5: η ανάδραση αυτή έχει νόημα όταν από την επίλυση του προβλήματος προκύπτουν περισσότερες από μια λύσεις. Στην περίπτωση αυτή πραγματοποιείται η ανάλυση ευαισθησίας, κατά την οποία εκτιμώνται οι λύσεις που μεγιστοποιούν καθένα από τα κριτήρια ξεχωριστά. Το σύστημα χρησιμοποιεί τη μέση λύση, η οποία υπολογίζεται από αυτές που μεγιστοποιούν τα κριτήρια. Αν ο αποφασίζων πιστεύει ότι ένα ή περισσότερα κριτήρια έχουν υποεκτιμηθεί και τα άλλα υπερεκτιμηθεί, μπορεί να αποδειχθεί τη λύση που μεγιστοποιεί ένα συγκεκριμένο κριτήριο ή τη μέση λύση, που προέρχεται από αυτές που μεγιστοποιούν τα κριτήρια της επιλογής του.

- Επέκταση του μοντέλου προτιμήσεων

Η επέκταση του μοντέλου μπορεί να πραγματοποιηθεί όταν το εκτιμημένο μοντέλο προτίμησης θεωρηθεί κατάλληλο. Παρόλα αυτά η διάταξη του συνόλου των εναλλα-

κτικών μπορεί να προκαλέσει αντιρρήσεις στον αποφασίζοντα, οι οποίες μπορεί να αφορούν τόσο την διάταξη των εναλλακτικών ενεργειών, όσο και την επίτευξη του σκοπού της μελέτης. Στην πρώτη περίπτωση, ο αποφασίζων δύναται να προχωρήσει μια από τις παραπάνω αναδράσεις που έχει στη διάθεσή του. Στην δεύτερη περίπτωση, διερευνώνται τα αποτελέσματα και εξετάζεται η επίτευξη του σκοπού της μελέτης. Αν έχει επιτευχθεί ο σκοπός της μελέτης, τότε η απόφαση υποστηρίζεται από την κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών. Στην αντίθετη περίπτωση, ο αποφασίζων πρέπει να προχωρήσει σε νέα διερεύνηση και διατύπωση του προβλήματος.

- Μη αποδοχή του μοντέλου προτιμήσεων

Στην περίπτωση αυτή κρίνεται απαραίτητη η εφαρμογή ενός άλλου μοντέλου Πολυκριτήριας Ανάλυσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι η περίπτωση αυτή θεωρείται σπάνια.

<u>Εφαρμογή του συστήματος MINORA στο VC (Siskos J./ Zopounidis C., 1987)</u>

Στην Ευρώπη και ιδιαίτερα στη Γαλλία, το VC εμφανίστηκε με δύο διαφορετικούς τύπους οργανισμών:

1. Οι οργανισμοί χρηματοδότησης νέων τεχνολογιών, των οποίων το έργο είναι να χρηματοδοτούν τα πρώτα στάδια ανάπτυξης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων
2. Οι οργανισμοί που ιδρύθηκαν για να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαια (own resources) των επιχειρήσεων που είναι σε πλήρη ανάπτυξη αλλά, στην πλειοψηφία τους, δεν έχουν εισαχθεί ακόμη στο χρηματιστήριο.

Η SIPAREX ανήκει στη δεύτερη από τις παραπάνω δύο κατηγορίες οργανισμών και χρηματοδοτεί επιχειρήσεις της νοτιοανατολικής Γαλλίας. Ιδρύθηκε το 1977 και είναι ιδιωτική ανώνυμος εταιρεία (κανείς από τους μετόχους δεν κατέχει πάνω από το 10% του μετοχικού κεφαλαίου).

Ο άξονας επέμβασης της SIPAREX αφορά τους ακόλουθους πέντε τύπους ανάπτυξης επιχειρήσεων:

1. Υποστήριξη της ανάπτυξης
2. Ανάπτυξη νέων τεχνολογιών
3. Διεθνής ανάπτυξη
4. "Αιωνιότητα του κεφαλαίου" (capital perenniality)
5. Εισαγωγή στο χρηματιστήριο

Επιλογή κριτηρίων: αν και τα κριτήρια εκτίμησης, πάνω στα οποία στηρίζει ο οργανισμός τις αποφάσεις του, είναι λίγο- πολύ γνωστά (πίνακας 2.8), εντούτοις δεν υπάρχει ακόμη αναλυτικό μοντέλο που θα επέτρεπε την αυτόματη διάγνωση για κάθε υποψήφια επιχείρηση. Τα εννέα ποιοτικά κριτήρια (πίνακας 2.8) καθώς και οι κλίμακες εκτίμησης καθορίστηκαν από το χρηματοοικονομικό διευθυντή της SIPAREX σαν τα πραγματικά κριτήρια επιλογής των επιχειρήσεων.

Πίνακας 2.8: Κριτήρια εκτίμησης

Κριτήρια εκτίμησης		
No. Κριτήριο	**Κλίμακα**	**Κώδικας**
1. Ασφάλεια της πληροφόρησης	Μέγιστη	3
	Καλή	2
	Κοινή	1
2. Εξέλιξη της αγοράς	Σε ανάπτυξη	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
3. Ανταγωνιστική θέση στην αγορά	Σε πρόοδο	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
4. Ευαισθησία στη συγκυρία	Χαμηλή	3
	Μέση	2
	Ισχυρή	1
5. Εξέλιξη των αποτελεσμάτων	Σε πρόοδο	3
	Σταθερή	2
	Σε υποχώρηση	1
6. Ικανότητα διανομής τοκομεριδίων	Ισχυρή	3
	Μέση	2
	Χαμηλή	1
7. Ποιότητα management	Εξαιρετική	3
	Καλή	2

		Κοινή	1
8.	Επίπεδο έρευνας- ανάπτυξης	Πολύ υψηλό	4
		Υψηλό	3
		Χαμηλό	2
		Ανύπαρκτο	1
9.	Ικανότητα επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο	Ισχυρή	3
		Μέση	2
		Χαμηλή	1

Πηγή: Siskos, Zopounidis, 1987

Η επιλογή των κριτηρίων με χρήση ποιοτικών κλιμάκων έγινε για δύο λόγους:

1. Τα κριτήρια είναι σύνθετα και ασαφή και συνεπώς δεν είναι δυνατή η εύρεση ποσοτικών δεικτών που θα μετρούσαν αμερόληπτα τις επιδόσεις των επιχειρήσεων.
2. Πάρθηκε υπ' όψη ο πραγματικός τρόπος εκτίμησης που χρησιμοποιεί ο χρηματοοικονομικός διευθυντής (αποφασίζων) στο ίδιο του το επάγγελμα.

Πολιτική εκτίμησης του αποφασίζοντα: Για την εφαρμογή του συστήματος MINORA ο αποφασίζων οφείλει να εξωτερικεύει την πολιτική κρίσης του κατατάσσοντας ολικά το δείγμα από επιχειρήσεις, από αυτές κυρίως που έχει ήδη χρηματοδοτήσει και παρακολουθεί έκτοτε η SIPAREX. Για το σκοπό αυτό επελέγησαν 25 επιχειρήσεις που αντιπροσώπευαν, τέλος του '83, το 66% του χαρτοφυλακίου των βιομηχανικών συμμετοχών.

Σε πρώτη φάση, ο αποφασίζων κατέταξε τις επιχειρήσεις σε 9 κλάσεις ισοδυναμίας. Οι επιχειρήσεις με τάξη 1 χαρακτηρίζονται από πολύ καλή ανταγωνιστική θέση πάνω στην αγορά, πρόοδο των αποτελεσμάτων τους, εξαιρετική ποιότητα management, πολλές εκ των οποίων είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Στις τάξεις 2 και 3 της κατάταξης, βρίσκονται δυναμικές επιχειρήσεις που κατέχουν επικίνδυνες θέσεις πάνω στην αγορά. Τέλος, τις τάξεις 7-9 κατέχουν προβληματικές επιχειρήσεις μεταξύ των οποίων τρεις έχουν ήδη πτωχεύσει (τάξη 9 της κατάταξης).

Προσδιορισμός του μοντέλου εκτίμησης: η εφαρμογή του συστήματος MINORA στην περίπτωση της SIPAREX εκτυλίχθηκε σε δύο φάσεις, όσες δηλαδή και οι αναλύσεις μονότονης παλινδρόμησης με τη μέθοδο UTA. Τα αποτελέσματα της κάθε φάσης παραθέτονται παρακάτω.

- ***Πρώτη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης***

Τα βάρη του προσθετικού μοντέλου χρησιμότητας που προέκυψαν μετά την εφαρμογή της μεθόδου UTA παρατίθενται στον επόμενο πίνακα (2.9).

Πίνακας 2.9: Βάρη μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων

Βάρη μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων, υπολογισμένα από την ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης			
No.	**Κριτήριο**	Βάρη ($1^η$ ανάλυση)	Βάρη ($2^η$ ανάλυση)
1.	**Ασφάλεια της πληροφόρησης**	0,044	0,095
2.	**Εξέλιξη αγοράς**	0,000	0,005
3.	**Ανταγωνιστική θέση στην αγορά**	0,164	0,162
4.	**Ευαισθησία στη συγκυρία**	0,009	0,085
5.	**Εξέλιξη αποτελεσμάτων**	0,347	0,167
6.	**Ικανότητα διανομής τοκομεριδίων**	0,031	0,107
7.	**Ποιότητα management**	0,031	0,247
8.	**Επίπεδο έρευνας- ανάπτυξης**	0,000	0,000
9.	**Ικανότητα επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο**	0,373	0,132

Πηγή: Siskos, Zopounidis

Ο δείκτης συμφωνίας ανάμεσα στην προδιάταξη του αποφασίζοντα και την κατάταξη του μοντέλου προσθετικής χρησιμότητας έδωσε τα εξής αποτελέσματα:

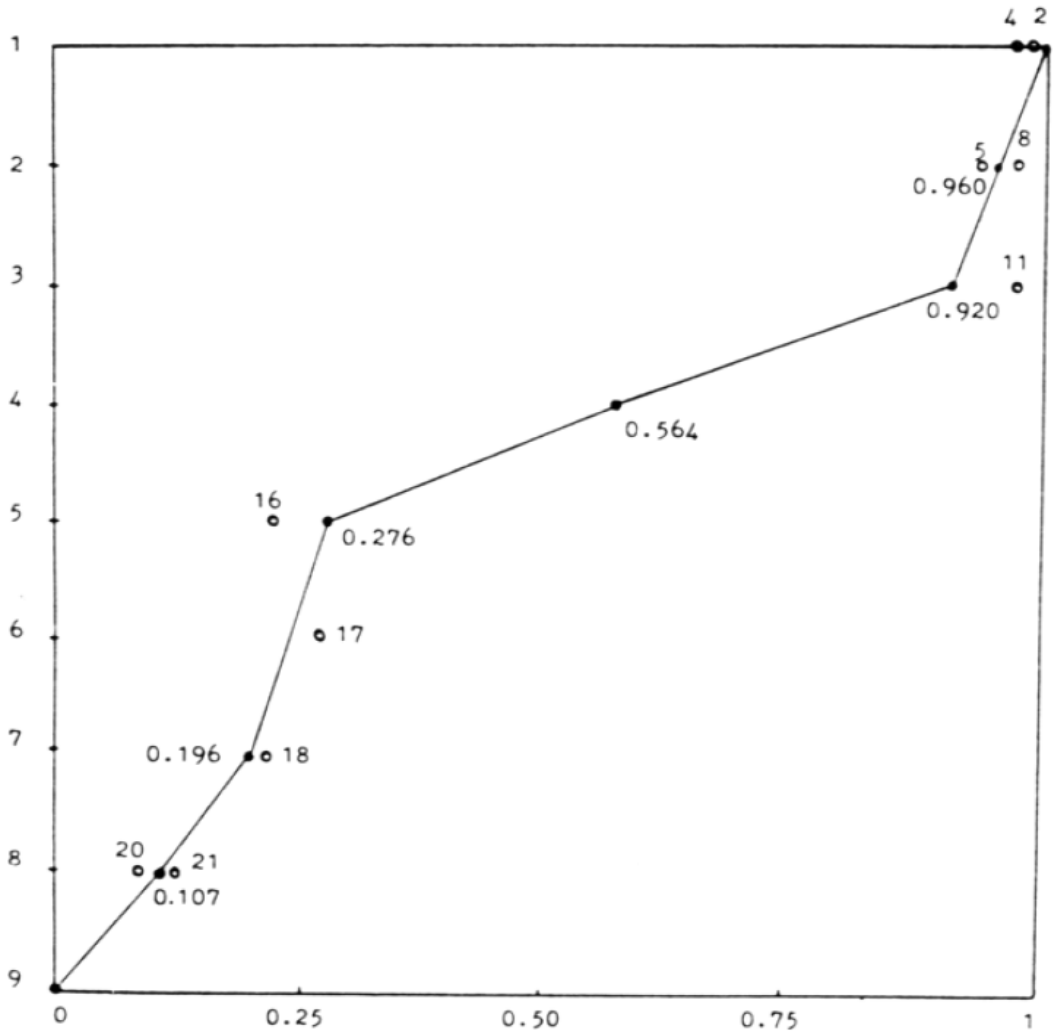
I. "F"=0,24 και

II. Kendall's "τ"= 0, 89.

Το παρακάτω διάγραμμα (2.4) απεικονίζει την εικονική συμφωνία ανθρώπου και μοντέλου. Σημειώνονται για κάθε τάξη, οι χρησιμότητες των επιχειρήσεων που εκτι-

μήθηκαν χωρίς λάθος όπως επίσης και οι επιχειρήσεις που υπερεκτιμήθηκαν ή υποεκτιμήθηκαν από τον αποφασίζοντα.

Διάγραμμα 2.3: Η προδιάταξη του αποφασίζοντα σε σύγκριση με την ολική χρησιμότητα- Πρώτη ανάλυση



Οι υπερεκτιμημένες επιχειρήσεις είναι (σε παρένθεση γράφονται οι ολικές τους χρησιμότητες) οι 2 (0,991), 4 (0,978), 5 (0,938), 16 (0,218) και 20 (0,102) ενώ οι υποεκτιμημένες οι 8 (0,978), 11 (0,978), 17 (0,267), 18 (0,209), και 21 (0,111).

Προκειμένου να αναλυθούν αυτές οι ασυνέπειες, το σύστημα MINORA εισήγαγε έναν αριθμό ερωτήσεων σχετικά με κάθε λανθασμένη κατάταξη που πραγματοποιήθηκε. Αυτός ο "διάλογος" που πραγματοποιήθηκε ανάμεσα στο σύστημα και στον απο-

φασίζοντα, οδήγησε στις αναγκαίες αναθεωρήσεις και με τις απαραίτητες επεμβάσεις/ αναδράσεις επιτεύχθηκαν οι κατάλληλες διορθώσεις, έτσι ώστε να μειωθούν οι ασυνέπειες.

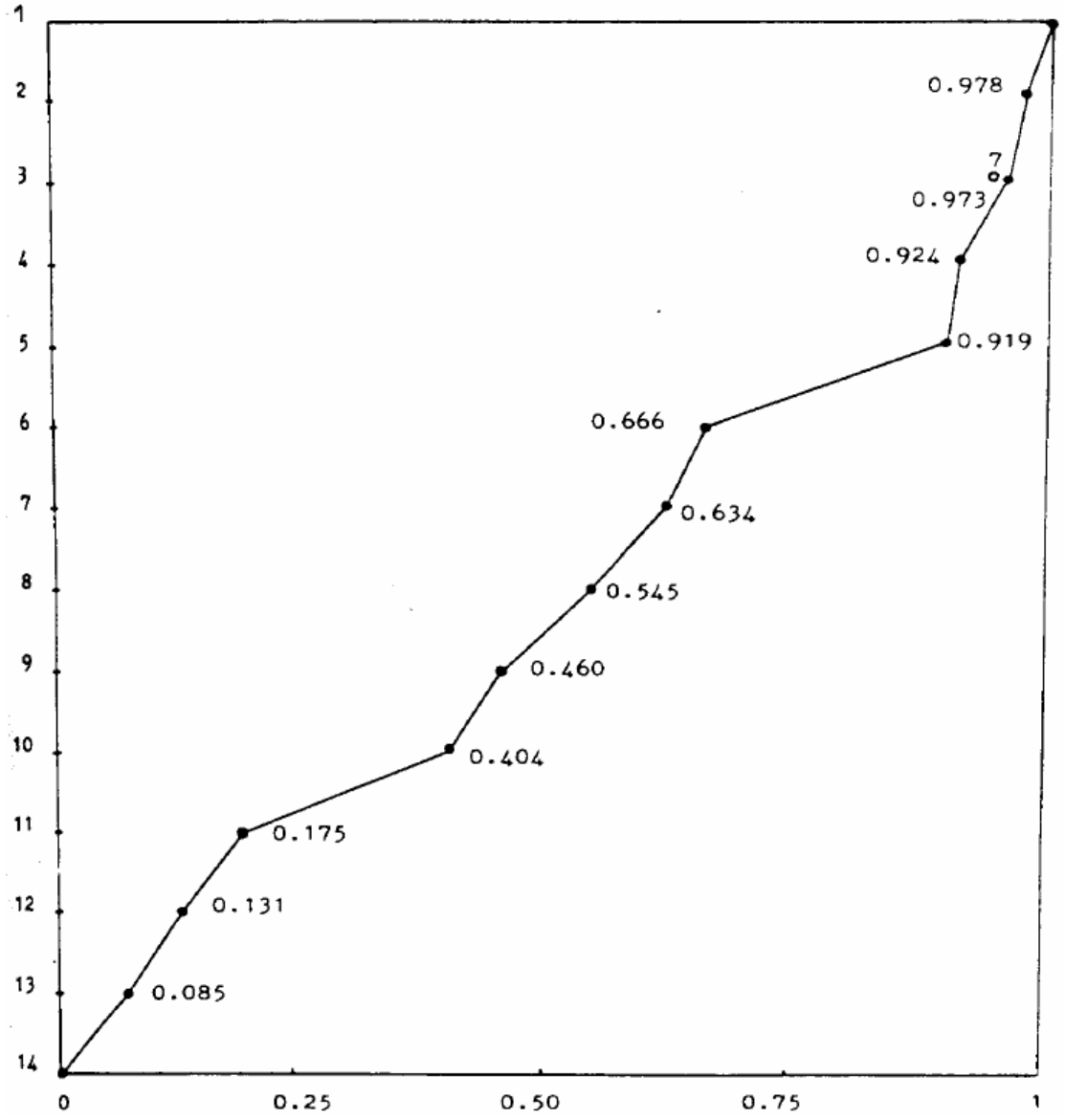
Μετά τις παραπάνω τροποποιήσεις, προκύπτει η εξής νέα διάταξη (σε παρένθεση η τάξη της επιχείρησης): 1 (1), 2 (1), 3 (1), 4 (2), 9 (3), 6 (3), 7 (3), 8 (3), 11 (3), 5 (4), 10 (5), 12 (6), 13 (6), 14 (7), 15 (7), 16 (8), 17 (8), 18 (9), 19 (10), 21 (11), 22 (12), 20 (13), 23 (14), 24 (14), 25 (14).

- ***Δεύτερη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης***

Μετά τις τροποποιήσεις της πρώτης φάσης μέσα στην βάση δεδομένων του παραρτήματος, επαναχρησιμοποιήθηκε η μέθοδος UTA. Έτσι προέκυψε μια νέα συνάρτηση προσθετικής χρησιμότητας. Τα βάρη των μερικών χρησιμοτήτων δίνονται για λόγους συγκρισιμότητας στον παραπάνω πίνακα (2.9).

Το μοντέλο που προέκυψε είναι σχεδόν απόλυτα σύμφωνο με την πολιτική κρίσης του αποφασίζοντα (Kendall' s "τ" = 0,99). Από το παρακάτω διάγραμμα (2.5) είναι εμφανές ότι, δεν υπάρχει παρά μια μόνο απόκλιση, αυτή της επιχείρησης 7 με χρησιμότητα 0,968. Έτσι το άθροισμα των αποκλίσεων από την καμπύλη παλινδρόμησης περιορίζεται σε 0,005, όσο δηλαδή απαιτείται για να επανακτήσει η επιχείρηση 7 την τάξη της.

Διάγραμμα 2.4: Η προδιάταξη του αποφασίζοντα σε σύγκριση με την ολική χρησιμότητα- Δεύτερη ανάλυση



Για τη φάση αυτή, ο αποφασίζων δέχεται την υπόδειξη του μοντέλου να υποβαθμίσει την επιχείρηση 7, για το λόγο ότι υστερεί των ίδιας τάξης επιχειρήσεων 9, 6, 8 και 11 στα κριτήρια "ασφάλεια της πληροφόρησης" και "εξέλιξη της αγοράς". Η εφαρμογή του συστήματος τερματίζεται εδώ.

Συνοψίζοντας, ο αποφασίζων ήταν ικανοποιημένος τόσο με το μοντέλο εκτίμησης, όσο και με τα βάρη των κριτηρίων, γιατί έρχονταν σε πλήρη συμφωνία με την πολιτική εκτίμησης του. Επίσης το σύστημα MINORA τον βοήθησε να διευρύνει το πεδίο

γνώσεων του, μέσω της διαδικασίας δοκιμής- λάθους. Τέλος, το μοντέλο προσθετικής συνάρτησης χρησιμοποιήθηκε και σε άλλες εταιρείες που εμπεριέχονταν στο χαρτοφυλάκιο της SIPAREX.

2.3.3 Μέθοδος AHP (Analytical Hierarchy Process)

Εισαγωγικά στοιχεία

Η μέθοδος AHP αναπτύχθηκε στα μέσα της δεκαετίας '70 από τα μέλη επιστημονικής ομάδας στο πανεπιστήμιο του Pittsburgh υπό τον καθηγητή Tomas L. Saaty. Από τότε οι εφαρμογές της μεθόδου έχουν επεκταθεί σε ένα ευρύ φάσμα πολυκριτήριων προβλημάτων στον πολιτικό, κοινωνικό και οικονομικό τομέα. Η μέθοδος είναι αξιωματικά θεμελιωμένη και υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία για την κατανόησή της.

Η μέθοδος αυτή είναι ένα εύχρηστο μοντέλο που επιτρέπει σε άτομα ή ομάδες να σχηματίσουν ιδέες, να διατυπώσουν προβλήματα βάση των δικών τους θεωρήσεων και να παράγουν το επιθυμητό για αυτούς αποτέλεσμα. Επιτρέπει επίσης, αναθεώρηση από το μελετητή καθώς δίνει τη δυνατότητα να επεκταθεί η ιεραρχία και να αλλάξουν οι πραγματοποιηθείσες κρίσεις. Επιπλέον, επιτρέπει την ανάλυση της ευαισθησίας του αποτελέσματος μέχρι τα επίπεδα που χρειάζεται και απαιτεί η μελέτη. Κάθε νέα εκδοχή του μοντέλου μπορεί να θεωρηθεί σαν μια υπόθεση προς έλεγχο που οδηγεί σε καλύτερη κατανόηση του συστήματος. Οι πολλές εφαρμογές της AHP έχουν δημιουργήσει υποδείγματα τα οποία με μικρές μετατροπές μπορούν να δομήσουν νέα προβλήματα.

Σε κάθε πρόβλημα πολυκριτήριας ανάλυσης οι μελετητές που κάνουν χρήση της AHP ορίζουν πλήρως και με προσοχή την κατάσταση δομώντας τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σε τέσσερα στάδια:

1. Ιεραρχική δομή του προβλήματος
2. Εισαγωγή δεδομένων
3. Εκτίμηση των σχετικών βαρών των κριτηρίων απόφασης

4. Συνδυασμός των σχετικών βαρών των κριτηρίων, ώστε να πραγματοποιηθεί η αξιολόγηση των εναλλακτικών

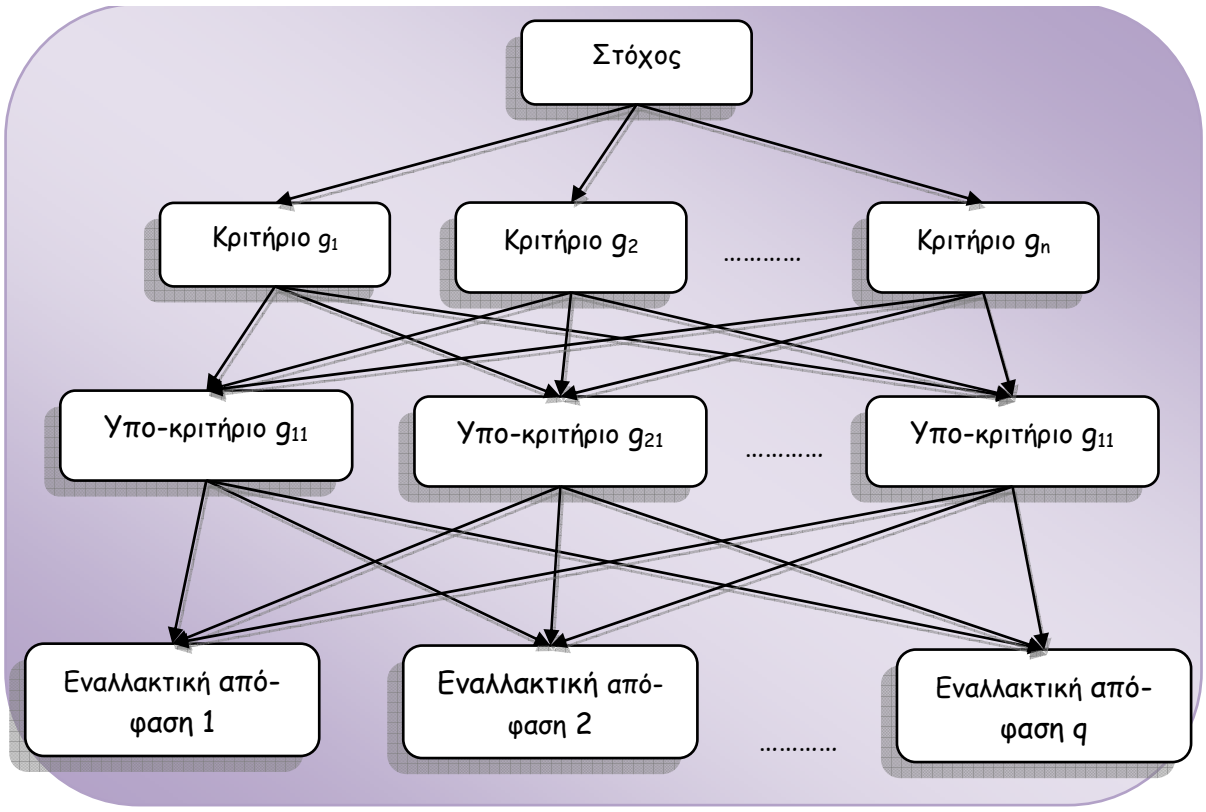
Στο πρώτο στάδιο πρέπει να δομηθεί το πρόβλημα (διάγραμμα 2.6). Στην κορυφή της ιεραρχίας τοποθετείται ο γενικός στόχος του προβλήματος, ενώ στο τελευταίο επίπεδο τοποθετούνται τα εναλλακτικά σενάρια που μπορούν να συνεισφέρουν αρνητικά ή θετικά στο κύριο αντικείμενο μέσα από τα υπο- κριτήρια. Στο ενδιάμεσο λοιπόν στάδιο βρίσκονται τα υπο- κριτήρια τα οποία προκύπτουν από την ανάλυση των κριτηρίων. Η μέθοδος αυτή οδηγεί σε ταξινόμηση ή κατάταξη των εναλλακτικών, ανάλογα με τις ανάγκες του προβλήματος υπό μελέτη.

Στο δεύτερο στάδιο, ο αποφασίζων εισάγει τα δεδομένα του προβλήματος, εκφράζοντας τις προτιμήσεις του μέσω διμερών συγκρίσεων. Οι διμερείς συγκρίσεις αφορούν όλα τα στοιχεία κάθε επιπέδου ιεραρχίας, σε σχέση με τη συνεισφορά τους σε ένα στοιχείο του αμέσως προηγούμενου επιπέδου ιεραρχίας. Για την έκφραση των προτιμήσεων του αποφασίζοντα, κατά τη διεξαγωγή των διμερών συγκρίσεων ποσοτικοποιούνται οι παράμετροι δίνοντάς τους τιμές από μια κλίμακα από το 1 έως το 9. Το 1 εκφράζει αδιαφορία ανάμεσα στα στοιχεία υπό μελέτη, ενώ το 9 απόλυτη υπεροχή ενός στοιχείου έναντι κάποιου άλλου.

Στο τρίτο στάδιο, διαμορφώνεται ένας πίνακας που περιέχει τα πραγματικά σχετικά βάρη που αποδίδει ο αποφασίζων σε κάθε στοιχείο του συγκεκριμένου επιπέδου της ιεραρχίας. Πιο συγκεκριμένα η μέθοδος υπολογίζει τα σχετικά βάρη των στοιχείων ενός επιπέδου σε σχέση με τα στοιχεία του αμέσως προηγούμενου επιπέδου.

Στο τελευταίο στάδιο, πραγματοποιείται ο συνδυασμός των σχετικών βαρών των στοιχείων όλων των επιπέδων, ώστε να αξιολογηθούν οι εναλλακτικές αποφάσεις του τελευταίου επιπέδου της ιεραρχίας σε σχέση με το πρώτο επίπεδο που περιλαμβάνει το στόχο του προβλήματος. Η αξιολόγηση αυτή αποδίδει ένα σκορ στην κάθε μια από αυτές και επιτρέπει στον αποφασίζοντα να λάβει κάποια απόφαση.

Διάγραμμα 2.6:Ιεραρχική δομή διαδικασίας λήψης αποφάσεων μέσω της μεθόδου AHP



Πηγή: Zahedi F., 1986

<u>Η μέθοδος AHP και αποφάσεις VC</u>

Ένα από τα κυρίαρχα προβλήματα για τις εταιρείες VC, είναι ο καθορισμός ενός συστήματος αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων σε new ventures. Με τον όρο new ventures εννοούμε τις υποψήφιες εταιρείες προς χρηματοδότηση, οι οποίες προετοιμάζουν την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο.

Η απόφαση χρηματοδότησης στην περίπτωση μιας εδραιωμένης εταιρείας βασίζεται σε έναν αριθμό δεικτών απόδοσης, που προκύπτουν από το γόητρο, τα αρχεία και τα επιτεύγματα της εταιρείας, αλλά και από προβλέψεις αναλυτών. Η αντίστοιχη απόφαση χρηματοδότησης στην περίπτωση new ventures παρουσιάζει μια αδυναμία στον υπολογισμό ποσοτικών δεικτών εκτίμησης, λόγω της έλλειψης των παραπάνω δεδομένων (εξαιτίας μη ύπαρξης χρόνου παραμονής των υποψηφίων εταιρειών στο Χρη-

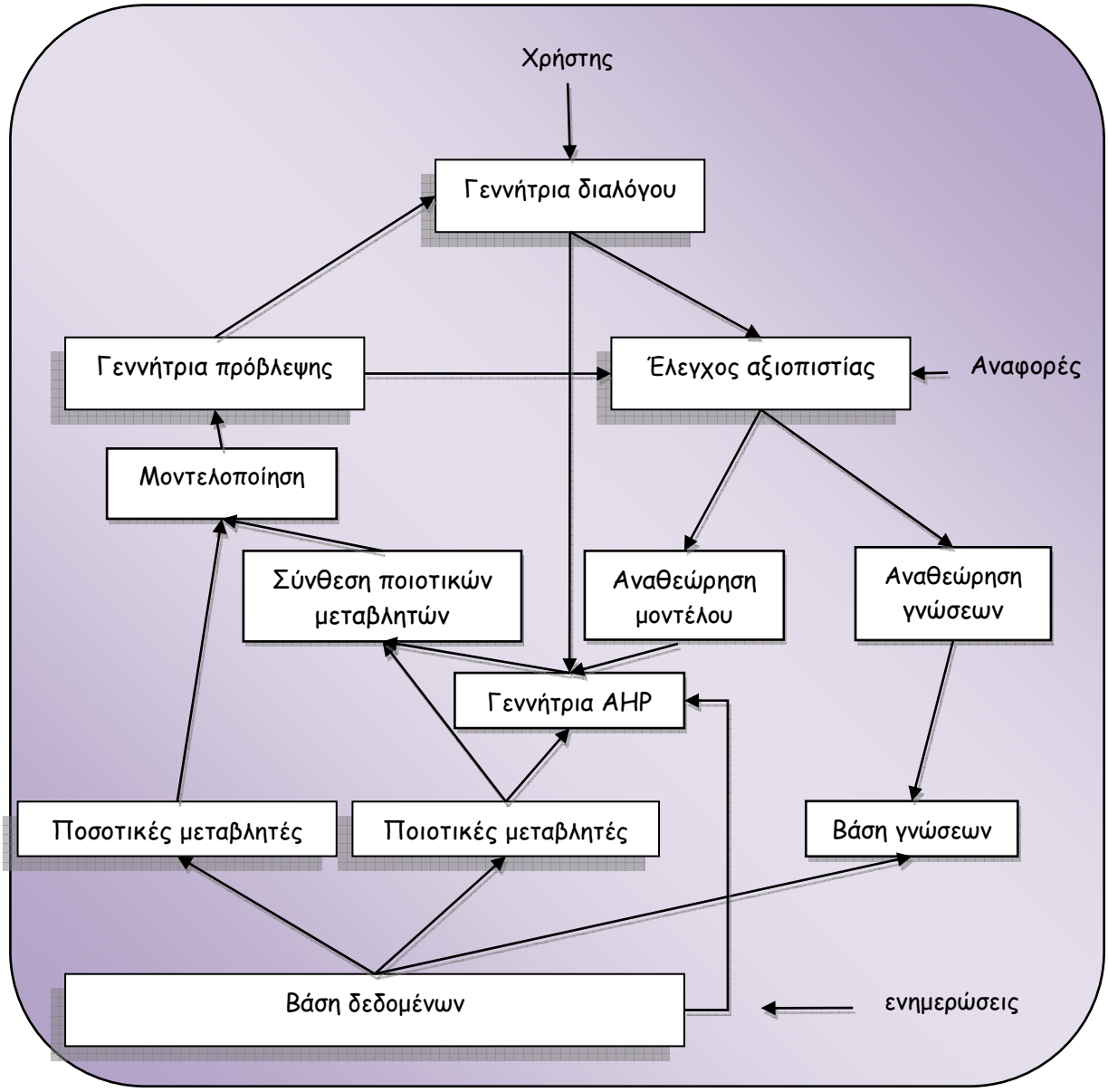
ματιστήριο). Είναι λοιπόν προφανές ότι, η απόφαση πρέπει να βασιστεί μόνο σε ποσοτικές πληροφορίες που προμηθεύει η ίδια εταιρεία τους επενδυτές. Ωστόσο μερικές φορές οι πληροφορίες αυτές μπορεί να είναι παραποιημένες, γεγονός το οποίο ωθεί τον αποφασίζοντα να βασίζεται σε ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων, καθώς και προσωπικών κρίσεων, προκειμένου να εκτιμήσει αν είναι συμφέρουσα η επένδυση ή όχι.

Οι Jain και Nag, στη μελέτη που πραγματοποίησαν το 1996, δημιούργησαν ένα σύστημα υποστήριξης αποφάσεων που επιτυγχάνει το συνδυασμό ποιοτικών, ποσοτικών και υποκειμενικών παραγόντων, προκειμένου να εξάγει κάποιο αποτέλεσμα. συγκεκριμένα, το σύστημα πραγματοποιεί τη μοντελοποίηση ποιοτικών μεταβλητών και μέτρησή τους σε μια αριθμητική κλίμακα, προκειμένου να συνυπολογιστούν με τις ποσοτικές μεταβλητές, μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου AHP.

<u>Δομή του συστήματος AHP</u>

Τα βασικότερα στοιχεία του μοντέλου είναι τα εξής (δες διάγραμμα 2.7): βάση δεδομένων, γεννήτρια AHP, βάση γνώσεων, γεννήτρια πρόβλεψης και έλεγχος αξιοπιστίας. Πιο αναλυτικά:

Διάγραμμα 2.5: Δομή του μοντέλου AHP



Πηγή: Jain B./ Nag. B., 1996

- <u>Βάση δεδομένων (Database)</u>

Στην εφαρμογή, η βάση δεδομένων αποτελούνταν από ένα δείγμα 458 εταιρειών, οι οποίες είχαν πραγματική αρχική προσφορά χρεογράφων για δημόσια εγγραφή (IPO) την περίοδο 1976- 1988. Για κάθε εταιρεία συλλέχθηκαν οικονομικά στοιχεία απόδοσης. Συγκεκριμένα, η βάση δεδομένων εμπεριείχε στοιχεία από 10 μεταβλητές απόδοσης, οι οποίες είναι οι εξής (πίνακας 2.10):

Πίνακας 2. 10: Μεταβλητές της βάσης δεδομένων

Περιγραφικές μεταβλητές	Ποσοτικές μεταβλητές	Ποιοτικές μεταβλητές
1. Όνομα 2. Ημ/ νια εισαγωγής στο χρηματιστήριο	1. Μέγεθος IPO 2. Κίνδυνος 3. Τμήμα μετοχικού κεφαλαίου που διατηρεί μετά την IPO 4. Λογιστική αξία της καθαρής θέσης ένα χρόνο πριν τη IPO 5. Λειτουργική απόδοση	1. Ποιότητα διοίκησης 2. Φήμη αναδόχου εταιρείας 3. Ελκυστικότητα της βιομηχανίας

Στο επίπεδο αυτό έγινε και ο καθορισμός του όρου "συμφέρουσα επενδυτική πρόταση σε new venture".

- <u>Γεννήτρια AHP (AHP Model Generator)</u>

Το σύστημα αυτό, προσφέρει στον αποφασίζοντα τη δυνατότητα να μοντελοποιήσει τις ποιοτικές μεταβλητές με έναν ορθολογικό και δομημένο τρόπο. Η μοντελοποίηση των μεταβλητών με δομημένο τρόπο επιτυγχάνεται με τη βοήθεια της μεθόδου AHP, η οποία εξετάζει τις διαστάσεις των ποιοτικών μεταβλητών που σχετίζονται με την απόδοση υποψήφιων εταιρειών. Επιπλέον, επιτρέπει στον αποφασίζοντα να εξετάσει πολλά υπό-κριτήρια, υπό-παράγοντες μιας ποιοτικής μεταβλητής, αλλά και τις αλληλοσυσχετίσεις τους. Ειδικότερα, η λειτουργία της μεθόδου βασίζεται σε πληροφορίες και υποκειμενικές κρίσεις του αποφασίζοντα για να μετατρέψει ποιοτικές μεταβλητές, που μετρούνται σε μια βαθμωτή κλίμακα, σε ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είναι μετρίσιμες σε μια κλίμακα αναλογίας. Έτσι, η πολυκριτήρια μέθοδος AHP βοηθάει στη μέτρηση ποιοτικών ή/ και υποκείμενων παραγόντων, με σκοπό να χρησιμοποιηθούν, σε συνδυασμό με άλλες ποσοτικές μεταβλητές, στη διαμόρφωση της απόδοσης κάθε υποψήφιας εταιρείας.

Ένα σημαντικό πρόβλημα που προκύπτει, αφορά το πώς μπορούμε να έχουμε μια σαφή εικόνα της σχέσης που έχουν οι ποιοτικές μεταβλητές με την απόδοση της κάθε εταιρείας προς χρηματοδότηση. Έτσι λοιπόν, προκειμένου να εισαχθούν και ποιοτικές μεταβλητές σε ένα μοντέλο πρόβλεψης, θα πρέπει πρώτα να μοντελοποιηθούν.

Η διαμόρφωση αυτής της σχέσης είναι απλή όταν οι μεταβλητές εμπεριέχουν μετρήσεις σε μια κλίμακα αναλογιών. Παρόλα αυτά, τα περισσότερα δεδομένα προέρχονται από βαθμωτές μετρήσεις, οι οποίες δεν επιτρέπουν τη σύγκρισή τους με ποσοτικά δεδομένα.

Οι τρεις αρχές στις οποίες βασίζεται η μέθοδος AHP για να εξάγει την αναγκαία αριθμητική κλίμακα των ποιοτικών δεδομένων είναι η εξής:

1. Αποσύνθεση του προβλήματος
2. Συγκριτικές κρίσεις
3. Σύνθεση προτεραιοτήτων

Η διαδικασία ακολουθεί μια ιεραρχική δόμηση, η οποία αρχίζει με ένα σκοπό (μέτρηση ποιοτικών μεταβλητών σε αριθμητική κλίμακα), ακολουθεί ο καθορισμός των υπόκριτηρίων σε διάφορα επίπεδα, οι διμερείς συγκρίσεις των στοιχείων κάθε επιπέδου σε σχέση με τη συνεισφορά τους σε ένα στοιχείο του προηγούμενου επιπέδου, η δημιουργία μήτρας συγκρίσεων για εξαγωγή των βαρών των στοιχείων της ανάλυσης και τέλος πραγματοποιείται συνδυασμός των εξαγόμενων σχετικών βαρών προκειμένου να μετρηθούν οι ποιοτικές μεταβλητές σε μια αριθμητική κλίμακα και να υπολογιστεί η απόδοση της κάθε εναλλακτικής/ εταιρείας.

- <u>Βάση γνώσεων (Knowledge Base)</u>

Η βάση γνώσεων χρησιμεύει στην προμήθεια πληροφοριών, τόσο στην γεννήτρια AHP, όσο και στην γεννήτρια πρόβλεψης. Πιο συγκεκριμένα, η γεννήτρια AHP χρησιμοποιεί τη βάση γνώσεων για την αποσύνθεση των ποιοτικών μεταβλητών σε μια ιεραρχία παραγόντων και χαρακτηριστικών απόφασης. Επίσης, το μοντέλο πρόβλεψης χρησιμοποιεί τη βάση για τη δόμηση ενός στατιστικού μοντέλου, προκειμένου να γίνει πρόβλεψη ως προς την απόδοση μιας επενδυτικής πρότασης σε new ventures. τέλος, όσον αφορά τη συγκεκριμένη βάση, πρέπει να αναφερθεί ότι επιτρέπει τη λειτουργία ενός μηχανισμού για την ενημέρωση (update) του συστήματος με κάθε καινούργια, διαθέσιμη πληροφορία.

- Γεννήτρια πρόβλεψης (Forecast Generator)

Η γεννήτρια αυτή αποτελείται από ένα σύνολο στατιστικών μοντέλων, από το οποίο ο αποφασίζων μπορεί να διαλέξει το πιο κατάλληλο. Συγκεκριμένα, οι εισροές της γεννήτριας προέρχονται από τη βάση δεδομένων, η οποία προμηθεύει τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό του μοντέλου και τη βάση γνώσεων, η οποία χρησιμοποιείται στην κατασκευή ενός μοντέλου πρόβλεψης.

Μεθοδολογία εκτίμησης απόδοσης μοντέλου

Το μέγεθος της αποτελεσματικότητας ενός συστήματος υποστήριξης αποφάσεων είναι η ακρίβεια και η αξιοπιστία των αποφάσεων που παρέχει μέσω του μοντέλου πρόβλεψης. Μια σωστή ανάλυση της πρότασης για επένδυση σε new ventures βασίζεται σε σωστές προβλέψεις των υποψήφιων εταιρειών με υψηλή αξία και σε σωστές προβλέψεις των υποψήφιων εταιρειών με χαμηλή αξία.

Για τη μέτρηση της αποτελεσματικότητας του συστήματος αυτού, χρησιμοποιήθηκαν τρία μοντέλα πρόβλεψης.

1. **LM-1:** πρόκειται για ένα λογιστικό μοντέλο, το οποίο χρησιμοποίησε ποιοτικές και ποσοτικές μεταβλητές, χωρίς κανένα μετασχηματισμό της κλίμακας των ποιοτικών στοιχείων. Επίσης, καμιά προσωπική κρίση του αποφασίζοντα δεν λήφθηκε υπ' όψιν.
2. **QV-1:** το μοντέλο αυτό εμπεριείχε μόνο ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είχαν επεξεργαστεί με τη μέθοδο AHP. Παρόλα αυτά το αδύνατο σημείο του μοντέλου ήταν η έλλειψη χρήσης και ποσοτικών μεταβλητών.
3. **QQ-1:** το μοντέλο αυτό, ήταν περισσότερο ολοκληρωμένο από τα δύο προηγούμενα. Χρησιμοποίησε ποσοτικές και ποιοτικές μεταβλητές, τις οποίες είχε μετασχηματίσει με τη βοήθεια του AHP.

Στη συνέχεια, ο ερευνητής συγκρίνει την απόδοση και των τριών μοντέλων σε σχέση με την ικανότητα τους να εντοπίζουν σωστά τις κερδοφόρες και τις προβληματικές υποψήφιες εταιρείες προς χρηματοδότηση.

Εμπειρικά αποτελέσματα

Το μοντέλο LM-1 παρουσίασε χαμηλή προβλεπτική ικανότητα (πίνακας 2.11), λόγο της μη σωστής ενσωμάτωσης των ποιοτικών μεταβλητών, οι οποίες ενδεχομένως επηρεάζουν την απόδοση των υποψήφιων εταιρειών, στο μοντέλο πρόβλεψης.

Πίνακας 2.11: Αποτελέσματα έρευνας

	LM-1	*QV-1*	*QQ-1*
True positive	*23,90%*	*30,08%*	*58,40%*
True negative	*95,40%*	*95,10%*	*90,40%*
False positive	*37,20%*	*33,33%*	*33,30%*
False negative	*20,70%*	*19,40%*	*13,10%*
Total correct	*77,70%*	*79%*	*82,50%*

Οι δείκτες "true positive" αντιπροσώπευε τις κερδοφόρες εταιρείες που είχαν ταξινομηθεί σωστά, ο δείκτης "true negative" έδινε τις προβληματικές επιχειρήσεις που είχαν εντοπιστεί σωστά από το μοντέλο. Το μέγεθος "false positive" έδινε το ποσοστό των προβληματικών εταιρειών που ταξινομήθηκαν ως κερδοφόρες, ενώ το μέγεθος "false negative" έδινε το ποσοστό των κερδοφόρων εταιρειών που ταξινομήθηκαν λανθασμένα ως προς τις προβληματικές. Τέλος, ο συνολικός δείκτης σωστών ταξινομήσεων έδινε το συνολικό ποσοστό των επιχειρήσεων που ταξινομήθηκε σωστά ως κερδοφόρες ή ζημιογόνες.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι προφανής η βελτίωση της προβλεπτικής ικανότητας του μοντέλου QV-1 συγκριτικά με το πρώτο μοντέλο. Το γεγονός αυτό, οφείλεται στο μετασχηματισμό της κλίμακας μέτρησης των ποιοτικών μεταβλητών εκτίμησης. Από την άλλη πλευρά, η προβλεπτική ικανότητα του QQ-1, ήταν υψηλότερη από τα άλλα δύο μοντέλα, παρά το ότι εμπεριείχε ποσοτικές και μετασχηματισμένες ποιοτικές μεταβλητές.

Συμπερασματικά διαπιστώνεται ότι, η μετατροπή ποιοτικών μεταβλητών, καθώς και η ενσωμάτωση ποιοτικών και ποσοτικών μεταβλητών σε ένα μοντέλο πρόβλεψης, βελτιώνει σημαντικά την ποιότητα της απόφασης ως προς τη βιωσιμότητα μιας υποψήφιας εταιρείας. Έτσι λοιπόν, επιβεβαιώνεται η αποτελεσματικότητα του προτεινόμενου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Αγορά του Venture Capital σε Αμερική και Ευρώπη

3.1 Η εξέλιξη του VC στην Αμερική

Οι ΗΠΑ αποτελούν την παραδοσιακή αγορά VC, καθώς είναι η χώρα στην οποία ξεκίνησαν τις τελευταίες δεκαετίες του 19ου και τις πρώτες του 20ου αιώνα, τα ΚΥΕΚ με τη σύγχρονη τους μορφή και μετέπειτα γνώρισαν μεγαλύτερη ανάπτυξη. Πιο συγκεκριμένα, κάποια λογιστικά γραφεία διοικούσαν την περιουσία πλούσιων οικογενειών (Ροκφέλερ, Βίντερμπιλτ, κ.α.) των ΗΠΑ. Σταδιακά, οι οικογένειες αυτές ξεκίνησαν να αναθέτουν σε εξωτερικούς συνεργάτες την επιλογή και επίβλεψη των επενδύσεών τους, δημιουργώντας επενδυτικά σχήματα που συμμετείχαν σε επιχειρηματικές πρωτοβουλίες άλλων ιδιωτών. Ωστόσο, η εφαρμογή της χρηματοδότησης του VC εμφανίστηκε στην Αμερική λίγο μετά το δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Η πρώτη μοντέρνα εταιρεία VC, η American Research and Development, ιδρύθηκε από τον πρόεδρο του MIT Karl Compton, τον καθηγητή του Harvard Business School, Georges F Doriot και τοπικούς εξέχοντες επιχειρηματίες που έψαχναν τρόπο να εισάγουν στην αγορά τις τεχνολογίες που είχαν αναπτυχθεί κατά τον πόλεμο και ειδικότερα τις καινοτόμες τεχνολογίες που είχαν αναπτύξει στο MIT. Από το σημείο αυτό και μετέπειτα, η εξέλιξη της αγοράς του VC στις ΗΠΑ ήταν αλματώδης και οδήγησε σε σημαντική οικονομική επιτυχία πολλών εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν με αυτό τον τρόπο. Μερικές από τις πιο πασίγνωστες και πλέον καθιερωμένες εταιρείες που δημιουργήθηκαν ήταν οι : Intel, Microsoft software, Yahoo, Netscape, Google, eBay, Genentech, Thermo Electron, Lotus Developments Corporation, Cisco Systems και άλλες.

Η γέννηση του VC στην Αμερική και η εξέλιξή του από τη δεκαετία του '80 και έπειτα, υπήρξε άμεσα συνυφασμένη με το νομοθετικό, το οικονομικό και το επιχειρηματι-

κό περιβάλλον της χώρας. Τα κρίσιμα χρονικά σημεία της εξέλιξης του VC στην Αμερική είναι τα εξής:

- Η ίδρυση το 1946 της American Research and Development Corporation (ARD), μιας επενδυτικής εταιρείας που είχε σκοπό την παροχή λύσεων στην αδυναμία εύρεσης χρηματοδότησης από τις νέες και μικρές επιχειρήσεις που εξασφάλιζε, εκτός από την οικονομική, και τη διοικητική υποστήριξη σε αυτές. Ο κυρίως προσανατολισμός της ήταν στον χώρο των κατασκευών και της τεχνολογίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η πρώτη επένδυση της ADR ήταν η High Voltage Engineering Corporation (HVE), η οποία ουσιαστικά αποτέλεσε την πρώτη επιχείρηση χρηματοδοτούμενη από VC, εισηγμένη αργότερα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

- Η ίδρυση το 1958 του προγράμματος Small Business Investment Company (SIBC), που διοικούνταν από τη Small Business Administration, με στόχο την οικονομική ενίσχυση και τη συμμετοχή στις επενδύσεις VC, έδωσε μια πρώτη ώθηση στην αγορά. Η νομοθεσία επέτρεπε στις εταιρείες αυτές να λάβουν μακροπρόθεσμα δάνεια με επιδοτούμενο επιτόκιο, φορολόγηση με χαμηλότερους συντελεστές, μερική αποζημίωση για ζημιές που προήλθαν από ανεπιτυχείς επενδύσεις κ.α.

- Την δεκαετία του '70 σημειώνεται μια ύφεση της αγοράς του VC στην Αμερική. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ευρύτερη ύφεση της αμερικανικής οικονομίας, της αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών, της απουσίας ικανών νέων επιχειρηματιών και της φορολογίας που καθιστούσε τις επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο λιγότερο ελκυστικές. Οι συνθήκες αυτές ανάγκασαν τους venture capitalists να αφοσιωθούν στις υπάρχουσες επενδύσεις και να αναπτύξουν μια εξειδίκευση στον τρόπο διοίκησης των funds, η οποία αποδείχθηκε ιδιαίτερα ευεργετική για την εκτόξευση της αγοράς που θα ακολουθούσε την επόμενη δεκαετία.

- Στο τέλος της δεκαετίας του '70 έλαβαν χώρα κάποιες σημαντικές ρυθμίσεις και αλλαγές στο φορολογικό σύστημα που αναζωογόνησαν την αγορά του VC. Πιο συγκεκριμένα, το 1978, η θεσμική ρύθμιση του Employee Retirement Income Security Act με τον νόμο "Prudent Rule" έδωσε τη δυνατότητα σε ασφαλιστικά ταμεία να προχωρούν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις. Επίσης, υπήρξαν δύο ακόμη νομοθετικές ρυθμίσεις το 1980 οι οποίες τόνωσαν την αγορά μέσω της αναγνώρισης των εταιρειών VC ως αναπτυξιακών και της νόμιμης αναγνώρισης των ασφαλιστικών ταμείων ως limited partners.

- Κατά τη διάρκεια του '80 η ανάπτυξη του limited partnership, ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας του VC, οδήγησε σε μια τεράστια εξάπλωση της αγοράς κατά την περίοδο αυτή.

- Η διετία του 1991- 1992 χαρακτηρίζεται από σημαντική μείωση της άντλησης κεφαλαίων για VC, εξ' αιτίας των χαμηλών επιπέδων ζήτησης που παρατηρήθηκε για χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων.

- Κατά την περίοδο 1992- 2000 σημειώθηκε μια σημαντική αύξηση των κεφαλαίων που αντλούνται για VC, όπου το 2000 αγγίζει τα υψηλότερα επίπεδα. Ωστόσο, ακολουθεί η μεγάλη κάμψη από το 2000 και μετά, κάτι που επιβεβαιώνει την κυκλική εξέλιξη του VC, όπου μια περίοδος άνθισης της αγοράς διαδέχεται μια περίοδο κάμψης και αντίστροφα. Η κυκλική αυτή συμπεριφορά είναι συναρτήσει του οικονομικού και θεσμικού περιβάλλοντος κάθε χώρας. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η αρνητική πορεία του κλάδου έχει αντιστραφεί από το 2003, αλλά το ύψος των επενδύσεων δε συγκρίνεται με αυτό του 2000.

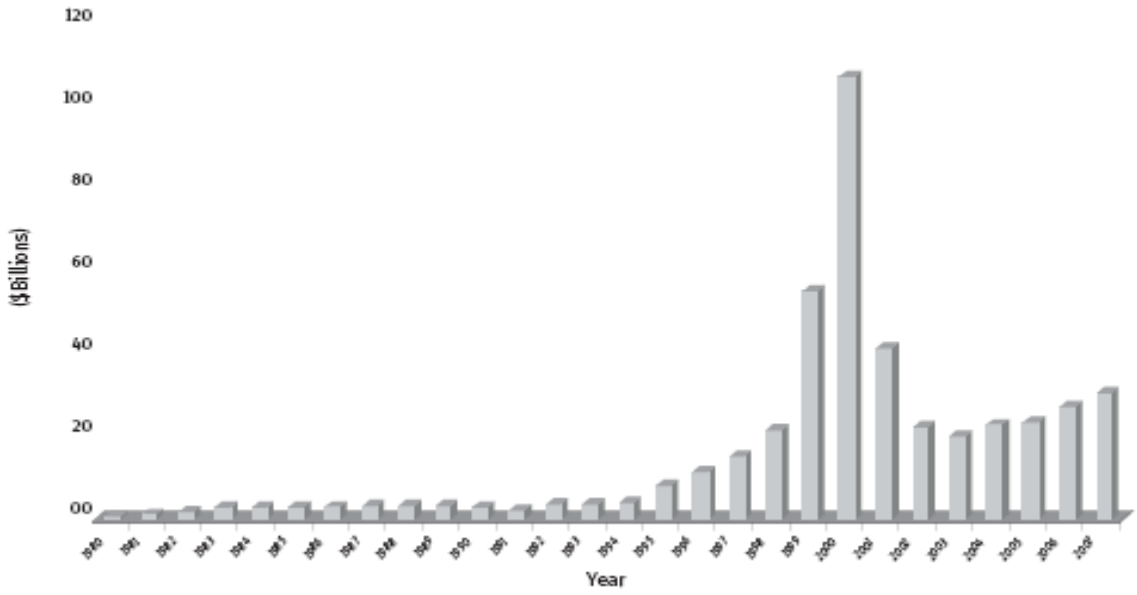
- Την περίοδο 2001- 2003, οι ΕΚΕΣ στις ΗΠΑ είναι εγκλωβισμένες, καθώς τα ποσά τα οποία συγκέντρωσαν μέσω των δημόσιων εγγραφών κινούνται σε απογοητευτικά επίπεδα. Η ύφεση και η συνεχής αστάθεια της αγοράς, η παρατεταμένη αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία, καθιστά

ολοένα και δυσκολότερη την έξοδο των επιχειρηματικών κεφαλαιούχων από τις επενδύσεις στις οποίες είχαν ήδη προχωρήσει, παρεμποδίζοντας έτσι την επανεπένδυση των κεφαλαίων.

- Στα τέλη του 2003, η εικόνα του θεσμού αρχίζει να αλλάζει. Τα επόμενα δύο χρόνια, αυξάνονται οι ευκαιρίες των venture capitalists για ρευστοποίηση των συμμετοχών τους και σαν συνέπια αυτού, αυξάνονται και τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους για καινούργιες επενδύσεις σε τεχνολογικές καινοτομίες και νέους κλάδους της οικονομίας. Το ελπιδοφόρο σημάδι είναι ότι οι εταιρείες VC εξακολουθούν να αναζητούν και να ανακαλύπτουν ευκαιρίες μέσα σε ένα περιβάλλον αστάθειας των χρηματαγορών.

Η εξέλιξη της αμερικανικής αγοράς VC παρουσιάζεται γραφικά στο διάγραμμα 3.1, στο οποίο παρατηρείται η πορεία των επενδύσεων από το 1980 έως το 2007. Στο διάγραμμα αυτό παρατηρείται η κυκλική συμπεριφορά που παρουσιάζει η εξέλιξη της ανάπτυξης των κεφαλαίων VC, ανάλογα με το οικονομικό και θεσμικό περιβάλλον της χώρας. Το 1989 τα ποσά που περιγράφουν τη δραστηριότητα του VC στην Αμερική αγγίζουν το υψηλότερο επίπεδο της περιόδου. Ακολουθεί μια κάμψη για 3 χρόνια, ενώ η αύξηση κορυφώνεται το 2000. Τα επόμενα χρόνια σημειώνεται εκ νέου μείωση του επιπέδου δραστηριότητας (σε επίπεδο κεφαλαίων και σε επίπεδο επενδύσεων).

Διάγραμμα 3.1: Εξέλιξη αμερικανικής αγοράς VC



Πηγή: NVCA Yearbook 2008

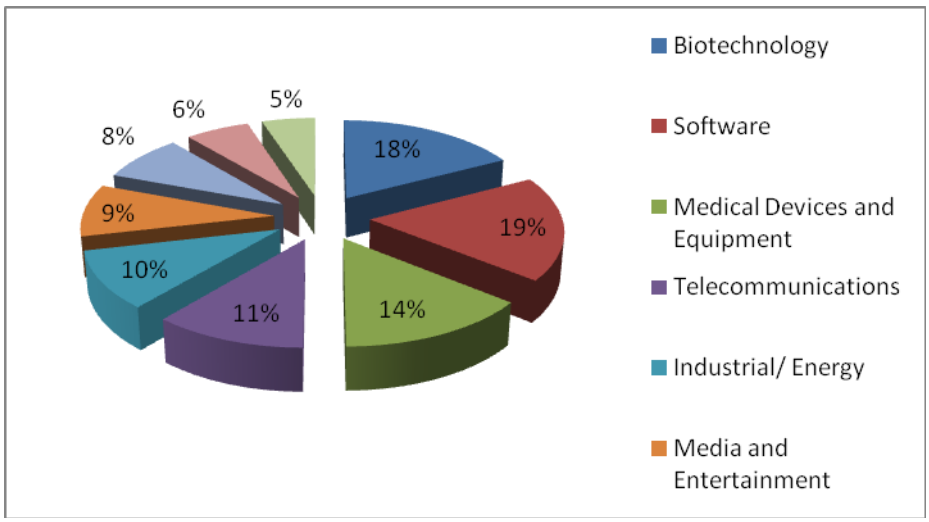
3.1.1 Χαρακτηριστικά της Αμερικανικής αγοράς VC

<u>Επενδύσεις</u>

- Οι επενδύσεις VC σε επιχειρήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν το 2007 πάνω από $30 δισ. Περισσότερες από 3.200 επιχειρήσεις έλαβαν τη χρηματοδότηση κατά τη διάρκεια του έτους, εκ των οποίων οι 1.279 έλαβαν τον πρώτο γύρο χρηματοδότησης. Μερικοί παράγοντες που προκάλεσαν αύξηση της επενδυτικής δραστηριότητας είναι οι εξής: ο μεγάλος αριθμός των επιχειρήσεων που βρίσκονταν στο στάδιο της ωριμότητας (later stage) χρηματοδοτήθηκε κατά τη διάρκεια ή μετά το 2000 και την περίοδο αυτή εξετάζουν τις επιλογές εξόδου. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι όσο πιο ώριμες είναι οι επιχειρήσεις τόσο πιο πολύ χρηματοδότηση ζητούν. Επίσης, κάποιοι τομείς όπως η τεχνολογία καθαρισμού (clean technology) και ο ιατρικός εξοπλισμός τείνουν να έχουν μεγαλύτερα ποσά διαπραγμάτευσης και κατά συνέπεια απαιτούν μεγαλύτερο κεφάλαιο.

- Στο διάγραμμα που ακολουθεί (3.2), παρουσιάζεται η επενδυτική δραστηριότητα σε VC ανά βιομηχανικό κλάδο, ενώ στον πίνακα (3.1) παρουσιάζονται οι επενδύσεις VC ανά βιομηχανικό γκρουπ. Άξίζει να τονιστεί πως το γκρουπ με το μεγαλύτερο αριθμό επενδύσεων, ήταν το "information technology" (1.944 επενδύσεις).

Διάγραμμα 3.2: Επενδυτική δραστηριότητα VC ανά βιομηχανικό κλάδο



Πηγή: NVCA Yearbook 2008

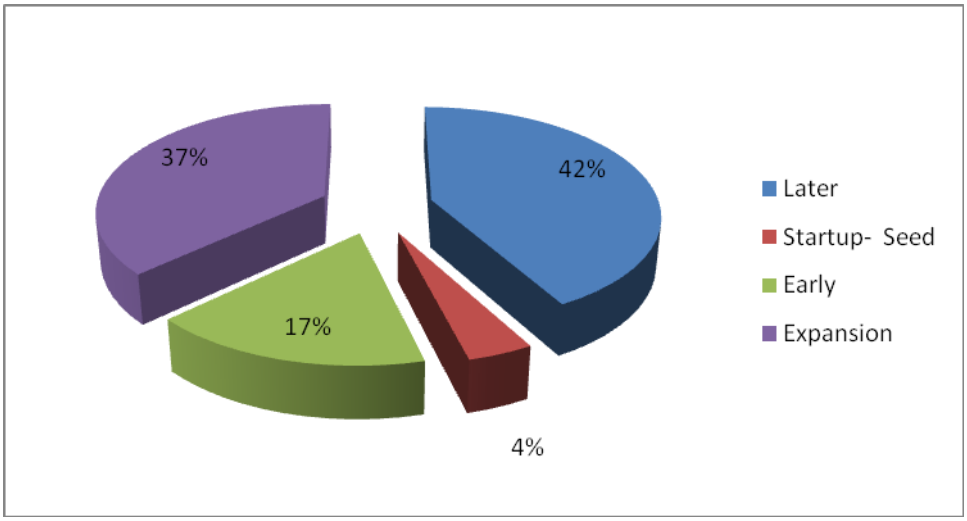
Πίνακας 3.1: Επενδύσεις ανά βιομηχανικό γκρουπ

Βιομηχανικό γκρουπ	# εταιρειών	Ποσό $ δις.
Information technology	1.944	15,9
Medical/ Health/ Life Science	750	9,4
Non- High Technology	532	4,6
Total	3.226	29,9

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτικών συμφωνιών που πραγματοποιήθηκαν το 2007, αφορούσε χρηματοδοτήσεις επιχειρήσεων που βρίσκονται στο "later " στάδιο (42%), ενώ το 37% αφορούσε το "expansion" στάδιο. Μικρότερο ήταν το ποσοστό που συγκέντρωσε το πρώτο στάδιο (17%) και τέλος η "start up – seed" έλαβε μόνο το 4% των επενδύσεων (διάγραμμα 3.3).

Διάγραμμα 3.3: Κατανομή επενδύσεων ανά στάδιο χρηματοδότησης



Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Τα πέντε καλύτερα κράτη με την μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων το 2007 είναι (πίνακας 3.2): η Καλιφόρνια, η Μασαχουσέτη, η Νέα Υόρκη, η Ουάσιγκτον και η Πενσυλβανία. Όλες μαζί έλαβαν το 81% των αντληθέντων κεφαλαίων.

Πίνακας 3.2: Τα 5 καλύτερα κράτη με την μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων

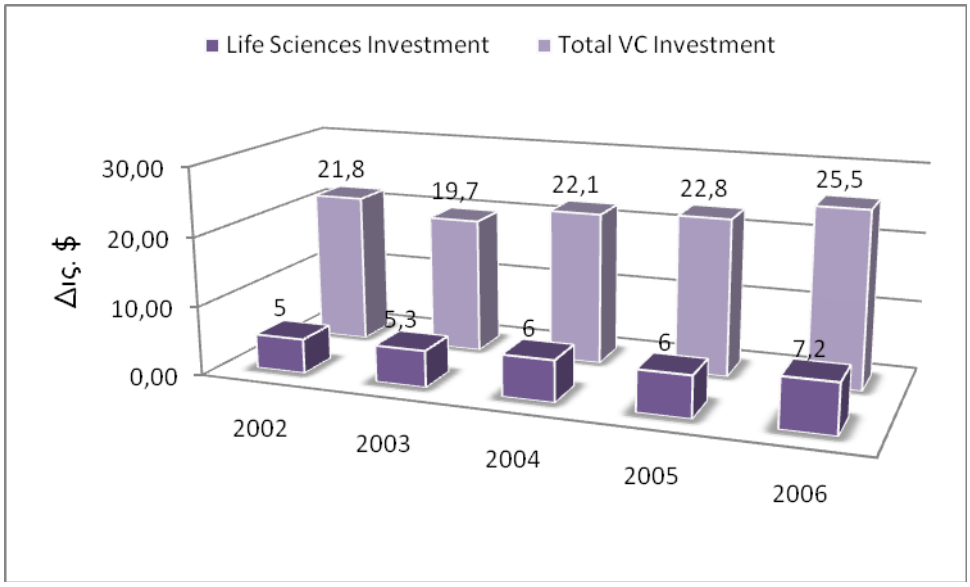
Κράτη	Αριθμός κεφαλαίων	($ εκατ.)
Καλιφόρνια	86	15.449,7
Μασαχουσέτη	32	8.017,4
Νέα Υόρκη	24	5.581,3
Ουάσιγκτον	11	1.905,5
Πενσυλβανία	17	1.238,7
Υπό- άθροισμα	170	32.192,6
Εναπομείναντα κράτη	78	7.481,4
Άθροισμα	248	39.6674,0

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Οι επενδυτές VC, επενδύουν στις πιο υποσχόμενες θεραπείες και τεχνολογίες που αναπτύσσονται για να θεραπεύσουν θανατηφόρες χρόνιες παθήσεις, όπως ο καρκίνος, ο διαβήτης, καρδιαγγειακά νοσήματα κ.α. Οι επενδύσεις αυτές, επιτρέπουν τις ανερχόμενες εταιρείες υγείας να αναπτύξουν τεχνολογίες ώστε εκατομμύρια αμερικάνοι να έχουν πρόσβαση σε προχωρημένες μορ-

φές θεραπείας. Στο διάγραμμα (3.4) που ακολουθεί παρουσιάζονται τα ποσά που επενδύονται στους τομείς υγείας σε σχέση με τις συνολικές επενδύσεις για το χρονικό διάστημα από το 2002 έως το 2006.

Διάγραμμα 3.4: Ποσά επένδυσης στους τομείς υγείας Vs σύνολο επενδύσεων την περίοδο 2002- 2006



Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Ο διαβίτης, ο καρκίνος του μαστού και η νεφρική ανεπάρκια είναι μερικές από τις αρρώστιες που θεραπεύτικαν μετά από τη χρήση προιόντων που αναπτύχθηκαν με την χρηματοδότηση VC. Ένας μεγάλος αριθμός ασθενών είχε καλύτερη ποιότητα ζωής, εξαιτίας φαρμάκων όπως ινσουλίνης για τους διαβιτικούς, Herceptin για τον καρκίνο του μαστού και Epogen για την ανεμία. Ορισμένες επεναστατικές καινοτομίες που δημιουργίθηκαν χάρη στην συμβολή του VC, παρουσιάζονται στον πίνακα 3.3.

Πίνακας 3.3:Επαναστατικές καινοτομίες με την συμβολή του VC

Αρρώστιες	Παραδείγματα επαναστατικών θεραπειών
Καρδιακές παθήσεις	Angioplastiy, Aortic Aneurysm Stent Grafts, Atherectomy, Minimally Invasive Bypass, Electro-Ablation, Implantable Defi brillators, Integrilin, and ReoPro
Καρκίνος	Doppler Ultrasound, Minimally Invasive Biopsy, Prostate-specific c Antigen (PSA), MRI, Avastin, Erbuitux, Gliadel, Her-

	ceptin, Rituxan, and Velcade
Κακόσεις	MRI and Tissue Plasminogen Activator (TPA)
Αναπνευστικές παθήσεις	FluMist and Ventilators
Διαβήτης	Glucose Self-Monitoring Devices and Recombinant Human Insulin

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Στον επόμενο πίνακα (3.4) παρουσιάζεται ένα παράδειγμα επενδύσεων VC σε χρόνιες αρρώστιες κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 ετών.

Πίνακας 3.4: Παράδειγμα επενδύσεων VC

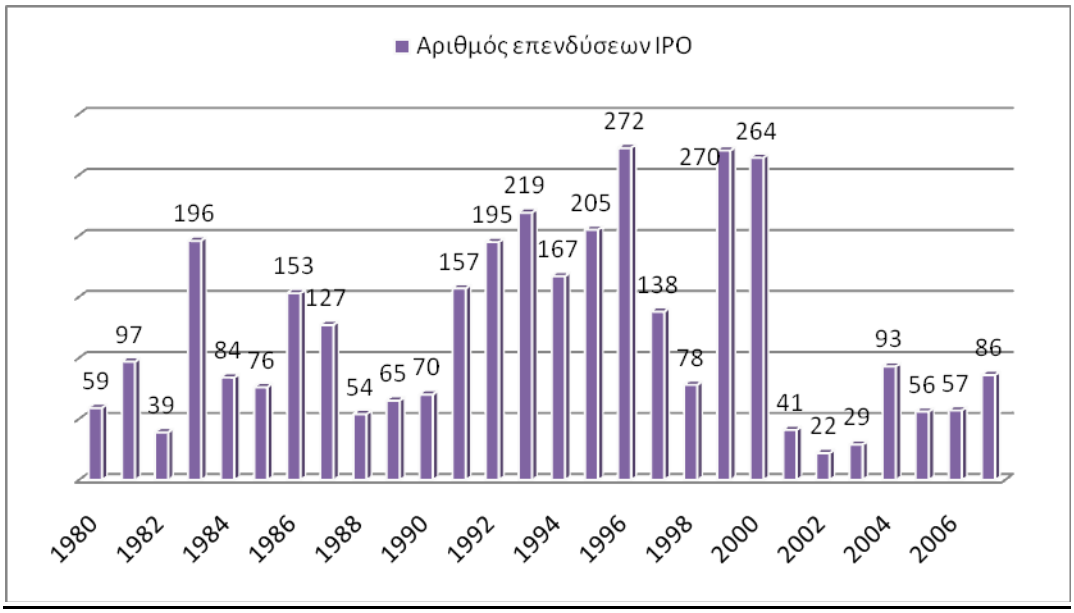
Αρρώστια	Υποστήριξη VC κατά τα τελευταία 20 χρόνια
Καρδιαγγειακές- καρδιακές παθήσεις	$14,9 δις. σε 2.028 Deals
Καρκίνος	$14,7 δις. σε 1.619 Deals
Διαβήτης	$4,9 δις. σε 595 Deals

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

<u>Ευκαιρίες εξόδου από τις επενδύσεις</u>

- Μετά από μερικά χρόνια περιορισμένων ευκαιριών ρευστοποίησης που μεσολάβησαν από το 2004, το 2007 παρουσιάστηκαν θετικά σημάδια στη χρηματαγορά για αρχικές δημόσιες εγγραφές (IPO) αλλά και το ενδιαφέρον μεγάλων εταιρειών να εξαγοράσουν επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες με VC (διάγραμμα 3.5).

Διάγραμμα 3.5: Αριθμός επενδύσεων IPO από το 1980- 2007



Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Το 2007, 86 επιχειρήσεις συγκέντρωσαν $ 10,3 δις. μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Στον πίνακα 3.5 που ακολουθεί παρουσιάζονται οι αριθμοί και τα συνολικά ποσά άντλησης IPO.

Πίνακας 3.5: Αριθμοί- Συνολικά ποσά IPO

Έτος	Αριθμός IPO	Συνολικό ποσό άντλησης από IPO
1980	59	664
1981	97	1.068
1982	39	577
1983	196	3.770
1984	84	1.028
1985	76	1.293
1986	153	3.423
1987	127	2.361
1988	54	846
1989	65	1.223
1990	70	1.396

1991	157	4.923
1992	195	7.204
1993	219	6.683
1994	167	4.671
1995	205	8.147
1996	272	11.482
1997	138	4.826
1998	78	3.782
1999	270	20.871
2000	264	25.530
2001	41	3.490
2002	22	2.109
2003	29	2.023
2004	93	11.015
2005	56	4.461
2006	57	5.117
2007	86	10.326

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

Απόδοση

- Η απόδοση των επενδύσεων 10 και 20 ετών είναι το ισχυρό πλεονέκτημα της αγοράς VC. Σε αυτό συνέβαλλε η ισχυρή αγορά M&A, η οποία πρόσφερε υψηλές αποδόσεις σε ρευστοποιήσεις χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων με VC. Τα funds buyout συνεχίζουν να παρουσιάζουν σταθερές αποδόσεις, κυρίως σε μακροχρόνιο ορίζοντα, γεγονός που σημαίνει ότι οι προσδοκίες των επενδυτών επιβεβαιώνονται (πίνακας 3.6).

Πίνακας 3.6: Αποδόσεις επενδύσεων VC με χρονικό ορίζοντα 1, 3, 5, 10, 20 ετών

Τύπος Fund	1 χρόνος	3 χρόνια	5 χρόνια	10 χρόνια	20 χρόνια
Seed/Early VC	25,6	2,8	3,1	34,5	20,8
Balanced VC	34,5	14,6	10,1	14,9	14,2
Later Stage	38,2	11,6	9,0	8,6	13,9

VC					
ALL Venture	31,3	10,7	6,9	17,9	16,4
Buyout Funds	27,5	15,3	14,1	8,6	12,3
Mezzanine Dept	16,7	5,5	5,2	6,1	8,3
All Private Equity	28,3	14,0	12,0	10,6	13,9

Πηγή: NVCA Yearbook 2008

- Όπως είναι ευδιάκριτο από τον πίνακα παραπάνω, οι κατηγορίες buyouts και mezzazine αποτελούν υποκατηγορίες μιας ευρύτερης επενδυτικής αγοράς, της private equity (P.E.), η οποία αφορά μεσο- μακροπρόθεσμες επενδύσεις στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων.

3.2 Η αγορά Venture Capital στην Ευρώπη

Στην Ευρώπη η αγορά του VC ξεκίνησε τη δεκαετία του '80 και θεωρείται νέα αγορά σε σχέση με την αντίστοιχη αμερικανική. Στις δεκαετίες που ακολούθησαν, η ευρωπαική αγορά του VC παρουσίασε έναν ιδιαίτερο δυναμισμό με αποτέλεσμα τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης των επενδύσεων επενδύσεων ΕΚΥΚ. Παρόλα αυτά η ανάπτυξή της χαρακτηρίζεται από μια ανομοιογένεια ανάμεσα στις διάφορες χώρες της Ευρωπαικής Ένωσης. Τη δεκαετία του '90 δημιουργίθηκαν πολλά VC funds κυρίως στην Μεγάλη Βρετανία, η οποία μάλιστα πρωτοστατεί στη δραστηριότητα του VC στην Ευρώπη. Άλλες χώρες που συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του VC είναι η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, το Βέλγιο και η Ιταλία.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η άνθηση της αγοράς οφείλεται κυρίως σε βελτιώσεις του πολιτικού, δημοσιονομικού και επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Κατά την περίοδο αυτή πολλές ευρωπαικές κυβερνήσεις και οργανισμοί εφάρμοσαν προγράμματα προώθησης του θεσμού του VC, με σκοπό την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

3.2.1 Εξέλιξη VC στην Ευρώπη

Η μεγάλη επιτυχία της American Research & Development (ARD), οδήγησε σε προσπάθειες ύδρυσης εταιρειών VC και στην Ευρώπη. Το γεγονός αυτό, οδήγησε στη δημιουργία της European Enterprises Development Company S.A. με γραφεία στο Λουξεμβούργο και στο Παρίσι. Ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που συμμετείχαν ήταν πολύ μεγάλος. Μερικοί από αυτούς ήταν : Aktiebolaget, Banco Espanol, Continental International Finance Corporation, Lehman Brothers, κ.α.
Παρά τις προσπάθειες που έγιναν στην Ευρώπη και στον Καναδά, το VC δεν αναπτύχθηκε όσο περίμεναν τις δεκαετίες 1960- 1970.

Στην Ευρώπη η έννοια του VC άρχισε να αναπτύσεται στις αρχές του 1980, αλλά η ανάπτυξή του έγινε ανόμοια ανάμεσα στις διάφορες χώρες. Παρόλα αυτά, η ανάπτυξη του VC στην Ευρώπη υπήρξε ραγδαία κατά τη δεκαετία του '90. Το γεγονός αυτό, οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του πολιτικού, του δημοσιονομικού και του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Κατά την περίοδο αυτή, πολλές ευρωπαικές κυβερνήσεις και οργανισμοί εφάρμοσαν προγράμματα προώθησης του θεσμού του VC, με σκοπό την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Η προσπάθεια των ευρωπαικών χωρών για αύξηση του τεχνολογικού επιπέδου των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, η ενδυνάμωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και η προσπάθεια για υιοθέτηση των επιτυχημένων χρηματοοικονομικών πρακτικών της αμερικανικής οικονομίας, είχαν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη της αγοράς VC. Παράλληλα, η επιτυχία στη χρηματοδότηση του VC στην Αμερική αποτέλεσε οδηγό για τη δημιουργία των προυποθέσεων ανάπτυξης του VC στην Ευρώπη, λαμβάνοοντας υπ' όψιν τις ειδικές συνθήκες και τις ιδιαιτερότητες του ευρωπαικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Η αισθητή αλλαγή στον χώρο του VC στην Ευρώπη επιβεβαιώνεται και από τους αριθμούς που περιγράφουν την εν λόγω αγορά από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και μετά.

Όπως έχει αναφερθεί, το κυρίαρχο χαρακτηριστικό της ευρωπαικής αγοράς VC είναι η ανόμοια ανάπτυξή της στις διάφορες χώρες της Ευπωπαικής Ένωσης. Το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν και είναι η περισσότερο ανεπτυγμένη χώρα στο χώρο του VC, ιδιαίτερα μετά το 1980. Οι αρχές του 1990 ήταν γεμάτες αλλαγές, όσον αφορα τη δομή της αγοράς. Ωστόσο και χώρες όπως το Βέλγιο, η Ολλανδία, η Γερμανία, η Ιταλία και η Γαλλία, συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του VC με επενδύσεις που φτάνουν έως και το 0,19% του ΑΕΠ τους.

Όσον αφορά τις χώρες της κεντρικής και της Ανατολικής Ευρώπης, όπως είναι γνωστό, βρίσκονται σε προκατασκευαστικό στάδιο με σκοπό την είσοδό τους στις υπό ανάπτυξη οικονομίες. Για την επίτευξη του σκοπού τους, απαιτείται η δημιουργία επιχειρήσεων με σαφείς προσανατολισμούς στην αγορά, το οποίο μπορεί να επιτευχθεί είτε με την είσοδο νέων επιχειρήσεων είτε με την ιδιωτικοποίηση και την αλλαγή πλεύσης των παλαιότερων.

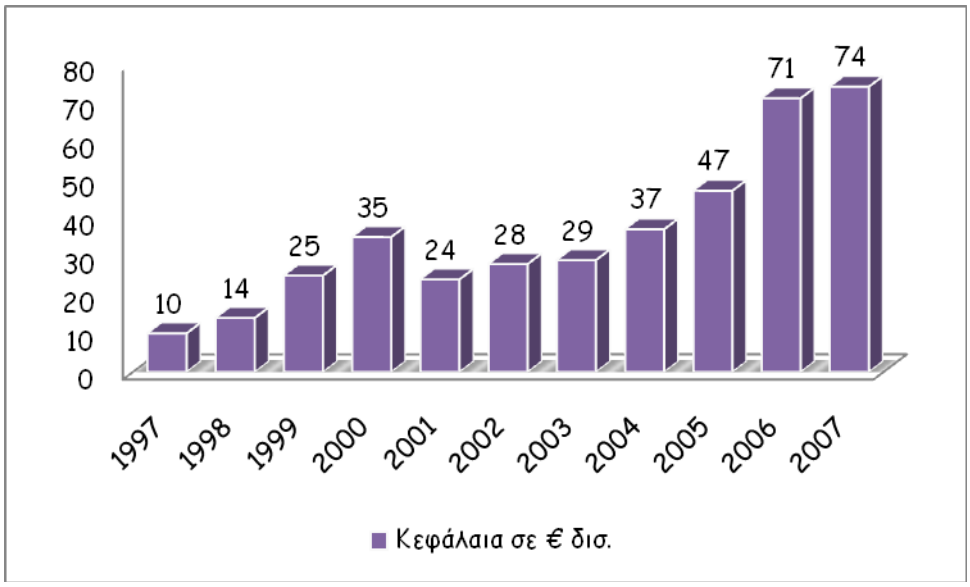
Σύμφωνα με μια έρευνα που διεξήχθει το 1991 από τον Romn σε 214 επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους στην Ουγγαρία, διαπίστωσε πως αυτές οι επιχειρήσεις είχαν σημαντικό πρόβλημα στο να συγλεντρώσουν τα απαραίτειτα κεφάλαια με σκοπό να τα επενδύσουν σε υψηλή τεχνολογία. Παρά το γεγονός αυτό, η Ουγγρική αγορά θεωρείται η πιο αναπτυγμένη από τις υπόλοιπες χώρες του Ανατολικού μπλοκ.

3.2.2 Χαρακτηριστικά της Ευρωπαϊκής αγοράς VC

<u>Στατιστικά στοιχεία επενδύσεων</u>

- Οι επενδύσεις έφθασαν ένα νέο επίπεδο "ρεκόρ" της τάξης των €73,8 δις. το 2007. Ο αριθμός αυτός αντιπροσωπεύει μια σημαντική αύξηση (3,7%) συγκριτικά με το μέγεθος των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν το 2006.

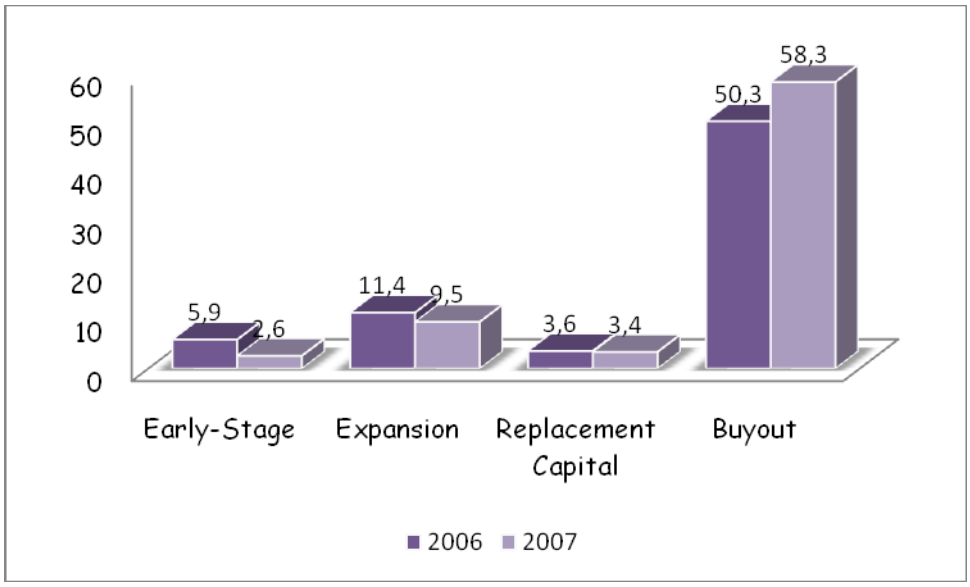
Διάγραμμα 3.6: Ποσά επένδυσης στην Ευρώπη



Πηγή: PEREP_Analytics, 2007
Thomson Reuters/ PwC previous years

- Ο αριθμός των επενδύσεων μειώθηκε κατά 21,8%. Πιο συγκεκριμένα το 2007 πραγματοποιήθηκαν 8.411 επενδύσεις, ενώ το 2006 10.760 επενδύσεις. Από τις επενδύσεις αυτές, το 43,8% αφορούσε νέες επιχειρήσεις (first time investments) και το 50% follow-on financing. Όσον αφορά το ποσό της επένδυσης, η εικόνα που παρουσιάζεται είναι διαφορετική. Δηλαδή, 58,5% για νέες επενδύσεις και 35,9% για follow on επενδύσεις.
- Οι εξαγορές έλαβαν το μεγαλύτερο ποσοστό εξόδου της τάξης του 79% (€58.3 δισ.) το 2007 σε σχέση με το προηγούμενο έτος (διάγραμμα 3.7).

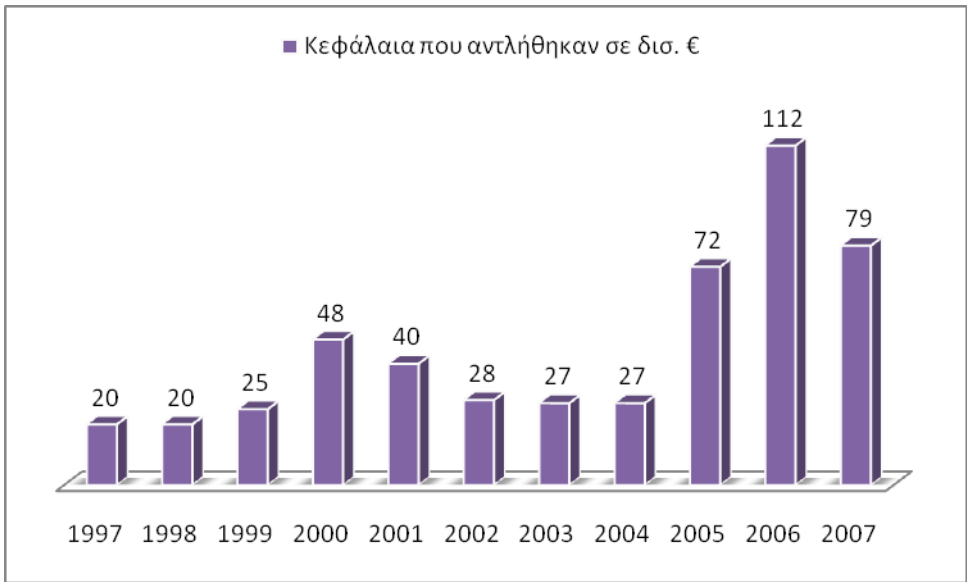
Διάγραμμα 3.7: Επενδυτικές συμφωνίες ανά στάδιο χρηματοδότησης την διετία 2006-2007



Πηγή: PEREP_Analytics, 2007

- Οι χρηματοδοτήσεις σποράς παρέμειναν στα ίδια επίπεδα το 2007, επενδύοντας €184,7 εκατ. έναντι €197,7 εκατ. το 2006. Η χρηματοδότηση εκκίνησης μειώθηκε κατά το ήμισυ, από €5,7 δις. το 2006 σε €2,5 δις. το 2007. Ο αριθμός των χρηματοδοτήσεων εκκίνησης αντιπροσωπεύει το 30,6% του συνολικού αριθμού των deals, με 2.576 επενδύσεις για το έτος 2007.
- Όπως το 2006, η μεγαλύτερη κατηγορία επενδύσεων το 2007 ήταν το στάδιο της επέκτασης (34,1%), το οποίο αντιπροσωπεύει το 12,7% του συνολικού ποσού επένδυσης (€9,4 δις.).
- Οι τρείς διαφορετικοί βιομηχανικοί τομείς που έγιναν επενδύσεις ήταν, τα "επιχειρηματικά και βιομηχανικά προϊόντα" με €10,3 δις. (14%), τα "καταναλωτικά αγαθά και τα αγαθά λιανικής πώλησης" με €9,5 δις. (12,9%) και τέλος οι "τηλεπικοινωνίες" με €9 δις. (12,2%).
- Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2007 ήταν 30% μειωμένα (€79 δισ.) σε σύγκριση με το 2006 (€112,3 δισ.) (διάγραμμα 3.8).

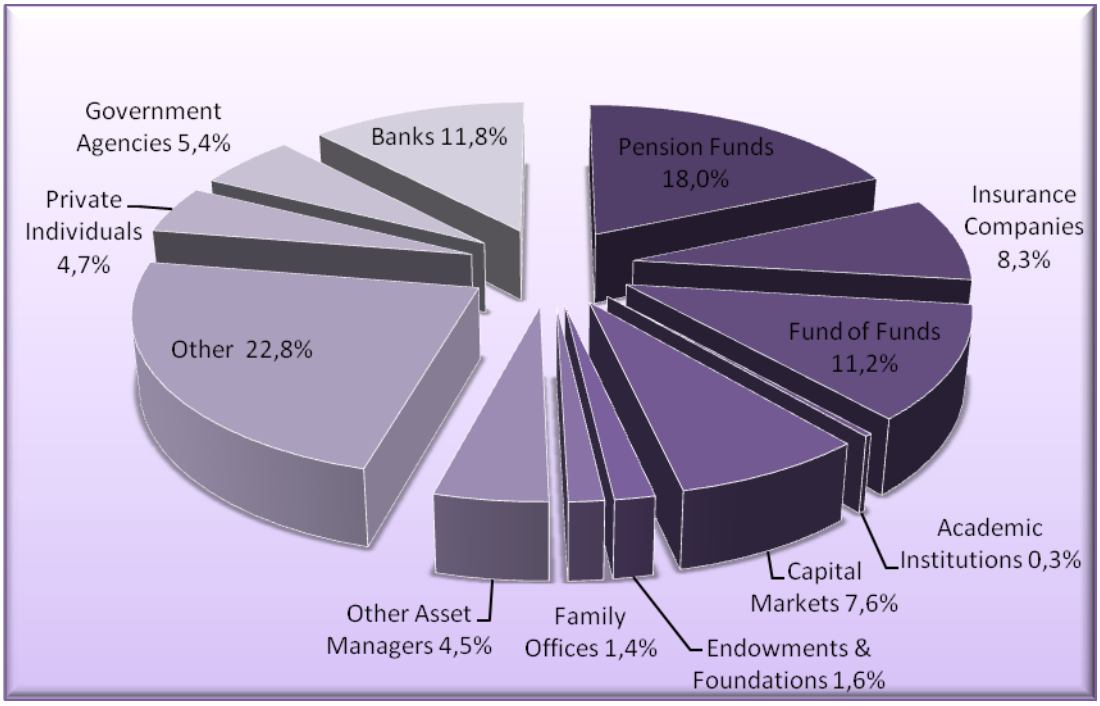
Διάγραμμα 3.8: Εξέλιξη αντληθέντων κεφαλαίων



Πηγή: PEREP_Analytics, 2007

- Η άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας (αρχικό στάδιο και επέκταση) στην Ευρώπη, αυξήθηκε από €5 δις. το 2006 σε €7,3 δις. το 2007.
- Οι "παίκτες" του Ηνωμένου Βασιλείου εξακολουθούν να θεωρούνται πρώτοι στην άντληση κεφαλαίων (€41,4 δις. ή 52,4%). Η Γαλλία είναι δεύτερη με 8,3% (€6,6 δις.) και η Γερμανία τρίτη με 7,2% (€5,7 δις.).
- Τα συνταξιοδοτικά ταμεία εξακολουθούν να αποτελούν τη μεγαλύτερη πηγή κεφαλαίων (€13,9 δις. ή 18% του συνόλου του κεφαλαίου που αντλούνται). Αξίζει να σημειωθεί ότι, το ποσό αυτό είναι αρκετά μικρότερο σε σχέση με το ποσό που αντλήθηκε το 2006 (€29,2 δις.). Οι τράπεζες έρχονται δεύτερες κατά 11,8% (€9,1 δις.) του συνολικού ποσού που αντλήθηκαν το 2007, ενώ το 2006 ήταν € 15,5 δις. Τα "funds of funds" ακολουθούν με €8,7 δις. (11,2% του συνολικού ποσού που αντλήθηκαν).

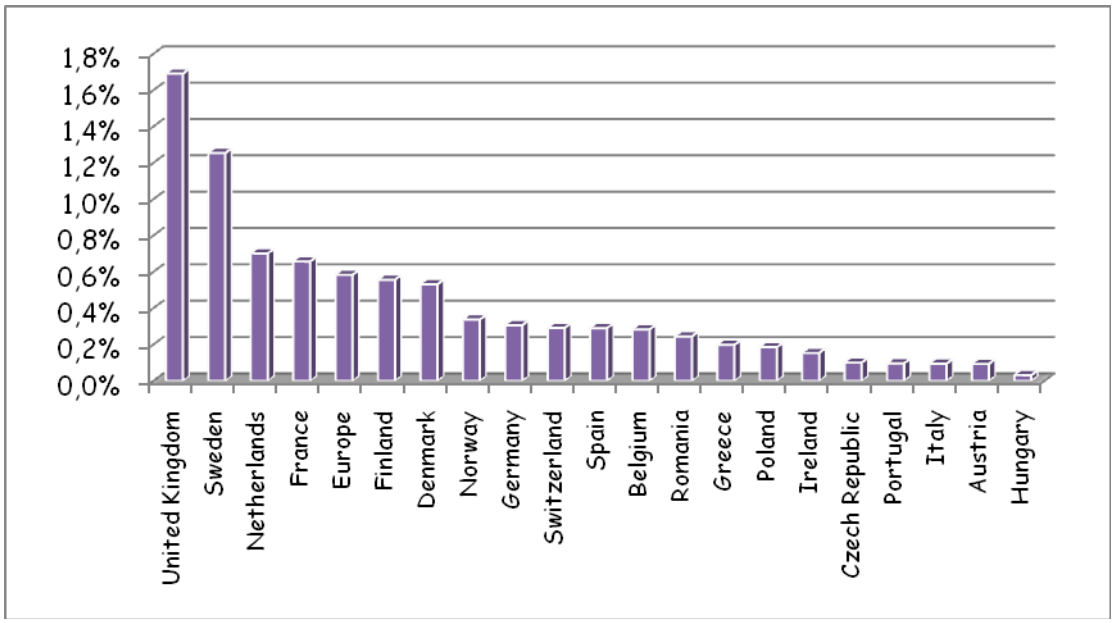
Διάγραμμα 3.9: Πηγές άντλησης κεφαλαίων



Πηγή: 2007 Annual European P.E Survey/ EVCA

- Το 2007, το 93,4% των κεφαλαίων που αντλήθηκε, προήλθε από ανεξάρτητες πηγές, το 4,4% από θυγατρικές και το υπόλοιπο 2,2% από κεφαλαιακά κέρδη.
- Συνολικά, το 95,1% της συνολικής επένδυσης (€74,4 δισ.) πήγε σε εταιρείες που εδρεύουν στην Ευρώπη , ενώ το αντίστοιχο ποσοστό το 2006 ήταν €95,2%.
- Οι πέντε καλύτερες χώρες που προσέλκυσαν το ενδιαφέρον των επενδύσεων το 2007 ήταν: το Ηνωμένο Βασίλειο (26,7%), η Γαλλία (15,1%), η Γερμανία (13,5%), η Ολλανδία (7,3%) και η Ισπανία (5,4%). Στο ακόλουθο διάγραμμα (3.10) απεικονίζονται οι επενδύσεις PE ως ποσοστό επί % του ΑΕΠ, για το 2007.

Διάγραμμα 3.10: Επενδύσεις VC ανά χώρα



Πηγή: 2007 Annual European P.E Survey/ EVCA

- Οι κυριότεροι τομείς που χρηματοδοτήθηκαν από το VC, ήταν οι επιστήμες που αφορούν τη ζωή (life sciences), οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και οι τηλεπικοινωνίες. Όλοι μαζί αντιπροσωπεύουν το 58% του συνόλου των επενδύσεων, σε όρους αριθμού των deals.
- Οι εξαγορές εστιάζουν κατά κύριο λόγο σε επιχειρηματικά και βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες, καταναλωτικά αγαθά και αγαθά λιανικής πώλησης. Όλα μαζί αντιστοιχούν στο 41,9% του συνολικού ποσού που επενδύθηκε μέσω εξαγορών και το 47,6% του συνολικού αριθμού των "deals".

<u>Στατιστικά στοιχεία αποεπενδύσεων (disinvestment)</u>

- Οι επενδυτές του Ηνωμένου Βασιλείου αποεπένδυσαν το μεγαλύτερο ποσό στης τάξης των €12 δις. (44% του Ευρωπαϊκού συνόλου) για 1.079 αποεπενδύσεις. Δεύτερη ήταν η Γαλλία με €3,5 δις. (12% του Ευρωπαϊκού συνόλου) και στη συνέχεια η Γερμανία με €2,9 δις. (10,7% του Ευρωπαϊκού συνόλου).

- Συνολικά, σε 2.726 επιχειρήσεις έγινε ρευστοποίηση το 2007, συγκριτικά με τις 4.448 επιχειρήσεις το 2006.
- Η αποεπένδυση με πώληση σε άλλη εταιρεία PE ήταν ο πιο διαδεδομένος τρόπος εξόδου το 2007 (30,4% ή € 8,2 δις. το 2007, ενώ το 2006 ήταν €5,5 δις. για 434 αποεπενδύσεις), με 412 αποεπενδύσεις.
- Οι εξαγορές- συγχωνεύσεις από τρίτους (trade sales), κατέχουν τη δεύτερη μεγαλύτερη κατηγορία σε όρους ποσότητας, αυξανόμενες σε €7,6 δις. το 2007 από €7,5 δις. το 2006.
- Οι αποεπενδύσεις από δημόσια εγγραφή (IPO και πώληση σε εισηγμένες μετοχές) μειώθηκαν κατά το ήμισυ σε €2,6 δις. από €5,3 δις. το 2006.
- Οι διαγραφές (write- offs) εξακολούθησαν να μειώνονται από €1,3 δις. το 2006 σε €0,5 δις. το 2007, αντιπροσωπεύοντας μόνο το 1,8% του συνολικού ποσού αποεπενδύσεων.
- Οι ευρωπαϊκές εταιρείες VC, καταδεικνύουν ισχυρές αποδόσεις εξόδου σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα (πίνακας 3.7).

Πίνακας 3.7:Σύγκριση ευρωπαϊκών εταιρειών VC σε σχέση με τα διεθνή πρότυπα

	Ευρώπη	ΗΠΑ με την Google	ΗΠΑ χωρίς την Google	Ισραήλ
Αριθμός	92	303	302	10
Μέση τιμή (εκατ.$)	263	361	264	-
Multiple of cash invested	4,5	4	3,1	-
% with multiple of cash >5	51%	35%	35%	40%

Πηγή: EVCA

- Οι ευρωπαϊκές εταιρείες που η αξία εξόδου ξεπέρασε το 1 δις. $, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα (3.8).

Πίνακας 3.8: Ευρωπαϊκές εταιρείες που χρηματοδοτήθηκαν και ξεχώρισαν

Εταιρείες	Χαρακτηριστικά
betfair LABS	Semi contactor, UK, Round A: 1998, Exit: 2004
basilea PHARMACEUTICA	Pharma, Germany, Round A: 2001, Exit: 2004
Q.CELLS	Clean tech , Germany, Round A: 2004, Exit: 2006
iliad TELECOM	Telecom, France, Round A: 2003, Exit: 2005
skype	Telecom, Luxembourg, Round A: 2003, Exit: 2005
VistaPrint.co.uk	Internet, France, Round A: 2000, Exit: 2005

Πηγή: www.evca.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΑΓΟΡΑ VC ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 Η εξέλιξη του VC στην Ελλάδα

Ως γνωστόν η οργάνωση και η λειτουργία των επιχειρήσεων στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη μεγάλου αριθμού μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) οικογενειακού χαρακτήρα. Αν και η επιχειρηματικότητα του Έλληνα από πλευράς γνώσεων ήταν πολύ χαμηλή, η εφευρετικότητα βρίσκονταν σε υψηλά για την εποχή επίπεδα. Για παράδειγμα, εταιρείες παραγωγής και εμπορίας λογισμικού (software) αποκλειστικά ελληνικές, πέρα της μεγάλης ανάπτυξης που γνώρισαν στη χώρα μας, κατάφεραν να προωθήσουν τα προϊόντα τους στις αγορές των αναπτυγμένων χωρών της Δυτικής Ευρώπης. Πιο συγκεκριμένα η εταιρεία Computer Logic έχει προωθήσει προϊόντα λογισμικού εμπορικών εφαρμογών στη Γαλλία, μετά από ειδική συμφωνία που έκανε με μεγάλη γαλλική εταιρεία του κλάδου. Επίσης, σημαντικοί χρήστες καινοτομικών προϊόντων, υπηρεσιών και διαδικασιών (όμιλοι τραπεζών, εταιρείες τροφίμων κ.α.), εταιρείες μεγάλες αλλά και μικρές (Folie- Folie) επεδίωξαν και πέτυχαν σημαντικές εξαγωγικές επιδόσεις, βασισμένες στην καινοτομία και σε ισχυρές χρηματοοικονομικές δυνατότητες.

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 δεν υπήρχαν οι προϋποθέσεις ανάπτυξης του θεσμού VC στην Ελλάδα. Με άλλα λόγια δεν είχε αναπτυχθεί το θεσμικό και φορολογικό καθεστώς για την ίδρυση εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, όπως επίσης δεν υπήρχε η κατάλληλη οργάνωση και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Με την πάροδο του χρόνου οι μεγάλες ελλείψεις σε παροχή VC, καθώς και οι επιδράσεις που δέχθηκε η Ελλάδα από τις διεθνείς κινήσεις και τη δραστηριοποίηση και

ανάπτυξη του VC, οδήγησαν στην ανάγκη δημιουργίας εξειδικευμένων φορέων για την παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Για την ικανοποίηση των αναγκών αυτών ψηφίστηκε ο νόμος Ν.1775/88 , ο οποίος αποτέλεσε θετικό βήμα για την ενίσχυση πρωτοποριακών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα και εντάσσεται στο πλαίσιο των προσπαθειών για τον εκσυγχρονισμό και την αναμόρφωση του πιστωτικού συστήματος. Με το νόμο αυτό άρχισαν να ικανοποιούνται σταδιακά κάποιες βασικές προϋποθέσεις για την ανάπτυξη του θεσμού VC, και προετοιμάστηκε το έδαφος για την εμφάνιση των πρώτων εξειδικευμένων εταιρειών. Παρόλα αυτά ο νόμος αυτός αντικαταστάθηκε από τον Ν.2367/95, λόγο της αναποτελεσματικότητας του.
Η ουσιαστική ανάπτυξη του VC ήρθε μετά το 1998 και συνδέεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ο θεσμός του VC στην Ελλάδα ενδυναμώνεται αργότερα με τον Ν.2992/2002 για τα ΑΚΕΣ (Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών) και η στάση του ΤΑΝΕΟ Α.Ε. που έχει ένα fund of funds (κεφάλαιο που αντλείται με σκοπό την χρηματοδότηση άλλων funds) και έχει σκοπό τη συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών VC.

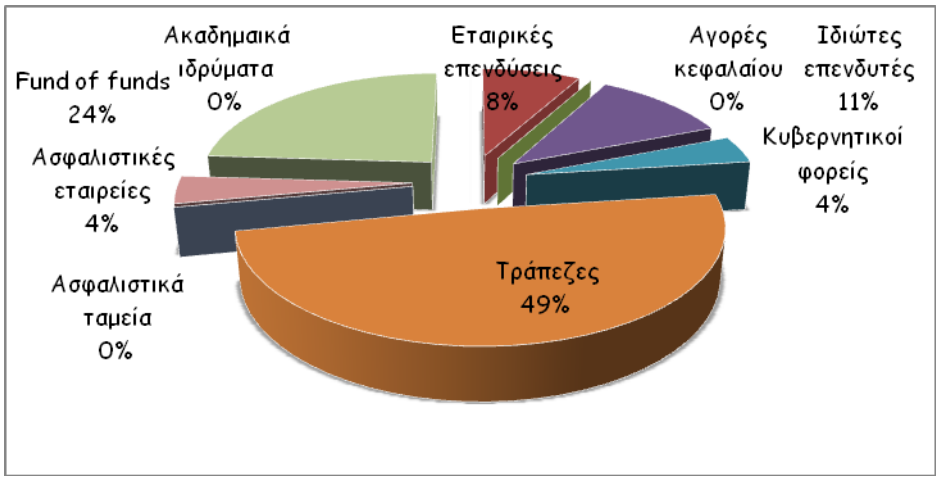
Σήμερα στον κόσμο του ελληνικού VC δραστηριοποιούνται περίπου 20 εταιρείες, άλλες με τη μορφή ΕΚΕΣ που υπάγονται στο Ν.2367/95 και άλλες ως διαχειρίστριες ΑΚΕΣ σύμφωνα με το Ν.2992/2002. Επίσης, νέες μορφές εταιρειών, όπως οι θερμοκοιτίδες επιχειρηματικότητας, έχουν αρχίσει να δημιουργούνται επιβεβαιώνοντας την κινητικότητα στην αγορά του VC στην Ελλάδα. Ωστόσο, η συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιρειών VC ιδρύθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του '90 και οι περισσότερες είναι θυγατρικές μεγάλων εταιρειών ή μέλη ομίλων, ενώ άλλες είναι ανεξάρτητες. Σημαντικές πρωτοβουλίες έχουν αναλάβει οι όμιλοι τραπεζών, Εθνική, Alpha, EFG Eurobank και Εμπορικής μέσω των θυγατρικών/ συνδεδεμένων εταιρειών "Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών", Alpha Ventures, Global Finance και Εμπορική Κεφαλαίου αντίστοιχα.

4.1.1 Χαρακτηριστικά της Ελληνικής αγοράς VC

Επενδύσεις

- Οι ελληνικές εταιρείες VC αντλούν τα επενδυτικά τους κεφάλαια κυρίως από τράπεζες (49%) και από fund of funds (24%), ενώ ακολουθούν με μικρά ποσοστά οι ιδιώτες επενδυτές (11%), εταιρείες επενδυσης (8%), οι κυβερνητικοί φορείς (4%) και οι ασφαλιστικές εταιρείες (4%). Από τα ποσοστά που απεικονίζονται στο διάγραμμα 4.1 χαρακτηριστική είναι η ανυπαρξία των ασφαλιστικών ταμείων σε αντίθεση με ότι συμβαίνει στην ευρώπη, όπου τα ασφαλιστικά ταμεία είναι η κύρια πηγή άντλησης κεφαλαίων.

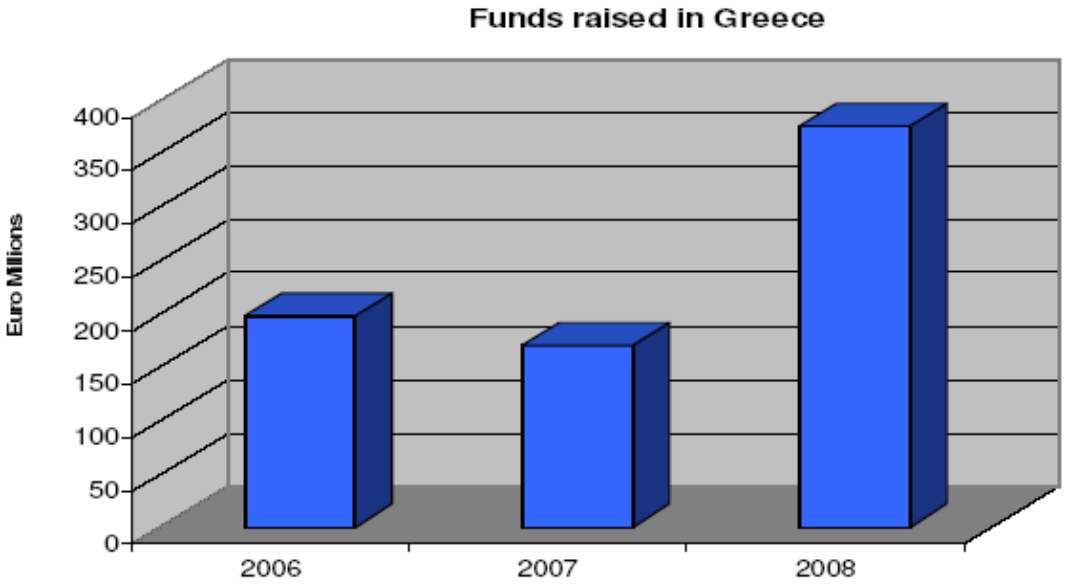
Διάγραμμα 4.1:Πηγές άντλησης κεφαλαίων



Πηγή: www.taneo.gr

- Η συγκέντρωση κεφαλαιουχικών πόρων για το 2007 εμφανίζει ταυτόσημη συμπεριφορά με εκείνη της υπόλοιπης Ευρώπης (διάγραμμα 4.2). Τα μέχρι στιγμής όμως διαθέσιμα στοιχεία για το 2008 είναι εντυπωσιακά με αποτέλεσμα η αγορά να αναθερμανθεί σημαντικά (Ν. Χαριτάκης). Πρέπει να σημειωθεί ότι τα στοιχεία για το 2008 αποτελούν εκτιμήσεις αφού τα στοιχεία αφορούν τους πρώτους 6 μήνες του έτους. Παρόλα αυτά είναι εμφανής η αύξηση των κεφαλαίων στα €400 εκατ.

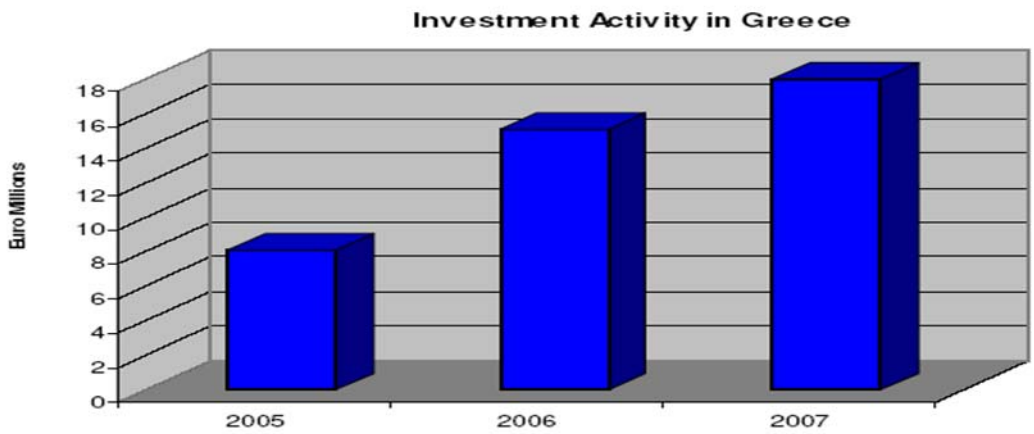
Διάγραμμα 4.2: Αντληθέντα κεφάλαια στην Ελλάδα



Πηγή: www.taneo.gr

- Σε επίπεδο χρηματοδοτήσεων τα μεγέθη είναι αρκετά χαμηλά συγκριτικά με την διαθεσιμότητα των προς επένδυση κεφαλαίων (σχήμα 4.3). Η επιφυλακτικότητα που επέδειξε η αγορά είναι σε μεγάλο βαθμό δικαιολογημένη καθώς το ανθρώπινο δυναμικό της και οι συντελεστές της αγοράς μέσα στο 2007 αναλώθηκαν στην προσπάθεια συγκέντρωσης πόρων κυρίως ιδιωτικών και στην επίτευξη συμφωνιών (Ν. Χαριτάκης).

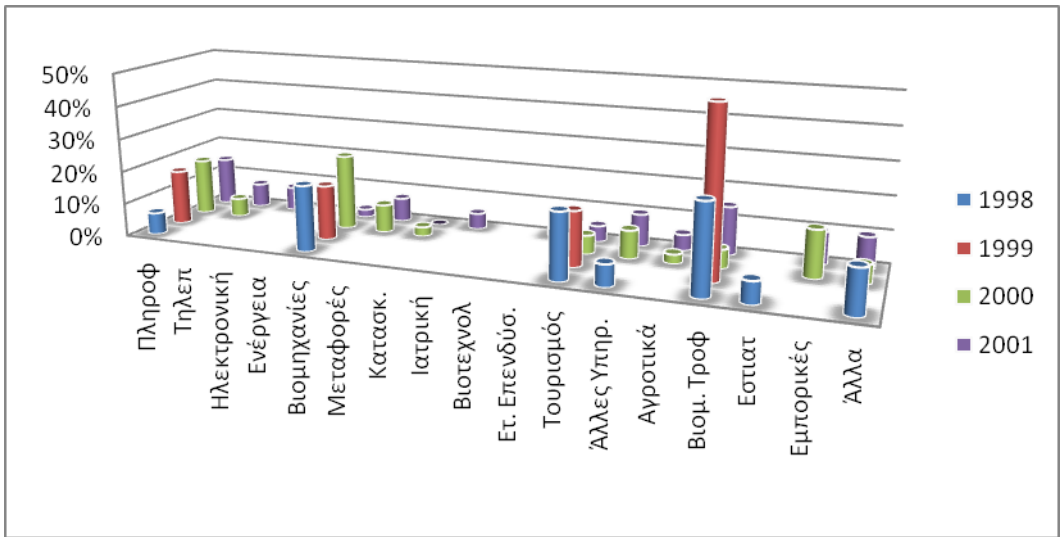
Διάγραμμα 4.3: Ελληνική επενδυτική δραστηριότητα



Πηγή: www.taneo.gr

- Αναμφισβήτητο είναι το γεγονός ότι, η ανάπτυξη του ανταγωνισμού και η στενότητα των εναλλακτικών αγορών διοχέτευσης πόρων θα αποτελέσει το βασικό πρόκριμα για την αξιολόγηση της δυναμικής της το 2008 (Ν. Χαριτάκης).
- Τα κεφάλαια VC που έχουν επενδυθεί στην ελληνική αγορά έχουν απορροφηθεί κυρίως από τον κλάδο της βιομηχανίας και κυρίως από τη βιομηχανία τροφίμων. Το 1999 όπως φαίνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί (4.4) η βιομηχανία τροφίμων απορροφά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων. Τα χρόνια όμως που ακολουθούν παρατηρείται μείωση στο ποσοστό του συγκεκριμένου κλάδου, καθώς τα επενδυμένα κεφάλαια δείχνουν να απορροφούνται από διάφορους κλάδους.

Διάγραμμα 4.4: Κατανομή ανά κλάδο των επενδύσεων σε VC (πλήθος)

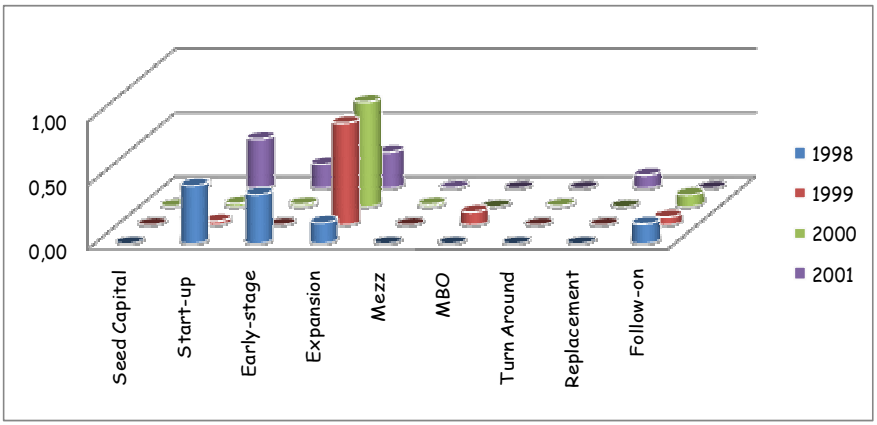


Πηγή: Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη Μ., " Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", 2002

- Κατά τη διάρκεια 1998 έως 2001 οι ελληνικές επιχειρήσεις VC χρηματοδότησαν κυρίως ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις για την ανάπτυξη και επέκτασή τους, οι οποίες παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου. Στο επόμενο διάγραμμα (4.5) παρουσιάζονται οι επενδύσεις των ελληνικών ΕΚΕΣ ανά στά-

διο ανάπτυξης των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν για την τετραετία 1998- 2001. Είναι φανερό ότι οι VC επιχειρήσεις κατά τη διετία 1999-2000 προτιμούν τη χρηματοδότηση επέκτασης ενώ πριν και μετά από αυτή την περίοδο οι χρηματοδοτήσεις σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης καταλαμβάνουν αρκετά μεγάλο ποσοστό.

Διάγραμμα 4.5: Ποσά επένδυσης ανά στάδιο επένδυσης σε VC

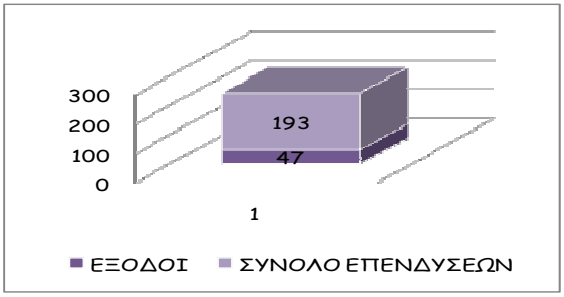


Πηγή: Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη Μ., " Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", 2002

<u>Ευκαιρίες εξόδου από τις επενδύσεις</u>

- Η έξοδος της ΕΚΕΣ από την επιχείρηση πραγματοποιήται σε διάστημα 3-6 ετών. Οι ΕΚΕΣ πραγματοποιούν κατά μέσω όρο εξόδους σε ποσοστό 24,35% (διάγραμμα 4.6), προτιμώντας κατά κύριο λόγο την πώληση της συμετοχής τους μετά την είσοδο της επιχείρησης στο χρηματιστήριο (Public offer) (43%) και λιγότερο την πώλησή του σε στρατηγικό επενδυτή (Trade sale) (31%) ενώ πιο σπάνια (2%) την πώληση στην ομάδα του μάνατζμεντ της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.

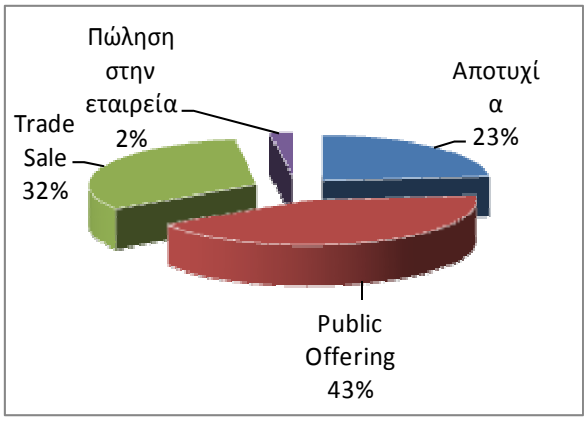
Διάγραμμα 4.6: Έξοδοι επενδύσεων



Πηγή: Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη Μ., " Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", 2002

- Υψηλό είναι το ποσοστό των αποτυχιών σε αυτές τις επενδύσεις, όπου σχεδόν 1 στις 4 επενδύσεις (23%) καταλήγουν σε αποτυχία (Write-Off) (διάγραμμα 4.7).

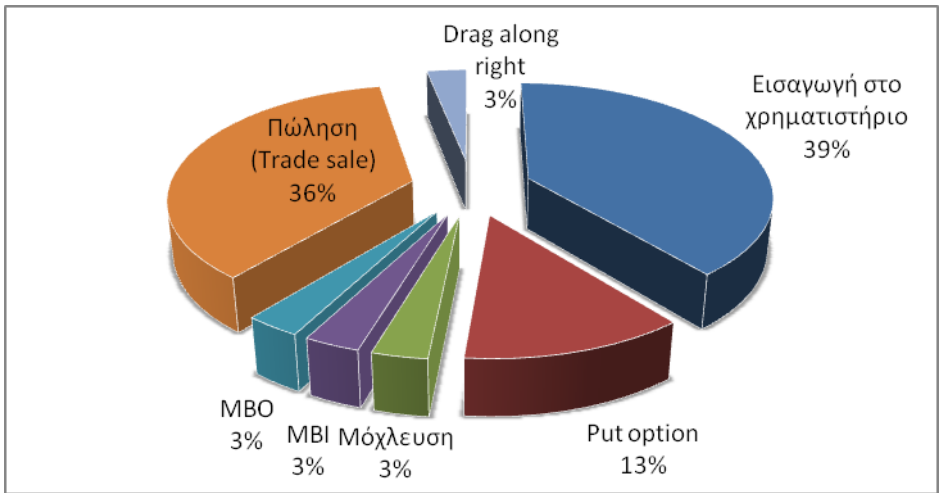
Διάγραμμα 4.7: Είδος εξόδου από την επένδυση



Πηγή: Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη Μ., " Το Venture Capital στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", 2002

- Στο διάγραμμα 4.8 παρουσιάζονται οι μέθοδοι εξόδου που έλαβαν χώρα στις επενδύσεις των ελληνικών εταιρειών, όπως αυτές καταγράφηκαν στην έρευνα του ΟΠΑ και του ΤΑΝΕΟ. Εκτός από τη μέθοδο του IPO, χρησιμοποιείται σε μεγάλο ποσοστό η μέθοδος πώλησης σε κάποιον στρατηγικό επενδυτή (trade sale), χωρίς να αποκλείονται και άλλες μέθοδοι όταν αυτό κρίνεται σκόπιμο, όπως είναι αυτές του MBO, MBI, put option κ.α.

Διάγραμμα 4.8: Μέθοδοι εξόδου επενδύσεων



Πηγή: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΤΑΝΕΟ "The Venture Capitalists: A critical approach", 2002 p. 154

4.2 Το θεσμικό πλαίσιο του VC στην Ελλάδα

4.2.1 Νόμος 1775/88 για τις ΕΠΕΚ

Το πρώτο βήμα για τη δημιουργία εξειδικευμένων φορέων παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου, αποτέλεσε η ψήφιση του Ν.1775/88 και η κοινή υπουργική απόφαση του ΥΠΕΘΟ (Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας) και ΥΒΕΤ (Υπουργείο Βιομηχανίας- Έρευνας και Τεχνολογίας) με αριθμό 3923/1.3.89. Τα βασικότερα σημεία του νέου νομικού πλεσίου για τη λειτουργία του VC στην Ελλάδα είναι τα εξής:

- Θεσπίστηκε η δυνατότητα ίδρυσης ΕΠΕΚ (Εταιρεία Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου) με νομική μορφή ΑΕ ή ΕΠΕ και ελάχιστο κεφάλαιο 1.47 εκατ. ευρώ (500 εκατ. δρχ) σε μετρητά.
- Αντικείμενο των ΕΠΕΚ είναι η ίδρυση ή συμμετοχή σε εταιρίες που αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας. Η συμμετοχή μπορεί να είναι και ενεργός συμμετοχή (hands- on approach).
- Επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας είναι η ανάπτυξη :

- Νέων ή βελτιωμένων προιόντων ή υπηρεσιών
- Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων παραγωγής
- Νέων ή βελτιωμένων μεθόδων οργάνωσης
- Νέων χρήσεων προιόντων και υπηρεσιών

- Οι ΕΠΕΚ επιδοτούνται κατά 30% στο ποσό της επένδυσής τους και εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημά τους το 3% του ποσού του υπολοίπου των εγγυήσεων και των συμμετοχών που αναλαμβάνουν. Τα κέρδη των ΕΠΕΚ απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος και εμφανίζονται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών από την πώληση χρεωγράφων. Επίσης, φυσικά και νομικά πρόσωπα, που συμμετέχουν από κοινού με την ΕΠΕΚ στην πραγματοποίηση επενδύσεων έχουν το δικαίωμα να εκπέσουν από τα εισοδήματά τους μέχρι το 50% της συμμετοχής τους.

Γενικά, ο νόμος του '88 αν και αποτέλεσε θετικό βήμα για την ενίσχυση των πρωτοποριακών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα, δεν αποδείχθηκε αποτελεσματικός και δεν λειτούργησε σύμφωνα με τις προσδοκίες του νομοθέτη. Μερικά από τα βασικότερα προβλήματα που παρουσιάστικαν είναι τα εξής:

- Ο περιορισμός του σκοπού των ΕΠΕΚ σε επενδύσεις "υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας".
- Ανασταλτικό παράγοντα υλοποίησης των επενδύσεων αποτέλεσε η περίπλοκη γραφειοκρατική διαδικασία κατά την έγκριση των επιδοτήσεων.
- Η καθιέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνεργασία με το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, ως εποπτικές αρχές, δημιούργησε πεδίο σύγκρουσης αρμοδιοτήτων μεταξύ των δύο, καθώς η διατύπωση της διάταξης ήταν ιδιαίτερα ασαφής.

4.2.2 Νόμος 2367/95 για τις ΕΚΕΣ

Ο Ν.2367/95 αντικατέστησε το νόμο του 1988. Με το νέο νόμο οι ΕΠΕΚ μετονομάστικαν σε ΕΚΕΣ (Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών). Συνοπτικά, ο νόμος 2367/95 ορίζει τα παρακάτω:

- Το ελάχιστο κεφάλαιο των ΕΚΕΣ καθορίζεται στα 2.93 εκατ. ευρώ (1 δις. δρχ).
- Επιβολή περιορισμών στη συμμετοχή των μετόχων, ώστε ουδείς να υπερβαίνει το 30% του συνόλου, εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων που μπορεί να φθάσει στο 65%.
- Για επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας που πραγματοποιούν οι ΕΚΕΣ επιχορηγούνται με 20% στο ποσό της συμμετοχής τους, λαμβανομένων υπ' όψιν και των δαπανών ίδρυσης και οργάνωσης, έρευνας αγοράς, εκπαίδευσης προσωπικού και απόκτησης τεχνογνωσίας. Η επιχορήγηση παρέχεται με απόφαση του ΥΠΕΘΟ, μετά από σύμφωνη γνώμη της ΓΓΕΤ.
- Τα μη διανεμόμενα κέρδη της ΕΚΕΣ απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, ενώ τα διανεμόμενα υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος 15% χωρίς άλλη φορολογική επιβάρυνση των δικαιούχων. Οι ρυθμίσεις αυτές ισχύουν εφόσον η ΕΚΕΣ έχει επενδύσει τουλάχιστον το 50% των ιδίων κεφαλαίων της σε συμμετοχές, διατηρεί τις συμμετοχές για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια και το ποσοστό ελέγχου στις επιχειρήσεις αυτές δεν υπερβαίνει το 45% σε όλη τη διάρκεια της συμμετοχής.
- Οι υποχρεώσεις της ΕΚΕΣ (συμπεριλαμβανομένου και του 50% των συνολικών εγγυήσεων σε τρίτους για τη δανειοδότηση των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων), δεν πρέπει να ξεπερνούν τα ίδια κεφάλαιά της.

Ο Ν.2789/2000 διαφοροποίησε τη φορολογική επιβάρυνση των ΕΚΕΣ σε 20% σε κάθε περίπτωση. Με αυτό τον τρόπο οι μέτοχοι απαλλάσσονται από πρόσθετες

επιβαρύνσεις που επιφέρουν τα μερίσματα και εισάγεται η δυνατότητα αμοιβών και ποσοτών επί των κερδών για τα στελέχη των ΕΚΕΣ.

Παρόλ' αυτά σύμφωνα με τον EVCA (EVCA Yearbook 1999) ο νόμος 2367/95 παρουσιάζει τα ςξής μειωνεκτήματα:

- Περιορίζει τις ΕΚΕΣ να μην επενδύουν άνω του 20% των ίδιων κεφαλαίων τους στην επιχείρηση.
- Δεν επιτρέπει την επένδυση σε κτηματικές, οικοδομικές και κατασκευαστικές εταιρείες, επιχειρήσεις μεσιτικών εργασιών, τυχαιρών παιχνιδιών και χρηματοπιστωτικών εργασιών, αθλητικά σωματεία και οργανισμούς, καθώς και σε επιχειρήσεις Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης.
- Οι φορολογικές απαλλαγές και η επιχορήγηση ισχύει μόνο για συμμετοχή σε επιχειρήσεις με έδρα εντός της ελληνικής επικράτειας.
- Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για τη δημιουργία μιας ΕΚΕΣ, ύψους 1.47 εκατ. ευρώ, μας παραπέμπει σε τραπεζικούς οργανισμούς και συντηρητικές τοποθετήσεις με βασικό κριτήριο τον κίνδυνο και όχι τη δυναμική της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

Αν και ο νόμος 2367/95 παρουσιάζει αρκετά μειονεκτήματα, ωστόσο έδωσε μια ώθηση στην δραστηριότητα VC στην Ελλάδα. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, πολλές ΕΚΕΣ αναπτύχθηκαν κατά την περίοδο 1995-2003.

4.2.3 Νόμος 2992/2002 για τα ΑΚΕΣ

Το ΑΚΕΣ (Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών), είναι αμοιβαίο κεφάλαιο κλειστού τύπου και τα κεφάλαια αυτά τα διαχειρίζονται εταιρείες που έχουν σαν σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ. Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε τομείς της νέας οικονομίας (πληροφορική, βιοτεχνολογία κ.α.) και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές

τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία. Συνοπτικά ο νόμος ορίζει τα παρακάτω:

- Ο διαχειριστής του ΑΚΕΣ είναι μια ανώνυμη εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και απολειστικό σκοπό τη διαχείριση ΑΚΕΣ.
- Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του ΑΚΕΣ κατά τη σύστασή του είναι 3 εκατ. ευρώ. Η συμμετοχή του κάθε μετόχου κατά τη σύστασή του δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ και γίνεται με μετρητά.
- Απαλλαγή οποιασδήποτε φορολογικής επιβάρυνσης των ΑΚΕΣ ως οργανισμούς. Μόνο οι μέτοχοι φορολογούνται (αρχή της φορολογικής ουδετερότητας).
- Δυνατότητα μετατροπής οποιασδήποτε ΕΚΕΣ που διέπεται από το νόμο 2367/95, σε ΑΚΕΣ.

Η Ελλάδα με τη θεσμοθέτηση αυτή δείχνει να δημιουργεί τις συνθήκες που θα εξασφαλίσουν τη στρατηγικής σημασίας ανάπτυξη του VC για την Ευρωπαική Ένωση.

4.3 Οι ελληνικές εταιρείες VC

4.3.1 Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ)

Η εταιρεία συστάθηκε το 2001 με την επωνυμία "Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε." (ΤΑΝΕΟ) με σκοπό τη συγχρηματοδότηση σχημάτων παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων, τα οποία θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες που βρίσκονται κατά προτίμηση στα πρώτα στάδια ανάπτυξης και η έδρα τους βρίσκεται στην Ελλάδα. Πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για ένα ημικρατικό ταμείο που χωρίς να αντλήσει το σύνολο των κεφαλαίων από κρατικούς πόρους, χρησιμοποίησε ελάχιστη συμμετοχή και μόχλευση του Δημοσίου με την εξασφάλιση εγγύησης ώστε να συγκεντρωθούν 105 εκατομμύρια ευρώ από ιδιώτες θεσμικούς επενδυτές. Τα συνολικά υπό διαχείριση κεφάλαια (150 εκατομμύρια ευρώ)

προορίζονται για τη σύσταση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, τα οποία με τη σειρά τους θα επενδύουν σε ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Στόχος της εταιρείας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας της Ελλάδας. Επομένως κύρια κριτήρια για τη συμμετοχή του ΤΑΝΕΟ στις εταιρείες VC είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητά τους καθώς και η συμβολή των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας.

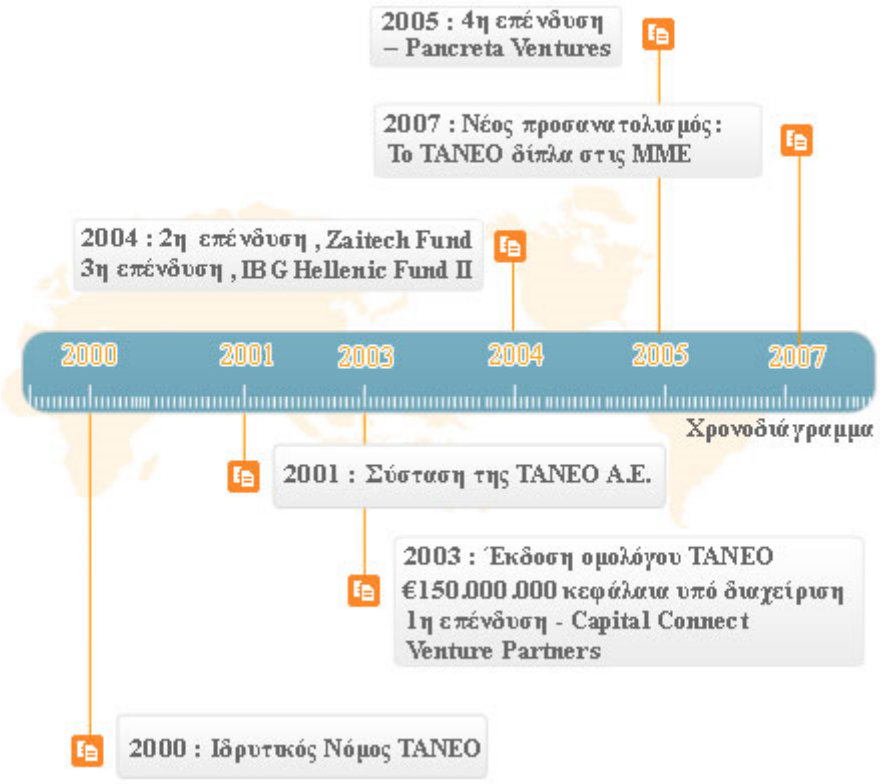
Οι δραστηριότητες του ΤΑΝΕΟ είναι οι εξής:

- Επιλέγει δυναμικούς και έμπειρους συνεργάτες που πιστεύουν στη δυναμική της επιχειρηματικότητας
- Συνδράμει στην αποτίμηση φιλοδοξιών και αναδεικνύουν κρυφές αξίες
- Διαθέτει κεφάλαια για να επιταχύνουν την ανάπτυξη των εταιρειών
- Συμβάλλει στη διαχείριση των επιχειρήσεων παρέχοντας όλη την εμπειρία και τη γνώση τους
- Δημιουργεί νέα επιχειρηματικά κεφάλαια με τη συνεργασία ιδιωτών επενδυτών και πιστωτικών ιδρυμάτων για να ενισχύσει οικογενειακές επιχειρήσεις και φιλόδοξα εγχειρήματα.

<u>Διαδρομή του ΤΑΝΕΟ</u>

Οι ελληνικές αρχές οδηγήθηκαν στη σύσταση του ΤΑΝΕΟ εξ' αιτίας της διαπίστωσης του μεγάλου ελλείμματος ίδιων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, την περίοδο 1995-1999 ο λόγος συνολικών κεφαλαίων προς επένδυση επιχειρηματικού κεφαλαίου ως ποσοστό επί του ΑΕΠ ήταν 0,028 για την Ελλάδα, ενώ για την ΕΕ ο μέσος όρος ήταν 0,159. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η σύσταση του ΤΑΝΕΟ έγινε σύμφωνα με το άρθρο 28 του Ν.2843/2000.

Το ΤΑΝΕΟ εντάχθηκε στις δράσεις για τη μετάβαση στην Κοινωνία της Πληροφορίας, συστάθηκε από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και αποσκοπεί στην εξεύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη της νέας οικονομίας στην Ελλάδα. Όπως έχει ήδη προαναφερθεί το απαιτούμενο ποσό που έπρεπε να συγκεντρωθεί για να ξεκινήσει η επενδυτική δραστηριότητα του ΤΑΝΕΟ ορίστηκε στα 150 εκατομμύρια ευρώ. Από τα 150 εκατομμύρια ευρώ, το δημόσιο θα κατέβαλλε τα 45, ενώ τα υπόλοιπα 105 θα προέρχονταν από εμπορικούς επενδυτές.



Πηγή: www.taneo.gr

Το 2002 (N548/2002) σύμφωνα με τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής επιτροπής αναγνωρίστηκε η συμβατότητα της λειτουργίας του ΤΑΝΕΟ με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τη γνωμοδότηση αυτή ενεργοποιείται το πρώτο ελληνικό fund of funds και ξεκινά η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του ΤΑΝΕΟ. Τη διαδικασία αυτή την ανέλαβαν η Deutsche Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Eurobank.

Το 2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία ιδιωτικής συμμετοχής 35 Ελλήνων και κυρίως ξένων θεσμικών επενδυτών μέσω της οποίας συγκεντρώθηκε το ποσό των 105 εκατομμυρίων ευρώ. Το ίδιο έτος πραγματοποιήθηκε η πρώτη επένδυση του ΤΑΝΕΟ για τη δημιουργία του fund "Capital Connect Venture Partners", συνολικής αξίας 24 εκατ. ευρώ, από κοινού με το ασφαλιστικό ταμείο της πορτογαλικής τράπεζας Banco Espirito Santo, το ελβετικό fund of funds "CMA Technology Advisors" και ομάδα Ελλήνων εφοπλιστών.

Το επόμενο έτος (2004) πραγματοποιήθηκε η δεύτερη επένδυση του ΤΑΝΕΟ. Πιο συγκεκριμένα η επένδυση αφορούσε τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ) "Zaitech Fund" συνολικής αξίας 30 εκατ. ευρώ από κοινού με την Τράπεζα Αττικής. Η τρίτη επένδυση αφορούσε τη δημιουργία ενός νέου fund υπό τον τίτλο "IBG Hellenic Fund II" συνολικής αξίας 16 εκατ. ευρώ. Εξ' αυτών, το Ταμείο θα συνεισφέρει τα μισά κεφάλαια (8 εκατ. ευρώ), ο όμιλος Marfin θα διαθέσει 2,5 εκατ. ευρώ και τα υπόλοιπα 5,5 εκατ. ευρώ θα συνεισφέρουν γνωστά ονόματα του επιχειρηματικού και εφοπλιστικού κόσμου.

Η τελευταία επένδυση πραγματοποιήθηκε το 2005, και αφορούσε τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΑΚΕΣ) "Pancretan Development Fund", συνολικής αξίας 6 εκατ. ευρώ. Η πρωτοβουλία αυτή αποσκοπεί στην οικονομική και επιχειρηματική ανάπτυξη του νησιού, με τη δημιουργία επιχειρηματικών ευκαιριών και νέων θέσεων εργασίας.

<u>Διαδικασία επένδυσης</u>

Κριτήρια επιλογής των επενδυτικών σχημάτων στα οποία θα συμμετέχει το ΤΑΝΕΟ είναι η αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων και των διαχειριστών καθώς και η συμβολή σύστασης των χρηματοδοτούμενων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην ανάπτυξη τομέων νέας οικονομίας. Τα κριτήρια αυτά εξειδικεύονται ως εξής:

- Ομάδα διαχείρισης: σχετική εμπειρία στο αντικείμενο, μέγεθος ομάδας και σύνθεση δεξιοτήτων, δυνατότητα δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, δέσμευση καθ' όλο το χρόνο ζωής του επενδυτικού σχεδίου
- Αγορά: προσδιορισμός στόχου- αγοράς, μέγεθος αγοράς και προοπτικές ανάπτυξης, προοπτικές ανάπτυξης μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην αγορά- στόχο
- Προσδοκώμενες επενδύσεις: εμπειρία σε ανεύρεση επενδυτικών ευκαιριών, ποιότητα επενδυτικών προτάσεων, αξιοπιστία σχεδίων για την προσέλκυση επενδυτικών προτάσεων
- Επενδυτική στρατηγική: καταλληλότητα επενδυτικής στρατηγικής για τη συγκεκριμένη αγορά- στόχο, συμβατότητα με τους στόχους του ΤΑΝΕΟ, προσδιορισμός καταλλήλων και επιτεύξιμων στρατηγικών αποεπένδυσης/ ρευστοποίησης των επενδύσεων
- Μέγεθος του επενδυτικού σχήματος: σχέση μεταξύ μεγέθους και προσδοκώμενων επενδυτικών ευκαιριών, πρόβλεψη για συμμετοχή σε μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου
- Ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια: το επενδυτικό σχήμα να λειτουργεί με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να αναμένεται να είναι οικονομικά βιώσιμο
- Προτεινόμενοι όροι: σύμφωνοι με τη διεθνή πρακτική, με επεξήγηση για κάθε παρέκκλιση. Η αμοιβή επιτυχίας να συνδέεται με τη συνολική απόδοση του επενδυτικού σχήματος
- Λοιποί επενδυτές: συμμετοχή λοιπών επενδυτών από τον ιδιωτικό τομέα. Ο βαθμός στον οποίο το ΤΑΝΕΟ παίζει καταλυτικό ρόλο στην προσέλκυση επενδυτών.

Κάθε πρόταση για την οποία κρίνεται πως πληροί τα επενδυτικά κριτήρια του ΤΑΝΕΟ, θα καλείται η ομάδα διαχείρισης για να την παρουσιάσει στο ΤΑΝΕΟ. Κατόπιν τούτου, θα ακολουθεί αξιολόγηση και έλεγχος από το ΤΑΝΕΟ προτού υποβληθεί η πρόταση στην επενδυτική επιτροπή. Πιο αναλυτικά το ΤΑΝΕΟ δεσμεύεται να ελέγξει τις υποβαλλόμενες προτάσεις, αξιολογώντας με ιδιαίτερη βαρύτητα την εμπειρία

της Ομάδας Διαχείρισης και την αξιοπιστία των επενδυτικών προτάσεων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο πλάνο των αναμενόμενων προτάσεων.

Στη συνέχεια ακολουθεί μια κωδικοποίηση της διαδικασίας ελέγχου ως προς:

- Την Ομάδα Διαχείρισης, να διαθέτει εμπειρία στο χώρο του Venture Capital και το χώρο των επενδύσεων γενικότερα. Το μέγεθος της ομάδας και η σύνθεση των δεξιοτήτων τους αποτελούν εγγύηση για τη δυνατότητα δημιουργίας προστιθέμενης αξίας στις επενδύσεις.
- Περιγραφή των χαρακτηριστικών των θεσμικών ή ιδιωτών συν- επενδυτών.
- Σε περίπτωση προσδιορισμού αγοράς στόχου, το μέγεθος της αγοράς και οι προοπτικές ανάπτυξής της, καθώς και οι προοπτικές ανάπτυξης των μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην αγορά αυτή.
- Προσδοκώμενες επενδύσεις: περιγραφή της εμπειρίας στην ανεύρεση επενδυτικών ευκαιριών, της ποιότητας των επενδυτικών προτάσεων και της αξιοπιστίας των σχεδίων προσέλκυσης και ανάπτυξης των επενδυτικών προτάσεων.
- Επενδυτική στρατηγική. Δίνεται ιδιαίτερη σημασία στη στρατηγική αποεπένδυσης.
- Το ΤΑΝΕΟ προκειμένου να διασφαλίσει την ευελιξία του χαρτοφυλακίου του, λαμβάνει υπόψη το μέγεθος του "επενδυτικού σχήματος".
- Προτεινόμενοι όροι σύμφωνοι με τη διεθνή πρακτική.

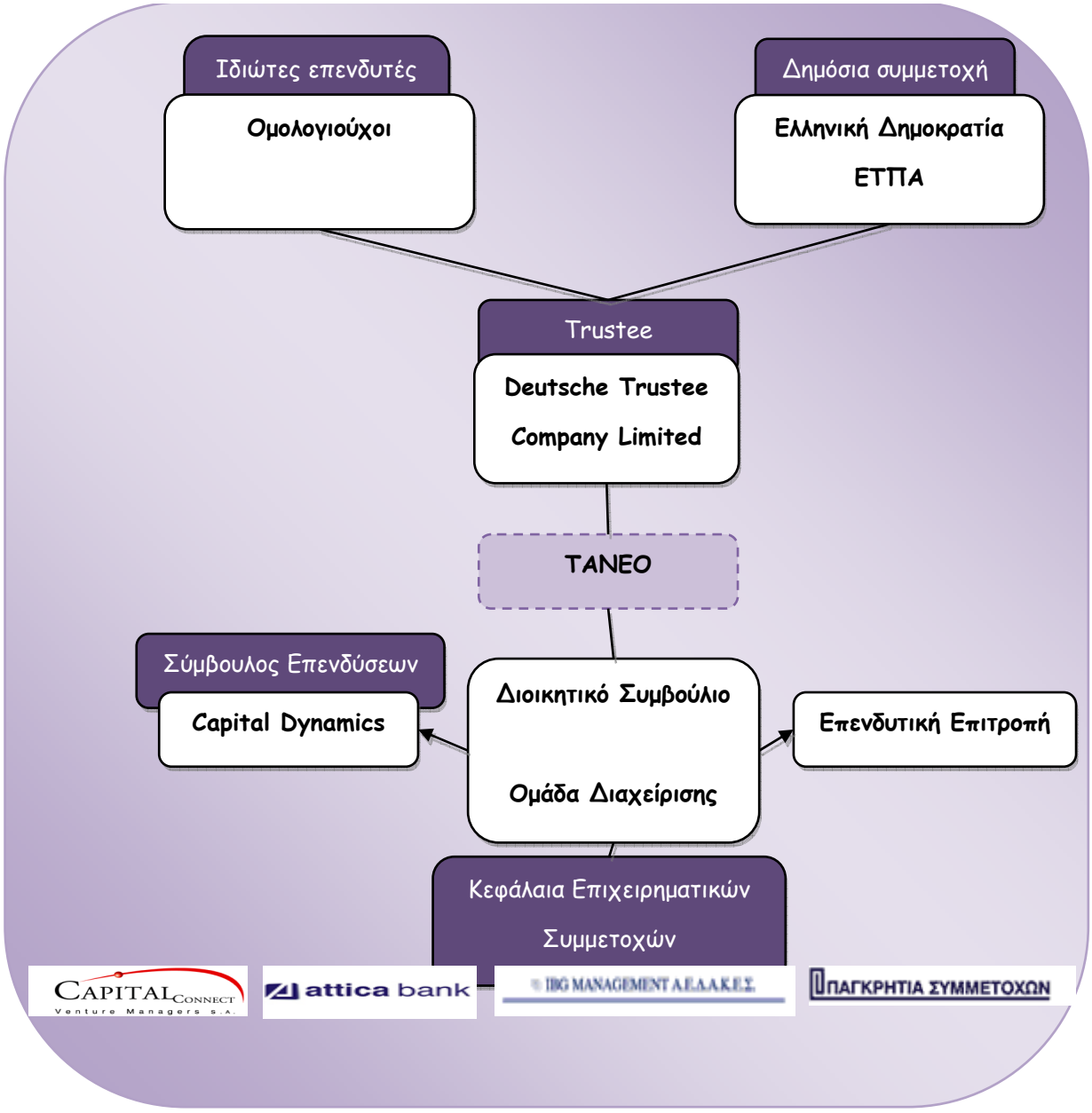
Μετά την ολοκλήρωση των ανωτέρω το ΤΑΝΕΟ ετοιμάζει "due- diligence report" και ζητά τη σύμφωνη γνώμη της εταιρείας Συμβούλου Διαχείρισης (Capital Dynamics). Στη συνέχεια ολοκληρώνεται η διαδικασία ελέγχου με την έκδοση της σύμφωνης γνώμης της Επενδυτικής Επιτροπής του ΤΑΝΕΟ.

Το επόμενο βήμα είναι η σύναψη σύμβασης μεταξύ των επενδυτών του Θεματοφύλακα και του Διαχειριστή, στην οποία θα προβλέπονται και οι αμοιβαίες και σύμφωνα με τις Υπουργικές Αποφάσεις συμβατικές υποχρεώσεις των μελών.

Η διαδικασία της επένδυσης ολοκληρώνεται με την παρακολούθηση των επενδύσεων. Το ΤΑΝΕΟ ως μέλος του European Venture Association (EVCA) ακολουθεί για την παρακολούθηση των επενδύσεων του όσα προβλέπουν τα reporting guidelines της European Venture Capital Association (EVCA), το οποίο μάλιστα περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

- Ετήσια τουλάχιστον συνάντηση- ενημέρωση (annual meeting) των επενδυτών του Fund, στοιχείων των αποδόσεων του fund (fund performance)
- Ανάλυση και αποτίμηση του χαρτοφυλακίου του fund (portfolio reporting) σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π
- Διανομή των μετοχών (stock distribution)
- Κατανομή των επενδυμένων κεφαλαίων στο fund (capital account).

Διάγραμμα 4.9: Δομή ΤΑΝΕΟ



πηγή: www.taneo.gr

4.3.2 Ένωση Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA)

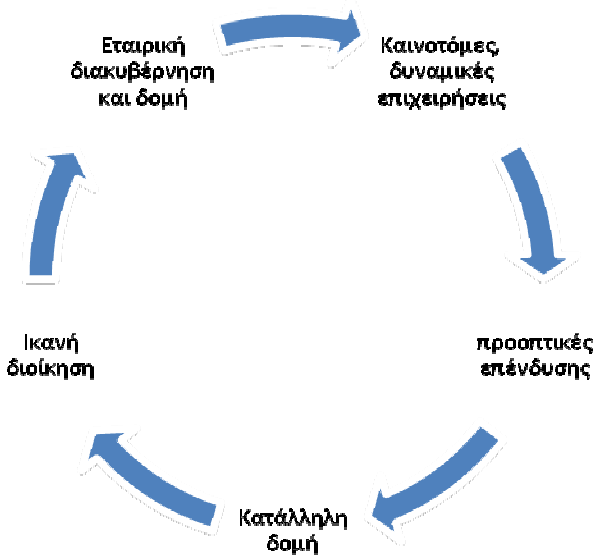
Η HVCA έχει ως σκοπό την προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών, τη μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος του κλάδου και την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της. Για την πραγματοποίηση των σκοπών αυτών η HVCA:

- Εκπροσωπεί θεσμικά τα μέλη της στις ελληνικές, διεθνές και αλλοδαπές αρχές και στους ελληνικούς, διεθνές και αλλοδαπούς οργανισμούς.
- Αναπτύσσει δίκτυο συνεργασίας και επικοινωνίας μεταξύ των μελών της καθώς επίσης και με αντίστοιχες ενώσεις χωρών του εξωτερικού και ιδιαίτερα με την Ευρωπαϊκή Ένωση VC (European Venture Capital Association).
- Μελετά και προτείνει μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης και την εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της.
- Συμμετέχει στις προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με τη βελτίωση του νομικού και δημοσιονομικού πλαισίου, την κατάρτιση νόμων που σχετίζονται άμεσα ή έμμεσα με τη δραστηριότητα των μελών της, εξετάζει τις επιπτώσεις της εφαρμογής των νόμων αυτών και ερμηνεύει νόμους, διατάξεις και κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία των μελών της.
- Ενημερώνει τα μέλη της για θέματα που αφορούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα.
- Φροντίζει για τη σωστή προβολή του θεσμού των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών ενώ ταυτόχρονα συμβάλλει στην τόνωση και ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας , μέσω της διάχυσης της πληροφόρησης με τη διεξαγωγή σεμιναρίων και συναφών εκδηλώσεων, ανοικτών στο κενό.
- Συνιστά επιτροπές, οι οποίες επιλαμβάνονται την επίλυση θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος.

Κριτήρια επένδυσης

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων θέτουν διάφορα κριτήρια όσον αφορά την επιλογή των επενδύσεών τους. Αυτά μπορεί να σχετίζονται με τη θέση της επιχείρησης, το μέγεθος της επένδυσης, το στάδιο της εταιρείας, τη δομή της επένδυσης και την εμπλοκή της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Ωστόσο, ο επιχειρηματίας δεν θα πρέπει να αποθαρρύνεται αν κάποιος επενδυτής VC δεν επιθυμεί να επενδύσει στην εταιρεία του. Η απόρριψη μπορεί να μην σχετίζεται με την ποιότητα της επιχείρησης αλλά ενδεχομένως με το γεγονός ότι η συγκεκριμένη επιχείρηση δεν ικανοποιεί τα ιδιαίτερα επενδυτικά κριτήρια που θέτει ο επενδυτής.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων συνήθως ζητούν:



Καινοτόμες, δυναμικές επιχειρήσεις: οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων αναζητούν επιχειρήσεις με καινοτόμο δράση, ισχυρή στρατηγική θέση και προηγμένα προϊόντα ή υπηρεσίες, οι οποίες στοχεύουν σε γρήγορα αναπτυσσόμενες και μη κορεσμένες αγορές. Εναλλακτικά, στις περιπτώσεις MBO, αναζητούν επιχειρήσεις με δανειοληπτική ικανότητα, με σταθερότητα κερδών και με δυνατότητα γρήγορης αποπληρωμής των χρεών.

Ικανότητα διοίκησης: οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων θα πρέπει να βεβαιωθούν ότι η διοίκηση της επιχείρησης είναι ικανή για να επιτευχθούν οι στόχοι που έχουν τεθεί. Τις περισσότερες φορές δεν επιζητούν τον έλεγχο της διοίκησης αλλά προτιμούν να προσθέσουν αξία στην επένδυση με την ιδιαίτερη εμπειρία τους στην εξεύρεση κεφαλαίων, στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, το διεθνές μάρκετινγκ και τα παγκόσμια δίκτυα.

Εταιρική διακυβέρνηση και δομή: οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου ζητούν την ύπαρξη και μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο έτσι ώστε να εξασφαλίζουν ότι οι επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν έχουν τη διάθεση να υιοθετούν σύγχρονα πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης.

Κατάλληλη δομή επένδυσης: η σύμβαση που θα συναφθεί μεταξύ των δύο (εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου και επιχειρήσεις) θα πρέπει να περιλαμβάνει όρους προστασίας της μειοψηφίας του μετοχικού κεφαλαίου.

Προοπτικές ρευστοποίησης: οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διερευνούν τις προοπτικές ρευστοποίησης από τις επενδύσεις τους, όπως δημόσια εγγραφή ή εξαγορά από τον επιχειρηματία ή από τρίτο μέρος.

4.3.3 ATTICA VENTURES A.E.

Η Attica Ventures A.E. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003, ανήκει στον όμιλο εταιρειών της Τράπεζας Αττικής, και έχει σαν αντικείμενο την διαχείριση ΑΚΕΣ. Οι βασικοί επενδυτές της εταιρείας είναι η Τράπεζα Αττικής και το ΤΑΝΕΟ.

Επιδίωξη της εταιρείας είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε ικανό αριθμό εταιρειών, με κλαδική διασπορά, κύρια σε μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δια-

θέτουν διακριτό ανταγωνιστικό αποτέλεσμα. Οι εταιρείες αυτές θα πρέπει να δραστηριοποιούνται κατά προτεραιότητα σε τομείς αιχμής της οικονομίας (τηλεπικοινωνίες, ενέργεια, ηλεκτρονικό εμπόριο, βιοτεχνολογία, νέα υλικά και πληροφορική) αλλά και σε εταιρείες και βιομηχανίες από το σύνολο του φάσματος της παραγωγικής δραστηριότητας που υπάρχουν ή πρόκειται να δημιουργηθούν και που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών, καινοτομίας και επιστημονικής έρευνας. Παράλληλα, και στο βαθμό που κρίνεται αναγκαίο, η Attica Ventures παρέχει συμβουλευτική υποστήριξη σε θέματα στρατηγικής, διαδικασιών, corporate finance, marketing στις εταιρείες του χαρτοφυλακίου της.

Το πρώτο ΑΚΕΣ υπό τη διαχείριση της Attica Ventures συστάθηκε το 2004 με την επωνυμία Zaitech Fund. Το αρχικό κεφάλαιο του ΑΚΕΣ ανέρχεται σε 30 εκατ. ευρώ, η διάρκεια ζωής του είναι 10 χρόνια με δυνατότητα επέκτασης 2 ακόμη χρόνια και έχει επενδυτική περίοδο 3 ετών. Το Zaitech Fund θα λειτουργεί με στόχο τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων των συμμετοχών του για λογαριασμό των μετόχων του, επενδύοντας σε ένα portfolio εταιρειών, με καλές προοπτικές. Στόχος είναι η διασπορά των επενδύσεων σε διαφορετικές αγορές αφενός και αφετέρου η πραγματοποίηση ικανού αριθμού επενδύσεων ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος από την πλευρά του ΑΚΕΣ.

Τα κύρια σημεία της επενδυτικής στρατηγικής του ΑΚΕΣ είναι τα εξής:

- Το Fund επενδύει στην Ελλάδα.
- Επενδύει σε ευρύ φάσμα καινοτόμων επιχειρήσεων με έμφαση στους κλάδους της ενέργειας, των τηλεπικοινωνιών, της πληροφορικής και των εφαρμογών της.
- Επενδύει κατά περίπτωση και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, μέσω ελληνικών επιχειρήσεων των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.

- Σκοπός του ΑΚΕΣ θα είναι η παράλληλη εκμετάλλευση επιχορηγήσεων, καινοτομικών προγραμμάτων, φορολογικών κινήτρων κλπ., χωρίς όμως αυτό να αποτελεί κριτήριο επιλογής μιας επένδυσης.
- Οι επενδύσεις δεν θα υπερβαίνουν το 15% του ενεργητικού fund, προκειμένου για επιχειρήσεις στο στάδιο της εκκίνησης ή το αρχικό στάδιο λειτουργίας (early- stage). Το αντίστοιχο όριο για μικρομεσαίες επιχειρήσεις σε μεταγενέστερο στάδιο είναι 3 εκατ. ευρώ. Επίσης, τίθεται όριο 1 εκατ. ευρώ ανά γύρο (round) χρηματοδότησης.

4.3.4 Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών

Ηγετική θέση στην ελληνική αγορά του VC κατέχει η Εθνική Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Είναι μια ελληνική εταιρεία Venture Capital- Private Equity που ιδρύθηκε το 1999 και επενδύει σε επιχειρηματικές ευκαιρίες στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Επίσης είναι έμμεση θυγατρική της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (NBG), γεγονός το οποίο προσδίδει αξία στην επιχείρηση, η οποία χρησιμοποιεί τη μεγάλη ανταγωνιστικότητα και το περιφερειακό δίκτυο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς επίσης και τις δεξιότητες και την εμπειρία των επαγγελματιών που τη στελεχώνουν. Την παρούσα περίοδο η NBG Venture Capital διαχειρίζεται τρία funds με 135 εκατ. ευρώ συνολικά δεσμευμένα κεφάλαια:

1. Το NBG Greek Fund Limited με κεφάλαιο €45 εκατ. που επενδύει στην Ελλάδα και επιλεκτικά στην Ευρώπη.
2. Το NGB Emerging Europe Fund LP με €30 εκατ. για επενδύσεις κυρίως στην αναδυόμενη Ευρώπη, με ιδιαίτερη εστίαση στα Βαλκάνια και επιλεκτικά σε άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου.
3. Το NBG Technology LP με κεφάλαιο €60 εκατ. για επενδύσεις στον τεχνολογικό κλάδο, τις βιομηχανίες Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης και Τηλεπικοινωνιών, στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Τα κριτήρια επένδυσης είναι τα εξής:

- Ραγδαίοι ρυθμοί ανάπτυξης
- Ισχυρή διοίκηση
- Ανάγκη κεφαλαίων

Τα κεφάλαια αντλούνται κυρίως από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και για το λόγο αυτό χαρακτηρίζεται ως εξαρτημένη εταιρεία VC. Παρακάτω θα δούμε την επενδυτική στρατηγική της εταιρείας σε σχέση με τη γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιούνται.

Επενδύσεις στην Ελλάδα: η NBG Venture Capital διερευνά επενδυτικές ευκαιρίες σε όλη την ελληνική αγορά, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση σε τομείς υψηλής προστιθέμενης αξίας με σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης ενώ παράλληλα εξετάζονται δυνατότητες επένδυσης σε επιχειρήσεις που επιδεικνύουν δυνατότητες κερδοφορίας μέσω της λειτουργικής και διευθυντικής βελτίωσης.

Το μέγεθος των κεφαλαίων που επενδύονται ανέρχεται και μέχρι τα €10 εκατ. Οι μεγάλες επενδύσεις πραγματοποιούνται με τη συμμετοχή στρατηγικών επενδυτών ή άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Αντιπροσωπευτική επένδυση της NBG Venture Capital στην Ελλάδα αποτελεί η χρηματοδότηση της Agris. Η επιχείρηση αυτή, ασχολείται με την παραγωγή και το εμπόριο καλλιεργήσιμων σπόρων και έχει έδρα τη Θεσσαλονίκη. Η Agris χρησιμοποιεί τη χρηματοδότηση του VC προκειμένου να δραστηριοποιηθεί στην ραγδαία αυξανόμενη αγορά των σποριόφυτων, αποκτώντας τεχνογνωσία μέσω μιας στρατηγικής συμφωνίας με μια ηγετική διεθνή εταιρεία της αγοράς.

Επενδύσεις στην Ευρώπη: οι χώρες στις οποίες επενδύει η NBG Venture Capital είναι κυρίως η Βουλγαρία, η Ρουμανία, η Σερβία, η Τουρκία και η Αίγυπτος, εκμεταλλευόμενη με τον τρόπο αυτό την ισχυρή παρουσία του Ομίλου NBG στις περιοχές

αυτές. Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται, κυμαίνονται από €1 μέχρι €5 εκατ., χωρίς να αποκλείονται και μεγαλύτερες επενδύσεις.

Μια αντιπροσωπευτική επένδυση της NBG Venture Capital στην αγορά της Ευρώπης, είναι αυτή της βουλγαρικής επιχείρησης Doverie Broco AD. Η επιχείρηση αυτή προγραμματίζει να αναπτύξει μια αλυσίδα καταστημάτων Do- It- Yourself στη Βουλγαρία και άλλες γειτονικές χώρες με το εμπορικό όνομα μεγάλης γαλλικής αλυσίδας τέτοιου είδους καταστημάτων. Η αφετηρία των καταστημάτων ήταν στη Σόφια και η επιχείρηση είναι στο στάδιο δημιουργίας επιπλέον καταστημάτων.

Η NBG Venture Capital εκτός από τις αναδυόμενες αγορές που προαναφέρθηκαν, πραγματοποιεί επενδύσεις και στη Δυτική Ευρώπη. Πιο συγκεκριμένα, έχει ιδρύσει μια θυγατρική εταιρεία με έδρα το Λονδίνο (NBGI Private Equity), η οποία πραγματοποιεί επενδύσεις σε παραδοσιακές μικρομεσαίες επιχειρήσεις της "παραδοσιακής οικονομίας" σε όλο το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ηπειρωτική Ευρώπη. Το Fund το οποία διαχειρίζεται η NBGI Private Equity ανέρχεται στα €100 εκατ. και παρέχει χρηματοδότηση εύρους 2- 15 εκατ. αγγλικών λιρών.

Αντιπροσωπευτική επένδυση είναι η ίδρυση της easyCar από τον Σ. Χατζηιωάννου. Η εταιρεία αυτή αποτελεί μια πανευρωπαϊκή επιχείρηση χαμηλού κόστους ενοικιάσεως αυτοκινήτων.

Επενδύσεις σε τεχνολογία: η διαπίστωση της NBG Venture Capital ότι η Ελλάδα μπορεί να αναπτυχθεί σε μια ευρωπαϊκή κοιτίδα τεχνολογίας, έχει δημιουργήσει μια ομάδα παροχής πόρων έρευνας και ανάπτυξης, με σκοπό την ίδρυση δυναμικών νέων επιχειρήσεων σε διάφορους τομείς της τεχνολογίας.

Ανάμεσα στους συνεργάτες της NBG Venture Capital που διαδραματίζουν ιδιαίτερα υποστηρικτικό ρόλο για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων σε τομείς της τεχνολογίας, περιλαμβάνεται η Microsoft. Η Microsoft ενεργώντας ως σύμβουλος τεχνολογίας

στην NBG Venture Capital, παρέχει τεχνογνωσία και το εμπορικό δίκτυο της μεγαλύτερης επιχείρησης λογισμικού στον κόσμο. Σε τοπικό επίπεδο, η iVen A.E. αποτελεί την πρώτη ελληνική θερμοκοιτίδα, υποστηρίζοντας τα πρώτα βήματα των νέων επιχειρηματικών προσπαθειών και αποτελεί στενό τοπικό συνεργάτη της NBG Venture Capital που χρηματοδότησε και την ίδρυση της iVen.

Έξοδος από την επένδυση: η NBG Venture Capital επιδιώκει να ρευστοποιήσει τις επενδύσεις της σε διάστημα 5 ετών. Επειδή όμως, δεν μπορεί να στηριχθεί στις τοπικές κεφαλαιαγορές, η έξοδος επιδιώκεται μέσω put option σε έναν στρατηγικό επενδυτή ή μέσω της διαδικασίας πώλησης σε έναν εμπορικό αγοραστή ή άλλο επενδυτή (trade sale).

4.3.5 Global Finance

Η Global Finance είναι μια ΕΚΕΣ που ιδρύθηκε το 1991 και κατέχει και αυτή ηγετική θέση στο χώρο του VC στην Ελλάδα. Στηρίχθηκε από κεφάλαια ξένων θεσμικών επενδυτών, όπως της εταιρείας Baring Ventures Partners, ενώ βασικοί μέτοχοι ήταν και οι Εθνική Τράπεζα, η ΕΤΕΒΑ, η Eurobank και η Βιοχάλκο. Η εταιρεία αυτή, διαχειρίζεται το σημαντικότερο fund που έχει δημιουργηθεί στην Ελλάδα, το Baring Hellenic Ventures (BHV), και θεωρείται ένα από τα πιο επιτυχημένα funds στην ευρωπαϊκή αγορά σύμφωνα με τον EVCA.

Τα βασικά κριτήρια που χρησιμοποιεί για την επιλογή των επιχειρήσεων που θα χρηματοδοτήσει είναι τα ακόλουθα:

- Φιλόδοξη και επιτυχημένη ομάδα διοίκησης
- Προοπτική ταχείας ανάπτυξης και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα
- Λογική τιμή
- Ευκολία ρευστοποίησης
- Σχετικά ώριμο στάδιο ανάπτυξης

Διάγραμμα 4.1:Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Global Finance στην Ελλάδα

Χαρτοφυλάκιο ελληνικών επενδύσεων Global Finance			
Εταιρείες	**Κλάδος**	**Έτος**	**Έξο-δος**
Goody's	Fast- food	1992	ΧΑΑ
Ένδυση	Ενδύματα	1992	ΧΑΑ
Chipita	Snack food	1992	ΧΑΑ
Marc Aalen	Οπτικά	1993	-
Επιφάνεια	Εκδόσεις	1993	ΧΑΑ
Maxim	Υφάσματα	1994	ΧΑΑ
Μάγκος	Ψηφιακή επεξεργασία εικόνας & ήχου	1994	-
Babyland	Αλυσίδα παιχνιδιών	1995	ΧΑΑ
Eurodrip	Συστήματα άρδευσης	1995	ΧΑΑ
DIS	Λογισμικό	1995	ΧΑΑ
Παναγία	Υγεία	1996	ΧΑΑ
Γερμανός	Τηλεπικοινωνίες/ ενέργεια	1996	ΧΑΑ
Χατζηιωάννου	Panty hose producer	1998	ΧΑΑ
Διακίνηση	Logistics	1998	ΧΑΑ
Γρηγόρης	Αλυσίδα Snack food	1998	ΧΑΑ
Computer Logic	Λογισμικό	1998	ΧΑΑ
Eurodrip Inc	Συστήματα άρδευσης	1998	-
Δωδώνη	Παγωτά	1999	-
Sea Farm Ionian	Ιχθυοκαλλιέργεια	1999	ΧΑΑ
Μπουτάρη	Οινοποιεία/ Ζυθοποιεία	1999	ΧΑΑ
Profile Systems	Ειδικές εφαρμογές λογισμικού	1999	ΧΑΑ
Information Dynamics	Συστήματα ολοκλήρωσης	1999	ΧΑΑ
Τέμενος Holdings NV	Επιχειρηματικές λύσεις λογισμικού	2000	SWX
Zephyr Telecommuni-cations Inc.	Τηλεπικοινωνίες IP	2000	-
Netwed BV	Συνδρομητική τηλεόραση	2000	-
Yioula Glassworks SA	Βιομηχανία υαλικών	2001	-
Lanitis Development LTD	Ολοκληρωμένες υπηρεσίες αναψυχής	2002	CSE

Πηγή: www.globalfinance.gr

Διάγραμμα 4.2: Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων Global Finance στην Αμερική και Ευρώπη

Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων της Global Finance στην Ανατολική Ευρώπη				
Εταιρείες	**Partner**	**Κλάδος**	**Έτος**	**Χώρα**
Chipita Bul-garia	Chipita	Snack food	1996	Βουλγαρία
Delrom	Δέλτα	Παραγωγή & διανομή πλαστικών	1996	Ρουμανία

Romcolor	Πλαστικά Κρήτης	Προσθετικά παραγωγής πλαστικών	1996	Ρουμανία
Neoset Balkans	Neoset	Παραγωγή και διάθεση επίπλων	1996	Ρουμανία
Axxon Romania	Germanos	Πωλήσεις καταναλωτικών αγαθών	1996	Ρουμανία
Balkan restaurants	Goody' s Fast-Food	Εστιατόρια	1997	Βουλγαρία
Stind	Youla/ Frigoglass	Παραγωγή μπουκαλιών	1997	Βουλγαρία
Steelmet	ETEM	Βιομηχανία αλουμινίου	1998	Ρουμανία
Titan/ Moara Loulis	Λούλης	Αλευροβιομηχανία	1998	Ρουμανία
Chipita Poland	Chipita	Snack food	1999	Πολωνία
Chipita Romania	Chipita	Snack food	1999	Ρουμανία
Sicomed	Galenica	Φαρμακευτική	1999	Ρουμανία
mobilRom	France Telecom	Ασύρματες τηλεπικοινωνίες	2001	Ρουμανία
ASBISC Enterprises Limited	-	Πληροφορική	2002	Ρωσία

Πηγή: www.globalfinance.gr

4.3.6 Η θερμοκοιτίδα της VCI

Η Velti Center for Innovation (VCI) έχει στόχο την προώθηση της καινοτομίας και την εισαγωγή νέων τεχνολογιών στην Ελληνική Αγορά και υλοποιείται στο πλαίσιο του Προγράμματος ΕΛΕΥΘΩ της Γενικής Γραμματείας Έρευνας και Τεχνολογίας του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Στη VCI φιλοξενούνται νεοσύστατες επιχειρήσεις, όπου σε ένα σύγχρονο και υψηλής τεχνολογίας επιχειρηματικό περιβάλλον έχουν τη δυνατότητα, αξιοποιώντας την εμπειρία και τις πρότυπες υποδομές της Velti, καθώς και το δίκτυο αξιόλογων επενδυτών, συμβούλων και στελεχών αυτής, να βοηθηθούν σε θέματα καινοτομιών που υποστηρίζουν και γενικότερα στην επιχειρηματική τους ανάπτυξη. Οι νέες επιχειρήσεις στις οποίες παρέχεται υποστήριξη και χρηματοδότηση μπορεί να είναι νεοσύστατες, μικρομεσαίες εταιρείες, ιδιώτες, Ερευνητές και Ακαδημαϊκοί από τον χώρο της Πληροφορικής, των Τηλεπικοινωνιών και των Νέων Μέσων, εταιρείες που

επιθυμούν να αναπτύξουν ένα καινούργιο προϊόν, μια διαδικασία ή μια επιχειρηματική ιδέα, μόνες ή σε συνεργασία με άλλα εταιρικά σχήματα.

Οι Υπηρεσίες, τις οποίες παρέχει η VCI στις εγκατεστημένες στη Θερμοκοιτίδα της επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της παραμονής τους, είναι:

- Στρατηγική καθοδήγηση και Δίκτυο Επαφών
- Πωλήσεις και Υπηρεσίες Εμπορικής Ανάπτυξης
- Υπηρεσίες Οικονομικού / Νομικού Σχεδιασμού
- Υπηρεσίες Μάρκετινγκ / Δημοσίων Σχέσεων και Διαχείρισης Ανθρώπινου Δυναμικού
- Υπηρεσίες Λειτουργιών/Διοικητικής Υποστήριξης
- Υπηρεσίες Λογιστηρίου
- Ολοκληρωμένες Υπηρεσίες Πληροφορικής και Τηλεπικοινωνιών
- Ανάπτυξη Λογισμικού, Διασφάλιση Ποιότητας και Υπηρεσίες Διοίκησης Έργου.

Παρεχόμενες υπηρεσίες : Η VCI παρέχει σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, χώρο στέγασης σε σύγχρονες κτιριακές εγκαταστάσεις, όπως και όλα τα απαραίτητα για τη πλήρη λειτουργία ενός γραφείου (έπιπλα, ηλεκτρονικούς υπολογιστές, τηλεφωνικές συσκευές, πρόσβαση στο Internet, κ.α.). Επίσης, προσφέρει επίσης, νομικές, οικονομικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες, υποστήριξη σε διοικητικά θέματα, καθώς και βοήθεια στην εξεύρεση κατάλληλων στελεχών. Σε ορισμένες περιπτώσεις δίνεται στις νεοσύστατες εταιρείες και ένα μικρό κεφάλαιο κίνησης για την κάλυψη των πρώτων αναγκών. Σε αντάλλαγμα για την παροχή κεφαλαίων και υπηρεσιών, η Θερμοκοιτίδα αποκτά ένα μειοψηφικό ποσοστό της εταιρείας.

Κριτήρια αξιολόγησης εγκατάστασης στη θερμοκοιτίδα:

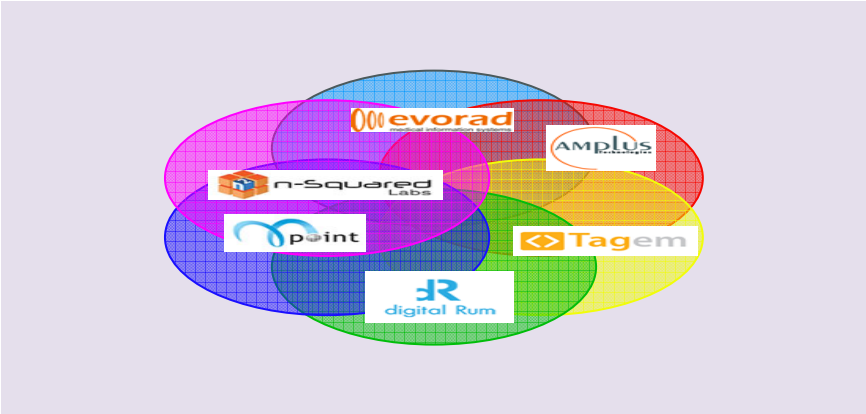
Τα κριτήρια, σύμφωνα με τα οποία γίνεται η αξιολόγηση για την αποδοχή ή μη των επιχειρηματικών πλάνων, είναι τα παρακάτω:

- Ικανότητα της Διοικητικής Ομάδας της υποψήφιας εταιρείας
- Καινοτομία του προϊόντος ή/ και των υπηρεσιών σε σύγκριση με την αγορά
- Ικανότητα καθορισμού χρονοδιαγράμματος ερευνητικών και τεχνολογικών δραστηριοτήτων
- Αξιοποίηση της τεχνολογικής έρευνας
- Ανάγκη για χρηματοδότηση και παροχή υπηρεσιών

Χρηματοδότηση:

Στα πλαίσια του προγράμματος ΕΛΕΥΘΕΡΩ της Γενικής Γραμματείας Έρευνας και Τεχνολογίας, η VCI είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει εταιρείες έναντι συμμετοχής στο μετοχικό τους κεφάλαιο σε ποσοστό από 33,04% έως 49%. Για ανάλογη συμμετοχή,, στα παραπάνω ποσοστά η VCI είναι σε θέση να επενδύσει ποσά μεταξύ 20 και 400 χιλιάδες ευρώ.

Διάγραμμα 4.10: Εγκατεστημένες εταιρείες στην VCI



Πηγή: www.vci.gr

4.3.7 Alpha Ventures

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι η πρώτη ιδιωτική εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου (Private Equity/ Venture Capital) στην Ελλάδα. Αποτελεί την αιχμή της επενδυτικής δραστηριότητας του Ομίλου Alpha Bank στο χώρο του Private Equity/ Venture Capital και μέχρι σήμερα έχει επενδύσεις σε επιχειρήσεις στην Ελλάδα και το εξωτερικό σε ποικίλους κλάδους.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι τα εξής:

- Επενδύει σε νέες ή δυναμικά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο, συνήθως με συμμετοχή στο μετοχικό τους κεφάλαιο
- Βοηθά ενεργά τις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύει
- Έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα συνεργασίας (άνω των 3-5 ετών).

Επιπλέον, προσφέρει υποστήριξη σε τομείς κρίσιμους για τη σωστή και διαρκή ανάπτυξη της επιχείρησης, όπως:

- Πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου με εισαγωγή στο χρηματιστήριο
- Χρηματοοικονομικό σχεδιασμό

- Επιχειρηματικές συμμετοχές, εμπορικές συνεργασίες, εξαγορές και συγχωνεύσεις
- Προσέλκυση νέων στελεχών
- Είσοδο σε νέες αγορές.

Κατά το έτος 2006 ρευστοποιήθηκε ακόμη μια συμμετοχή, με εισροή κεφαλαίων ύψους €3,2 εκατ., από την οποία προέκυψαν κέρδη €1,3 εκατ. Τα θετικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητες του έτους 2006 συνοψίζονται στην αύξηση του συνολικού ενεργητικού της κατά 184% σε σχέση με το έτος 2005.

Οι προοπτικές για τον κλάδο του VC/ Private Equity Financing είναι ευοίωνες. Στο πλαίσιο της πολιτικής και μακροοικονομικής σταθεροποιήσεως με την ένταξη των χωρών της Ρουμανίας και της Βουλγαρίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, προκύπτουν νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Για το λόγο αυτό, η επενδυτική δραστηριότητα της Alpha Ventures συνεχίζει να έχει ως κύριο στόχο της τις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με έμφαση στη Ρουμανία και στη Βουλγαρία.

4.3.8 VECTIS CAPITAL

Η Vectis Capital είναι μια εταιρεία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του ομίλου Λεβέντη. Το ποσό το οποίο διαχειρίζεται ανέρχεται στα €26,5 εκατ. και οι επενδυτές των κεφαλαίων αυτών περιλαμβάνουν, την Alpha Τράπεζα, τον Όμιλο Λεβέντη και τον Όμιλο Μαρτίνου. Οι τρείς αυτοί επενδυτές έχουν συνεισφέρει ισότοπα στο κεφάλαιο που διαχειρίζεται η εταιρεία και ο καθένας φέρνει τις δικές του συνέργειες, ανάλογα με τον κλάδο που εκπροσωπεί. Με αυτά τα κεφάλαια η Vectis Capital πραγματοποιεί χρηματοδοτήσεις της μορφής VC-Private Equity, συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύει.

Πέρα από επιχειρηματικό κεφάλαιο, η Vectis Capital προσφέρει στις εταιρείες στις οποίες συμμετέχει τόσο τη γνώση και την εμπειρία των μελών της ομάδας της όσο και τις συνέργειες των τριών ομίλων- επενδυτών των κεφαλαίων της.

Οι επενδύσεις αφορούν σε γρήγορα αναπτυσσόμενες εταιρείες που διαθέτουν:

- "Δυνατή" διοικητική ομάδα
- Ποιοτικό, καινοτομικό προϊόν ή υπηρεσία
- Σημαντικά περιθώρια ανάπτυξης
- Δραστηριότητα σε δυναμικό και αναπτυσσόμενο κλάδο
- Συνθήκες για σημαντική κερδοφορία- απόδοση κεφαλαίου.

Η Vectis Capital επενδύει στις υποψήφιες εταιρείες ποσά από €1 εκατ. έως €2,5 εκατ. Το τελικό ποσό διαμορφώνεται ανάλογα με την ιδιαιτερότητα της κάθε εταιρείας και τις επενδυτικές της ανάγκες και κατά περίπτωση μπορεί να υπάρξει και απόκλιση από 3 έως 5 χρόνια.

Στον πίνακα (4.3) που ακολουθεί παρουσιάζονται οι εταιρείες που έχει επενδύσει η Vectis Capital έως τις αρχές του 2004. Η εταιρεία χρηματοδοτεί με VC διάφορους κλάδους με βάση την προοπτική των επιχειρήσεων και όχι με βάση τον τομέα δραστηριότητας ή το στάδιο ανάπτυξής τους. Ωστόσο, προτιμώνται τα αρχικά στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων (Early stage- development).

Πίνακας 4.3: Επενδύσεις Vectis Capital

Εταιρείες	Κλάδος	Έτος
KOU-KOU	Αλυσίδα καταστημάτων παιδικών παιχνιδιών και ένδυσης	2000
SYNERGY d.d. synergy Hellas	Σύμβουλοι πληροφοριακών συστημάτων	2001

	Λύσεις πληροφορικής	2001
	Μονάδα παραγωγής κρέατος	2001
	Διανομή τροφίμων σε ξενοδοχεία, εστιατόρια κλπ.	2001
	Παραγωγή και μεταφορά έτοιμου φαγητού	2001
	Διαχείριση επιχειρηματικών φακέλων	2003
	Αλυσίδα καταστημάτων ψιλικών και περιπτέρων	2001
	Αποθήκη διαχείρισης λογισμικού και διαλογικών καταναλωτικών λύσεων	2002

Πηγή: www.vectis.gr

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

4.3.9 Capital Connect Venture Partners

Το ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Partners συνολικού ύψους €24 εκατ. είναι η πρώτη επένδυση του ΤΑΝΕΟ σύμφωνα με το νόμο 2992/2002. Τα κεφάλαιά του προήλθαν από το ΤΑΝΕΟ κατά 49.9% και από ιδιώτες επενδυτές κυρίως από το χώρο της ναυτιλίας, καθώς επίσης και από ξένους θεσμικούς επενδυτές (μεταξύ των οποίων το συνταξιοδοτικό ταμείο της πορτογαλικής τράπεζας Banco Espirito Santos και το Fund of Funds CMA Technology Venture Partners). Τα κεφάλαια αυτά πρόκειται να επενδυθούν σε ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους τομείς της νέας οικονομίας και σε εταιρείες που θα στηρίζουν την ανταγωνιστικότητά τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία.

Οι πιο σημαντικές επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει η Capital Connect με τη μορφή της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι οι εξής:

- Επένδυση €1 εκατ. τον Δεκέμβριο του 2003 στην Advice Α.Ε., εταιρεία ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και παροχής επιχειρησιακών λύσεων. Η εταιρεία εξειδικεύεται και προσφέρει λύσεις σε συγκεκριμένες κάθετες αγορές όπως αυτή του λιανικού εμπορίου (αγορά τροφίμων, super markets, ένδυση, υπόδηση, ηλεκτρονικά είδη και είδη τεχνολογίας), την αγορά χονδρικού εμπορίου και των διανομών (cash & carry, distribution) στις οποίες διαθέτει και επιχειρησιακή τεχνογνωσία. Η Advice κατέχει μια από τις πιο ολοκληρωμένες λύσεις επιχειρησιακού λογισμικού στην ελληνική αγορά με περισσότερες από 100 εγκαταστάσεις σε ένα ευρύ φάσμα επιχειρήσεων. Η εταιρεία αυτή έχει ήδη υλοποιήσει εγκαταστάσεις advisor στο Βέλγιο και στην Ιταλία, ενώ συνάπτει συμφωνίες και σε άλλες χώρες. (Καθημερινή, 21 Ιανουαρίου 2004)
- Επένδυση € 1 εκατ. τον Ιανουάριο του 2004 στην Micrel Α.Ε. εταιρεία παραγωγής υψηλής τεχνολογίας ιατρικών μηχανημάτων. Βασικό αντικείμενο των εργασιών της είναι ο σχεδιασμός, η ανάπτυξη, η κατασκευή και

διεθνής εμπορεία ηλεκτρονικών φορητών αντλιών χορήγησης φαρμακευτικών ουσιών. Στην ελληνική αγορά, κατέχει ηγετική θέση καθώς είναι ο βασικός προμηθευτής νοσοκομείων και κλινικών της χώρας. Στο μετοχικό κεφάλαιο της Micrel συμμετέχει από το 2001 η Άλφα Α.Ε. Επενδυτικών Συμμετοχών (Alpha Ventures). Αξίζει να σημειωθεί ότι η Micrel εξάγει το 90% των προϊόντων της σε 30 χώρες, από το Ηνωμένο Βασίλειο έως τη Μέση και Άπω Ανατολή, συμπεριλαμβανομένης της Κίνας, ενώ στο πλάνο εξάπλωσης των 2004 βρίσκονταν και οι ΗΠΑ. (Καθημερινή, 21 Ιανουαρίου 2004)

- Η "Προϊόντα Κρόκου Κοζάνης", συστάθηκε με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο € 3.680.000 με την συμμετοχή κατά 30% του ΑΚΕΣ "Capital Connect Venture Partners", κατά 15% της "Κορρές Φυσικά Προϊόντα Α.Ε." και την στρατηγική συμμαχία και συμμετοχή κατά 55% του "Ανταγωνιστικού Συνεταιρισμού Κροκοπαραγωγών Κοζάνης". Η επένδυση αυτή, στοχεύει στην ανάπτυξη και αξιοποίηση των προϊόντων κρόκου που παραδοσιακά δραστηριοποιείται μια μεγάλη ομάδα αγροτών στην Κοζάνη. Αξίζει να σημειωθεί ότι, είναι μια αμιγώς ελληνική εταιρεία, η οποία παρουσιάζει ταχύτατους ρυθμούς ανάπτυξης εντός και εκτός συνόρων με διανομές φυσικών προϊόντων της σε περίπου 5000 φαρμακεία στην Ελλάδα και σε 1250 επιπλέον επιλεγμένα σημεία πώλησης στο διεθνή χώρο. Παράλληλα η εταιρεία συμμετέχει σε προγράμματα ανάπτυξης βιομηχανικής έρευνας με αντικείμενο την ανάδειξη ιδιοτήτων φαρμακευτικών φυτών της ελληνικής χλωρίδας.

4.3.10 THERMI A.E.

Η THERMI Α.Ε., Φορέας Διαχείρισης της Θερμοκοιτίδας έχει δημιουργήσει ένα Ολοκληρωμένο Εταιρικό Σύστημα Υποστήριξης (THERMI DEVELOPMENT),

όπου φιλοξενούνται νεοσύστατες επιχειρήσεις. Τα κεφάλαια της Θερμοκοιτίδας είναι € 14,5 εκατ. ενώ οι εγκαταστάσεις της ξεπερνούν τα 6.000 τμ. καθιστώντας την μεγαλύτερη ΘΕΡΜΟΚΟΙΤΙΔΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Η TERMI Α.Ε., μέσω της συμμετοχής στην εταιρεία INI- NOVATION GREECE Α.Ε., συμμετέχει στο Διεθνές Τεχνολογικό και Χρηματοπιστωτικό Δίκτυο INI-Graphics Net, που έχει δημιουργήσει θερμοκοιτίδες και χώρους ανάπτυξης και μεταφοράς τεχνολογίας στην Ευρώπη, τις ΗΠΑ και πολλές χώρες τις Ασίας.

Κριτήρια Χρηματοδότησης:

- Επενδύσεις σε εταιρείες με προηγμένη επιχειρηματική κουλτούρα
- Επένδυση σε εταιρείες με τις οποίες μπορούν να δημιουργηθούν σημαντικές πρακτικές συνεργασίας
- Επένδυση σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε αγορές με βάθος
- Δυνατότητα παρακολούθησης από πολύ κοντά όλων των επενδύσεων που υλοποιούνται, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα
- Επενδύσεις σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, περίπτωση που απαιτεί πολύ περισσότερα από οικονομικούς πόρους για να εξασφαλίσει την επιτυχία, όπως στενή και ομαλή σχέση με την διοίκηση της Θερμοκοιτίδας με την παροχή από την πλευρά της μιας σειράς υπηρεσιών αυξημένης υπεραξίας. Εξαίρεση αποτελούν εταιρείες οι οποίες , μπορεί μεν να μην είναι νεοσύστατες, πληρούν όμως όλες τις προϋποθέσεις εισόδου, δημιουργούν καινοτόμα προϊόντα με ενσωματωμένη τεχνολογία και έχουν πολύ ανεπτυγμένες τις διαδικασίες έρευνας και ανάπτυξης.

Ένοικοι:

Σήμερα στη Θερμοκοιτίδα λειτουργούν 31 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κυρίως στους τομείς της βιοϊατρικής, βιοτεχνολογίας, ανάπτυξης προηγμένου λογισμι-

κού και "έξυπνων" συσκευών, τηλεματικής και ασύρματης μετάδοσης δεδομένων, ανάπτυξης διαδικτυακών εφαρμογών και συστημάτων προστασίας του περιβάλλοντος. Στον πίνακα (4.4) που ακολουθεί, παρουσιάζονται ενδεικτικά ορισμένες από τις επιχειρήσεις ανά κατηγορία.

Πίνακας 4.4: Ένοικοι της Thermis

	Ένοικοι της THERMI Α.Ε.	
Υγεία-Βιολογία-Βιοτεχνολιγία	Bio insecta	Trinity Systems
Προηγμένες Εφαρμογές Πληροφορικής	Hellastat Ελληνική Εταιρία Στατιστικών & Οικονομικών Πληροφοριών	Digicube
Ασύρματες Τηλεπικοινωνιακές Εφαρμογές	3Pi INFORMATION SYSTEMS	LINK Technologies
Νέες Εφαρμογές Διαδικτύου	NovaSoft	NeuroPublic
Βιομηχανική Τεχνολογία- Μηχανισμοί	ait Hybrid solutions for ceramics	SiGMAPLAN
Περιβάλλον- Ενέργεια	I2E	SOLAR system

Πηγή: www.thermokoitida.gr

4.4 Διεθνή VC Forum

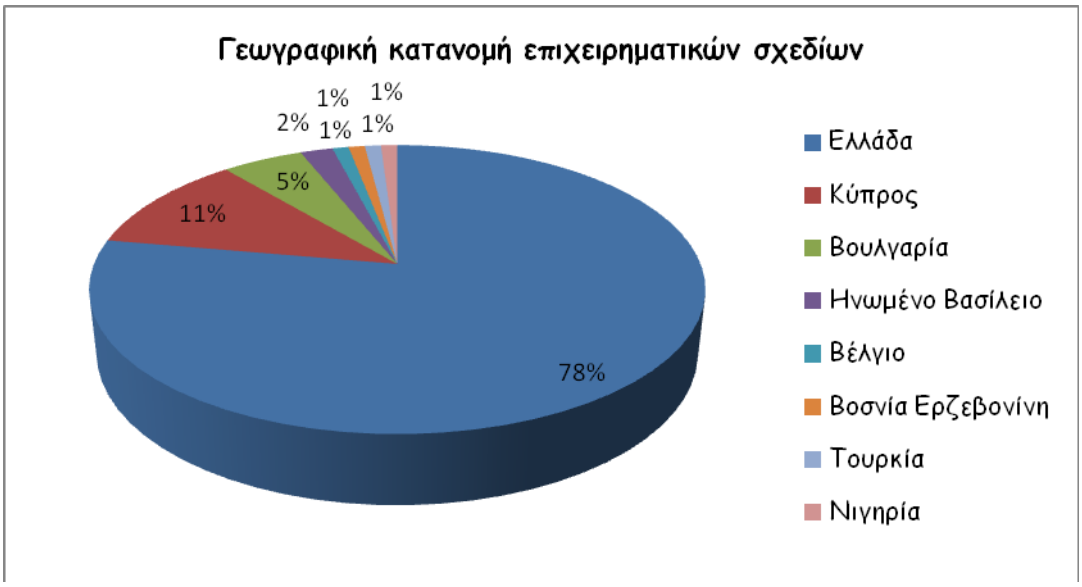
Κάθε χρόνο διοργανώνεται ένα Διεθνές VC Forum, υπό την αιγίδα του οργανισμού Invest in Greece, του ΤΑΝΕΟ και του Δικτύου ΠΡΑΞΥ. Μέχρι στηγμής έχουν διοργανωθεί εννιά Forum, γεγονός το οποίο αποδεικνείει ότι ο θεσμός είναι επιτυχημένος και αποτελεί το μοναδικό VC Forum στην Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Στα Forum αυτά πραγματοποιούνται και επιχειρηματικές συναντήσεις μεταξύ επιχειρήσεων και εταιρειών VC. Στο 9° Διεθνές VC Forum συμμετείχαν περί τις 15

εταρείες VC από την Ελλάδα, Κύπρο και περίπου 150 επιχειρηματικές συναντήσεις. Αριθμητικά οι προτάσεις αυτές ήταν κατά 42% περισσότερες από το 2007.

Στις σχετικές προσκλήσεις ενδιαφέροντος ανταποκρίθηκαν 88 εταιρείες με επιχειρηματικά σχέδια που προέρχονται σε ποσοστό 77% από την Ελλάδα, 11% από την Κύπρο, 5% από Βουλγαρία και 2% από Βρετανία (διάγραμμα 4.11). Τα ποσοστά αυτά τονίζουν πόσο σημαντικό είναι το ενδιαφέρον των αλλοδαπών επιχειρήσεων στην διεκδίκηση πόρων από την Ελληνική αγορά, στοιχείο το οποίο διευκολύνει τον ανταγωνισμό. Το συνολικό ποσό που αιτείται για χρηματοδότηση μέσα από τα επιχειρηματικά σχέδια είναι €428 εκατ. Για πρώτη φορά το μέγεθος των αιτουμένων προς τοποθέτηση κεφαλαίων υπερβαίνει σημαντικά τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων καθιστώντας την περαιτέρο ανάπτυξη της αγοράς δεδομένη (Ν. Χαριτάκης).

Διάγραμμα 4.11: Γεωγραφική κατανομή επιχειρηματικών σχεδίων



Πηγή: δελτίο τύπου 9ου Διεθνές VC Forum, 2008

Η γεωγραφική κατανομή των προτάσεων αναδεικνύει την ισχύ της Αττικής ως κυρίαρχη περιφέρεια (σχήμα 4.12). Η ένδειξη αυτή, όσον αφορά το κριτήριο αξιολόγησης της περιφερειακής δυναμικής θα πρέπει να μας προβληματίσει στο μέλλον τόσο όσο προς το βαθμό διάχυσης της πληροφόρησης όσο και σε σχέση με τις ευκαιρίες που

δίνονται στο κέντρο για νέες δραστηριότητες όπως πληροφορική και τηλεπικοινωνίες που στο συγκεκριμένο δείγμα αποτελούν τον κορμό των προτάσεων.

Διάγραμμα 4.12:Γεωγραφική κατανομή ελληνικών επιχειρηματικών σχεδίων

Πηγή: δελτίο τύπου 9ου Διεθνές VC Forum, 2008

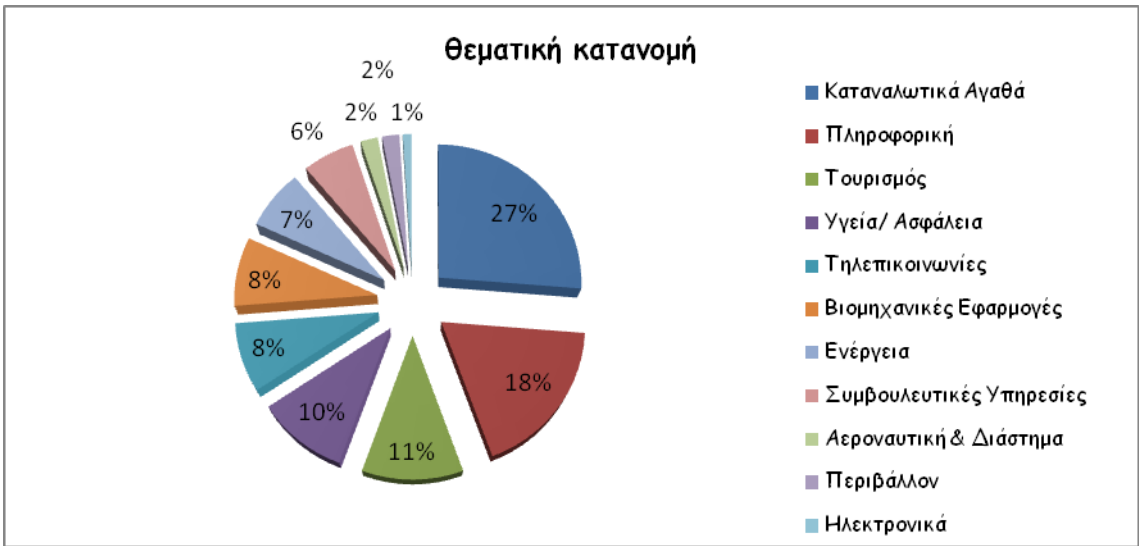
Παρακάτω παρουσιάζονται κάποια βασικά χαρακτηριστικά (λόγοι συμμετοχής, θεματική κατανομή, είδη εταιρειών) των επιχειρηματικών σχεδίων που υποβλήθηκαν στο τελευταίο Forum.

Πίνακας 4.5: Λόγοι συμμετοχής στον VCF

Expansion	**44**	**50%**
Early stage/ seed	44	50%
Total	88	

Πηγή: δελτίο τύπου 9ου Διεθνές VC Forum,2008

Διάγραμμα 4.13: Θεματική κατανομή των επιχειρηματικών σχεδίων



Πηγή: δελτίο τύπου 9ου Διεθνές VC Forum, 2008

Πίνακας 4.6:Χαρακτηριστικά εταιρειών

Είδη εταιρειών		
Ίδρυση πριν το 2007	28	32%
Start – ups (ιδρ. το 2007 & αργότερα)	12	14%
Δεν έχουν ακόμη ιδρυθεί	32	36%
Έχουν ιδρυθεί αλλά δεν υπάρχει πληροφορία για την χρονολογία ίδρυσης	16	18%
Total	88	

Πηγή: δελτίο τύπου 9ου Διεθνές VC Forum, 2008

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

5.1 Σκοπός - Αποτελέσματα έρευνας

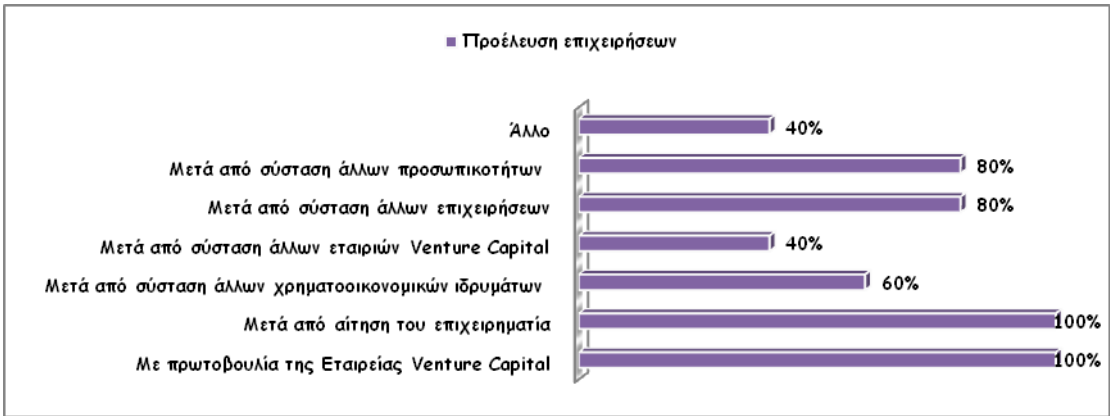
Αντικείμενο του κεφαλαίου αυτού είναι να προσδιοριστεί η διαδικασία που ακολουθείται για την αξιολόγηση των προτεινόμενων επιχειρηματικών σχεδίων (κριτήρια αξιολόγησης, κατανομή χρόνου που διαθέτουν οι εταιρείες παροχής VC στις επενδυτικές δραστηριότητες, άντληση στοιχείων, μεθοδολογική προσέγγιση) από τις εταιρείες παροχής ΕΚΥΚ. Για τον σκοπό αυτό εστάλησαν 2 ερωτηματολόγια (παράρτημα) σε 10 εταιρείες παροχής VC εκ των οποίων απάντησαν οι πέντε.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, η δομή του ερωτηματολογίου επέτρεπε στις εταιρείες να δώσουν περισσότερες από μια απαντήσεις στις ερωτήσεις που τους τέθηκαν. Έτσι, λοιπόν τα αποτελέσματα που προέκυψαν μετά τη συλλογή και επεξεργασία των απαντήσεων είναι τα εξής:

- Η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων (100%) (διάγραμμα 5.1), δήλωσε πως η προέλευση των επιχειρήσεων προέρχεται μετά από αίτηση του επιχειρηματία, αλλά και με την πρωτοβουλία της ίδιας της εταιρείας VC (100%). Εξίσου μεγάλο (80%) ήταν και το ποσοστό των ερωτηθέντων που απάντησαν πως η προέλευση των εταιρειών προκύπτει μετά από τη σύσταση (recommendation) άλλων επιχειρήσεων, καθώς και άλλων προσωπικοτήτων όπως για παράδειγμα, λογιστές, οικονομολόγοι, χρηματιστές κ.α. Επίσης, στην ίδια ερώτηση το 60% απάντησε πως η προέλευση των επιχειρήσεων μπορεί να προέρχεται μετά από την σύσταση άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Τέλος, το 40% δήλωσε πως μπορεί να προέρχεται μετά από σύσταση άλλων

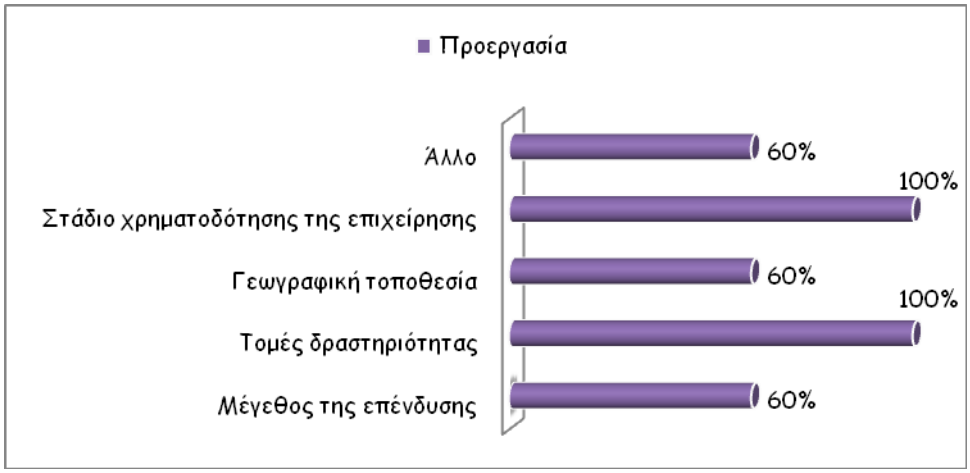
εταιρειών VC αλλά και με κάποιον "άλλο" τρόπο, όπως, ενημέρωση από τον τύπο, ημερίδες και διεθνή Forum.

Διάγραμμα 5.1: Προέλευση των επιχειρήσεων



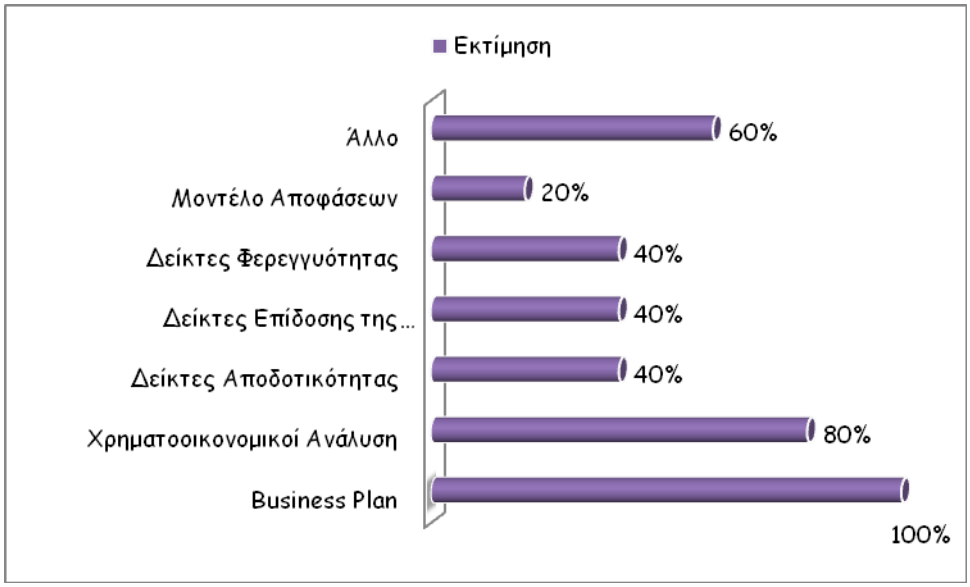
- Στην ερώτηση "ποίο κριτήριο θεωρούν σημαντικό για την προεπιλογή" (διάγραμμα 5.2), η συντριπτική πληοψηφία (100%) απάντησε, το στάδιο χρηματοδότησης της επιχείρησης καθώς επίσης και τον τομέα δραστηριότητας. Επιπλέον, ίσα ποσοστά (60%) συγκέντρωσαν οι υπόλοιπες εναλλακτικές απαντήσεις. Πιο σιγκεκριμένα, το 60% δηλώνει πως σημαντικό κριτήριο προεπιλογής αποτελεί η γεωγραφική τοποθεσία, το μέγεθος της επένδυσης αλλά και κάποιος "άλλος" παράροντας, όπως για παράδειγμα, οι δυνατότητες και οι προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης, οι δυνατότητες των μετόχων της εταιρείας κ.α.

Διάγραμμα 5.2: Κριτήρια προεπιλογής



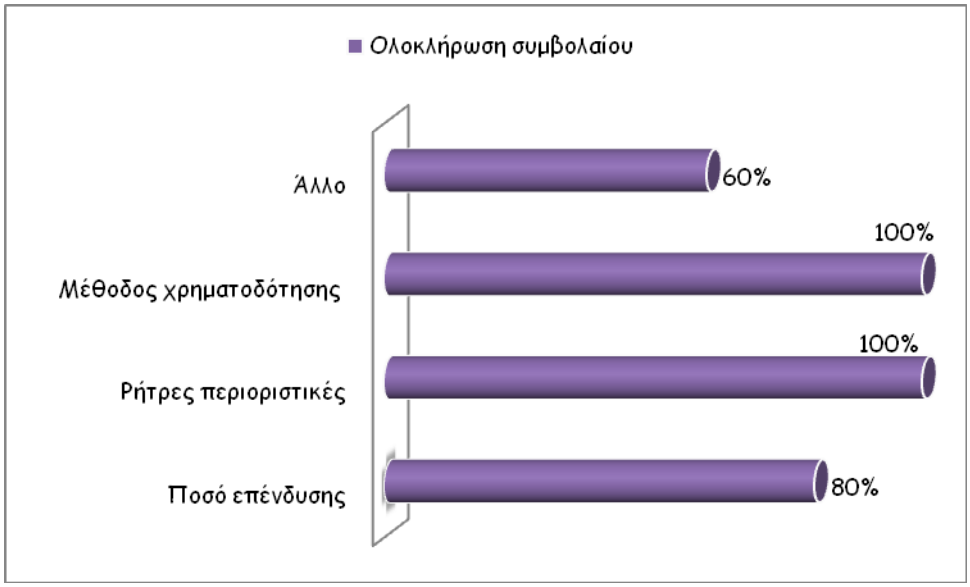
- Η μεθοδολογία εκτίμησης (διάγραμμα 5.3) που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των "deals" κατά κοινή ομολογία είναι το Business Plan (100%). Στην συνέχεια ακολουθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση (80%) και κάποιος "άλλος" παράγοντας (60%), όπως για παράδειγμα, ο προσδιορισμός ελάχιστης απόδοσης, η τροποποίηση του ποστοστού συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο ανάλογα με την επίτευξη ορισμένων εκ των προτέρων στόχων. Οι δείκτες φερεγγυότητας, επίδοσης διαχείρισης και αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται με το ίδιο ποσοστό (40% αντίστοιχα) από τις εταιρείες VC. Ωστόσο, το μοντέλο αποφάσεων συγκένρωσε το μικρότερο ποσοστό (20%) των απαντήσεων.

Διάγραμμα 5.3: Εκτίμηση επενδυτικών σχεδίων



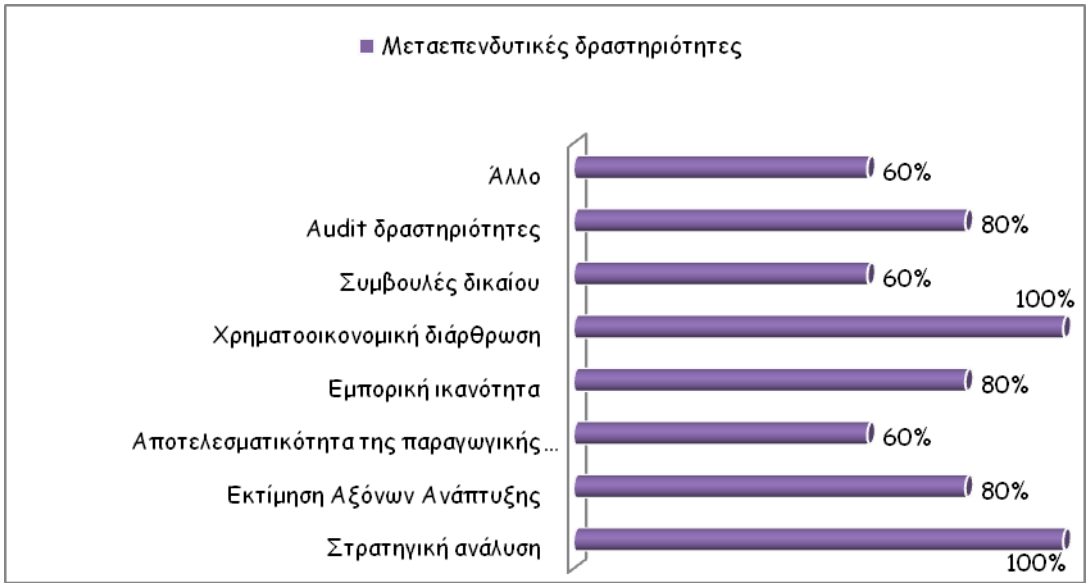
- Οι πληοψηφία των εταιρείες VC (100%) δηλώνει πως οι περιοριστικές ρήτρες και η μέθοδος χρηματοδότησης (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, χορήγηση ομολογικού μετατρέψιμου δανείου) είναι οι πιο σημαντικοί τρόποι για την ολοκλήρωση ενός συμβολαίου (διάγραμμα 5.4). Στη συνέχεια ακολουθεί το ποσό τη επένδυσης με 80% και κάποιος "άλλος" (περιγραφή διαδικασιών εξόδου, εκτίμηση της αξίας της εταιρείας και στη συνέχεια του ποσοστού του fund στο κεφάλαιο της εταιρείας) παράγοντας με 60%.

Διάγραμμα 5.4: Τρόποι ολοκλήρωσης συμβολαίου επένδυσης



- Κατά τη διάρκεια των μεταεπενδυτικών δραστηριοτήτων οι εταιρείες VC δίνουν ιδιαίτερη βάση στην στρατηγική ανάλυση και στη χρηματοοικονομική διάρθρωση (100%). Ωστόσο, μεγάλο είναι το ποσοστό (80%) των εταιρειών πού δήλωσαν ότι οι μεταεπενδυτικές τους δραστηριότητες περιλαμβάνουν Audit δραστηριότητες, εμπορική ικανότητα, εκτίμηση αξόνων ανάπτυξης. Τέλος ισόποσα ποσοστά (60%) έλαβαν οι συμβουλές δικαίου, η αποτελεσματικότητα της παραγωγικής μηχανής και μια "άλλη" δραστηριότητα, όπως για παράδειγμα, η αναδιάρθρωση του στελεχικού σε περίπτωση που δεν επιτυγχάνονται milestones, Veto στην λήψη σημαντικών αποφάσεων για την περεταίρω πορεία της εταιρείας (διάγραμμα 5.5).

Διάγραμμα 5.5: Μεταεπενδυτικές δραστηριότητες



- Τα σημαντικότερα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι ελληνικές ΕΚΕΣ κατά τη διάρκεια της φάσης εκτίμησης, παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα (5.1) και διαγράμματα (5.6- 5.9). Είναι προφανές πως τα σημαντικότερα κριτήρια, κατά κοινή ομολογία είναι τα: "Attractiveness", "Has a track record relevant to venture". Τα "Capable of sustained effort", "Managerial capabilities", "Cash out potential", και "Thorougly familiar with the market targated by venture", είναι πολύ σημαντικά κριτήρια για την απόρηψη ή μη προτεινόμενων επιχειρηματικών σχεδίων. Αντίθετα, τα κριτήρια που κατά την άποψη των ερωτηθέντων είναι λιγότερο σημαντικό σε σχέση με τα υπόλοιπα είναι το "There is a little threat of competition during the 1st 3 years" και "Size of investment (amount in euros)".

Πίνακας 5.1: Κατάταξη σημαντικότερων κριτηρίων

Σημαντικά κριτήρια	
Attractiveness	100%
Has a track record relevant to venture	100%
Capable of sustained effort	80%
Managerial capabilities	80%
Cash out potential	80%
Thoroughly familiar with the market targeted by venture	80%

Articulate in discussing venture	60%
Able to evaluate & react to risk well	60%
Liquidity	60%
The product is proprietary or otherwise be protected	60%
The target market enjoys a significant growth rate	60%
The venture is an industry with which I am familiar	60%
Market size	60%
The product has been developed to the point of a functioning prototype	40%
The venture will create a new market	40%
There is little threat of competition during the 1st 3 years	20%
Size of investment (amount in Euros)	20%

5.2 Ανάλυση ισολογισμών

Σκοπός του κεφαλαίου είναι η ανάλυση διαθέσιμων χρηματοοικονομικών δεδομένων 36 εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν με VC με σκοπό την εκτίμηση των επιδόσεων των εταιρειών αυτών ένα χρόνο πριν την επένδυση και δυο χρόνια μετά (οι ισολογισμοί και τα έτη επένδυσης παρατίθενται στο παράρτημα). Επίσης, βασικός στόχος της έρευνας αυτής είναι να δειχθεί η επενδυτική πολιτική που ακολουθούν οι Ελληνικές VC, δηλαδή, σε τι τύπους επιχειρήσεων επεμβαίνει, από άποψη δυνατότητας δανεισμού, φερεγγυότητας, ρευστότητας κλπ. (βλ. Ζοπουνίδης 2003, " Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ", Εκδόσεις Κλειδάριθμος).

Στην ανάλυση αυτή χρησιμοποιήθηκαν δείκτες οι οποίοι παρουσιάζουν ειδικές σχέσεις και σχηματίζονται από τον Ισολογισμό και από το Λογαριασμό Αποτελεσμάτων Χρήσης. Οι δείκτες αυτοί υπολογίστηκαν για μια σειρά τεσσάρων ετών για την ανάλυση επιδόσεων σε σχέση με το χρόνο. Η διάγνωση των επιδόσεων των επιχειρήσεων πραγματοποιήθηκε με βάση 2 κατηγορίες δεικτών:

1. Δείκτες αποδοτικότητας
2. Δείκτες φερεγγυότητας

Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά κάθε κατηγορία και οι αντίστοιχοι δείκτες κάθε κατηγορίας.

Δείκτες αποδοτικότητας (Profitability ratios)

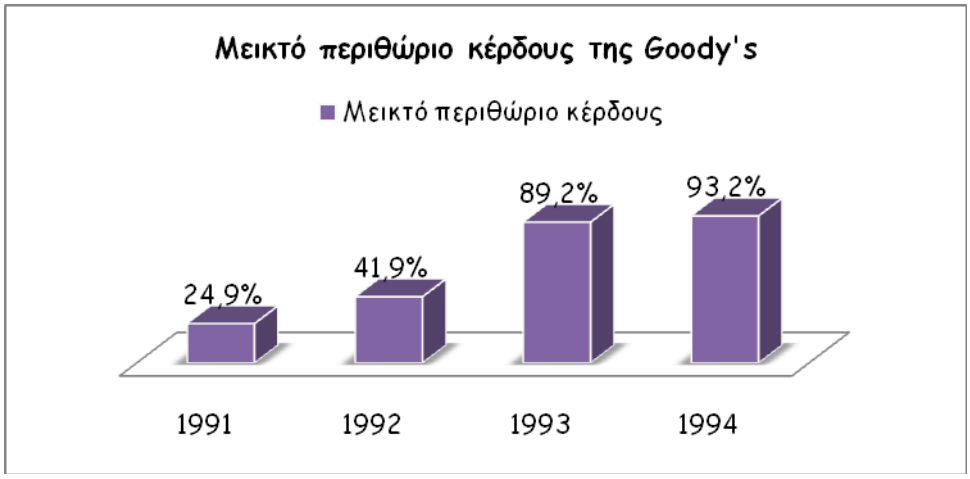
Αυτή η κατηγορία δεικτών υπολογίζεται σε σχέση με τις πωλήσεις ή το ύψος της επένδυσης και μετρούν την αποδοτικότητα της επιχείρησης, τη δυναμικότητα των κερδών και την ικανότητα της διοίκησης. Η ανταμοιβή των επενδυτών- μετόχων εξαρτάται από την αποδοτικότητα της επένδυσης που δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης στο να πραγματοποιεί κέρδη.

- Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross profit margin) ή G.M.

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική των τιμών που ακολουθεί. Επίσης, δείχνει το μεικτό κέρδος που απολαμβάνει η επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της. Ο δείκτης αυτός βρίσκεται αν διαιρέσουμε τα μεικτά κέρδη της χρήσεως με τις καθαρές πωλήσεις.

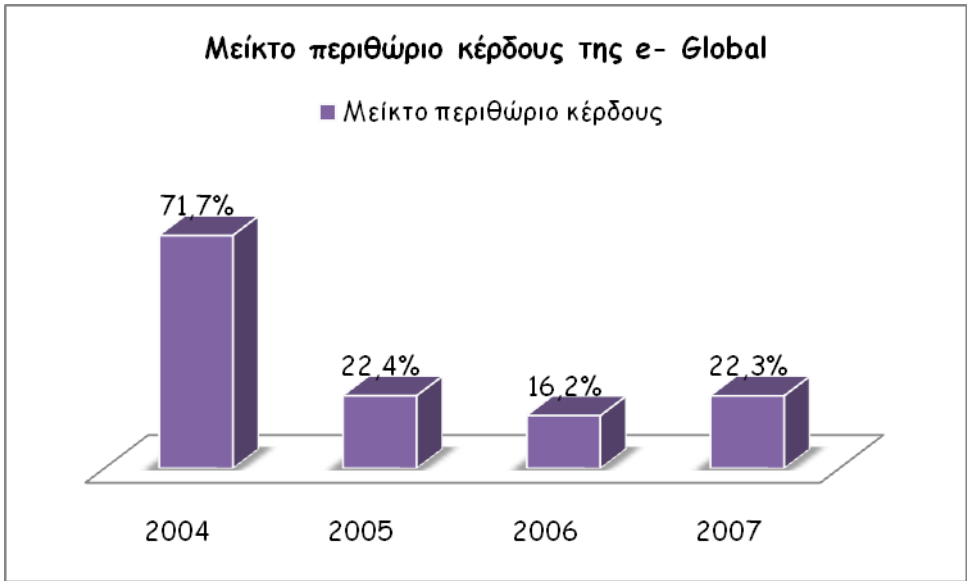
Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν, παρατηρούμε ότι για τις περισσότερες εταιρείες (14 εταιρείες) ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους ακολουθεί μια μικρή ανοδική πορεία κατά την διάρκεια των ετών. Μεταξύ των εταιρειών αυτών βρίσκονται οι: Doppler (48,74% αύξηση), Kou-kou (21,16% αύξηση), Grigoris Mikrogeumata (33,53% αύξηση), κ.α. Η άνοδος αυτή σημαίνει ότι οι εταιρείες αυτές βρίσκονται σε καλύτερη θέση από άποψη κερδών σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες, διότι μπορούν να αντιμετωπίσουν την αύξηση κόστους των πωλήσεων με μεγαλύτερη ευκολία. Αξίζει να σημειωθεί πως η εταιρεία με το μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης (274,82%) είναι η Goody's (διάγραμμα 5.10). Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει πως η πολιτική της διοίκησης στον τομέα των αγορών και των πωλήσεων είναι εξαιρετικά καλή και η εταιρεία αυτή είναι δίκαια επιτυχημένη.

Διάγραμμα 5.10: Μεικτό περιθώριο κέρδους Goody's



Παράλληλα, 11 από τις εταιρείες (Inkat, Nikas, D.D Synergy Dynamics, Chipita, Jumbo, κ.α.) σημείωσαν μια μικρή καθοδική πορεία κατά την διάρκεια των ετών. Οι χαμηλές τιμές στο δείκτη αυτό, σημαίνουν ότι οι επιχειρήσεις έχουν κάνει επενδύσεις οι οποίες δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών τους, με αποτέλεσμα να έχουν αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων τους. Πολύ σημαντικό ρόλο, βέβαια, παίζει και η μέθοδος αποτίμησης των αποθεμάτων την οποία ακολουθεί η κάθε επιχείρηση (LIFO, FIFO). Οι εταιρείες που σημείωσαν την μεγαλύτερη πτώση της τιμής του δείκτη ήταν οι: e- Global (68,8% μείωση) (διάγραμμα 5.11), Mantis (50,08% μείωση) και Epavlis (39,61% μείωση).

Διάγραμμα 5.11: Μεικτό περιθώριο κέρδους e-Global

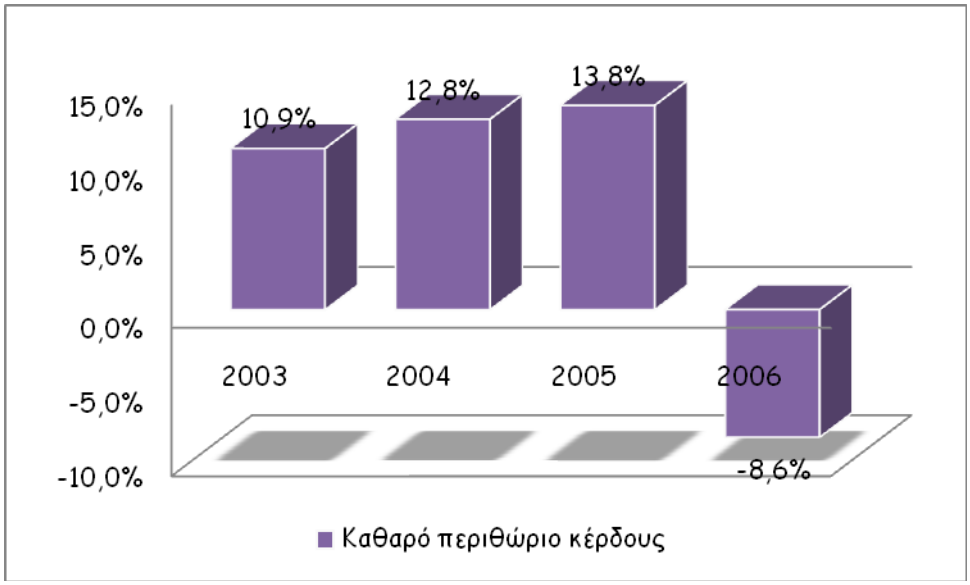


- Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net profile margin) ή N.M.

Ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου κέρδους είναι το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει η επιχείρηση στη διάρκεια της χρήσης από τις πραγματικές πωλήσεις. Με άλλα λόγια δείχνει το ποσοστό κέρδους, που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους των πωληθέντων και των λοιπών εξόδων της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας τα κέρδη μετά από φόρους με τις πωλήσεις.

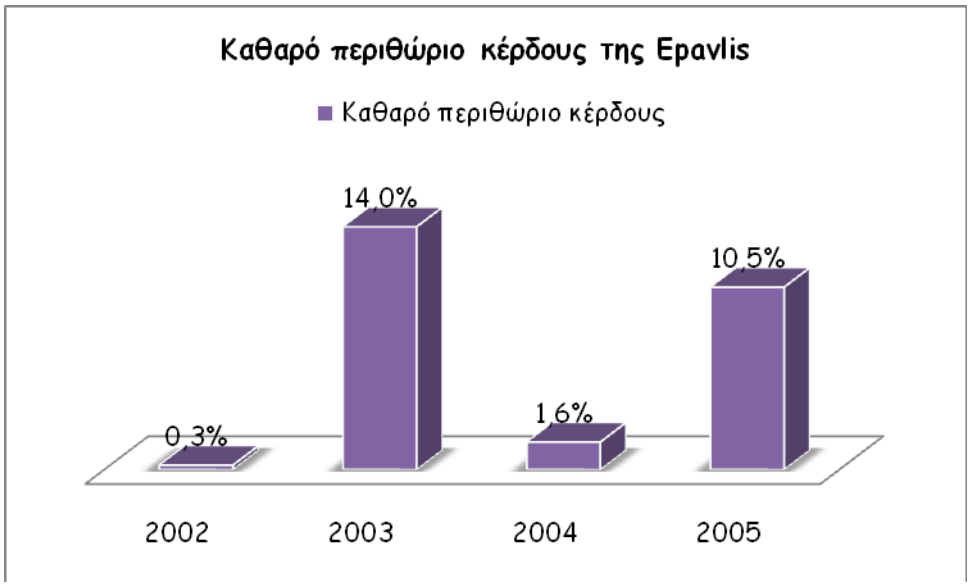
Ως προς τον δείκτη του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, οι περισσότερες επιχειρήσεις (παράρτημα) παρουσιάζουν πτωτική πορεία. Πιο συγκεκριμένα μερικές από τις εταιρείες που παρουσιάζουν πτωτική πορεία είναι οι: Mediterra (80% μείωση), Attico Zwo (179,18% μείωση) (διάγραμμα 5.12), Mantis (50,81% μείωση), Sea- Farm Ionia (22,33% μείωση), κ.α.

Διάγραμμα 5.12: Καθαρό περιθώριο κέρδους- Attico Zwo



Ωστόσο, αρκετές επιχειρήσεις (9 επιχειρήσεις) σημείωσαν διαχρονική αύξηση του δείκτη του Ν.Μ. Το γεγονός αυτό δηλώνει πως με την πάροδο των χρόνων και με την επένδυση VC οι επιχειρήσεις γίνονται πιο επικερδείς. Μερικά παραδείγματα διαχρονικής αύξησης του Ν.Μ. είναι η e- Global, (97,47% αύξηση), Epavlis (4025,4% αύξηση) (διάγραμμα 5.13), Profile System & Software (44,35% αύξηση), κ.α.

Διάγραμμα 5.13: Καθαρό περιθώριο κέρδους- Epavlis

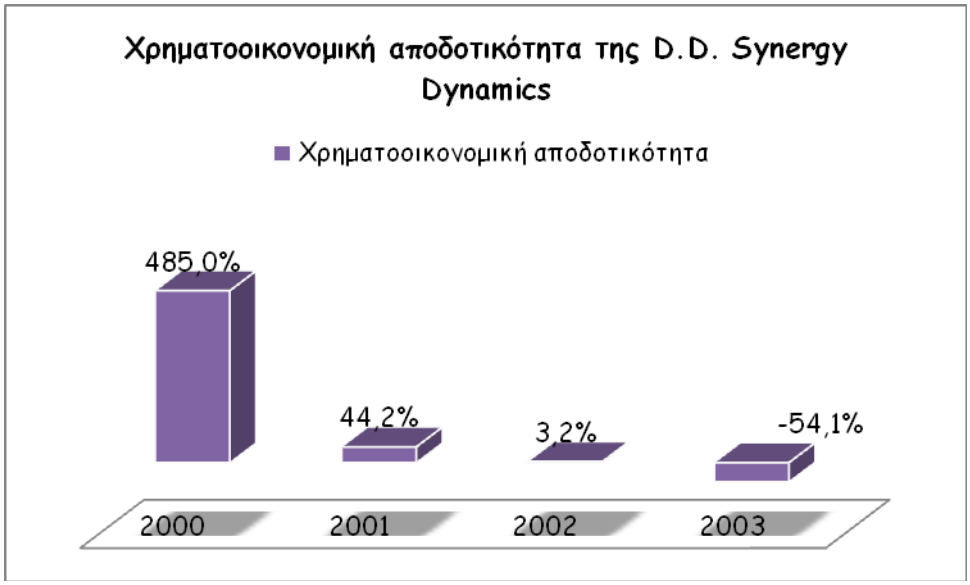


- Δείκτης χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας

Ο δείκτης της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας εκφράζει την αναλογία των καθαρών κερδών μετά από φόρους μιας επιχείρησης και των ίδιων κεφαλαίων αυτής. Επίσης, δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και το βαθμό κατά τον οποίο η διοίκηση της επιχείρησης κατάφερε να χρησιμοποιήσει επιτυχώς τα ίδια αλλά και τα ξένα κεφάλαιά της. Ουσιαστικά εκφράζει την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων (μετόχων).

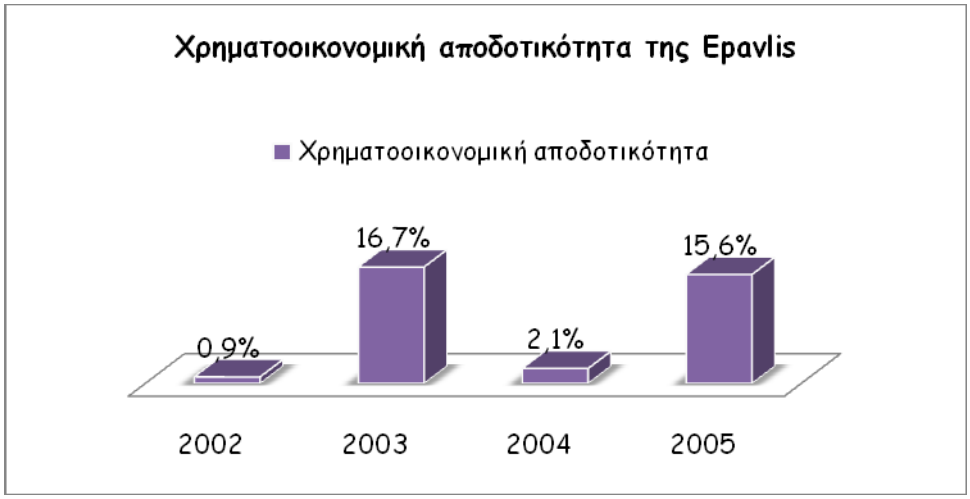
Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν (παράρτημα) παρατηρούμε ότι η χρηματοοικονομική αποδοτικότητα των περισσότερων εταιρειών μειώθηκε με το πέρασμα των χρόνων. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε μείωση του δείκτη στην Mediterra (66,48% μείωση), στην Performance Technology (39,7% μείωση), στο Attico Zwo (164,9% μείωση), στην Mantis (72,79% μείωση), κ.α. Κάποιες επιχειρήσεις μάλιστα, σημείωσαν πολύ μεγάλη πτώση του δείκτη (η D.D Synergy Dynamics είχε πτώση της τάξης του 111,15%, διάγραμμα 5.14). Το γεγονός αυτό δηλώνει ότι δεν γίνεται αποδοτική χρήση των ίδιων κεφαλαίων εξαιτίας της μη καλής διοίκησης, της μη ικανοποιητικής παραγωγικότητας, των δυσμενών οικονομικών συνθηκών ή άλλων μη ευνοϊκών παραγόντων.

Διάγραμμα 5.14: Χρηματ/κη αποδοτικότητα- D.D.Synergy Dynamics



Παρόλα αυτά, ορισμένες άλλες επιχειρήσεις σημείωσαν άνοδο του δείκτη. Αυτές ήταν η Micrel (182,6% αύξηση), η Epavlis (1.576,6% αύξηση) (διάγραμμα 5.15), η Information Dynamics (139,7% αύξηση), κ.α. Αυτή η ανοδική πορεία αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί και τούτο μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της κλπ.

Διάγραμμα 5.15: Χρηματοοικονομική αποδοτικότητα- Epavlis



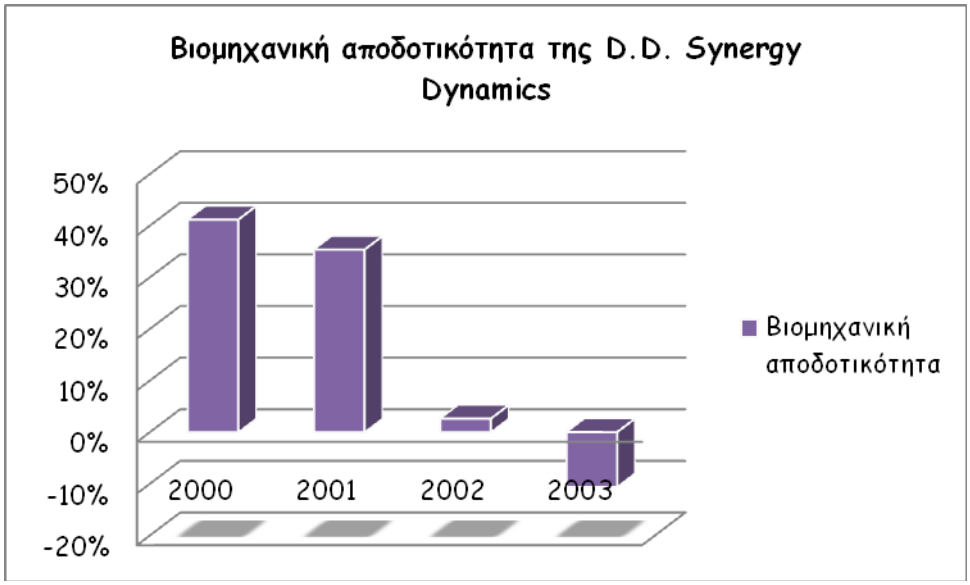
- Δείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας

Ο δείκτης της βιομηχανικής αποδοτικότητας, είναι ένα γενικό κριτήριο αποδοτικότητας της επένδυσης ο οποίος μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησής της. Υπολογίζεται διαιρώντας τα Κέρδη πριν από Τόκους και Φόρους με το Σύνολο του Ενεργητικού.

Είναι ολοφάνερο πως ένας μεγάλος αριθμός (13) των εταιρειών (παράρτημα) σημείωσε πτώση του δείκτη της βιομηχανικής αποδοτικότητας κατά τη διάρκεια των ετών. Μερικές από τις επιχειρήσεις που σημείωσαν πτώση είναι η Performance Technology (24,85% μείωση), η Epavlis (42,28% μείωση), το Attico Zwo (24,21% μείωση), η D.D.Synergy Dynamics (125,7% μείωση) (διάγραμμα 5.16), ο Mantis (39,7% μείωση), κ.α. Η πτώση αυτή δηλώνει πως μειώθηκαν τα κέρδη των επιχειρήσεων σε σχέ-

ση με τις περιουσίες τους προ φόρων και πριν την ικανοποίηση αυτών που συνεισφέρουν στην περιουσία αυτή (πιστωτές και μέτοχοι).

Διάγραμμα 5.16 Βιομηχανική αποδοτικότητα D.D.Synergy Dynamics



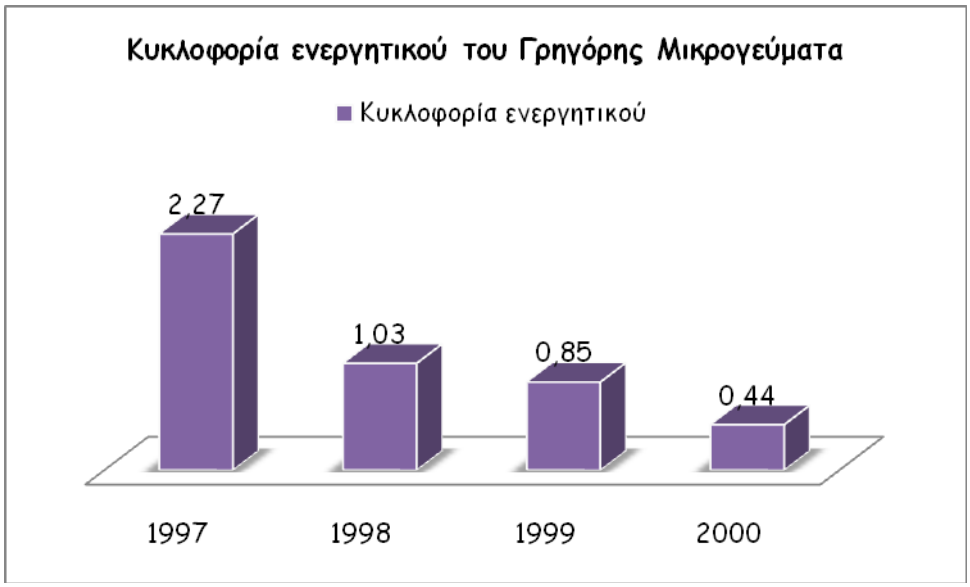
Από την άλλη πλευρά αρκετές ήταν και αυτές (Doppler, e-Global, Mediterra, Micrel, Helic, Information Dynamics, κ.α.) που σημείωσαν άνοδο του δείκτη της βιομηχανικής αποδοτικότητας κατά τη διάρκεια των ετών. Το γεγονός αυτό δηλώνει την αύξηση των κερδών των συγκεκριμένων επιχειρήσεων σε σχέση με την περιουσία προ φόρων διαχρονικά.

- Δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφορίας ενεργητικού εξετάζει εάν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση, σε σχέση με το ύψος των πραγματοποιούμενων πωλήσεων. Επίσης, εκφράζεται ως πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών πωλήσεων μιας οικονομικής χρήσης με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια αυτής της χρήσης για την επίτευξη των πωλήσεών της.

Η παρακολούθηση του δείκτη αυτού διαχρονικά, δείχνει πως η πορεία των περισσότερων επιχειρήσεων (23 επιχειρήσεις) για το δείκτη της κυκλοφορίας ενεργητικού είναι καθοδική. Η μείωση αυτή του δείκτη διαχρονικά παρέχει ένδειξη μιας ολοένα μικρότερης χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις, πράγμα που στην ουσία σημαίνει μια κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στα στοιχεία του ενεργητικού. Πάντως, μια υπερεπένδυση κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία, σε σχέση με τις πωλήσεις μιας επιχείρησης, μπορεί ενδεχομένως να έχει δυσμενή επίδραση. Μια τέτοια κατάσταση αν δεν αντιμετωπιστεί με εντατικοποίηση της διοίκησης της επιχειρήσεως στον τομέα των πωλήσεων, θα έχει σαν αποτέλεσμα να οδηγηθεί η επιχείρηση σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της. Χαρακτηριστικά παραδείγματα της πτώσης του δείκτη της κυκλοφορίας ενεργητικού είναι ο Aiolos (63% μείωση), ο Grigoris Mikrogeumata (89,4% μείωση) (διάγραμμα 5.17), ο Xatziioannou (99,6% μείωση), κ.α.

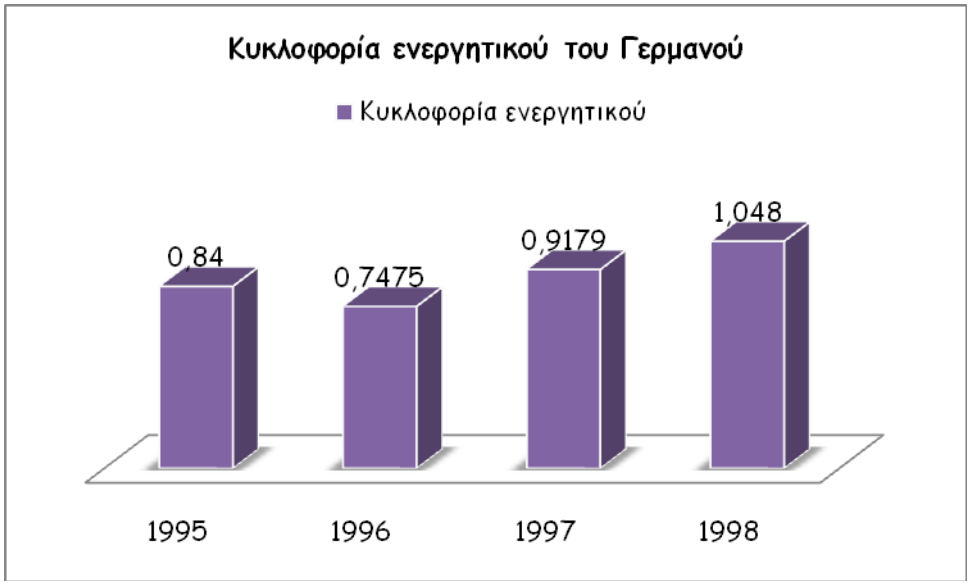
Διάγραμμα 5.17: Κυκλοφορία ενεργητικού- Γρηγόρης Μικρογεύματα



Αντίθετα με την καθοδική πορεία των παραπάνω επιχειρήσεων για το δείκτη της κυκλοφορίας ενεργητικού, ορισμένες άλλες επιχειρήσεις σημείωσαν άνοδο. Ανάμεσα στις εταιρείες αυτές βρίσκονταν και η e-Global (45,6% αύξηση), το Attico Zwo (5,22% αύξηση), ο Germanos (24,4% αύξηση) (διάγραμμα 5.18), κ.α. Η ανοδική πο-

ρεία του δείκτη διαχρονικά παρέχει ένδειξη μιας πιο εντατικής εκμετάλλευσης των στοιχείων ενεργητικού και αυτό γιατί η άνοδος του συνδέεται είτε με αύξηση των πωλήσεων, είτε με αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την αύξηση του ενεργητικού της επιχείρησης.

Διάγραμμα 6: Κυκλοφορία ενεργητικού- Γερμανός



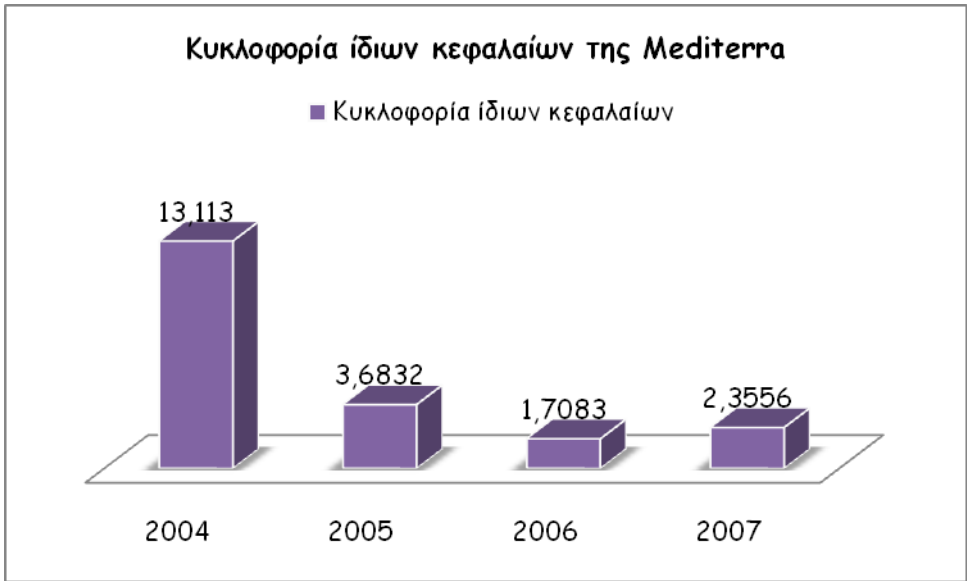
- Δείκτης κυκλοφορίας ίδιων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφορίας ίδιων κεφαλαίων δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις. Δηλαδή το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών πωλήσεων της χρήσης με τα ίδια κεφάλαια.

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων (25 επιχειρήσεις) σημείωσε πτωτική πορεία για το δείκτη της κυκλοφορίας των ίδιων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια των ετών. Μερικές από τις εταιρείες αυτές είναι η Mediterra (82,03% μείωση) (διάγραμμα 5.19), η Epavlis (59,2% μείωση), η D.D.Synergy Dynamics (91,7% μείωση), η Aiolos (80,4% μείωση), κ.α. Οι χαμηλοί αυτοί δείκτες ενδέχεται να παρέχουν ένδειξη ύπαρξης υ-περεπένδυσης σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις. Αν η μείωση των τιμών προέκυψε λόγο κάμψης των τιμών των πωλήσεων, τότε το σχετικά μικρό ύψος ίδιων κεφαλαίων των επιχειρήσεων δεν θα μπορεί να απορροφήσει τις ζημιές, που ενδέχεται να προ-

κύψουν από τη μείωση των πωλήσεων, ούτε θα υπάρχουν αρκετά κεφάλαια κίνησης για να ανταποκριθεί η επιχείρηση στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Διάγραμμα 5.19: Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων- Mediterra



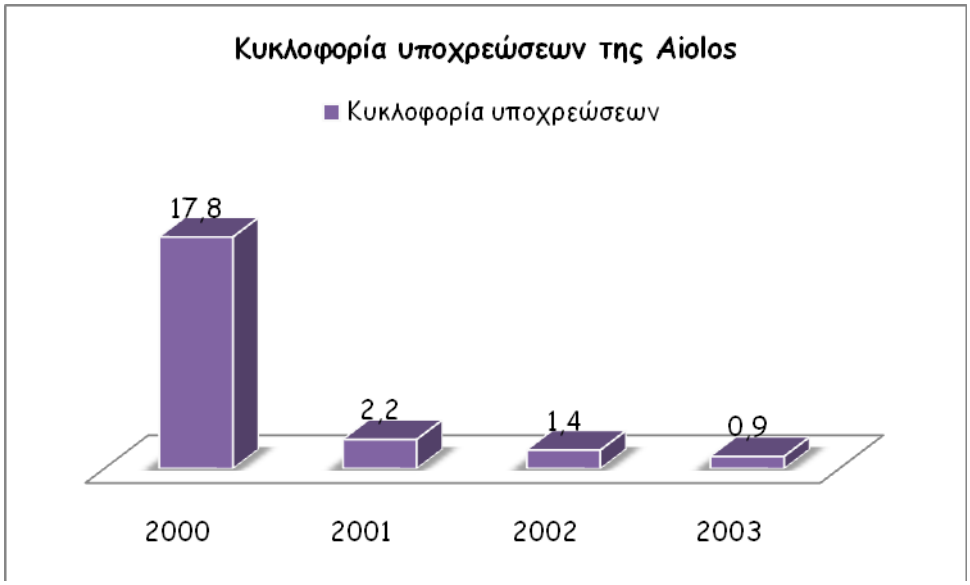
Ο Germanos, η Gioula, ο Nikas, η e-Global είναι οι μόνες εταιρείες που σημείωσαν άνοδο των τιμών του δείκτη διαχρονικά. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης διότι πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με σχετικά μικρό ύψος ίδιων κεφαλαίων, κάτι το οποίο είναι δυνατόν να οδηγήσει σε αυξημένα κέρδη. Έτσι όσο διαρκούν οι αυξημένες πωλήσεις και τα κέρδη της επιχείρησης, το ελάχιστο αυτό ύψος ίδιων κεφαλαίων, που έχει χρησιμοποιηθεί μπορεί να θεωρηθεί αρκετό.

- Δείκτης κυκλοφορίας υποχρεώσεων

Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας των υποχρεώσεων εκφράζει το πώς καλύπτονται οι υποχρεώσεις σε σχέση με το σύνολο των πωλήσεων και προκύπτει από τη διαίρεση των πωλήσεων ως προς τις υποχρεώσεις.

Ο δείκτης κυκλοφορίας υποχρεώσεων ακολουθεί καθοδική πορεία για 19 εταιρείες καθ' όλη τη διάρκεια των ετών. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η εταιρείες πιθανόν να οδηγηθούν σε κατάσταση δυσκολίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων εάν οι πωλήσεις τους δεν αυξηθούν. Ανάμεσα στις εταιρείες αυτές είναι και η Aiolos (94,7% μείωση) (διάγραμμα 5.20), Xatziioannou (99,9% μείωση), η Doppler (15,7% μείωση), κ.α.

Διάγραμμα 5.20: Κυκλοφορία υποχρεώσεων- Aiolos



Από την άλλη πλευρά ορισμένες εταιρείες (12 εταιρείες) σημείωσαν διαχρονική αύξηση του δείκτη της κυκλοφορίας υποχρεώσεων. Για παράδειγμα, η e-Global σημείωσε αύξηση της τάξης του 62,7%, το Attico Zwo αύξηση της τάξης του 44,5%, ο Mpoutaris αύξηση της τάξης του 37,6%, και η Chipita αύξηση της τάξης του 38,6%. Η διαχρονική αύξηση του δείκτη αυτού δείχνει ότι οι υποχρεώσεις τους καλύπτονται από το σύνολο των πωλήσεών τους.

Δείκτες φερεγγυότητας

Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της, διότι αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Έτσι, η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της θα έχει ως αποτέ-

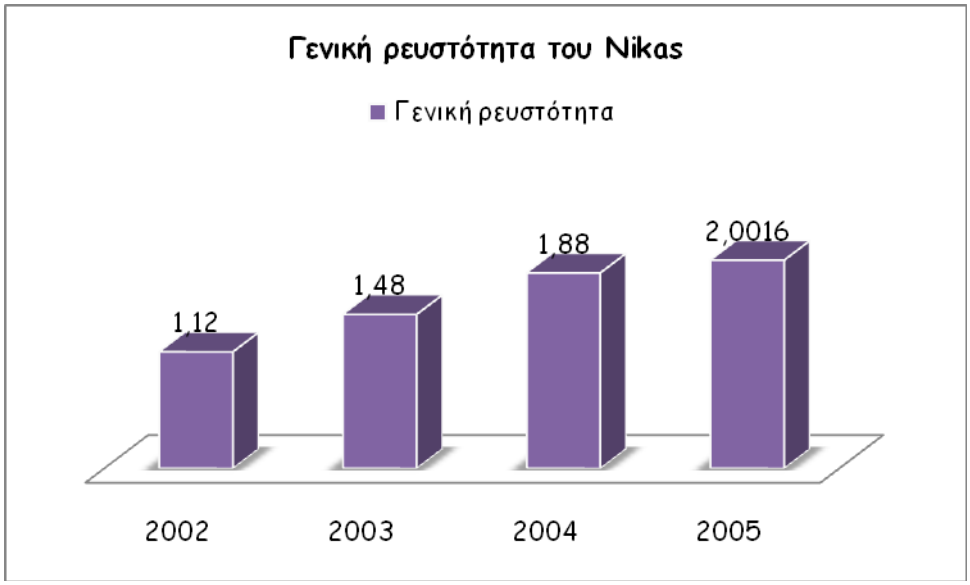
λεσμα τη δυσφήμιση της εμπιστοσύνης (φερεγγυότητας) των συναλλασσομένων με αυτή και πιθανώς την κήρυξή της σε κατάσταση πτώχευσης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων, ανάλογο προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλήσουν.

- Δείκτης γενικής ρευστότητας

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα της εταιρείας να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Όπως όλοι οι δείκτες ρευστότητας, έτσι και αυτός αποτελεί μια ένδειξη μετατρεψιμότητας. Στην προκειμένη περίπτωση της μετατρεψιμότητας του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε μετρητά για την πληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Χρησιμοποιείται για να δείξει βραχυπρόθεσμα τη φερεγγυότητα της επιχειρήσεως.

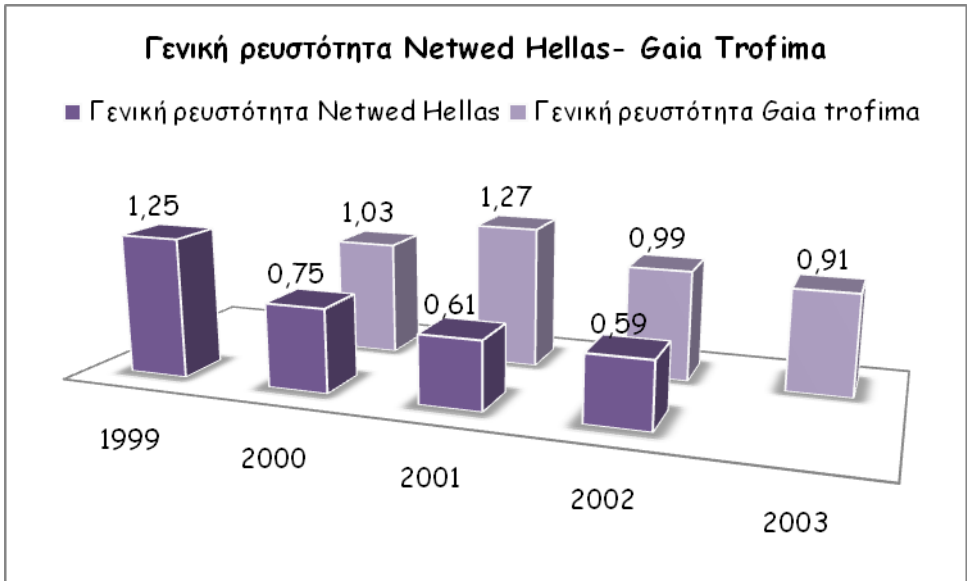
Ο αριθμοδείκτης αυτός, ακολουθεί ανοδική πορεία για τις περισσότερες επιχειρήσεις (παράρτημα). Παρά την ανοδική πορεία λίγες είναι αυτές που έχουν δείκτη μεγαλύτερο ή ίσο του 2 τα επόμενα δύο χρόνια από το έτος της επένδυσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης της γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας είναι η θέση των συγκεκριμένων εταιρειών. Το γεγονός ότι ο δείκτης αυτός έχει ανοδική πορεία για τις περισσότερες επιχειρήσεις είναι ενθαρρυντικό διότι αντανακλά την τρέχουσα ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών υποχρεώσεών της. Ανάμεσα στις εταιρείες που σημείωσαν άνοδο, βρίσκονται η Micrel (95,5% αύξηση), η Inkat (224,9% αύξηση), η Nikas (77,9% αύξηση) (διάγραμμα 5.21), κ.α.

Διάγραμμα 5.21: Γενική ρευστότητα- Nikas



Ωστόσο, η Netwed Hellas, η Gaia Trofima, ο Mpoutaris, ο Mantis, η Forth Photonics και η Helic σημείωσαν διαχρονική πτώση της τιμής του δείκτη γενικής ρευστότητας (52,7%, 11,1%, 8,8%, 9%, 76,3% και 46,8% μείωση αντίστοιχα) (διάγραμμα 5.22). Το γεγονός αυτό μας παρέχει μια ένδειξη ότι οι επιχειρήσεις δεν είναι πολύ ικανές να αντιμετωπίσουν μια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κίνησης, η οποία μάλιστα ικανότητα μειώνεται στο πέρασμα του χρόνου.

Διάγραμμα 7:Γενική ρευστότητα- Netwed Hellas Vs Gaia Trofima

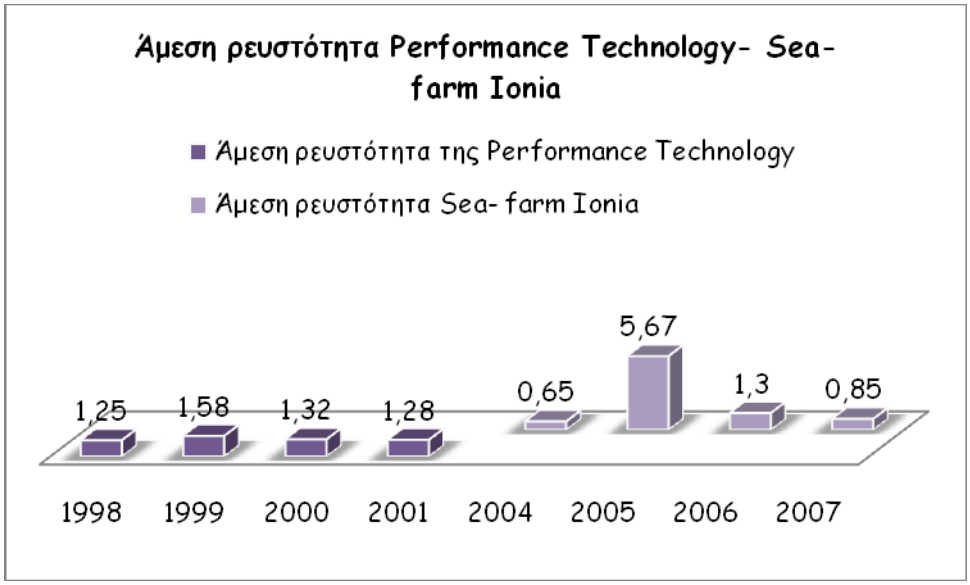


- Δείκτης άμεσης ρευστότητας

Ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας προκύπτει αν από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρεθούν τα αποθέματα και το αποτέλεσμα διαιρεθεί με τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Επίσης, περιλαμβάνει όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά και αγνοεί όλα εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά.

Ο δείκτης αυτός σημείωσε παρόμοια συμπεριφορά με το δείκτη της γενικής ρευστότητας. Με άλλα λόγια, ο μεγαλύτερος αριθμός εταιρειών σημείωσε διαχρονικά ανοδική πορεία. Η μόνη διαφορά είναι ότι στις εταιρείες αυτές που σημείωσαν άνοδο προστέθηκαν και η Performance Technology (3,5% αύξηση) και η Sea Farm Ionia (29,5% αύξηση) (διάγραμμα 5.23). Έτσι λοιπόν, είναι εμφανές πως η δυνατότητα των επιχειρήσεων να ανταπεξέλθουν στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της εάν σταματήσει να πουλά τα προϊόντα της βελτιώνεται με τα χρόνια.

Διάγραμμα 5.23: Άμεσα ρευστότητα Performance Technology Vs Sea Farm Ionia



Οι επιχειρήσεις που σημείωσαν πτώση του δείκτη ήταν οι ίδιες με αυτές που σημείωσαν πτώση του δείκτη γενικής ρευστότητας. Η καθοδική αυτή πορεία, μας δείχνει πως τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης χρόνο με τον χρόνο είναι ανεπαρ-

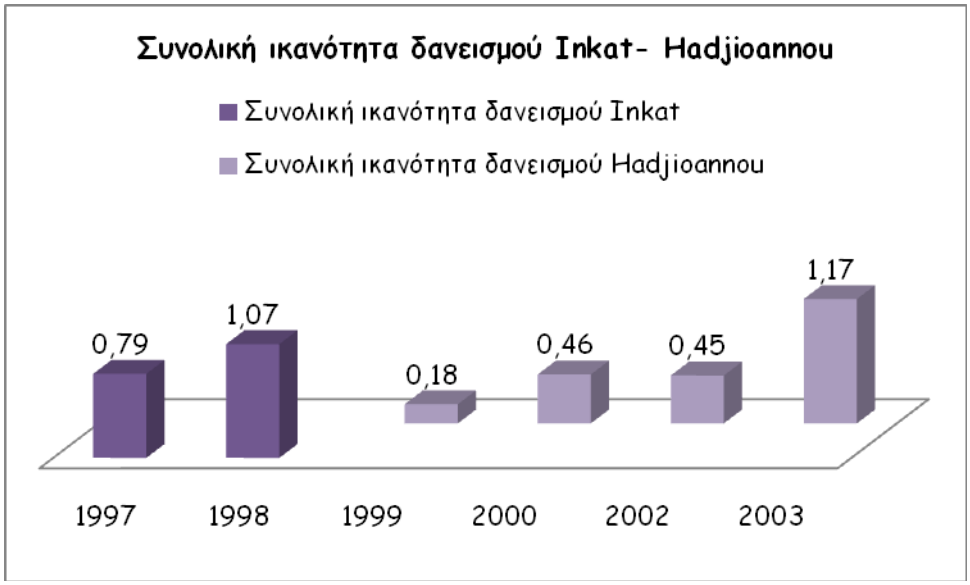
κή να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να εξαρτώνται από τις μελλοντικές πωλήσεις, προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα.

- Δείκτης συνολικής ικανότητας δανεισμού

Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα κάλυψης των υποχρεώσεων της εταιρείας με τα ίδια κεφάλαια και προκύπτει από τη διαίρεση των συνολικών υποχρεώσεων με το σύνολο του ενεργητικού. Οι Venture Capitalists επιθυμούν η επιχείρηση να έχει όσο το δυνατό μικρότερο δείκτη συνολικής ικανότητας δανεισμού, που υποδηλώνει ότι το ρίσκο που παίρνει όταν την χρηματοδοτεί είναι μικρό.

Σχεδόν ίδιος αριθμός επιχειρήσεων σημείωσε αύξηση και αντίστοιχα μείωση του δείκτη της συνολικής ικανότητας. Παρόλα αυτά, ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι οι δείκτες είναι μικρότεροι της μονάδας, γιατί έτσι το ρίσκο που παίρνουν οι χρηματοδότες των επιχειρήσεων είναι μικρό. Δύο μόνο ήταν οι εταιρείες οι οποίες είχαν δείκτη για κάποια χρονιά πάνω από την μονάδα. Αυτές ήταν η Inkat η οποία το δεύτερος έτος της επένδυσης είχε δείκτη 1,07 (34,7% αύξηση) και ο Χatziioannou ο οποίος και αυτός το δεύτερο έτος επένδυσης είχε δείκτη 1,17 (533,9% αύξηση) (διάγραμμα 5.24).

Διάγραμμα 8: Συνολική ικανότητα δανεισμού- Inkat Vs Hadjioannou

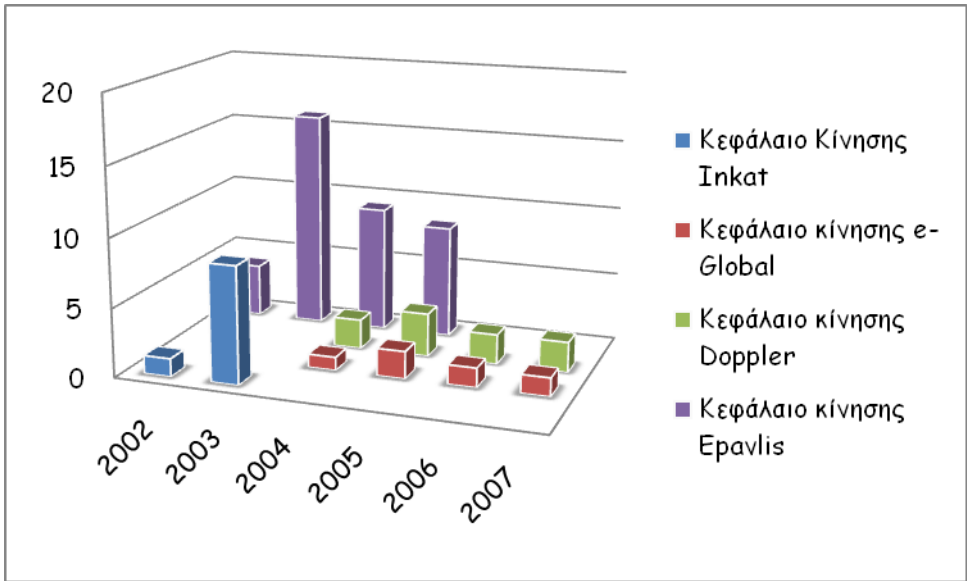


- Δείκτης κεφαλαίου κίνησης

Οι τιμές του δείκτη κεφαλαίου κίνησης υποδηλώνουν ότι τα πάγια στοιχεία της εταιρείας υπερκαλύπτονται από τα διαρκή κεφάλαια (Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις + Ίδια κεφάλαια). Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τη διαίρεση των διαρκών κεφαλαίων με το πάγιο ενεργητικό.

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε, διαπιστώνεται ότι οι περισσότερες εταιρείες σημείωσαν άνοδο στις τιμές του δείκτη διαχρονικά. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι τα πάγια στοιχεία των συγκεκριμένων εταιρειών υπερκαλύπτονται από τα διαρκή κεφάλαια. Ενδεικτικά, μερικές από τις εταιρείες αυτές ήταν η Inkat, η Epavlis, η Doppler, η e-Global, κ.α. (διάγραμμα 5.25).

Διάγραμμα 5.25: Δείκτης κεφαλαίου κίνησης- Inkat- e-Global- Doppler- Epavlis



Αρκετές όμως ήταν και εκείνες οι εταιρείες που σημείωσαν πτώση των τιμών του δείκτη κατά τη διάρκεια των ετών. Η πτώση αυτή υποδηλώνει δυσκολία στην κάλυψη των παγίων στοιχείων των εταιρειών από τα ίδια κεφάλαια. Ορισμένες από τις εταιρείες αυτές ήταν η Forth Photonics (73,8% μείωση), η Helic (58,3% μείωση), η Mantis (12,7% μείωση), το Koukou (14,5% μείωση), κ.α.

5.2.1 Συμπεράσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης

Με την ολοκλήρωση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης προκύπτουν τα εξής αποτελέσματα:

- Οι εταιρείες (Doppler, Kou-Kou, Grigoris Mikrogeumata κ.α.) με την πραγματοποίηση επενδύσεων VC, αυξάνουν την οικονομική τους απόδοση σε σχέση με της υπόλοιπες, γεγονός το οποίο αποδίδεται στην εξαιρετική πολιτική της διοίκησης. Ωστόσο, υπάρχουν εταιρείες (Inkat, Nikas, Jumbo, Chipita, κ.α.), οι οποίες δεν σημείωσαν αντίστοιχη πρόοδο αλλά καθοδική πορεία της

απόδοσής τους, εξαιτίας του αυξημένου κόστους παραγωγής των προϊόντων τους.

- Αν και αναμενόταν ότι οι επενδύσεις VC θα επέφεραν στις περισσότερες επιχειρήσεις διαχρονική ανάπτυξη και κερδοφορία, ωστόσο η προσδοκία αυτή δεν επιβεβαιώνεται από την πλειοψηφία.
- Για τις περισσότερες επιχειρήσεις διαπιστώνεται η αδυναμία της διοίκησης να διαχειριστεί αποτελεσματικά τα ίδια αλλά και τα ξένα κεφάλαιά τους. Εξαίρεση αποτελούν ορισμένες εταιρείες (Epavlis, Micrel, Information Dynamics, κ.α.), οι οποίες χρησιμοποίησαν εύστοχα τα κεφάλαιά τους.
- Η πλειοψηφία των εταιρειών (Epavlis, Attico Zwo, Mantis, κ.α.) σημείωσε διαχρονική μείωση των κερδών σε σχέση με τα περιουσιακά τους στοιχεία.
- Ένας μεγάλος αριθμός εταιρειών παρουσιάζει μια υπερεπένδυση κεφαλαίων σε σχέση με το μέγεθος των πωλήσεων που πραγματοποιούν, εξαιτίας της μη εντατικής αξιοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παρόλα αυτά υπάρχουν ορισμένες εταιρείες (Germanos, e- Global, Attico Zwo κ.α.) που εκμεταλλεύονται πιο εντατικά τα περιουσιακά τους στοιχεία και έτσι αποφεύγουν να οδηγηθούν σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους.
- Η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων δεν φαίνεται να προβαίνει σε σωστή διαχείριση των ίδιων κεφαλαίων τους, με αποτέλεσμα να δημιουργείται μια υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις τους. Εξαίρεση αποτελούν ορισμένες εταιρείες (Germanos, Nikas, e- Global, Gioula), οι οποίες σημειώνουν μεγάλες πωλήσεις σε σχέση με το μικρό μέγεθος των ίδιων κεφαλαίων.
- Ορισμένες εταιρείες παρουσιάζουν αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεών τους (δάνεια, πιστωτές διάφοροι, προμηθευτές, γραμμάτια πληρωτέα), εξαιτίας των χαμηλών τους πωλήσεων. Παράλληλα, υπάρχουν και εταιρείες (e-Global, Chipita, Mpoutaris, κ.α.), οι οποίες ανταποκρίνονται επαρκώς στις υποχρεώσεις τους.
- Στις περισσότερες επιχειρήσεις διαφαίνεται μια καλή ελαστικότητα να ανταποκρίνονται στην πληρωμή των καθημερινών τους υποχρεώσεων, λόγω της

άνεσης που έχουν να ρευστοποιούν εύκολα τα περιουσιακά τους στοιχεία. Παρόλα αυτά, υπάρχουν και κάποιες εταιρείες (Netwed, Mantis, Helic, κ.α.), οι οποίες δεν χαρακτηρίζονται ικανές να ανταπεξέλθουν σε μια απροσδόκητη εξέλιξη στην ροή των κεφαλαίων κίνησης.

- Διαπιστώνεται ότι το μέγεθος του ρίσκου που αντιμετωπίζουν οι Venture Capitalists, διαφοροποιείται ανάλογα με την συνολική ικανότητα δανεισμού της εκάστοτε εταιρείας. Με άλλα λόγια, για κάποιες εταιρείες, η συνολική ικανότητα δανεισμού είναι μεγάλη, και επομένως ο Venture Capitalist αναλαμβάνει μικρότερο ρίσκο, ενώ για κάποιες άλλες ισχύει το αντίθετο.
- Η πλειοψηφία των εταιρειών υπερκαλύπτει τα πάγια στοιχεία (εγκαταστάσεις, εξοπλισμός) από τα διαρκή κεφάλαια, ενώ παράλληλα ένας μικρός αριθμός εταιρειών αντιμετωπίζει δυσκολία στην κάλυψη των πάγιων στοιχείων από τα ίδια κεφάλαια.

Από τα παραπάνω συμπεράσματα, διαπιστώνεται ότι, η σχετικά υψηλή φερεγγυότητα των εταιρειών δημιουργεί προοπτικές αυξημένης δανειοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα, αξίζει να σημειωθεί ότι, ορισμένες εταιρείες που παρουσιάζουν αυξημένη διαχρονική κερδοφορία, έχουν την προοπτική να διατηρήσουν τη βιωσιμότητά τους στο μέλλον.

5.3 Συμπέρασμα- Προοπτικές

Τα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών είναι μια πρωτότυπη και πολλά υποσχόμενη μορφή χρηματοδότησης, η οποία εφαρμόστηκε με επιτυχία από την δεκαετία του 60 στις ΗΠΑ και εξακολουθεί να εφαρμόζεται σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, Ιρλανδία, κ.α.). Η χρηματοδότηση αυτή αποτελεί μετοχική συμμετοχή στην εταιρεία, ατόμων με σημαντική εμπειρία στο χώρο των ΜΜΕ και κύρος στην αγορά. Τα πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης αυτής είναι πολλά. Αρχικά, βελτιώνεται η κατάσταση των ισολογισμών της εταιρείας, πράγμα που σημαίνει ότι η πρό-

σβαση στην τραπεζική αγορά γίνεται ευκολότερη και φθηνότερη. Οι συμμετέχοντες εκπρόσωποι από το ΚΥΕΚ διαθέτουν εμπειρία, γνώση, εποπτική εικόνα της αγοράς, δίνοντας τους με τον τρόπο αυτό την δυνατότητα να παρέχουν κατάλληλες επιχειρηματικές συμβουλές για την βελτιστοποίηση των αποδόσεων της επιχείρησης.

Η ανάπτυξη της χώρας μας παρουσιάζει σημαντική ανομοιομορφία. Αν και δημιουργήθηκαν πολλές νέες επιχειρήσεις, λίγες ήταν αυτές που ήταν ανταγωνιστικές, βιώσιμες και κερδοφόρες. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στην έλλειψη πληροφόρησης και επιχειρηματικής κουλτούρας, αλλά και αδυναμία των επιχειρήσεων να προσαρμοστούν στο ανταγωνιστικό πνεύμα της αγοράς. Ωστόσο, η τόνωση της επιχειρηματικότητας στην χώρα μας θα μπορούσε να επιτευχθεί σύμφωνα με τον Καθηγητή Δ. Χιόνης με τους εξής τρόπους:

- Δημιουργία ενός σχήματος περιφερειακών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών αντίστοιχου αυτού που με επιτυχία λειτουργεί σήμερα στη Μεγάλη Βρετανία.
- Δημιουργία ενός σχήματος περιφερειακών Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών με μειοψηφική συμμετοχή της πολιτείας και τη συμμετοχή ιδιωτών, θεσμικών επενδυτών, επιμελητηρίων και δικτύων Business Angels. Το ταμείο αυτό θα το διοικούν άνθρωποι με εμπειρία στο χώρο αυτό, των οποίων η αμοιβή θα είναι άμεσα συνδεδεμένη με την απόδοση του κεφαλαίου σύμφωνα με τους διεθνείς όρους λειτουργίας του Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών. Τα κεφάλαια αυτά θα επενδύονται σε επιχειρήσεις που θα αναπτύσσονται κατά κανόνα στη κάθε περιφέρεια. Επίσης θα έχουν πληροφόρηση, βοήθεια και στήριξη από όλους τους παράγοντες της περιφέρειας. Έτσι, λοιπόν οι πιθανότητες αποτυχίας της επένδυσης ελαχιστοποιούνται.

Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση αναπόφευκτα θα δημιουργήσει συρρίκνωση της πραγματικής οικονομίας (Ν. Χαριτάκης). Αποτέλεσμα της κρίσης αυτής, είναι η έλλειψη εμπιστοσύνης για τα πιστωτικά ιδρύματα, η οποία οδηγεί σε μείωση της ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σε σημαντική αύξηση των επιτοκί-

ων. Τα επιχειρηματικά δάνεια μειώνονται σημαντικά, και οι επιχειρήσεις θα δυσκολευτούν σημαντικά στο μέλλον να αντλήσουν κεφάλαια από την τραπεζική αγορά, ή ακόμη και στην περίπτωση που καταφέρουν να εξασφαλίσουν δάνειο, το κόστος θα είναι πολύ υψηλό.

Στο ερώτημα, εάν υπάρχουν θετικές επιλογές μέσα στην κρίση, η απάντηση είναι πως υπάρχουν. Για όλα αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω οι επιχειρήσεις θα έχουν ένα πρόσθετο λόγο να στραφούν στην χρηματοδότηση μέσω Venture Capital.

Παράρτημα

Ερωτηματολόγιο 1: Διαδικασία αξιολόγησης deals

Στα πλαίσια της διαδικασίας αξιολόγησης των ΄deals΄ σε μια από τις παρακάτω διαδοχικές φάσεις, προσδιορίστε σε κάθε φάση τον τρόπο προσέγγισης

Προέλευση Επιχειρήσεων (πως έρχεστε σε επαφή με το υποψήφιο deal)

1. Με πρωτοβουλία της Εταιρείας Venture Capital
2. Μετά από αίτηση του επιχειρηματία
3. Μετά από σύσταση άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (τράπεζες,…)
4. Μετά από σύσταση άλλων εταιριών Venture Capital
5. Μετά από σύσταση άλλων επιχειρήσεων
6. Μετά από σύσταση άλλων προσωπικοτήτων όπως, λογιστές, οικονομολόγοι, τραπεζικά στελέχη, χρηματιστές,…
7. Άλλο

Προεργασία (Κριτήρια προεπιλογής)

1. Μέγεθος της επένδυσης
2. Τομές δραστηριότητας
3. Γεωγραφική τοποθεσία
4. Στάδιο χρηματοδότησης της επιχείρησης
5. Άλλο

Εκτίμηση (Μεθοδολογία εκτίμησης)

1. Business Plan
2. Χρηματοοικονομικοί Ανάλυση
    - Δείκτες Αποδοτικότητας
    - Δείκτες Επίδοσης της Διαχείρισης
    - Δείκτες Φερεγγυότητας
    - Μοντέλο Αποφάσεων
    - Άλλο

Ολοκλήρωση Συμβολαίου (Πως ολοκληρώνεται το συμβόλαιο)

- Ποσό επένδυσης
- Ρήτρες περιοριστικές

- Μέθοδος χρηματοδότησης (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δάνεια, άλλα,...)
- Άλλο

Μεταεπενδυτικές Δραστηριότητες (Σχέσεις μετά την επένδυση)

- Στρατηγική ανάλυση
- Εκτίμηση Αξόνων Ανάπτυξης
- Αποτελεσματικότητα της παραγωγικής μηχανής
- Εμπορική ικανότητα
- Χρηματοοικονομική διάρθρωση
- Συμβουλές δικαίου
- Audit δραστηριότητες
- Άλλο

Ερωτηματολόγια 2: Σημαντικά Κριτήρια

Articulate in discussing venture

Capable of sustained effort

Managerial capabilities

Able to evaluate & react to risk well

Cash out potential

Size of investment (amount in Euros)

Liquidity

The product is proprietary or otherwise be protected

The product has been developed to the point of a functioning prototype

The target market enjoys a significant growth rate

The venture is an industry with which I am familiar

There is little threat of competition during the 1st 3 years

The venture will create a new market

Market size

Attractiveness

Thoroughly familiar with the market targeted by venture

Has a track record relevant to venture

Ισολογισμοί

Doppler (έτος επένδυσης το 2005)

Δείκτες	2004	2005	2006	2007
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,1754	0,2374	0,2204	0,2609
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1142	0,0112	0,0526	0,1145
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,2779	0,0349	0,1485	0,2757
Βιομηχανική απο-δοτικότητα	0,0858	0,1239	0,0964	0,1342
Κυκλοφορία ενερ-γητικού	0,7592	0,7903	0,6879	0,671

Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,4335	3,1182	2,825	2,4076
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,1043	1,0598	0,91102	0,9303
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	4,2531	2,253	3,33	2,6241
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	4,203	1,5276	2,5468	1,6458
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	1,1483	0,1559	0,1929	0,2477
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6875	0,7457	0,7551	0,7213
Γενική ρευστότητα	1,2379	1,6546	1,3926	1,6076
Άμεση ρευστότητα	1,0777	1,405	1,1632	1,2828
Δείκτης ΚΚ	2,1578	3,1653	2,1824	2,211187

e- GLOBAL (έτος επένδυσης το 2005)

Δείκτες	2004	2005	2006	2007
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,7167	0,2236	0,1623	0,2232
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-1,325	-0,193	0,0418	0,0335
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-1,405	-0,257	0,0966	0,0464
Βιομηχανική αποδοτικότητα	-0,648	0,0689	0,2028	0,1551
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,5763	0,9513	1,4583	0,8393
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,0606	1,3305	2,3117	1,3844
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,3093	3,3377	3,9502	2,1313
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-10,72	0,8439	2,15	2,185
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-10,72	0,8439	1,5619	1,6778
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,5647	0,3575	0,5188	0,5174
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4402	0,285	0,3692	0,3938
Γενική ρευστότητα	0,9067	2,1849	1,6402	1,596
Άμεση ρευστότητα	0,6917	1,9622	1,5229	1,3395

Δείκτης ΚΚ	0,9621	1,9998	1,4106	1,3482

Mediterra (έτος επένδυσης το 2005)

Δείκτες	2004	2005	2006	2007
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2384	0,2755	0,3182	0,3032
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1308	0,0155	0,0217	0,0256
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,1805	0,0572	0,037	0,0602
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,0414	0,0192	-0.013	0,0837
Κυκλοφορία ενεργητικού	2,2199	2,0027	1,1296	1,2662
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	13,113	3,6832	1,7083	2,3556
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,6914	4,4502	3,3655	2,7378
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-4,648	2,8782	1,0846	1,3796
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-4,648	2,8782	1,0846	1,1874
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2311	0,2523	0,2776	0,2533
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,8248	0,45	0,3356	0,4625
Γενική ρευστότητα	0,7762	1,3474	1,922	1,8422
Άμεση ρευστότητα	0,522	0,9333	1,5733	1,4405
Δείκτης ΚΚ	0,7326	2,1547	2,3816	2,3765

Performance technology (έτος επένδυσης το 2005)

Δείκτες	2004	2005	2006	2007
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2444	0,2495	0,2453	0,25309
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,0883	0,0175	0,0436	0,0707
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,4526	0,0602	0,1519	0,2729
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,105	0,0875	0,0579	0,0789
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,7623	1,6065	1,3144	1,2476

Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	5,1267	3,4234	3,4837	3,8602
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,7186	3,038	2,11319	1,8458
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	2,8094	1,5438	2,4463	2,8421
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	2,6964	1,4522	2,3997	2,6819
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1082	0,1392	0,0902	0,0775
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6483	0,5288	0,622	0,6759
Γενική ρευστότητα	1,3709	1,6886	1,4167	1,3729
Άμεση ρευστότητα	1,2543	1,5866	1,327	1,2894
Δείκτης ΚΚ	3,4181	3,5953	5,494	4,6638

Forth photonics (έτος ίδρυσης και επένδυσης το 2002)

Δείκτες	2003	2004
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,56189	0,6598
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,03	-8,432
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-0,047	-6,704
Βιομηχανική αποδοτικότητα	-0,021	-1,189
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,2632	0,1418
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,5831	0,795
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	7,1044	0,1841
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	0,2467	5,1812
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	0,2467	5,1812
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,089	0,0761
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,1778	0,7699
Γενική ρευστότητα	5,0541	1,193
Άμεση ρευστότητα	3,8455	0,9247

Δείκτης ΚΚ	8,967	2,34163

Ellinikos giros (έτος επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2000	2001	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους			0,2962	0,34034
Καθαρό περιθώριο κέρδους			0,0812	0,2575
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα			0,0802	0,2667
Βιομηχανική αποδοτικότητα			0,0825	0,233
Κυκλοφορία ενεργητικού			0,9061	0,9154
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων			0,9874	1,0357
Κυκλοφορία υποχρεώσεων			11,3371	8,0036
Υποχρεώσεις/ ΚΚ			0,1898	0,2642
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ			0,1898	0,2642
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού			0,4792	0,4442
Συνολική ικανότητα δανεισμού			0,0799	0,1144
Γενική ρευστότητα			6,2688	4,7854
Άμεση ρευστότητα			6,0522	4,3186
Δείκτης ΚΚ			1,9149	1,9898

Micrel (έτος επένδυσης το 2004)

Δείκτες	2003	2004	2005	2006
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,60717	0,6704	0,5763	0,605261
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,779	-0,822	-0,575	-0,373
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-0,847	-1,298	-1,105	-0,7
Βιομηχανική αποδοτικότητα	-0,07	-0,028	0,0716	0,1006
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,9275	0,5243	0,68	0,7191

Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,0868	1,5801	1,9211	1,8762
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,7918	0,81	1,0844	1,19779
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	1,0731	1,1075	1,0981	1,0971
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	1,0731	0,2765	0,2671	0,36
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,3612	0,249	0,2765	0,2558
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,5176	0,6473	0,6271	0,6004
Γενική ρευστότητα	1,9319	4,6164	4,744	3,7782
Άμεση ρευστότητα	0,6784	2,0573	1,9599	1,6046
Δείκτης ΚΚ	2,3627	3,28261	2,9969	3,0755

Helic (έτος ίδρυσης και επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	-	0,7728
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-	-5,352
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-3,7057	-3,753
Βιομηχανική αποδοτικότητα	-1,0108	-0,212
Κυκλοφορία ενεργητικού	0	0,405
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	0	0,7012
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0	0,9855
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	0,9085	8,5924
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	0,9085	8,5924
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2632	0,4813
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,2407	0,411
Γενική ρευστότητα	2,1007	1,1164
Άμεση ρευστότητα	2,1007	1,1164

Δείκτης ΚΚ	2,8847	1,2002

Inkat (έτος ίδρυσης και επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,1326	0,1178
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,1696	-0,106
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-3,1215	1,9198
Βιομηχανική αποδοτικότητα	-0,2211	-0,248
Κυκλοφορία ενεργητικού	3,5412	1,6442
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	18,404	-18,12
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	4,457	1,5353
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-2,7329	2,9883
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-2,7329	0,9419
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1466	0,0755
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,7945	1,0709
Γενική ρευστότητα	0,63408	2,0617
Άμεση ρευστότητα	0,4527	1,8022
Δείκτης ΚΚ	1,3128	8,5111

Epavlis (έτος επένδυσης το 2003)

Δείκτες	2002	2003	2004	2005
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,5064	0,5281	0,386	0,3058
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,00255	0,14	0,0159	0,1052
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,00931	0,1667	0,0213	0,1561
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,07138	0,1794	0,0589	0,0412
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,7924	0,6134	0,5657	0,5588
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	3,6442	1,1905	1,3433	1,4837
Κυκλοφορία υπο-	1,014	1,2759	0,9927	0,9065

χρεώσεων				
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	4,8434	1,0028	1,5003	1,8541
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	4,8408	1,0028	1,5003	1,8541
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,0562	0,0322	0,0453	0,0457
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,7814	0,4808	0,5679	0,6165
Γενική ρευστότητα	1,20658	1,9972	1,6666	1,5394
Άμεση ρευστότητα	0,692	1,4883	1,3331	1,0072
Δείκτης ΚΚ	3,8797	15,991	9,27387	8,233

Attico zwo (έτος επένδυσης το 2004)

Δείκτες	2003	2004	2005	2006
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3721	0,3889	0,3831	0,3342
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1086	0,1283	0,1377	-0,086
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,2663	0,1648	0,2111	-0,173
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,1966	0,1562	0,1824	0,149
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,1023	0,894	0,9938	1,1599
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,4528	1,285	1,5327	1,9993
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,0019	3,0516	2,9378	2,89326
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-1,987	-2,059	-3,044	-1,808
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-1,987	-2,059	-3,044	-1,808
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,722	0,8425	0,7678	0,8102
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,5506	0,2929	0,3383	0,4009
Γενική ρευστότητα	0,4968	0,5143	0,6715	0,447
Άμεση ρευστότητα	0,2414	0,1415	0,4224	0,2011

Δείκτης ΚΚ	0,6224	0,82574	0,8445	0,716

Nikas (έτος επένδυσης το 2003)

Δείκτες	2002	2003	2004	2005
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3711	0,3696	0,3485	0,3056
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,06257	0,1164	0,1319	0
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,05463	0,096	-	0
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,11513	0,1216	0	0,1117
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,5951	0,6044	0,6904	0,8435
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	0,8732	0,8243	-	2,2835
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,892	2,3021	1,0369	1,3377
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	8,0217	2,0774	3,0647	2,7463
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	8,0022	2,0774	1,1257	0,9984
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,6407	0,6086	0	0
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,3146	0,2625	0,6658	0,6306
Γενική ρευστότητα	1,12497	1,4814	1,8883	2,0016
Άμεση ρευστότητα	1,0043	1,3355	1,6717	1,7849
Δείκτης ΚΚ	1,0649	1,2046	-	-

D.D Synergy dynamics (έτος επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2000	2001	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,13955	0,3592	0,0898	0,0867
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1062	0,187	0,0108	-0,114
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	4,8503	0,4423	0,03195	-0,541
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,4117	0,3536	0,02618	-0,106
Κυκλοφορία ενεργητικού	2,9504	11,505	1,4178	1,203

Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	45,671	2,3656	2,9594	3,7585
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	102,37	2,3559	2,722	1,7693
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	0,8055	1,2689	2,2077	9,0325
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	26,143	1,2689	2,2077	9,0325
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,0288	0,0088	0,0209	0,1425
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,0288	0,4884	0,5209	0,6799
Γενική ρευστότητα	1,0383	1,7881	1,45297	1,1107
Άμεση ρευστότητα	1,0383	1,7621	1,453	1,1107
Δείκτης ΚΚ	2,2414	55,3741	22,934	2,2467

Information dynamics (έτος επένδυσης το 1999)

Δείκτες	1998	1999	2000	2001
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3723	0,494	0,3922	0,3632
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,032	0,0726	0,1623	0,2239
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,1934	0,08359	0,3545	0,4637
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,0485	0,2127	0,2307	0,2454
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,2488	0,7294	0,9299	1,0305
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	6,05	1,1506	2,1836	2,0706
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,5736	1,9927	21,745	2,1749
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	6,961	0,5968	0,11	1,1252
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	6,961	0,5968	1,2983	1,1252
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,0764	0,0164	0,0428	0,0553
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,7936	0,366	0,0428	0,4738
Γενική ρευστό-	1,1437	2,6756	1,7702	1,8887

τητα				
Άμεση ρευστότητα	1,1352	2,6667	1,7335	1,8775
Δείκτης ΚΚ	2,70205	38,6866	9,9583	8,9949

Mantis (έτος επένδυσης το 2002)

Δείκτες	2001	2002	2003	2004
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,5133	0,3337	0,3834	0,2562
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,0366	0,0372	0,022	0,018
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,1926	0,0646	0,0492	0,0524
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,0989	0,0795	0,1061	0,0596
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,9228	0,6864	0,6002	0,4882
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	5,2683	1,7369	2,2373	2,9788
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0,9078	1,1372	0,8245	-
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-35,02	-12,2268	-17,95	-
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-28,31	-12,2268	-15,46	-8,162
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2037	0,4446	0,3989	0,4366
Συνολική ικανότητα δανεισμού	1,0165	0,6036	0,7279	-
Γενική ρευστότητα	0,9647	0,9182	0,9353	0,8775
Άμεση ρευστότητα	0,9006	0,8271	0,8721	0,8233
Δείκτης ΚΚ	0,8597	0,889	0,9258	0,7507

Netmed Hellas (έτος επένδυσης το 2000)

Δείκτες	1999	2000	2001	2002
Μεικτό περιθώριο κέρδους	-0,014	-0,0384	0,0037	-0,196
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,666	-0,899	-0,937	-1,3292
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	19,8789	57,115	734,4	6,2468
Βιομηχανική α-	-0,205	-0,356	-0,119	-0,2905

ποδοτικότητα				
Κυκλοφορία ε-νεργητικού	1,5851	1,5863	1,3522	0,9861
Κυκλοφορία ί-διων κεφαλαίων	-29,85	-63,57	-783,8	-4,6996
Κυκλοφορία υπο-χρεώσεων	1,871	10,778	1,4781	0,8714
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	7,1302	-0,757	-2,759	-2,6287
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	3,945	-4,079	-2,575	-2,4493
Πάγιο ενεργητι-κό/ σύνολο ε-νεργητικού	0,1753	0,1451	0,1231	0,085
Συνολική ικανό-τητα δανεισμού	0,8472	0,1472	0,9148	1,1316
Γενική ρευστό-τητα	1,2535	0,7549	0,6116	0,5917
Άμεση ρευστότη-τα	-	0,7543	0,6111	0,5913
Δείκτης ΚΚ	1,856	-0,158	0,483	-1,56

Profile system & software (έτος επένδυσης το 1999)

Δείκτες	1998	1999	2000	2001
Μεικτό περιθώ-ριο κέρδους	0,616	0,6482	0,6238	0,6174
Καθαρό περιθώ-ριο κέρδους	0,3303	0,3823	0,4418	0,4768
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,6964	0,3993	0,5553	0,4005
Βιομηχανική α-ποδοτικότητα	0,4304	0,3097	0,3558	0,1581
Κυκλοφορία ε-νεργητικού	1,0655	0,7344	0,8695	0,4652
Κυκλοφορία ί-διων κεφαλαίων	2,108	1,0446	1,257	0,8399
Κυκλοφορία υπο-χρεώσεων	2,1922	2,4964	4,9509	1,068
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	1,1365	0,52	0,356	2,7937
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	1,0604	0,52	0,607	0,933
Πάγιο ενεργητι-κό/ σύνολο ε-νεργητικού	0,117	0,1277	0,1756	0,6068

Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4861	0,2942	0,1756	0,4355
Γενική ρευστότητα	1,9431	2,923	2,6475	2,0718
Άμεση ρευστότητα	1,913	2,9049	2,6344	2,0457
Δείκτης ΚΚ	4,60011	5,5039	3,9388	1,3908

Sea-farm Ionia (έτος επένδυσης το 1999)

Δείκτες	1998	1999	2000	2001
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3632	0,34	0,2437	0,2541
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1325	0,1215	0,1291	0,1029
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,1874	0,0237	0,0325	0,031
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,116	0,0283	0,0178	0,0194
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,5096	0,1506	0,184	0,1866
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,4139	0,1954	0,2514	0,301
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0,8074	0,6633	0,2442	0,493
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	3,6261	0,3223	4,7132	5,3206
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	3,6261	0,1889	1,0779	4,2222
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1621	0,153	0,6593	0,6244
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,63211	0,2271	0,7533	0,3789
Γενική ρευστότητα	1,2758	6,2947	1,9277	1,2368
Άμεση ρευστότητα	0,6586	5,6727	1,3038	0,8532
Δείκτης ΚΚ	2,2231	5,6515	1,2525	1,1185

Aiolos (έτος επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2000	2001	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2023	0,195	0,2144	0,2187
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,008	0,0013	0,0184	0,0259

Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,1687	0,0051	0,0752	0,1069
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,1223	0,0495	0,0467	0,0267
Κυκλοφορία ενεργητικού	2,0752	1,4121	1,0554	0,7661
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	21,199	3,8304	4,0789	4,135
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	17,808	2,239	1,4249	0,941
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	-5,69	2,9771	26,193	8,2154
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	-44,01	2,4952	20,9865	4,3674
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1165	0,2242	0,3431	0,4392
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,1165	0,6308	0,7407	0,8141
Γενική ρευστότητα	0,9773	1,4008	1,0476	1,229
Άμεση ρευστότητα	0,7692	1,0837	0,8461	1,0422
Δείκτης ΚΚ	0,84	2,0997	1,1831	1,2901

Gaia trofima (έτος επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2000	2001	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3092	0,1921	0,2284	0,1487
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,0575	-0,133	-0,0912	-0,217
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,0951	-0,179	-0,137	-0,3
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,0666	-0,034	0,0615	-0.033
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,6878	0,64	0,7031	0,5429
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,6537	1,3511	1,5012	1,3823
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,0572	1,247	1,3375	0,9103
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	17,72	4,0218	-443,61	-13,35
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	30,515	3,6308	-414,18	-12,15

Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,3343	0,3387	0,4509	0,4613
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,3343	0,5132	0,5257	0,5964
Γενική ρευστότητα	1,0328	1,2754	0,9976	0,9177
Άμεση ρευστότητα	0,7439	0,571	0,4035	0,48
Δείκτης ΚΚ	1,244	1,5459	1,1162	0,9671

Gioula (έτος επένδυσης το 2001)

Δείκτες	2000	2001	2002	2003
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,361	0,3167	0,2747	0,3117
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,1485	0,0665	0,0548	-0,02
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,0851	0,0479	0,0368	-0,016
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,0631	0,0581	0,0331	0,0401
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,2857	0,3224	0,2775	0,2958
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	0,5731	0,7208	0,6722	0,8118
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0,5912	0,59	0,4778	0,4679
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	16,811	-5,689	-4,1284	3,0103
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	16,861	-4,001	-3,6016	1,343
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,483	0,7099	0,6287	0,4907
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4832	0,5461	0,5808	0,6321
Γενική ρευστότητα	1,0593	0,7501	0,7223	1,7446
Άμεση ρευστότητα	0,8288	0,3966	0,3967	0,9041
Δείκτης ΚΚ	1,0325	0,8583	0,7746	1,4561

Koukou (έτος επένδυσης το 2000)

Δείκτες	1999	2000	2001	2002
Μεικτό περιθώ-	0,3213	0,3536	0,3766	0,3893

ριο κέρδους				
Καθαρό περιθώριο κέρδους	0,0287	0,0438	0,0408	0,024
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	0,25195	0,1393	0,1629	0,1048
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,1342	0,0591	0,0558	0,039
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,5721	0,882	0,766	0,7838
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	8,7694	3,1808	3,9931	4,372
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,9161	7,2164	0,9487	0,9567
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	25,39	1,0119	14,931	37,018
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	25,39	5,9611	13,94	32,5854
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1259	0,1222	0,1671	0,228
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,8205	0,1222	0,8074	0,8192
Γενική ρευστότητα	1,0394	1,1678	1,0717	1,0307
Άμεση ρευστότητα	0,5635	0,4884	0,4297	0,2466
Δείκτης ΚΚ	1,4239107	2,2688	1,46869	1,2166

Mpoutaris (έτος επένδυσης το 1999)

Δείκτες	1998	1999	2000	2001
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3128	0,2744	0,3072	0,3829
Καθαρό περιθώριο κέρδους	-0,052	-0,042	0,0627	0,0447
Χρηματοοικ/κη αποδοτικότητα	-0,188	-0,1056	0,086	0,074
Βιομηχανική αποδοτικότητα	0,1113	0,0801	0,1057	0,0623
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,6434	0,585	0,6637	0,6529
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	3,6112	2,5076	1,3719	1,654
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0,784	0,7654	1,8018	1,0794
Υποχρεώσεις/ ΚΚ	2,0254	1,9415	0,6515	1,5621

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / ΚΚ	1,0086	1,1548	0,5097	1,2262
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,1832	0,149	0,1412	0,1319
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,8207	0,7644	0,3684	0,6048
Γενική ρευστότητα	1,9915	1,8659	2,962	1,8155
Άμεση ρευστότητα	1,2751	1,2566	1,5925	1,0347
Δείκτης ΚΚ	3,2208	3,6453	5,0359	3,9799

Chipita (έτος επένδυσης το 1992)

Δείκτες	1991	1992	1993	1994
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,3737	0,38243	0,3871	0,3628
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,1087	1,1512	1,4602	1,2005
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	3,9799	4,9685	5,4538	2,8183
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,6661	1,6498	2,2243	2,3107
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,5423	0,5216	0,6097	0,6179
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6655	0,6978	0,6565	0,5195
Δείκτης ΚΚ	0,6981	0,7277	0,6749	0,9694

Computer logic (έτος επένδυσης το 1998)

Δείκτες	1997	1998	1999	2000
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,7022	0,7089	0,6992	
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,2324	0,9548	0,9283	
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,971	2,9553	1,9723	
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,3941	1,7522	2,5738	
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,3366	0,34	0,28	
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,5148	0,5449	0,3607	

Δείκτης ΚΚ	1,2325	0,9502	1,6811	

Euro trip (έτος επένδυσης το 1995)

Δείκτες	1994	1995	1996	1997
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,4102	0,3369	0,3176	0,2863
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,0487	0,9838	0,9101	0,8098
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,4418	1,7574	1,442	1,3954
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,2645	2,7445	3,0171	2,4899
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2968	0,2164	0,2492	0,2741
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4631	0,3584	0,3016	0,3252
Δείκτης ΚΚ	1,483	2,7984	2,6761	2,2452

Goody's (έτος επένδυσης το 1992)

Δείκτες	1991	1992	1993	1994
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2487	0,4193	0,8923	0,9322
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,9854	0,3491	0,4027	0,2296
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	3,0828	0,4577	0,5053	0,2627
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,4483	1,4718	3,7138	3,1127
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,5161	0,5915	0,6342	0,339
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6804	0,2372	0,1084	0,0738
Δείκτης ΚΚ	0,6193	1,2993	1,2565	2,5787

Jumbo (έτος επένδυσης το 1995)

Δείκτες	1994	1995	1996	1997
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,4419	0,3584	0,3938	0,391
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,2946	1,2767	1,2589	1,1565
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	10,78	4,682	5,0061	4,7075

Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,5257	1,9066	1,8244	1,6399
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2985	0,313	0,3539	0,3709
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,8485	0,6696	0,69	0,7052
Δείκτης ΚΚ	0,4374	0,8948	0,7998	0,8915

Marc Allen (έτος επένδυσης το 1993)

Δείκτες	1992	1993	1994	1995
Μεικτό περιθώριο κέρδους	-0,2894	-0,515	-0,112	-0,052
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,4946	0,2001	0,4788	0,63
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,1473	0,3546	0,7138	1,4194
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0,7474	0,4713	1,5221	1,188
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2748	0,3519	0,3102	0,2911
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6617	0,4245	0,3146	0,5303
Δείκτης ΚΚ	0,8381	1,6033	2,1625	1,5247

Germanos (έτος επένδυσης το 1996)

Δείκτες	1995	1996	1997	1998
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2437	0,2772	0,2536	0,259
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,842	0,7475	0,9179	1,048
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,4735	2,073	2,7179	4,6502
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	1,3727	1,3462	1,4779	1,4785
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,4065	0,4055	0,4104	0,3593
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,6134	0,5552	0,621	0,7088
Δείκτης ΚΚ	1,2311	1,1692	1,1728	0,8308

Grigoris Mikrogeumata (έτος επένδυσης το 1998)

Δείκτες	1997	1998	1999	2000
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,4285	0,4913	0,5333	0,5722
Κυκλοφορία ενεργητικού	2,2675	1,0253	0,8456	0,4363
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	6,2917	2,7748	3,0054	0,6625
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	4,9501	2,062	1,3723	0,5444
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,3493	0,6416	0,6459	0,7387
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4581	0,4972	0,6162	0,8014
Δείκτης ΚΚ	1,095	0,7455	0,7557	0,9766

Endisi (έτος επένδυσης το 1992)

Δείκτες	1991	1992	1993	1994
Μεικτό περιθώριο κέρδους		0,0735	0,0417	
Κυκλοφορία ενεργητικού		2,4074	1,0012	
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων		6,6736	7,2198	
Κυκλοφορία υποχρεώσεων		4,2971	1,1961	
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού		0,2483	0,0971	
Συνολική ικανότητα δανεισμού		0,5602	0,837	
Δείκτης ΚΚ		1,4528	1,4275	

Epifaneia (έτος επένδυσης το 1993)

Δείκτες	1992	1993	1994	1995
Μεικτό περιθώριο κέρδους			0,2	0,1585
Κυκλοφορία ενεργητικού			4,5957	2,2449
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων			22,329	18,437
Κυκλοφορία υποχρεώσεων			8,4794	3,1127
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού			0,0764	0,0428

Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,542	0,7212
Δείκτης ΚΚ	2,6943	2,842

Maxim (έτος επένδυσης το 1994)

Δείκτες	1993	1994	1995	1996
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2424	0,2062	0,2159	0,2238
Κυκλοφορία ενεργητικού	0,9121	0,7956	0,7909	0,8159
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	1,7625	1,6899	1,5853	1,6149
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	2,0595	1,6204	1,7037	1,7526
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,6504	0,6537	0,6027	0,6428
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,4429	0,491	0,4642	0,4655
Δείκτης ΚΚ	0,9203	0,8756	0,9079	0,842

Panagia (έτος επένδυσης το 1996)

Δείκτες	1995	1996	1997	1998
Μεικτό περιθώριο κέρδους	-	-	0,9211	0,9118
Κυκλοφορία ενεργητικού	0	0	0,8273	1,1166
Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	0	0	1,4726	1,7434
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	0	0	2,6059	4,0056
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,2912	0,192	0,1042	0,0522
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,009	0,037	0,3175	0,2788
Δείκτης ΚΚ	3,0103	4,3537	5,3908	12,262

Xatziioannou (έτος επένδυσης το 1998)

Δείκτες	1997	1998	1999	2000
Μεικτό περιθώριο κέρδους	0,2237	0,2524	0,2596	1
Κυκλοφορία ενεργητικού	1,5437	0,59	0,3483	0,0048

Κυκλοφορία ίδιων κεφαλαίων	2,0397	1,2151	0,6643	0,0066
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	8,3377	1,2707	0,7689	0,0041
Πάγιο ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού	0,0371	0	0,6548	0,9674
Συνολική ικανότητα δανεισμού	0,1851	0,4644	0,4529	1,1734
Δείκτης ΚΚ	20,401	-	0,9843	0,9678

Βιβλιογραφία

Ξενόγλωσση

- Bakatsaki M. (2001), "Venture capital investment evaluation: New empirical issues ".
- Baum J.A.C, Silverman B.S. (2003), "Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups", Journal of Business Venturing 19 (2004), 411- 436.
- Dean B.V., Giglierano J.J (1990), "Financing technical start- ups in Silicon valley", Journal of Business Venturing 6, 375- 389.
- Dushnitsky G., Lenox M.J. (2005), "When does corporate venture capital investment create firm value?", Journal of Business Venturing 21 (2006), 753- 772.
- Elango B., Fried V.H, Hisrich R.D., Polonchek A. (1995), "How venture capital firms differ", Journal of Business Venturing 10, 157-179.

- ENCA (2007), "Private equity industry performance stable in 2007", Thomson Press Release/ EVCA.
- EVCA (2008), "EVCA Barometer September 2008", European Venture Capital Association.
- EVCA (2008), "Yearbook 2008", European Venture Capital Association.
- Fried V.H., Bruton G.D., Hisrich R.D. (1998), " Strategy and the board of directors in venture capital- backed firms", Journal of Business Venturing 13:6, 493-503.
- Gupta J.P., Chevalier A, Dutta S. (2003),"Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context", European Journal of Operational Research .
- Haar N.E., Starr J., Macmillan I.C. (1998)," Informal risk capital investors: Investment patterns on the east coast of the U.S.A.", Journal of Business Venturing 3, 11-29.
- Hall J., Hofer C.W. (1993)," The venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation", Journal of Business Venturing 8, 25-42.
- Harrison R.T., Mason C.M. (1992),"International perspectives on the supply of informal venture capital", Journal of Business Venturing 7, 459-475.
- Jain B.A. and Nag B.N. (1996), "A decision- support model for investment decisions in new ventures", European Journal of Operational Research, 90, 473-486.
- MacMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. (2008),"Corporate Venture Capital (CVC): Seeking innovation and strategic growth", National Institute of Standards and Technology.
- Macmillan I.C., Siegel R., Narasimha P.N.S (1985)," Criteria used by venture capitalists' to evaluate new venture proposals", Journal of Business Venturing 1, 119-128.
- Manigart S., Waele K., Wright M, Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H.J., Beekman A. (2001), "Determinants of required return in venture capital

investments: A five- country study", Journal of Business Venturing 17 (2002), 291- 312.

- Muzyka D., Birley S., Leneux B. (1999), "Trade- offs in the investment decisions of European venture capitalists", Journal of Business Venturing 11:4 (1996), 273-287.
- Norton E., Tenenbaum B.H (1993), "Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy", Journal of Business Venturing 8, 431- 442.
- NVCA (2007)," Venture Impact", National Venture Capital Association.
- NVCA (2008), "National venture capital association and Dow Jones venturewide release results of venture census 2008", NVCA.
- NVCA (2008),"Venture Capital fundraising activity slows in the third quarter of 2008", Thomson Reuters/NVCA.
- Parhankangas A., Landstrom H. (2005), "How venture capitalists respond to unmet expectations: The role of social environment", Journal of Business Venturing 21 (2006), 773- 801.
- Rah J., Jung K., Lee J. (1994), "Validation of the venture evaluation model in Korea", Journal of Business Venturing 9, 509-524.
- Siegel R., Siegel E., Macmillan I.C, "Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance", Journal of Business Venturing 3, 233-247.
- Siskos J.(1986), "Evaluating a system of furniture retail outlets using an interactive ordinal regression method" European Journal of Operational research, 23, 179- 193.
- Siskos J., Yannacopoulos D. (1985), "UTASTAR: An ordinal regression method for building additive value functions", Investing Operational, 5:1, 39-53.
- Siskos J., Zopounidis C. (1987), "The evaluation criteria of the venture capital investment activity: An interactive assessment" European Journal of Operational Research, 31, 304-313.

- Siskos J., Zopounidis C. (1991), "Assessing a venture capital institution's preference model using multicriteria analysis", JORBEL Belgian Journal of Operations Research, Statistics and Computer Science, 31:3-4, 7- 27.
- Valliere D., Peterson R. (2007),"When entrepreneurs choose VCs: Experience, choice criteria and introspection accuracy", Venture Capital 9:4, 285- 309.
- Zahedi F. (1986), "The analytic hierarchy process: A survey of the methods and its applications", Interfaces, 16, 96-108.

Ελληνική

- Financial box (06-02-2007), "Κορρές: Συμμετοχή με 15% στην εταιρεία Προϊόντα Κρόκου".
- Γαλάνης Β. (2000)," Leasing, factoring, forfaiting, franchising, venture capital: Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας", Εκδόσεις Α. Σταμούλης.
- Δελτίο τύπου 9ου Διεθνές Venture Capital Forum, 19-20 Ιουνίου 2008.
- Ελευθεροτυπία (03-0702003),"Αμοιβαίο μικρομεσαίων για καινοτόμες επιχειρήσεις".
- Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (1990), "Καινοτομικό κεφάλαιο/ Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας", ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ..
- Επενδυτής (26-05-2003),"24 εκατ. ευρώ αναζητούν ΜΜΕ για επένδυση".
- Ζαρκάδα Κ. (2006), "Θεσμός Venture Capital στην Ελλάδα: Θεσμικό περιβάλλον και προοπτικές", Διπλωματική Εργασία Πανεπιστημίου Πειραιά.

- Ζοπουνίδης Κ. (1999), "Venture Capital: Η χρηματοδότηση επενδύσεων με υψηλό κίνδυνο", Οικονομικός Ταχυδρόμος, Επιλεγμένα κείμενα, Φύλλο 9, σελ. 106.
- Ζοπουνίδης Κ. (1999), "Η αξιολόγηση επενδύσεων σε επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κινδύνου (Venture Capital): Μια πολυκριτήρια προσέγγιση", Εμπορική Τράπεζα, Οικονομική Επιθεώρηση, τεύχος 17, σελ. 22-33.
- Ζοπουνίδης Κ. (2001), "Ανάλυση χρηματοοικονομικών αποφάσεων με πολλαπλά κριτήρια", Εκδόσεις Ανίκουλα, Θεσσαλονίκη.
- Ζοπουνίδης Κ. (2003)," Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα χρηματοοικονομικού μανατζμεντ", Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- Ζοπουνίδης Κ. (25-07-04), "Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: Venture Capital investment", Εξπρές.
- Ζοπουνίδης Κ., Μπακατσάκη Μ. (2002), "Το Venture Capital στην Ελλάδα: πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Δ' τριμηνία, τεύχος 31.
- Ζουρίδης Γ. (1993), "Κεφάλαιο υψηλού κινδύνου και εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου", Οικονομικό Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας, 42-50.
- Ιακωβίδης Μ. (1991), "Venture Capital: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (Α' μέρος)", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Γ' τριμηνία, τεύχος 31.
- Ιακωβίδης Μ. (1992), "Venture Capital: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (Β' μέρος)", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Α' τριμηνία, τεύχος 33-34.
- Καθημερινή (02-02-2007),"Νέα εταιρεία για ανάπτυξη- αξιοποίηση των προϊόντων κρόκου".
- Καθημερινή (04-07-2007), "Προς ενίσχυση του θεσμού Venture Capital".
- Καθημερινή (07-05-2008), "Πως πέτυχε η τολμηρή επένδυση του Harvard Business School πριν από έναν αιώνα".
- Καθημερινή (08-10-08), "Ανάπτυξη μέσω εξαγορών στις ΜΜΕ", Link: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_08/10/2008_287454.

- Καθημερινή (14-100-2007),"Μια «πρόσκληση» αξίας 200 εκατ. ευρώ".
- Καθημερινή (21-01-2004), "Οι δύο πρώτες επενδύσεις του ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Partners".
- Καθημερινή (23-03-2008), "Όταν η Ελλάδα προηγείται", Link: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_2_23/04/2008_267528.
- Καθημερινή (24-09-08), "Καινοτομία επενδυτικών προϊόντων", Link: http://news.kathimerini.gr/4dci/_w_articles-economy-1-24/09/2008-28583.
- Κέρδος (05-07-2007),"Έχετε μια καλή ιδέα; Ελάτε να κάνουμε business".
- Κέρδος (10-01-2008), "Νέα ζυθοποιία με υποστήριξη από τράπεζα Αττικής και ΤΑΝΕΟ".
- Κέρδος (13-05-2003),"Εφοπλιστές και ξένοι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν στη Νέα Οικονομία".
- Κέρδος (28-01-2007), "Ένωση δυνάμεων για τον «κόκκινο χρυσό».
- Κριτσιώνης Λ. (2005), "Η χρηματοδότηση κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών", Διπλωματική Εργασία Πανεπιστημίου Πειραιά.
- Κυρκώπουλος Λ. (2005), "Κεφάλαιο υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου", Διπλωματική Εργασία Πανεπιστημίου Πειραιά.
- Λαζαρίδης Γ. (1998), "Σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης: Leasing, factoring, forfaiting, franchising, venture capital, νέα τραπεζικά προϊόντα", Πανεπιστημιακές παραδόσεις.
- Ναυτεμπορική (01-02-2007),"Συμμετοχή με 15% της Κορρές και 30% της Capital Venture".
- Νιάρχου Ν. (2004)," Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων", Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.
- Ξανθάκης Μ., Τσιπούρη Λ. (2001), "Διαχείριση τεχνολογίας και Venture Capital", Εκδόσεις Παπαζήση.
- Ξένου Σ.Ε. (2003), "Κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών: Η εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης", Διπλωματική Εργασία Πανεπιστημίου Πειραιά.

Διαδίκτυο

- www.attica-ventures.gr.
- www.capital.gr (10-10-2007), "Ενδιαφέρουσες εξελίξεις για τις επιχειρήσεις των Funds του ΤΑΝΕΟ".
- www.evca.com.
- www.globalfinance.gr.
- www.hvca.gr.
- www.kathimerini.gr
- www.kerdos.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.nvca.com.
- www.taneo.gr.
- www.thermokoitida.gr.
- www.vci.gr.
- www.vectis.gr.