



ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ

Σχολή Μηχανικών Παραγωγής
& Διοίκησης

Προπτυχιακό Πρόγραμμα
Σπουδών

Διπλωματική Εργασία

Πολυκριτήρια αξιολόγηση των εταιρειών Venture Capital στην Ελλάδα



Στεφανίδης Ευστράτιος

A.M:2003010097

Επιβλέπων Καθηγητής:

Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω πρωτίστως τον καθηγητή μου Κο. Κωνσταντίνο Ζοπουνίδη ο οποίος με τη βοήθεια του συνέβαλλε τα μέγιστα στην πραγματοποίηση και ολοκλήρωση αυτής της διπλωματικής εργασίας.

Ευχαριστίες στην οικογένεια μου για την αμέριστη συμπαράστασή τους και στους δικούς μου ανθρώπους για την υποστήριξή τους.

Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	7
Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	7
1 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ, ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ	9
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ	9
1.3 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ VC	10
1.3.1 Η.Π.Α.....	10
1.3.2 Ευρώπη	12
1.4 ΣΤΑΔΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	14
1.5 ΣΤΑΔΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ VC.....	15
1.5.1 Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή «σποράς» (Seed Capital).....	16
1.5.2 Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital).....	16
1.5.3 Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου	17
1.5.4 Χρηματοδότηση δευτέρου σταδίου	18
1.5.5 Χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion Capital).....	18
1.5.6 Χρηματοδότηση γέφυρας ή ενδιάμεση χρηματοδότηση	19
1.5.7 Κεφάλαιο εξαγοράς.....	20
1.5.8 Κεφάλαιο αντικατάστασης.....	21
1.5.9 Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής.....	22
1.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC.....	23
1.7 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ VC	23
1.8 VENTURE CAPITAL ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ.....	24
1.9 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΟ ΜΙΚΡΟ-ΜΑΚΡΟ-ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΟΥ ΕΚΥΚ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ.....	25
1.9.1 Μακρο-περιβάλλον	25
1.9.2 Μικρο- περιβάλλον.....	28
1.10 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ VC FUND.....	29
1.11 ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΞΟΔΟΥ (EXIT ROUTES) ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ	32
2 Η ΑΓΟΡΑ VC ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ	35
2.1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ VC ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	35
2.2 Τ.Α.ΝΕ.Ο. (ΤΑΜΕΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ)	37
2.2.1 Διαδικασία επένδυσης του Τ.Α.ΝΕ.Ο.....	39
2.3 ΈΝΩΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (HVCA).....	43
2.4 ΔΕΙΓΜΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	44
2.4.1 ΑΤΤΙΚΑ VENTURES S.A.....	44
2.4.2 CAPITAL CONNECT S.A.....	46
2.4.3 NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities	47

2.4.4	ALPHA VENTURES CAPITAL MANAGEMENT S.A.....	48
4.1.1	PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT S.A.....	49
3	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ VC	51
3.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	51
3.2	ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗΣ ΕΚΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	51
3.3	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΣΕ VC	52
3.3.1	Δημιουργία συστήματος ροής επιχειρηματικών προγραμμάτων	52
3.3.2	Αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων	53
3.3.3	Αποτίμηση επιχείρησης.....	57
3.3.4	Μέθοδοι αξιολόγησης.....	57
3.4	ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΜΕ VC	62
3.4.1	Εισαγωγή.....	62
3.4.2	Το σύστημα MINORA στο VC	63
3.4.3	Η μέθοδος AHP στο VC	73
3.4.4	Το σύστημα FINCLAS στο VC.....	78
3.4.5	Η μέθοδος PROMETHEE στο VC.....	84
4	ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ VC ΤΗΝ ΤΡΙΕΤΙΑ 2008-2010 .	89
4.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	89
4.1.1	Γενικά.....	89
4.1.2	Χρησιμότητα των αριθμοδεικτών στα πλαίσια του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου.	90
4.1.3	Κατηγορίες αριθμοδεικτών	90
4.2	ΠΑΚΕΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	91
4.2.1	Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους.....	91
4.2.2	Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους.....	92
4.2.3	Αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας ή Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων-ROE.....	93
4.2.4	Αριθμοδείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας – Απόδοση λειτουργίας.....	93
4.2.5	Αριθμοδείκτης απόδοσης επενδύσεων – Εξίσωση Du Pont – ROI	93
4.2.6	Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού.....	94
4.2.7	Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων ή εκμετάλλευσης ιδίων κεφαλαίων	94
4.2.8	Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας υποχρεώσεων.....	94
4.2.9	Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων/ ΚΚ.....	95
4.2.10	Αριθμοδείκτης Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/ ΚΚ.....	95
4.2.11	Αριθμοδείκτης παγιοποίησης της περιουσίας.....	95
4.2.12	Αριθμοδείκτης Γενικής ρευστότητας	95
4.2.13	Αριθμοδείκτης Άμεσης ρευστότητας.....	95
4.2.14	Αριθμοδείκτης Ταμιακής ρευστότητας	96

4.2.15	Αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης.....	96
4.3	ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ PROMETHEE.....	97
4.3.1	Εισαγωγή.....	97
4.3.2	Εφαρμογή.....	97
4.3.3	Αποτελέσματα.....	99
5	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	113
5.1	ΠΡΟΣΕΛΚΥΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ.....	115
5.2	Ο ΘΕΣΜΟΣ VC ΝΑ ΑΠΟΚΤΗΣΕΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	116
5.3	ΟΦΕΛΗ ΤΟΥ VC ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ.....	117
5.3.1	Οφέλη στην οικονομία της χώρας.....	117
5.3.2	Οφέλη για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση.....	118
5.4	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ ΠΑΝΩ ΣΤΟ ΘΕΣΜΟ ΤΟΥ VC.....	118
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.....	119
	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΕΝΤΥΠΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ.....	119
	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΜΙΑΣ ΕΚΕΣ ΣΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΟΥΜΕΝΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ [ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ Δ. 1996].	120
	ΚΑΜΠΥΛΗ ΜΟΝΟΤΟΝΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ (ΠΡΟΔΙΑΤΑΞΗ ΕΝΑΝΤΙ ΟΛΙΚΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ)	120
	ΠΙΝΑΚΑΣ 1.....	121
	ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ SIPAREX (ΠΡΟΔΙΑΤΑΞΗ)	121
	ΑΤΤΙΣΑ VENTURES-ZAI TECH FUND.....	122
	CAPITAL CONNECT VENTURE PARTNERS	123
	NEW MELLON-TANEO CLIMATE CHANGE OPPORTUNITIES.....	124
	ALPHA TANEO Α.Κ.Ε.Σ.....	125
	PIRAEUS TANEO Α.Κ.Ε.Σ.....	126
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2.....	127
	ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΖΕΤΙΑΣ 2008-2010	127
	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ	136
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	141

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Όντας ένας τρόπος παροχής επιχειρησιακού κεφαλαίου, το venture capital (VC) αρχίζει να κάνει την εμφάνιση του από τον 15^ο αιώνα από μεμονωμένα πλούσια άτομα ή ακόμη και εμπορικές εταιρείες που ρύθμιζαν το εμπόριο σε διάφορες χώρες της Άπω Ανατολής. Εξ' άλλου, κατά το 18^ο και 19^ο αιώνα δημιουργήθηκαν εταιρείες VC για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλού κινδύνου, όπως ήταν η διάνοιξη της διώρυγας του Σουέζ. Υφίστανται δύο φορείς, ο ένας που διαθέτει μια καινούργια παραγωγική ιδέα ή τεχνική και ο άλλος που αναλαμβάνει τη στήριξη της οικονομικά. Στη σύγχρονη μορφή του το VC, αναπτύχθηκε στην ευρώπη και στις Η.Π.Α τα τελευταία 60 χρόνια. Σήμερα, διεθνώς τη μεγαλύτερη συμμετοχή στο VC έχουν τα ασφαλιστικά ταμεία, οι τράπεζες, οι ιδιώτες επενδυτές και οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Ο όρος VC αφορά μακροπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία επενδύονται σε ειδικές επενδυτικές εταιρείες και τα οποία περιέχουν υψηλό κίνδυνο. Ο όρος VC αποδόθηκε στην Ελλάδα με διάφορους τρόπους όπως, «καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο», «κεφάλαιο υψηλού κινδύνου», επιχειρηματικό κεφάλαιο» και «κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών». Ο όρος «καινοτομικό επιχειρηματικό κεφάλαιο» πιστεύω ότι δεν καλύπτει πλήρως το VC γιατί αναφέρεται μόνο στο πρώτο στάδιο της δημιουργίας, ενώ το VC στοχεύει στην πλήρη ανάπτυξη της επιχείρησης και περιέχει αναπτυξιακά κεφάλαια.

Η βασική διαφορά του από τη δανειακή χρηματοδότηση είναι ότι ο επενδυτής συμμετέχει στον κίνδυνο. Το VC είναι ένας θεσμός που μπόρεσε να βοηθήσει ώστε να υλοποιηθούν πολλές αξιόλογες ιδέες ή προγράμματα τα οποία υπό άλλες συνθήκες θα έμεναν απραγματοποίητα, γιατί άλλες πηγές χρηματοδότησης είτε δε δέχονται να αναλάβουν το ρίσκο της χρηματοδότησης αυτής είτε δε μπορούν να λειτουργήσουν με αυτούς τους όρους. Το VC είναι μια πολύ καλή εναλλακτική λύση έναντι των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης που είναι δυνατόν να βοηθήσει τα μέγιστα την οποιαδήποτε οικονομία.

Την περίοδο 1980-1983 στην ευρωπαϊκή κοινότητα λειτούργησε ένα πρότυπο πρόγραμμα για την ανάπτυξη και τη συνεργασία των εταιριών VC. Οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν στο πρόγραμμα αυτό επιλέχθηκαν κατά χώρα μετά από διαγωνισμό, ήταν νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου και αποτέλεσαν το Ευρωπαϊκό Δίκτυο Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Εκκίνησης (ESCFN-European Seed Capital Fund Network). Το 1983 η επιτροπή ευρωπαϊκών κοινοτήτων, κατανοώντας τη σημασία του VC, ίδρυσε με 40 αρχικά μέλη τον ευρωπαϊκό οργανισμό VC (EVCA-European Venture Capital Association) με σκοπό την ανάπτυξη του στην ευρώπη, ώστε να καλυφθεί η υπάρχουσα τεχνολογική υστέρηση έναντι των Η.Π.Α και της Ιαπωνίας. Το αρχικό κεφάλαιο που διέθεσε το EVCA, με σκοπό να επενδυθεί άμεσα στον τομέα της βιομηχανίας, ανερχόταν σε 1.500 εκατ. €. Το VC μπορεί, σαν ένα εργαλείο χρηματοδότησης εφευρέσεων και καινοτομιών, να συμβάλλει στην ανάπτυξη της τεχνολογίας, την αύξηση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων και τη δημιουργία επιχειρηματικών ευκαιριών. Ειδικά στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, η συμβολή του VC είναι ιδιαίτερα σημαντική.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στόχος και αναγκαιότητα έρευνας

Η ελληνική οικονομική κρίση ξεκίνησε στα μέσα του 2010, και μετά τις αποκαλύψεις ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας έκλεισε για το 2009 σε επίπεδα πολύ πάνω από αυτά που θα καθιστούσαν το δημόσιο χρέος βιώσιμο, η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας και στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου. Η προσπάθεια της κυβέρνησης να ανακτήσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να πετύχει μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν κατάφεραν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα.

Η στήριξη της πραγματικής οικονομίας, η ενίσχυση της ρευστότητας, η νέα αναπτυξιακή πολιτική και η μετάβαση σε ένα νέο παραγωγικό μοντέλο δείχνουν την αναγκαιότητα να χρησιμοποιηθεί σαν εργαλείο ο θεσμός του VC. Τα επενδυτικά κεφάλαια θα πρέπει να στοχεύουν σε τομείς της οικονομίας όπως, τα έργα υποδομών, τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, τη μεταποίηση, τις υπηρεσίες, την εκμετάλλευση του φυσικού πλούτου, τη διατήρηση και επέκταση της ήδη υπάρχουσας βιομηχανίας και την ανάπτυξη των καινοτόμων ιδεών, προϊόντων ή υπηρεσιών από το ανθρώπινο δυναμικό της χώρας. Αυτός είναι ο στρατηγικός ρόλος που πρέπει να αποκτήσει ο θεσμός του VC, να γίνει βασικός εταίρος στην ανάπτυξη της οικονομίας και μαζί της να αναπτυχθεί και αυτός.

Ο στόχος, λοιπόν, αυτής της μελέτης είναι να ερευνηθεί και να αναλύσει κατά πόσο οι ελληνικές εταιρείες VC είναι σε θέση να αναλάβουν την πραγματοποίηση τέτοιων επενδύσεων. Ο αντικειμενικός στόχος είναι να γίνει μια κατάταξη του δείγματος των εταιρειών σε κάθε οικονομικό έτος από το 2008 έως το 2010 μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου PROMETHEE.

Η δομή της διπλωματικής εργασίας

Τα κεφάλαια που συναποτελούν την μελέτη αυτή είναι πέντε. Αναλυτικά:

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται μια ολοκληρωμένη παρουσίαση του θεσμού VC. Ξεκινώντας, επιχειρούμε να προσεγγίσουμε τον όρο VC εννοιολογικά παραθέτοντας βασικές έννοιες και ορισμούς, καθώς παρατηρούμε την εξέλιξη του, μέσω μιας ιστορική αναδρομής, στις Η.Π.Α και την ευρώπη. Επίσης, αναλύονται τα στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης, τα στάδια χρηματοδότησης και ο ρόλος των εταιρειών VC, επιχειρείται μια μικρο-μακροοικονομική προσέγγιση αναλύοντας τους παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του επιχειρηματικού κεφαλαίου υψηλού κινδύνου και τελικά βλέπουμε τον εξειδικευμένο τρόπο λειτουργίας του (Κεφάλαιο 1).

Στη συνέχεια παρουσιάζεται η αγορά του VC στην Ελλάδα, ο τρόπος που ξεκίνησε, η εξέλιξη και το πλαίσιο λειτουργίας του. Γίνεται αναφορά στην Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA-Hellenic Venture Capital Association) και στις εταιρείες του ελληνικού χώρου, τις οποίες ερευνούμε και στην παρούσα μελέτη (Κεφάλαιο 2).

Ακολούθως αναλύεται η μεθοδολογία χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με VC και παρουσιάζονται οι πολυκριτήριες μέθοδοι αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων που βοηθούν τις Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) να επιλέξουν ορθολογικά τις επιχειρήσεις που θα επενδύσουν (Κεφάλαιο 3).

Στο πρακτικό μέρος της εργασίας επιχειρείται μια κατάταξη των επιλεγμένων εταιρειών VC κατά την τριετία 2008-2010 μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου PROMETHEE, παρουσιάζοντας, αναλύοντας και υπολογίζοντας το πακέτο των 15 χρηματοοικονομικών δεικτών (Κεφάλαιο 4).

Τέλος, αποτυπώνονται τα συμπεράσματα της έρευνας και οι προτάσεις μας για την εξέλιξη του θεσμού του VC και τον στρατηγικό του ρόλο στην Ελλάδα (Κεφάλαιο 5).

1 ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ, ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

1.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό αναφέρεται καταρχήν ο στόχος που έχει η παρούσα μελέτη, η δομή της και η συνεισφορά της. Έπειτα αναλύονται ο ορισμός και τα χαρακτηριστικά του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου. Γίνεται μια ιστορική αναδρομή σε κρίσιμες χώρες για την εξέλιξη του όπως είναι οι Η.Π.Α και συγκεκριμένες χώρες της ευρωπαϊκής ένωσης. Τέλος, παρουσιάζονται τα στάδια χρηματοδότησης και ο ρόλος των εταιρειών VC, οι σχέσεις τους με τραπεζικούς οργανισμούς και αναλύονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ καθώς και ο τρόπος λειτουργίας του.

1.2 Ορισμός

Το VC στον ελληνικό χώρο είναι σχετικά καινούργιος θεσμός. Ο όρος συχνά αποδίδεται ως «Επιχειρηματικό Κεφάλαιο Υψηλού Κινδύνου». Τα τρία στοιχεία που χαρακτηρίζουν το ΕΚΥΚ είναι:

A. Κίνδυνος, το ΕΚΥΚ σαν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, η οποία συνήθως απαιτεί 5-10 χρόνια για να αποδώσει ικανοποιητικά, εμπεριέχει και μεγάλο κίνδυνο.

B. Κεφαλαιακή συμμετοχή, το ΕΚΥΚ συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης υπό χρηματοδότηση.

Γ. Υποστήριξη επιχείρησης, 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')¹.

Ένας ευρύτερος ορισμός θεωρεί το ΕΚΥΚ ως επένδυση σε κεφαλαιακά στοιχεία επιχείρησης, με σοβαρές προοπτικές μεγέθυνσης και κινδύνους σε μακροπρόθεσμη βάση.

Η EVCA ορίζει το ΕΚΥΚ ως μια μετοχική επένδυση σε επιχειρήσεις με προοπτική γρήγορης ανάπτυξης, συνοδευόμενη από δραστηριότητες εκ μέρους των επενδυτών, όπως παροχή συμβουλών, δικτύου γνωριμιών, και διοικητικής υποστήριξης (in the form of management advice and contribution to overall strategy), που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης με πρώτιστο στόχο τα κεφαλαιακά κέρδη. Το 1990, η επετηρίδα της EVCA² ορίζει το ΕΚΥΚ ως χρηματοδότηση μη εισηγμένων, μικρομεσαίων επιχειρήσεων ευρύτερων προοπτικών ανάπτυξης, συμμετέχοντας στο μετοχικό κεφάλαιο από εξειδικευμένες εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (ΕΚΕΣ), οι οποίες αποσκοπούν μακροπρόθεσμα στη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών τέτοιων ώστε να αντισταθμίζουν τον υψηλό κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

¹ Βασιλείου, Δ. (1995), "Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Γ' τριμηνία, τεύχος 3.

² EVCA (1990), *Yearbook 1990-Annual Survey 1989*, European Venture Capital Association.

Η πραγματοποίηση δε των κεφαλαιακών αυτών κερδών βασίζεται σε λεπτομερή εκτίμηση και αξιολόγηση από τις ΕΚΕΣ των αποδόσεων και των κινδύνων που συνδέονται με κάθε επένδυση³.

Τέλος, σύμφωνα με τη βρετανική ένωση εταιρειών venture capital, με τον όρο VC νοείται ένας τρόπος χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρείας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά ένα τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της, ως αντάλλαγμα για την παροχή αυτής της χρηματοδότησης. Με άλλα λόγια, αφορά τη συγχρηματοδότηση μιας επένδυσης από κάποιο φορέα που στη συνέχεια γίνεται εταίρος της επιχείρησης. Αυτή η διάσταση είναι πολύ κρίσιμη, γιατί ο έχων την αρχική ιδέα μπορεί εν τέλει να βρεθεί σε συνεργασία ακόμη και με ανταγωνιστή του, ο οποίος ενδέχεται να αγοράσει μερίδια από τον χρηματοδότη (τον Venture Capitalist)⁴.

1.3 Ιστορική Αναδρομή VC

1.3.1 Η.Π.Α

Οι ρίζες του VC στις Η.Π.Α μπορούν να εντοπιστούν στις δεκαετίες 1920-1930, όπου εύπορες οικογένειες και μεμονωμένοι επενδυτές παρείχαν τα αρχικά κεφάλαια για τις επιχειρήσεις που αργότερα θα εξελίσσονταν σε κολοσσοί, όπως οι Eastern Airlines, Xerox και άλλες. Το ορόσημο φυσικά για τη μορφή αυτή χρηματοδότησης είναι το 1946, με το σχηματισμό της American Research & Development (ARD), της πρώτης εταιρείας που θα παρείχε κεφάλαια σε νέες και ταχεία αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, κυρίως με προσανατολισμό στο χώρο των κατασκευών, αλλά και της τεχνολογίας².

Η πρώτη επένδυση της ARD ήταν η High Voltage Engineering Corporation (HVE), η οποία ουσιαστικά αποτέλεσε την πρώτη επιχείρηση χρηματοδοτούμενη με ΕΚΥΚ, εισηγμένη αργότερα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (N.Y.S.E.). Ακολούθησε η Tracerlab & Circo Products και μέχρι το τέλος του 1947, η ARD είχε χρηματοδοτήσει έξι καινούριες επιχειρήσεις και είχε σε εξέλιξη δύο επενδυτικά σχέδια. Η ανάπτυξη συνεχίστηκε έως το 1950, όπου συνέβησαν αρνητικές ταμειακές ροές, πρόβλημα με τη ρευστοποίηση και την κερδοφορία, έλλειψη κερδών. Έχοντας να αντιμετωπίσουν αυτά τα προβλήματα, τα στελέχη της ARD άρχισαν να ξεφεύγουν από τα στενά πλαίσια του συντηρητισμού που τα διακατείχε, και προσέφεραν έναντι αμοιβής τις επενδυτικές τους συμβουλές στις επιχειρήσεις που χρηματοδοτούσαν, καταφέροντας τελικά να ανατρέψουν την αρνητική κατάσταση. Η εμπειρία της ARD σε κάθε στάδιο της επένδυσης σε VC υπάρχει ακόμα και σήμερα στις ΕΚΕΣ. Θα πρέπει να αναφερθεί σε αυτό το σημείο πως η πιο αποφασιστική επένδυση της ARD ήταν η Digital Equipment Corporation (DEC) το 1957, της οποίας η επιτυχία άλλαξε το θεσμό του VC στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα επενδύσεων σε VC αποτελούν τα εξής:

³ Bygrave, W. and Timmons, J. (1992), VC at the crossroads, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

⁴ Σταυριανουδάκης, Σ. (2005), “Τι είναι το VC και ποιους μπορεί να βοηθήσει”, *ΚΕΤΑ ΝΕΑ Κρήτης*, Ιούλιος, τεύχος 6.

- Το 1957, η επιχείρηση American Research & Development (ARD) επένδυσε 70.000\$ για το 77% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της Digital Equipment Corporation (DEC). Το 1971, το μετοχικό κεφάλαιο της τελευταίας έφθασε τα 355 εκατ.\$, όπου και τελικά πωλήθηκε ένα χρόνο μετά στην Textron Inc., η οποία στις μέρες μας είναι μια από τις ηγετικές εταιρείες στον χώρο των πληροφοριακών συστημάτων παγκοσμίως.

- Ο Arthur Rock, κατά την αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών, επένδυσε 1,5 εκατ.\$ για το ξεκίνημα της Apple Computers Inc. Κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της επιχείρησης η αξία της επένδυσης έφτασε τα 100 εκατ.\$.

- Ύστερα από μηνιαίες απώλειες ύψους 1 εκατ.\$ και για περισσότερο από 29 συνεχόμενους μήνες, τα 25 εκατ.\$ αρχικής επένδυσης στην Federal Express (αυθημερόν παράδοση δεμάτων) έφθασαν το 1,2 δις\$ κατά την πρώτη δημόσια εγγραφή της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Καινοτόμες εταιρείες, όπως οι Lotus Development Corporation, Genetics Institute, Sun Microsystems, Compaq Computer Corporation, Staples Inc. και πολλές άλλες, βρήκαν πρόσφορο το έδαφος και δημιουργήθηκαν. Το κοινό σημείο σε όλες αυτές τις επιχειρήσεις, αλλά και πολλές άλλες, ήταν η χρηματοδότηση που δέχθηκαν στο πρώιμο τους στάδιο από ΕΚΕΣ. Μια σημαντική ώθηση στην αγορά δόθηκε το 1958, όταν δημιουργήθηκαν οι εταιρείες Small Business Administration (SBA) και Small Business Investment Companies (SBICs), οι οποίες είχαν σαν παράδειγμα την επιτυχία της ARD και αναζητούσαν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες. 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. [3].

Η δεκαετία του '70 σηματοδοτεί μια ύφεση της αγοράς του V.C στην Αμερική, εξαιτίας της ευρύτερης ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας, της αναποτελεσματικότητας των χρηματαγορών, της απουσίας ικανών νέων επιχειρηματιών και της φορολογίας, που καθιστούσε τις επενδύσεις σε ΕΚΥΚ λιγότερο ελκυστικές. Οι αντίξοες αυτές συνθήκες 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. Στο τέλος της δεκαετίας του '70, έλαβαν χώρα κάποιες ρυθμίσεις και αλλαγές στο φορολογικό σύστημα, που αναζωογόνησαν την αγορά του VC. Συγκεκριμένα, το 1978, μια θεσμική ρύθμιση έδωσε τη δυνατότητα σε ασφαλιστικά ταμεία (pension funds) να προχωρήσουν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις. Επίσης, δύο ακόμα νομοθετικές ρυθμίσεις το 1980, τόνωσαν την αγορά μέσω της αναγνώρισης των εταιρειών VC ως αναπτυξιακών, και της νόμιμης αναγνώρισης των ασφαλιστικών ταμείων ως limited partners (συνεργάτες περιορισμένης ευθύνης). Κατά τη δεκαετία του '80, η ανάπτυξη της limited partnership, ως κύριας χρηματοδοτικής λειτουργίας του V.C., οδήγησε σε μια τεράστια εξάπλωση της αγοράς κατά την περίοδο αυτή [3].

Η διετία 1991-1992 χαρακτηρίζεται από σημαντική μείωση της άντλησης κεφαλαίων για V.C., εξαιτίας των χαμηλών επιπέδων ζήτησης που παρατηρήθηκε για χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων.

Τέλος, κατά την περίοδο 1992-2000 διακρίνεται μια αλματώδης αύξηση των κεφαλαίων που αντλούνται για V.C., όπου το 2000 αγγίζει τα υψηλότερα επίπεδα. Ακολουθεί μεγάλη κάμψη από το 2000 και μετά, κάτι που επιβεβαιώνει την κυκλική εξέλιξη του V.C., όπου μια περίοδος άνθισης της αγοράς διαδέχεται μια περίοδος κάμψης και αντίστροφα. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται υπάρχει ο κίνδυνος το ένα τρίτο από τις 882 ενεργές επιχειρήσεις να κλείσουν και αυτό γιατί κατά το έτος 2008 οι αποδόσεις στα 5ετή VC ήταν 6% σε σχέση με το 48% τους έτους 2000⁵.

1.3.2 Ευρώπη⁶

Με την επιτυχία της ARD έγινε προσπάθεια ίδρυσης εταιρείας VC και στην ευρώπη κατά τη δεκαετία του 1960. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία της European Enterprises Development Company S.A. (E.E.D.C.), με γραφεία στο Λουξεμβούργο και στο Παρίσι. Ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που συμμετείχαν, ήταν εντυπωσιακός.

Στην ευρώπη, η έννοια του VC άρχισε να αναπτύσσεται στις αρχές του 1980, αλλά η ανάπτυξή του υπήρξε ανόμοια για τις διάφορες χώρες. Ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες, το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν και είναι η περισσότερο ανεπτυγμένη χώρα στο τομέα του VC, ιδιαίτερα μετά το 1980. Οι αρχές του 1990 ήταν γεμάτες με αλλαγές στη δομή της αγοράς. Οι βρετανικές εταιρείες VC κάθε χρόνο αυξάνουν τόσο τον αριθμό των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, όσο και τον όγκο των κεφαλαίων που δεσμεύονται. Φυσικά, και άλλες χώρες, όπως το Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία, αλλά και η Γαλλία, συμμετέχουν ενεργά στον κλάδο του VC με επενδύσεις που φτάνουν έως και το 0,19% του Α.Ε.Π. τους. Η έκρηξη αυτή του VC στην ευρώπη οφείλεται στην αύξηση των επενδυμένων κεφαλαίων στην αγορά τόσο από ανεξάρτητους, όσο και από θεσμικούς επενδυτές.

Σε ότι αφορά τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής ευρώπης, αυτές βρίσκονται σε ένα πρώιμο στάδιο, με σκοπό την είσοδό τους στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Για να συμβεί, όμως, αυτό θα πρέπει να δημιουργηθούν στην αγορά επιχειρήσεις με σαφείς προσανατολισμούς. Είτε με την είσοδο νέων επιχειρήσεων, είτε με την ιδιωτικοποίηση και την αλλαγή πλεύσης των παλαιότερων. Για την ανάπτυξη όμως ενός υγιούς ιδιωτικού τομέα, απαραίτητη και αναγκαία προϋπόθεση είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησής του. Στις χώρες αυτές το στοιχείο του δημόσιου τομέα ήταν αλλά και είναι, κυρίαρχος ρυθμιστικός παράγοντας για την οικονομία της χώρας.

Στην Ουγγαρία, μια έρευνα που διεξήχθη το 1991 σε 214 επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους⁷, διαπίστωσε πως αυτές οι επιχειρήσεις είχαν σημαντικότατο πρόβλημα στο να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια με σκοπό να τα επενδύσουν σε υψηλή τεχνολογία. Παρόλα αυτά, η ουγγρική αγορά θεωρείται η πιο ανεπτυγμένη από τις υπόλοιπες χώρες του Ανατολικού μπλοκ. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ουγγρικής Ένωσης VC (Hungarian VC Association), το 1995 οι επενδύσεις έφτασαν τα

⁵ Peter Cohan (2009), "Economic Outlook: U.S. and key Industries," Peter S. Cohan & Associates, November 5.

⁶ Keith Arundale (2007) "Raising Venture Capital Finance in Europe: A Practical Guide for Business owners, entrepreneurs and investors", 5-6.

⁷ Roman, Z. (1991), "Entrepreneurship and the Small Business: The Hungarian trajectory", *Journal of business Venturing*, 6/6, 447-465.

400-500 εκατ. δολάρια, ενώ η ένωση αυτή αριθμεί 17 μέλη. Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να αναφέρουμε πως ο κύριος όγκος των επενδυτών στην οικονομία αυτή είναι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, κυρίως τραπεζικοί και επενδυτικοί οργανισμοί. Σχετική νομοθεσία για την προστασία του επενδυτικού κοινού δημιουργήθηκε μόλις το 1996 και εντάσσεται στη γενικότερη προσπάθεια για την ένταξη της οικονομίας στις υπό ανάπτυξη χώρες. Στην Τσεχία, το συνολικό ποσό που αντιστοιχούσε στις επενδύσεις σε VC, έφτανε το 44% του αντίστοιχου ποσού της Ουγγαρίας. Στην Πολωνία, ο κλάδος του VC μοιάζει με αυτόν της Ουγγαρίας, αλλά ακόμα παραμένει σε πρώιμο στάδιο.

Ενδεικτικά η ανάπτυξη και η εξέλιξη του VC σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες έχει ως εξής [6]:

Μεγάλη Βρετανία. Η ανάπτυξη του VC στην χώρα αυτή μπορεί να αποδοθεί αφενός σε φορολογικά κίνητρα και νομοθετικές μεταρρυθμίσεις και αφετέρου στην δημιουργία κέντρων όπως είναι η Unlisted Securities Market το 1981 και η Nightingale Market το 1987.

Γερμανία. Η χώρα αυτή αν και συμπεριλαμβάνεται στις πλούσιες ευρωπαϊκές χώρες παρόλα αυτά μέχρι πριν από λίγα χρόνια δεν υπήρχαν παρά λίγες σχετικά εταιρείες VC. Η κατάσταση αυτή οφείλεται στο ότι η επιχειρηματική δράση δεν ενθαρρύνονταν από τις τράπεζες που έθεταν υψηλές απαιτήσεις. Η ανάπτυξη του VC άρχισε γύρω στο 1986 όταν το κλίμα έγινε ευνοϊκότερο, ψηφίστηκαν νέοι φορολογικοί νόμοι και το 1987 άνοιξε η δευτερογενής αγορά.

Ολλανδία. Στη χώρα αυτή υπάρχει μια από τις καλύτερες αγορές VC στην ευρώπη, εξαιτίας του υπάρχοντος απαραίτητου επιχειρηματικού περιβάλλοντος, της στρατηγικής θέσης της χώρας και της άψογης λειτουργίας, από το 1987, της παράλληλης αγοράς της.

Βέλγιο. Η αγορά VC στη χώρα αυτή είναι μικρή, παρόλο που λειτουργεί σωστά και το περιβάλλον είναι πολύ ευνοϊκό. Εξάλλου, υπάρχει μια δευτερογενής αγορά και η Societe Novatrice που προωθεί νέες εταιρείες υψηλής τεχνολογίας ενώ, ισχύουν ευνοϊκοί φορολογικοί νόμοι.

Σουηδία. Η χώρα αυτή, που την χαρακτηρίζει ένα υψηλό μορφωτικό επίπεδο του πληθυσμού της, διαθέτει για επενδύσεις ευνοϊκούς φορολογικούς νόμους και μία έξω-χρηματοπιστηριακή αγορά εισηγμένων χρεογράφων που αποτελεί πόλο έλξης πολλών επενδυτών.

Εκτός ευρώπης, θα πρέπει να προσεχθεί η Ιαπωνική βιομηχανία VC η οποία παρουσίασε την πρώτη της ανάπτυξη μεταξύ του 1973 και του 1975 και κατόπιν το 1982. Οι ενδείξεις δείχνουν ότι θα υπάρξει περαιτέρω ανάπτυξη της στο μέλλον αφενός εξαιτίας του κυβερνητικού ενδιαφέροντος και αφετέρου εξαιτίας της παρουσίας αμερικανικών εταιρειών VC που ίδρυσαν υποκαταστήματα στο Τόκιο. Εξάλλου ένας νέος φορολογικός νόμος που επέτρεψε την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων ανάμεσα στην Ιαπωνία και στο εξωτερικό, οδήγησε σε σημαντικές επενδύσεις Ιαπωνικών εταιρειών στην ευρώπη και στην Αμερική καθώς και στην δημιουργία joint Ventures και αμερικανών επενδυτών. Την τελευταία δεκαετία εμφανίστηκαν στο διεθνές

οικονομικό σπρεΰμα και ειδικότερα στο Χονγκ Κονγκ, την Ταϊβάν, την Σιγκαπούρη και τη Ν. Κορέα νέες εταιρείες VC με πολλές ακόμη δυνατότητες.

1.4 Στάδια ανάπτυξης μιας επιχείρησης

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με VC εξαρτάται από το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης. Τυπικά, οι φάσεις εξέλιξης μιας επιχείρησης είναι οι εξής [8]:

- Η **φάση της διαμόρφωσης της επιχείρησης** (formulation stage), κατά την οποία έχουμε υλοποίηση της ιδέας και ανάπτυξη του προϊόντος, το οποίο θα εισαχθεί στην αγορά.
- Η **φάση της επέκτασης** (success and take-off stage), όπου η επιχείρηση επεκτείνει το μερίδιό της στην αγορά.
- Η **φάση της ωριμότητας** (maturity stage), στην οποία λίγες επιχειρήσεις καταφέρνουν να επιβιώσουν και να φτάσουν ως εκεί. Ως τελικό στάδιο ωρίμανσης μπορεί να θεωρηθεί και η εισαγωγή των μετοχών της επιχείρησης σε κάποια κεφαλαιαγορά.
- Η **φάση της παρακμής** (declining stage), κατά την οποία η επιχείρηση έχει αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται παραστατικά η πηγές χρηματοδότησης ανά στάδιο ανάπτυξης μιας επιχείρησης σε σχέση με την ανάγκη χρηματοδότησης και το επίπεδο κινδύνου.

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

		Αρχικό στάδιο της επιχείρησης	Επέκταση-Ανάπτυξη	Τελικό στάδιο		
Υψηλή	Ανάγκη Χρηματοδότησης	1.VC 2. Προσωπικές και οικογενειακές αποταμιεύσεις	1.Εμπορικές πιστώσεις 2.Κρατικές επιχορηγήσεις 3.VC 4.Δωρεές	1.Εσωτερική χρηματοδότηση 2.Εμπορικές πιστώσεις 3.Τραπεζικές πιστώσεις 4.VC 5.Επιδότησεις 6.Δωρεές	1.Προσφορά μετοχών στο κοινό 2.Κεφαλαιαγορά 3.Τράπεζες 4.VC	Χαμηλό
						Επίπεδο Κινδύνου
Χαμηλή						Υψηλό

1.5 Στάδια χρηματοδότησης VC

Το ζητούμενο μιας επένδυσης από τις ΕΚΕΣ είναι η ικανοποιητική απόδοση των κεφαλαίων τους, ανεξάρτητα από το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκονται οι υπό επένδυση επιχειρήσεις. Η μόνη διαφορά είναι ότι οι venture capitalists που επενδύουν σε αρχικά στάδια, αναμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνους που επενδύουν σε μεταγενέστερες φάσεις εξέλιξης, λόγω του ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου που επωμίζονται οι πρώτοι από επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο ακόμη. Με άλλα λόγια, οι venture capitalists είναι αποδέκτες κινδύνου (risk-takers), χωρίς όμως να είναι και λάτρεις του κινδύνου (risk-lovers). Συνήθως, οι ΕΚΕΣ φροντίζουν να διαφοροποιούν τον κίνδυνο στα χαρτοφυλάκια επενδύσεών τους, επιλέγοντας μερικές επενδύσεις σε αρχικά στάδια ανάπτυξης με μεγάλο κίνδυνο, και άλλες σε μεταγενέστερα στάδια ανάπτυξης με μικρότερο κίνδυνο. Ανάλογα με τις διαφορετικές φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης, μπορούν να προσδιοριστούν τα ακόλουθα στάδια χρηματοδότησης VC (σημειώνεται ότι μια επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει και περισσότερα από ένα στάδια χρηματοδότησης, ενώ δεν υπάρχουν σαφή όρια μεταξύ των διαδοχικών σταδίων)⁸:

A) Χρηματοδότηση Πρώτων Φάσεων

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται στη φάση της διαμόρφωσης.

1. Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή “σποράς” (Seed Capital)
2. Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital)
3. Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου (Early-stage ή First-round Financing)
4. Χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου (Second-round Financing)

B) Χρηματοδότηση Μετέπειτα Φάσεων

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται στη φάση της επέκτασης ή της ωριμότητας.

5. Χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion ή Development Capital)
6. Χρηματοδότηση γέφυρας ή ενδιάμεση χρηματοδότηση (Bridge ή Mezzanine Financing)
7. Κεφάλαιο εξαγοράς (Management Buy-Out (MBO) / Management Buy-In (MBI))
8. Κεφάλαιο αντικατάστασης (Replacement Capital)
9. Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής (Turnaround Financing)

Ας δούμε, όμως, το κάθε στάδιο αναλυτικά.

⁸ Γκανέτσος, Γ., και Φρονιάσας, Α. (1995), “VC – Μια ανασκόπηση του Τραπεζικού Τομέα”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ' τριμηνία, τεύχος 3.

1.5.1 Κεφάλαιο αρχικής δημιουργίας ή «σποράς» (Seed Capital)

Το κεφάλαιο “σποράς” είναι το κεφάλαιο που χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία προκειμένου να δείξει το σκοπό και τη βιωσιμότητα ενός επιχειρηματικού σχεδίου (business plan), ώστε κατόπιν να δικαιούται χρηματοδότηση εκκίνησης. Πρόκειται για κεφάλαιο που προορίζεται για την ανάπτυξη και δοκιμή μιας αρχικής ιδέας ή εφεύρεσης.

Χαρακτηριστικά:

- η απουσία ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας από την αγορά,
- η απουσία μιας πλήρους ομάδας διοίκησης (υπάρχει μόνο η ιδέα),
- το προϊόν και η παραγωγική διαδικασία βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της έρευνας,
- αντικείμενο αξιολόγησης της επένδυσης είναι η ιδέα.

Γενικά στοιχεία:

Σε αυτή τη φάση ανάπτυξης τα επενδύσιμα ποσά είναι πολύ μικρότερα σε σύγκριση με τα άλλα στάδια ανάπτυξης. Στις μικρές επιχειρήσεις τέτοια κεφάλαια αντλούνται από:

- αποταμιεύσεις
- οικογενειακά επιδόματα
- φιλικά δάνεια
- κάποια υποθήκη

Αξίζει να σημειωθεί ότι, η χρηματοδότηση “σποράς” περιλαμβάνει τον υψηλότερο κίνδυνο για τις ΕΚΕΣ, καθώς είναι πολύ πιθανό το επενδυτικό σχέδιο να αποδειχθεί ανεφάρμοστο, είτε γιατί το νέο προϊόν είναι αδύνατο να αναπτυχθεί, είτε γιατί η διαδικασία κατασκευής είναι πολύ περίπλοκη και δαπανηρή. Η χρηματοδότηση “σποράς” μπορεί να διαρκέσει μέχρι ένα χρόνο. Στο στάδιο αυτό, ένας δραστήριος επενδυτής θα μπορούσε, ίσως, να επιτύχει τη μεγαλύτερη δυνατή προστιθέμενη αξία στην επένδυσή του, χρησιμοποιώντας την εμπειρία του σε θέματα παραγωγής, προώθησης και επιχειρησιακής στρατηγικής [8].

Περίοδος ρευστοποίησης: Από 7 έως 10 χρόνια.

1.5.2 Κεφάλαιο εκκίνησης (Start-up Capital)

Κεφάλαιο εκκίνησης είναι το κεφάλαιο εκείνο που έχει ως στόχο την ανάπτυξη του προϊόντος ή υπηρεσίας, την οργάνωση marketing (γνωστοποίηση προϊόντος, τιμής πώλησης, αρχικών σημείων πώλησης), την πραγματοποίηση αναλυτικών μελετών αγοράς και την αποδοχή και καθιέρωση των ιδιοτήτων του προϊόντος ή υπηρεσίας στην αγορά⁹.

Χαρακτηριστικά:

- ίδρυση μιας επιχείρησης,
- συγκρότηση ενός μέρους της ομάδας διοίκησης της επιχείρησης,

⁹ Bovaird, C. (1990), *Introduction to VC Finance*, Pitman Publishing, London.

- ανάπτυξη ενός επιχειρηματικού σχεδίου, καθώς και δημιουργία ενός πρωτότυπου προϊόντος,
- απουσία εμπορικής συναλλαγής,
- η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 6 έως 8 χρόνια.

Γενικά στοιχεία:

Η χρηματοδότηση αυτή απευθύνεται είτε σε επιχειρήσεις οι οποίες είναι στη διαδικασία της οργάνωσης, είτε σε επιχειρήσεις που έχουν δημιουργηθεί μέσα στον τελευταίο χρόνο, αλλά ακόμα δεν έχουν πουλήσει προϊόντα στην αγορά. Στη φάση αυτή, το ενδιαφέρον του επενδυτή μετατοπίζεται από την ιδέα που βρίσκεται πίσω από την επιχείρηση, στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, καθώς και στις ευκαιρίες που εμφανίζονται στην αγορά. Το κεφάλαιο εκκίνησης χρησιμοποιείται για την προετοιμασία του επιχειρηματικού πλάνου (business plan), το marketing και τα λειτουργικά έξοδα ανάπτυξης του καινοτομικού προϊόντος. Το κλείσιμο της συμφωνίας για την εξασφάλιση χρηματοδότησης με κεφάλαιο εκκίνησης είναι το αποτέλεσμα μίας σκληρής διαπραγματεύσεως για τον επιχειρηματία, ο οποίος θέλει να διατηρήσει τον έλεγχο της νέας επιχείρησής του, αλλά έχει ήδη εξαντλήσει τα κεφάλαιά του. Από την άλλη πλευρά είναι ο venture capitalist, ο οποίος καλείται να συμβάλλει, τουλάχιστον, στο 90% της αναγκαίας χρηματοδότησης και συνεπώς αναζητά ένα δίκαιο μερίδιο μετοχικού κεφαλαίου, που αποτελεί την εγγύηση της τελικής ανταμοιβής του.

Περίοδος ρευστοποίησης: 6-8 έτη.

1.5.3 Χρηματοδότηση πρώτου σταδίου¹⁰

Αυτή η χρηματοδότηση παρέχεται σε επιχειρήσεις που έχουν ολοκληρώσει το στάδιο ανάπτυξης του προϊόντος τους και χρειάζονται πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να ξεκινήσουν την παραγωγή του και να αρχίσουν να γίνονται οι πρώτες πωλήσεις. Στη φάση αυτή οι επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν κέρδη, γεγονός που τις κάνει να εξαρτώνται περισσότερο από το VC.

Χαρακτηριστικά:

- ❖ ελάχιστα ή μηδενικά έσοδα,
- ❖ αρνητικές ταμειακές ροές και κέρδη,
- ❖ διοικούσα ομάδα από επιχειρηματίες με τεχνικό υπόβαθρο και εξειδικευμένες γνώσεις, αλλά με μικρή εμπειρία στη διοίκηση επιχειρήσεων,
- ❖ υπάρχουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και κερδών,

Γενικά στοιχεία:

Ο κίνδυνος, αν και μικρότερος, παραμένει σημαντικός. Αυτό προκύπτει από τις υψηλές αποδόσεις, της τάξης του 50%, που απαιτούν οι ΕΚΕΣ για να εμπλακούν. Σε αυτό το στάδιο χρηματοδότησης, ο κίνδυνος αρχίζει πλέον και μετατοπίζεται από το

¹⁰ Πασιούρας Φ. (2003), «Τα venture capitals αποτελούν ένα νέο τρόπο χρηματοδότησης επιχειρήσεων, ο οποίος κερδίζει όλο και περισσότερο έδαφος στις 'προτιμήσεις' των ευρωπαίων και των ελλήνων επενδυτών», επιστημονικό μαρκετινγκ.

εσωτερικό της εταιρείας, σε θέματα που αφορούν το εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός, η γρήγορη απαξίωση της παρούσας τεχνολογίας κ.α.

Περίοδος ρευστοποίησης: κυμαίνεται από 4 έως 6 έτη.

1.5.4 Χρηματοδότηση δευτέρου σταδίου

Ορίζεται ως η παροχή κεφαλαίων σε μία επιχείρηση, η οποία έχει ήδη δεχθεί στο παρελθόν εξωτερική χρηματοδότηση, αλλά οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες έχουν αυξηθεί. Μπορεί να γίνει χρηματοδότηση και περισσότερες από μια φορές σε αυτό το στάδιο [10].

Χαρακτηριστικά:

- η επιχείρηση έχει ένα ήδη αναπτυγμένο προϊόν στην αγορά,
- επίσης έχει μία πλήρη ομάδα διοίκησης,
- η επιχείρηση έχει έσοδα από ένα ή περισσότερα προϊόντα, παρουσιάζει ζημιές ή δουλεύει στο νεκρό σημείο, ενώ έχει και αρνητικές ταμειακές ροές.

Γενικά στοιχεία:

Η υπέρβαση του κόστους κατά την ανάπτυξη του προϊόντος, η αποτυχία κάποιων νέων προϊόντων να επαληθεύσουν τις προβλέψεις πωλήσεων, η ανάγκη για επανατοποθέτηση κάποιων προϊόντων στην αγορά (repositioning) και ο επαναπροσδιορισμός και η βελτίωση της παραγωγικής διαδικασίας ως αποτέλεσμα εμφάνισης μεγάλου αριθμού ελαττωματικών προϊόντων είναι κάποιοι από τους λόγους, κατά βάση αρνητικούς, που μπορεί μια επιχείρηση να χρειαστεί χρηματοδότηση δεύτερου σταδίου. Από την άλλη, ένας θετικός λόγος για Second-round Financing έχουμε όταν οι πωλήσεις έχουν υπερβεί τις προβλέψεις, οπότε η επιχείρηση έχει ανάγκη από πρόσθετα κεφάλαια, προκειμένου να εκμεταλλευτεί την υπερβάλλουσα ζήτηση και να αυξήσει την παραγωγή της.

Περίοδος ρευστοποίησης: μικρότερη από 5 έτη.

1.5.5 Χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion Capital)

Κατά τη χρηματοδότηση επέκτασης παρέχεται κεφάλαιο για να στηριχθεί η επέκταση μιας αναπτυσσόμενης επιχείρησης, η οποία λειτουργεί συνήθως στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή τουλάχιστον παρουσιάζει χαμηλό κέρδος. Το κεφάλαιο επέκτασης χρησιμοποιείται για την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού, τη βελτίωση του προϊόντος, την επέκταση στην αγορά, ή ακόμη και την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης που βρίσκεται υπό χρηματοδότηση [10].

Χαρακτηριστικά:

- ✓ η επιχείρηση διαθέτει προϊόντα που είναι δοκιμασμένα στην αγορά,
- ✓ η παραγωγική δυναμικότητα της επιχείρησης είναι σε υψηλά επίπεδα,
- ✓ τα περιθώρια κέρδους των προϊόντων είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα,
- ✓ οι αποδόσεις της επένδυσης είναι μικρότερες από αυτές των προηγούμενων σταδίων,

- ✓ το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται είναι μεγαλύτερα σε σχέση με τα προηγούμενα στάδια χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ,
- ✓ η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης κυμαίνεται από 2 έως 5 χρόνια.

Γενικά στοιχεία

- Επένδυση σε επιχειρήσεις που μέχρι τώρα αυτοχρηματοδοτούνταν και αποζητούν για πρώτη φορά εξωτερική χρηματοδότηση.
- Επαναχρηματοδότηση επιχείρησης που έχει ήδη χρηματοδοτηθεί με VC στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης της παραγωγής και των πωλήσεών της.

Υπάρχουν δύο τρόποι επέκτασης σε ήδη καθιερωμένες επιχειρήσεις:

- η οργανική ανάπτυξη
- η ανάπτυξη με εξαγορά.

Η οργανική ανάπτυξη ευνοεί καινούργιες επιχειρήσεις, νέα προϊόντα, νέες αγορές. Από την άλλη, η εξαγορά μπορεί να πετύχει παρόμοιους στόχους μέσω της αγοράς μίας ήδη υπάρχουσας επιχείρησης ή απλά κάποιων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Και στις δύο περιπτώσεις τα ποσά προς επένδυση χρειάζονται ένα πολύ καλό επιχειρηματικό σχέδιο, τόσο για τις ήδη υπάρχουσες δραστηριότητες, όσο και για αυτές που πρόκειται να αναπτυχθούν. Οι επενδύσεις επέκτασης, λόγω του μεγέθους τους (ποσοστό 45% επί της συνολικής αξίας των επενδύσεων με VC), προσφέρονται για κοινοπρακτικά σχήματα, ενώ λόγω της σχετικά σύντομης ρευστοποίησης τους και των περισσότερο εξασφαλισμένων προοπτικών των υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεων, θεωρούνται από πολλούς ως τα πιο πλεονεκτικά στάδια επένδυσης¹¹.

Περίοδος ρευστοποίησης: 2 έως 5 έτη.

1.5.6 Χρηματοδότηση γέφυρας ή ενδιάμεση χρηματοδότηση

Η συγκεκριμένη χρηματοδότηση λαμβάνει χώρα, συνήθως, μετά την επίτευξη ενός επιθυμητού σημείου ανάπτυξης της επιχείρησης, που επιτρέπει την είσοδό της στο χρηματιστήριο, και διαρκεί από 6 μήνες έως ένα χρόνο. Στόχος της bridge financing είναι τόσο η δημιουργία μίας αποτελεσματικότερης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, όσο και η κάλυψη των δαπανών διάθεσης των μετοχών της στο χρηματιστήριο. Αποτελεί την πιο ασφαλή φάση επένδυσης με VC, αλλά αποφέρει μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με προηγούμενα στάδια χρηματοδότησης.

Χαρακτηριστικά:

- προσφέρεται ως ομολογιακό δάνειο,
- μπορεί να είναι συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης μέσω της αγοράς προνομιούχων μετοχών της,

¹¹ Ξανθάκης, Μ. και Τσιπούρη, Λ. (2001), *Διαχείριση τεχνολογίας και VC: η περίπτωση της Ελλάδος*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

- το κεφάλαιο μπορεί να εξασφαλιστεί.

Γενικά στοιχεία:

Οι ΕΚΕΣ πρέπει να ικανοποιηθούν για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν από μη εξασφαλισμένη δανειοδότηση ή την έλλειψη ψήφου στις προνομιούχες μετοχές, οπότε οι αποδέκτες της χρηματοδότησης “γέφυρας” πρέπει να προσφέρουν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης σε σχέση με τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων.

Περίοδος ρευστοποίησης: 1 έως 2 έτη.

1.5.7 Κεφάλαιο εξαγοράς

Διακρίνεται σε δύο κατηγορίες, ανάλογα με το εάν οι αγοραστές προέρχονται από το εσωτερικό (MBO) ή το εξωτερικό (MBI) περιβάλλον της επιχείρησης.

Management Buy-Out (MBO)-Κεφάλαιο Εξαγοράς από τη Διοίκηση

Πρόκειται για εξαγορά της επιχείρησης από το υπάρχον management της. Κατά την EVCA, το MBO είναι το κεφάλαιο το οποίο χορηγείται στη διοίκηση μιας επιχείρησης προκειμένου να καταστεί ικανή να την εξαγοράσει. Έτσι, πραγματοποιείται η ανάληψη του ελέγχου της επιχείρησης από τα στελέχη της, που μετατρέπονται σε μετόχους.

Χαρακτηριστικά:

- Η χρηματοδότηση MBO είναι πάνω από όλα μια επένδυση στο ανθρώπινο δυναμικό που διοικεί την επιχείρηση.
- Πρόκειται για εταιρική χρηματοδότηση, μετοχικού τύπου
- Αποδεδειγμένη διοικητική ικανότητα των στελεχών,
- Κερδοφόρα πορεία της επιχείρησης και
- Υψηλό μερίδιο αγοράς.

Γενικά στοιχεία:

Οι λόγοι που οδηγούν τα στελέχη μιας επιχείρησης στην εξαγορά της μπορεί να είναι:

- Ασυμφωνία με τα ενδιαφέροντα του ομίλου, αν η επιχείρηση είναι θυγατρική του ομίλου, ή απλά ασυμφωνία των στελεχών της διοίκησης με τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης.
- Απόσυρση του ιδιοκτήτη-επιχειρηματία, ο οποίος προτιμά την εκχώρηση της ιδιοκτησίας σε στελέχη ή υπαλλήλους που γνωρίζουν την επιχείρηση και έχουν επιδείξει σημαντικό έργο.
- Αμυντική στρατηγική. Η εξαγορά της επιχείρησης από τα στελέχη της μπορεί να υιοθετηθεί ως αμυντική στρατηγική, καθώς μπορεί να απομακρύνει τυχόν εξαγορά της από πιθανούς ανταγωνιστές.

Το συγκεκριμένο στάδιο επένδυσης με VC δεν απαιτεί η επιχείρηση να είναι μικρή ή νέα, αλλά μπορεί να πραγματοποιηθεί και σε επιχειρήσεις με πολλά χρόνια πορείας στην αγορά, ακόμα και αν δεν έχουν άμεση ανάγκη από κεφάλαια. Γενικά, οι επενδύσεις σε MBO απολαμβάνουν κερδη σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, παρουσιάζουν περιορισμένο βαθμό κινδύνου σε σχέση με άλλα στάδια χρηματοδότησης με VC, ενώ οι αποδόσεις τους δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικές.

Περίοδος ρευστοποίησης: 2 έως 3 έτη.

Management Buy-In (MBI)-Κεφάλαιο Εξαγοράς της Διοίκησης

Σε αυτή την περίπτωση γίνεται εξαγορά της επιχείρησης από νέα ομάδα management, η οποία δεν έχει καμία σχέση με τη συγκεκριμένη επιχείρηση στο παρελθόν της. Τα μέλη της ομάδας αυτής καλούνται τώρα να αναλάβουν τα ηνία της επιχείρησης ως ιδιοκτήτες- διευθυντές. Το MBI είναι το κεφάλαιο το οποίο δίδεται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης-στόχου, προκειμένου να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και κάλυψη των Venture capitalists.

Χαρακτηριστικά:

- ο κίνδυνος που αναλαμβάνεται είναι μικρότερος, λόγω του ότι η διοικητική ομάδα που παίρνει τα ηνία της επιχείρησης προέρχεται εκ των έσω
- δεν υπάρχει πλήρης γνώση της εσωτερικής κατάστασης της εταιρείας.
- απαιτούν μεγάλα ποσά χρηματοδότησης.

Γενικά στοιχεία

Η επένδυση σε MBI είναι πιθανό να είναι περισσότερο επιτυχή όταν υπάρχει μία ή περισσότερες από τις ακόλουθες περιπτώσεις:

- ✚ Μία νέα ομάδα διοίκησης με αρκετές επιτυχίες στο ενεργητικό της, που να προέρχεται από τον ίδιο βιομηχανικό κλάδο με την επιχείρηση-στόχο
- ✚ Μία υπάρχουσα διοίκηση η οποία είναι διατεθειμένη να παραμείνει στην επιχείρηση και να συνεργαστεί με τους νέους ιδιοκτήτες της, τουλάχιστον για ένα-δύο χρόνια.
- ✚ Μία επιχείρηση-στόχος η οποία υποαπασχολείται λόγω ανικανότητας της υπάρχουσας διοίκησης.
- ✚ Επίσης, η ύπαρξη αγορών προϊόντων οι οποίες δεν έχουν εκμεταλλευθεί πλήρως από την τρέχουσα διοίκηση, έτσι ώστε με μία «στρατηγική- κλειδί» να προκύψουν μεγάλα κέρδη.
- ✚ Η ύπαρξη συμπτωμάτων ανόρθωσης της επιχείρησης-στόχου. Η φάση της ανόρθωσης μπορεί να αποφέρει μεγάλες αποδόσεις σε μία επένδυση MBI, αρκεί η επιχείρηση να μην έχει φτάσει στην τελική της πτώση (να έχει δηλαδή χάσει την αξιοπιστία της απέναντι στους πελάτες της ή το μακροπρόθεσμο ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, πιθανώς, μέσω τεχνολογικής αχρηστίας).

Περίοδος ρευστοποίησης: 2 έως 3 έτη.

1.5.8 Κεφάλαιο αντικατάστασης

Το συγκεκριμένο στάδιο επένδυσης με VC αφορά την εξαγορά μεριδίου απερχόμενου εταίρου.

Χαρακτηριστικά:

- Ιδρυτές-επιχειρηματίες πωλούν μετοχές
- Τα μέλη μιας οικογενειακής επιχείρησης αποζητούν μετρητά, πουλώντας τις μετοχές που έχουν στην ιδιοκτησία τους

- Μπορεί να υπάρξει μία ρήξη σε μία οικογενειακή εταιρεία ή μία ασυμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων ιδρυτών-μετοχών.
- Πωλητής των μετοχών μπορεί να είναι κάποιος άλλος ιδιώτης επενδυτής.

Γενικά στοιχεία:

Παρ' ότι η επένδυση στην αρχή μπορεί να είναι απλώς μία αγορά μετοχών, η οποία από μόνη της δεν αποτελεί οικονομική ενίσχυση για την επιχείρηση (αντανακλάται μόνο στον τραπεζικό λογαριασμό του ιδρυτή-επιχειρηματία), μπορεί να υπάρξουν πιθανότητες μιας περαιτέρω "money-in" επένδυσης, η οποία θα βοηθήσει την επιχείρηση. Έτσι, όταν ένας επιχειρηματίας μελετά την πώληση των μετοχών του σε έναν επενδυτή, θα πρέπει πάντοτε να εκτιμάει την ικανότητα και την προθυμία του τελευταίου να παρέχει περαιτέρω χρηματοδότηση.

1.5.9 Χρηματοδότηση ανόρθωσης ή στροφής

Αποτελεί μια σπάνια μορφή χρηματοδότησης με ΕΚΥΚ και πρόκειται για εξαγορά και ανόρθωση ζημιογόνου επιχείρησης. Μία τέτοια μορφή επένδυσης σε μία μη εισηγμένη εταιρεία μπορεί να λάβει χώρα στα πρώτα στάδια της ανάπτυξής της, εάν ο επιχειρηματίας δεν καταφέρει να ελέγξει τις ταμειακές ροές της εταιρείας ή έχει μεγαλύτερο χρέος από ίδια κεφάλαια.

Γενικά στοιχεία:

Ανεξάρτητα από το αν μία επιχείρηση, η οποία βρίσκεται σε δυσχερή θέση, έχει υποστηρικτές ή όχι, μία χρηματοδότηση στροφής χρειάζεται εξειδικευμένη ικανότητα από την πλευρά του επενδυτή. Αυτό μπορεί να σημαίνει μία δυνατή επαναδιαπραγμάτευση των δανειοληπτικών σχέσεων της επιχείρησης με τις τράπεζες. Πάνω από όλα, όμως, σημαίνει διοικητικές αλλαγές, που μπορεί να απαιτούν ο επιχειρηματίας να περιοριστεί σε ένα συμβουλευτικό ρόλο ή και να αφήσει τελείως τον έλεγχο της επιχείρησής του. Επειδή είναι απαραίτητο ένα μεγάλο ποσό χρηματοδότησης προκειμένου να επιβιώσει μία ζημιογόνα εταιρεία, τα ηνία της εταιρείας μπορεί να δοθούν σε έναν επιχειρηματικό κεφαλαιούχο μέσω της εξαγοράς της διοίκησης (MBI). Από την πλευρά του, ο επενδυτής, πρέπει να υιοθετήσει μία ενεργή συμμετοχή (hands-on) στο management της εταιρείας, παίζοντας ένα δυναμικό, καθημερινό ρόλο στις διοικητικές αποφάσεις καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης. Τέλος, ο venture capitalist όταν έρχεται αντιμέτωπος με μία κατάσταση πιθανούς ανόρθωσης, πρέπει να αποφασίσει γρήγορα αν η επιχείρηση έχει γνήσιες προοπτικές, όχι απλά να εξυγιανθεί, αλλά και να αποτελέσει καρπό μελλοντικών εισροών. Λόγω των παραπάνω δυσκολιών, παρατηρούμε ότι η χρηματοδότηση στροφής αποτελεί το μικρότερο ποσοστό επενδύσεων με VC.

Περίοδος ρευστοποίησης: 4 έως 8 έτη.

1.6 Ο ρόλος των εταιρειών VC

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια έχουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα έναντι των άλλων μορφών χρηματοδότησης. Ο ρόλος τους διαφαίνεται ως εξής:

- Παρέχεται μέσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, η οποία δημιουργεί μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Παράλληλα έχουν τη δυνατότητα να καλύψουν τις μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και σε συνεργασία και με άλλους επενδυτές, εφόσον αυτό απαιτείται για την περαιτέρω ανάπτυξη.
- Γίνονται συνέταιροι στην επιχείρηση, αφού μοιράζονται τόσο τους κινδύνους όσο και τις επιτυχίες.
- Οι ΕΚΕΣ παρέχουν συμβουλές σε θέματα στρατηγικής, οργάνωσης και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων με βάση την εμπειρία που διαθέτουν από ομοειδείς επιχειρήσεις.
- Κατέχουν εκτεταμένα δίκτυα επαφών σε διάφορους κλάδους, γεγονός ιδιαίτερα χρήσιμο για μια επιχείρηση σε θέματα προσέλκυσης πελατών, πρόσληψης στελεχών, καθώς και αναζήτησης στρατηγικών συμμάχων και επενδυτών.
- Η συμμετοχή μιας εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων προσδίδει κύρος σε μια επιχείρηση και διευκολύνει την πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως π.χ. στον τραπεζικό δανεισμό.
- Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διαθέτουν εμπειρία στην προετοιμασία μιας επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο καθώς και σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων¹².

1.7 Κριτήρια επένδυσης εταιρειών VC

Τα κριτήρια επένδυσης των εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων 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. Παρόλα αυτά, ο επιχειρηματίας δεν θα πρέπει να αποθαρρύνεται αν κάποιος επενδυτής VC δεν επιθυμεί να επενδύσει στην εταιρεία του. Η απόρριψη μπορεί να μη σχετίζεται με την ποιότητα της επιχείρησης αλλά με το γεγονός ότι δεν ικανοποιούνται τα ιδιαίτερα επενδυτικά κριτήρια που έχει θέσει το VC fund.

Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων αναζητούν κυρίως επιχειρήσεις:

- ✓ Καινοτόμες και δυναμικές, οι οποίες έχουν καινοτόμο δράση, ισχυρή στρατηγική θέση και προηγμένα προϊόντα ή υπηρεσίες και οι οποίες στοχεύουν σε γρήγορα αναπτυσσόμενες και μη κορεσμένες αγορές. Εναλλακτικά, στις

¹²Σύνδεσμος ελληνικών εταιρειών VC www.hvca.gr/venture-capital/o-rolos-twn-etaireion.html

περιπτώσεις MBO, αναζητούν επιχειρήσεις με δανειοληπτική ικανότητα, με σταθερότητα κερδών και με δυνατότητα γρήγορης αποπληρωμής χρεών.

- ✓ Με ικανότητα διοίκησης, για την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί αλλά και την ομαλή και συνάμα αποδοτική διοίκηση. Σπάνια επιζητούν τον έλεγχο της διοίκησης αλλά προτιμούν να προσθέσουν αξία στην επένδυση με την εμπειρία τους στην εξεύρεση κεφαλαίων, στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις, το διεθνές μάρκετινγκ και τα παγκόσμια δίκτυα.
- ✓ Με εταιρική διακυβέρνηση και δομή, δηλαδή 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.
- ✓ Με κατάλληλη δομή επένδυσης, να περιλαμβάνονται στη σύμβαση όροι προστασίας του μειοψηφικού μετοχικού κεφαλαίου.
- ✓ Με προοπτικές ρευστοποίησης, να υπάρχουν, δηλαδή, προοπτικές ρευστοποίησης όπως δημόσια εγγραφή ή εξαγορά από τον επιχειρηματία ή από τρίτο μέρος.

1.8 Venture capital και τράπεζες

Μια τράπεζα μπορεί να δραστηριοποιηθεί στην αγορά του VC ιδρύοντας η ίδια εταιρεία VC ή συνεργαζόμενη με άλλη εταιρεία VC. Η περίπτωση ίδρυσης εταιρείας VC από την τράπεζα προϋποθέτει τεχνογνωσία και ύπαρξη κεφαλαίων. Με την ολοκλήρωση του PSI, της ανακεφαλαίωσης των ελληνικών τραπεζών, δίδεται μια μοναδική ευκαιρία, αυτή της επένδυσης σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις που έχουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας. Οι τράπεζες είναι από τη φύση τους συντηρητικές στην ανάληψη κινδύνων, κυρίως όταν πρόκειται για υποστήριξη μη δοκιμασμένων επιχειρήσεων, τεχνολογιών και προϊόντων.

Η περίπτωση της συνεργασίας της τράπεζας με μια εταιρεία VC μπορεί να δημιουργήσει μια επωφελή σχέση και για τις δύο. Μέσω του δικτύου των καταστημάτων της, η τράπεζα θα μπορεί να εντοπίζει επιχειρήσεις που τηρούν τις τιθέμενες από την εταιρεία VC προϋποθέσεις και επιθυμούν χρηματοδότηση με συμμετοχή στο κεφάλαιό τους, καθώς και εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Οι τράπεζες μπορεί να αποτελέσουν ένα σημαντικό κρίκο στην αλυσίδα, φέρνοντας σε επαφή τις επιχειρήσεις με τις εταιρείες VC. Ο ρόλος της τράπεζας στην περίπτωση αυτή θα είναι μόνο μεσολαβητικός και γι' αυτό θα αμείβεται από την εταιρεία VC. Οι επιχειρήσεις που θα συστήνει η τράπεζα πιθανόν να είναι και πελάτες της τράπεζας, μία επιπλέον υπηρεσία για ορισμένους πελάτες και παράλληλα λόγο προσέλκυσης νέων πελατών.

Ακόμα θα μπορεί η τράπεζα να δανείζει την εταιρεία VC με συμπληρωματικές (collateral) μετοχές, οπότε σε αυτήν την περίπτωση ο πιστωτικός κίνδυνος της τράπεζας θα είναι μικρότερος από εκείνον σε άλλες τυχαίες χρηματοδοτήσεις.

1.9 Παράγοντες στο μικρο-μάκρο-περιβάλλον του ΕΚΥΚ που επηρεάζουν την ανάπτυξη του

Η ψυχή της λειτουργίας του θεσμού VC αποτελείται από τρία συστατικά: τα επιχειρηματικά σχέδια ιδιαίτερου επενδυτικού ενδιαφέροντος, τα απαραίτητα προς επένδυση κεφάλαια και την απόδοση αυτών των επενδυμένων κεφαλαίων. Από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα τρία προαναφερθέντα συστατικά, είναι οι αγορές κεφαλαίου, η κυβερνητική πολιτική και οι τεχνολογικές εξελίξεις.

Ωστόσο, η ανάπτυξη του θεσμού τόσο σε ποσοτικό, όσο και σε ποιοτικό επίπεδο, προϋποθέτει την ύπαρξη και ομαλή λειτουργία μίας σειράς παραγόντων, οι οποίοι σχετίζονται με το περιβάλλον δραστηριοποίησης των ΕΚΕΣ, καθώς και των υπό χρηματοδότηση εταιρειών τους.

Έτσι, μπορεί να γίνει ένας διαχωρισμός των παραγόντων, σε εκείνους που αφορούν το γενικό πλαίσιο λειτουργίας του ΕΚΥΚ και συνθέτουν το θεσμικό και νομικό περιβάλλον δραστηριοποίησής του (μάκρο- περιβάλλον) και σε εκείνους τους οποίους μπορεί η κάθε ΕΚΕΣ να επηρεάσει, προκειμένου να αναπτύξει τη δραστηριότητά της (μικρο-περιβάλλον). Πιο αναλυτικά έχουμε:

1.9.1 Μακρο-περιβάλλον

1.9.1.1 Φορολογικοί παράγοντες

Με τη θέσπιση κατάλληλων φορολογικών μέτρων, ενθαρρύνονται οι κεφαλαιούχοι να αναλάβουν επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Η ευνοϊκή μεταχείριση των κεφαλαιακών κερδών (μειωμένη φορολογία της υπεραξίας των μετοχών των ΕΚΕΣ) ενισχύει τη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας με VC. Κάποιες μορφές φορολογικών κινήτρων αποτελούν η ειδική φορολογία των εξαγορών επιχειρήσεων από διευθυντικά στελέχη (MBO και MBI), καθώς και η φορολογική έκπτωση λόγω επενδυτικών ζημιών από ανεπιτυχείς τοποθετήσεις κεφαλαίων.

1.9.1.2 Η εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών

Οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ γίνονται με αντικείμενο την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, ενώ το ύψος αυτών εξαρτάται από τις συνθήκες εξόδου του χορηγού από την επένδυση. Έτσι, η κεφαλαιαγορά, ως βασική δίοδος αποεπενδύσεων και ως πεδίο δημιουργίας προστιθέμενης αξίας, αποτελεί τον παράγοντα που προσδιορίζει τις προσδοκίες των αποδόσεων και επομένως και τις δυνατότητες ανάπτυξης των χρηματοδοτήσεων με ΕΚΥΚ. Οι θεσμικοί κανόνες που διέπουν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, επηρεάζουν το εφικτό της εισαγωγής μιας εταιρείας σε αυτήν, και οι συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργεί, προσδιορίζουν τα περιθώρια εσόδων για τις επιχειρήσεις.

Κατά κανόνα, οι μεγαλύτερες τιμές για μία νέα εταιρεία επιτυγχάνονται με την εισαγωγή της σε μία χρηματιστηριακή αγορά, αφ' ενός επειδή οι συνθήκες που επικρατούν αναφορικά με την αγορά των τίτλων της, είναι ανταγωνιστικές, και αφ' ετέρου γιατί οι προσδοκίες από μία εταιρεία που έχει δείξει ιδιαίτερο δυναμισμό,

μεταφράζονται σε συγκριτικά υψηλό τίμημα για την απόκτηση τίτλων της. Αντίθετα, η περίπτωση μίας ατροφικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε εγκατάλειψη ενός σημαντικού αριθμού επιχειρηματικών σχεδίων, λόγω της ύπαρξης κινδύνου μικρών ή/και αβέβαιων αποδόσεων, γεγονός που τελικά επηρεάζει τη θετική πορεία του ΕΚΥΚ [13].

Οι δευτερογενείς αγορές (συναλλαγές χρεογράφων εκτός πρωτογενών αγορών) προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης και αποδέσμευσης των επενδύσεων των ΕΚΕΣ (οι προϋποθέσεις εισαγωγής σε αυτές είναι λιγότερο αυστηρές), γεγονός που λειτουργεί ευεργετικά στην ανάπτυξη του VC.

1.9.1.3 Ειδική θεσμική πρόνοια για το ΕΚΥΚ

Σε αρκετές χώρες υπάρχει ειδική νομοθεσία για τις ΕΚΕΣ, η οποία αποσκοπεί στην κατοχύρωση της λειτουργίας τους, καθώς και στην προώθηση των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους μέσω της θέσπισης κινήτρων που δε θα μπορούσαν να ενταχθούν στο φορολογικό πλαίσιο. Για παράδειγμα, σε ορισμένες χώρες υπάρχει υψηλό ποσοστό επιχορήγησης (επιδότησης) επί του ποσού που κάθε φορά επενδύεται από τις ΕΚΕΣ σε καινοτομικές επιχειρήσεις.

1.9.1.4 Επιχειρηματική κουλτούρα

Οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ είναι χρηματοδότηση προσώπων και επιχειρηματικών σχεδίων, με βασικό κριτήριο την ποιότητα του management. Η επιτυχία της κάθε επένδυσης εξαρτάται από την ικανότητα ορισμένων ανθρώπων να μεταμορφώσουν μια ελπιδοφόρα πρόταση σε πετυχημένη επιχείρηση, στο να κατορθώσουν να πραγματώσουν τα δύσκολα σχέδιά τους υπό το καθεστώς έντονης αβεβαιότητας.

Ένα ιδιαίτερο στοιχείο της επιχειρηματικής νοοτροπίας αποτελεί η αντιμετώπιση της έννοιας του κέρδους και του κινδύνου. Η προσκόλληση σε ασφαλείς σταδιοδρομίες μέσα σε μεγάλες επιχειρήσεις και η διστακτικότητα ικανών στελεχών να διακινδυνεύσουν με προοπτικές σοβαρών κερδών, δρα ανασταλτικά για το ΕΚΥΚ. Παράδειγμα αποτελεί η Γερμανία, η οποία, παρ' όλο το οικονομικό και τεχνολογικό προβάδισμά της, έχει ως πρώτιστο κριτήριο επενδύσεων την ασφάλεια, περιορίζοντας τη δυνατότητα ανάπτυξης του επιχειρηματικού κεφαλαίου.

1.9.1.5 Το επίπεδο της τεχνολογίας και το ρεύμα των καινοτομιών

Κάθε επένδυση με ΕΚΥΚ περιέχει μία καινοτομία, η οποία μπορεί να αφορά ένα καινούργιο ή διαφοροποιημένο προϊόν, μία νέα διαδικασία παραγωγής ή ένα νέο τρόπο διάθεσης και εμπορίου. Έτσι, το επίπεδο τεχνολογικής ανάπτυξης και η γενικότερη πολιτική απέναντι στις καινοτομίες επηρεάζουν τις δυνατότητες ανάπτυξης του ΕΚΥΚ.

Οι ευκαιρίες για «πρωτότυπη» τεχνολογική δράση και δημιουργία μονοπωλιακών συνθηκών υπάρχουν ως επί το πλείστον στις ανεπτυγμένες τεχνολογικά οικονομίες. Από την άλλη, η κρατική τεχνολογική πολιτική μπορεί να δημιουργήσει άμεσα και έμμεσα πλεονεκτήματα για τις επενδύσεις με ΕΚΥΚ. Άμεσα, με την ευθεία στήριξη των

τεχνολογικών δραστηριοτήτων (επιχορηγήσεις, ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση, δυνατότητα υποστήριξης σε τεχνικό-επιστημονικό επίπεδο), και έμμεσα, με τη δημιουργία εξωτερικών οικονομιών (υποδομή, υπηρεσίες), που συμβάλλουν στην αύξηση της απόδοσης των τεχνολογικών επενδύσεων¹³.

1.9.1.6 Βαθμός ανοίγματος οικονομίας

Ο βαθμός ανοίγματος μίας οικονομίας, δηλαδή ο βαθμός ολοκλήρωσής της στην παγκόσμια οικονομία, βρίσκεται σε ευθεία αναλογία με τις δυνατότητες επέκτασης του ΕΚΥΚ. Όσο μεγαλύτερο είναι το άνοιγμα μιας εθνικής αγοράς, τόσο ευκολότερη καθίσταται η εξαγωγική δραστηριότητά της σε ανταγωνιστικά πλαίσια. Η καινοτομία που σχετίζεται με το επιχειρηματικό κεφάλαιο, αποτελεί αρκετές φορές νέα σύλληψη/εφαρμογή, όχι μόνο σε τοπικό-εθνικό, αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι περιορισμένες διαστάσεις μιας εθνικής αγοράς συνιστούν σοβαρά εμπόδια για την πλειοψηφία των επενδύσεων σε ΕΚΥΚ, αφού ενώ υπάρχουν πρωτοπόμενες επιχειρήσεις στον τομέα τους, δεν έχουν τα περιθώρια της μεγέθυνσης που απαιτούνται για να αποβούν πολύ κερδοφόρες.

1.9.1.7 Ρόλος πιστωτικού συστήματος

Ο ρόλος του πιστωτικού συστήματος επηρεάζει τον καθορισμό των ορίων επέκτασης του ΕΚΥΚ. Όσο μεγαλύτερη είναι η σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη στήριξη των επενδύσεων, τόσο διευρύνεται το φάσμα των χρηματοδοτήσεων, άρα και των χρηματοδοτήσεων σχεδίων υψηλού κινδύνου. Επίσης, όσο πιο ελεύθερα λειτουργεί το χρηματοπιστωτικό κύκλωμα, χωρίς να μπαίνει στην υπηρεσία γενικότερων στόχων, τόσο μεγαλύτερες είναι και οι δυνατότητες επέκτασης του ΕΚΥΚ.

Ένας άλλος εξίσου σημαντικός παράγοντας ανάπτυξης του ΕΚΥΚ αποτελεί το «βάθος», δηλαδή ο βαθμός ανάπτυξης, του τραπεζοπιστωτικού συστήματος. Πιο αναλυτικά, σε ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από μεγάλο «βάθος», έχουμε από τη μία πλευρά θετική επίδραση στο ΕΚΥΚ, γιατί το τελευταίο μπορεί να διαδραματίσει το ρόλο του σε ευνοϊκό περιβάλλον, και από την άλλη αρνητική επίδραση, γιατί το επιχειρηματικό κεφάλαιο καλείτε να αναπτυχθεί σε ένα χώρο κορεσμένο από χρηματοοικονομικά εργαλεία.

1.9.1.8 Καθεστώς επιτοκίων

Η συγκέντρωση κεφαλαίων για επενδύσεις σε ΕΚΥΚ είναι αποτέλεσμα του ενδιαφέροντος των χρηματοδοτικών πηγών των ΕΚΕΣ. Όταν ο αναμενόμενος μέσος συντελεστής απόδοσης του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των ΕΚΕΣ είναι αρκετά μεγαλύτερος από τα επιτόκια, για παράδειγμα των τίτλων σταθερής απόδοσης του Δημοσίου, τότε το ενδιαφέρον είναι υψηλό, γιατί προσφέρεται ικανοποιητική αμοιβή

¹³ Ιακωβίδης, Μ. (1992), “VC: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (B' μέρος)”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Α' εξαμηνία, τεύχος 33-34.

για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές αυτοί. Ως εκ τούτου, μια δραστήρια μείωση των επιτοκίων των τίτλων του Δημοσίου θα ενίσχυε τη συγκέντρωση κεφαλαίων στο χώρο του ΕΚΥΚ.

Από την άλλη, τα υψηλά επιτόκια τραπεζικών δανείων μπορεί να καταστήσουν τις πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης, όπως τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, περισσότερο ελκυστικές προτάσεις για τις νέο-αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.

1.9.1.9 Δραστηριότητες παραοικονομίας

Η ύπαρξη και λειτουργία παραοικονομίας θεωρείται σημαντικό στοιχείο στην εκτίμηση των δυνατοτήτων του ΕΚΥΚ, τόσο λόγω των επιπτώσεών της στη λειτουργία και ανάπτυξή του, όσο και γιατί αποτελεί δείκτη επιχειρηματικής συμπεριφοράς. Οι επενδυτικές ευκαιρίες στην παραοικονομία είναι, κατά κανόνα, περιορισμένου χρηματοδοτικού ύψους, παρουσιάζουν μέτριο επίπεδο κινδύνου και ικανοποιητικές αποδόσεις. Έχουν, δε, το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό ότι απαιτούν βραχυπρόθεσμη δέσμευση κεφαλαίου.

Απ' την άλλη, οι επενδύσεις σε ΕΚΥΚ διαφέρουν ριζικά με τις τοποθετήσεις κεφαλαίων στην παραοικονομία. Η μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίου, η προσεκτική παρακολούθηση της επένδυσης και η υψηλή καινοτομία που εμπεριέχει, έρχονται σε αντίθεση με τις δυνατότητες των γρήγορων, εντυπωσιακών και εύκολων κερδών της παραοικονομίας. Κατά συνέπεια, η ύπαρξη σοβαρής έκτασης παραοικονομίας μπορεί να παίξει αρνητικό ρόλο στην επέκταση και στην ομαλή ανάπτυξη ενός VC fund.

1.9.1.10 Ο ρόλος των ΜικροΜεσαίων Επιχειρήσεων (ΜΜΕ)

Πιο συγκεκριμένα, εάν οι ΜΜΕ αποτελούν μοχλό τεχνολογικής ανανέωσης, όπως στις ΗΠΑ, τότε προφανώς οι επενδύσεις ΕΚΥΚ θα έχουν ένα πρόσφορο πεδίο δράσης. Από την άλλη, αν οι ΜΜΕ αποτελούν μονάδες χαμηλής παραγωγικότητας και χαμηλής προστιθέμενης αξίας, τότε οι ευκαιρίες για επενδύσεις ΕΚΥΚ θα είναι μάλλον περιορισμένες.

1.9.2 Μικρο- περιβάλλον

1.9.2.1 Ενεργός συμμετοχή

Το κλειδί της επιτυχίας και της δημιουργίας υπεραξίας βρίσκεται στην ενεργό υποστήριξη και συμμετοχή της ΕΚΕΣ στην εταιρεία υπό χρηματοδότηση. Οι συμβουλές σε θέματα προσωπικού, ανάπτυξης και προώθησης προϊόντων, διανομής καθώς και τα δίκτυα πληροφοριών και διασυνδέσεων της ΕΚΕΣ, μπορεί να είναι καθοριστικά για την επιτυχημένη πορεία μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου την ανάπτυξη του ΕΚΥΚ.

1.9.2.2 Εμπειρία και προσεκτική επιλογή

Η μετατροπή μιας ιδέας σε επιτυχημένη επιχείρηση προϋποθέτει εμπειρία των ΕΚΕΣ σε θέματα οργανωτικά, έρευνας της αγοράς, ανάπτυξης πωλήσεων, επίγνωσης των ιδιαιτεροτήτων των κλάδων στους οποίους επενδύουν. Με αυτόν τον τρόπο θα αξιολογηθούν και θα εκτιμηθούν σωστά τα διάφορα προτεινόμενα επενδυτικά σενάρια.

1.9.2.3 Βελτίωση οργάνωσης και διοίκησης

Με τη συμμετοχή των εταιρειών VC στα διοικητικά συμβούλια των υπό επένδυση επιχειρήσεων βελτιώνεται η λειτουργία της οργάνωσης και της διοίκησης τους καθώς έμπειρα στελέχη και ανθρώπινο δυναμικό συμβάλλουν προς αυτή την κατεύθυνση.

1.9.2.4 Πρόσθεση αξίας

Με την ενεργό συμμετοχή των εταιρειών VC επιτυγχάνεται πρόοδος των εργασιών και αυξάνεται η αξία των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων.

1.9.2.5 Μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας

Οι χορηγοί του καινοτομικού κεφαλαίου, προκειμένου να δρέψουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση των πολύχρονων κόπων τους, θα πρέπει να ορίζουν μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες (από 8 έως 10 χρόνια).

1.10 Λειτουργία ενός VC fund

Η δημιουργία και υλοποίηση ενός VC fund ξεκινά με την συγκέντρωση κεφαλαίων από την εταιρεία VC. Έπειτα λαμβάνει χώρα η υλοποίηση της επένδυσης, όπου υφίσταται παράλληλα η συνεχή παρακολούθηση της και η προσθήκη αξίας στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις (investing and monitoring). Ακολουθεί η έξοδος του venture capitalist από τις επιτυχημένες επενδύσεις και η επιστροφή των κεφαλαίων με μεγάλη απόδοση στους αρχικούς επενδυτές. Πιο αναλυτικά:

1. Συγκέντρωση κεφαλαίων

Η διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων από την εταιρεία 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 την 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 εξασφαλιστεί η σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτών και της διοίκησης του fund,

- Την διαδικασία λήψης απόφασης για την εξασφάλιση των σωστών επιλογών επένδυσης,
- Τη σχέση της εταιρείας VC με τις επιχειρήσεις, καθώς και τον βαθμό συμμετοχής της στην διοίκηση αυτών,
- Τις αναφορές στους επενδυτές για την πορεία του fund (ετήσια ενημερωτικά δελτία, συναντήσεις).

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

2. Διαδικασία αξιολόγησης και επένδυσης

Αφού πραγματοποιήθηκε η προσέλκυση του ενδιαφέροντος, σειρά έχει η διαπραγμάτευση με τις υπό χρηματοδότηση επιχειρήσεις και τις διαδικασίες επιλογής των πιο 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, από την διαδικασία αυτή, θα εξαρτηθεί η απόδοση του fund.

3. Στάδιο ανάλυσης και εκτίμησης

Κατά τη διάρκεια αυτού του σταδίου εξετάζεται συνήθως ένας μεγάλος αριθμός από επενδυτικά σχέδια, από τα οποία όμως πολύ λίγα θα αποτελέσουν αντικείμενο χρηματοδότησης απόφασης. Ενδεικτική είναι η παρομοίωση της επενδυτικής πολιτικής των εταιρειών VC με πυραμίδα, δηλαδή ότι η ιδέα είναι να συγκεντρώσουν έναν αρκετά μεγάλο αριθμό (πχ 1000 προτάσεων), ώστε στο τέλος να παραμείνουν για χρηματοδότηση οι 10 καλύτερες.

Συχνά οι εταιρείες VC καταφεύγουν σε εξωτερικούς συμβούλους επιχειρήσεων για την αξιολόγηση των προτάσεων, προκειμένου να εξασφαλίσουν το σαφή καθορισμό του επιπέδου αποδοτικότητας και βιωσιμότητας της καθεμιάς από αυτές. Τέτοιοι εξωτερικοί σύμβουλοι μπορεί να προέρχονται από πανεπιστήμια, εταιρείες συμβούλων επιχειρήσεων κ.α.

Δεδομένου ότι το management μιας επιχείρησης είναι ο καθοριστικότερος παράγοντας της επιτυχίας μιας πρότασης, κατά της διαδικασία της αξιολόγησης των προτάσεων εξετάζονται διεξοδικά οι εγγενείς διοικητικές δυνατότητες του management της επιχείρησης που είναι υποψήφια για χρηματοδότηση. Επιπλέον, η εταιρεία 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 ή πιθανά βέτο που θα τεθούν.

Μια άλλη πολύ σημαντική λειτουργία της φάσης της ανάλυσης και εκτίμησης των προτάσεων είναι η διεξοδική επιθεώρηση του business plan της επιχείρησης που υποβάλλει 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 συμβαίνει στις νεοσύστατες επιχειρήσεις, χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μέθοδοι αξιολόγησης ανάλογα με το κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Είναι λογικό ότι η διαδικασία και αξιολόγηση 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 ιδιαίτερη αποτελεσματική διαδικασία εκτίμησης και ανάλυσης των προτάσεων χρηματοδότησης, ώστε να υποδέχονται και να προχωρούν στις επενδύσεις με τις περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας.

4. Λήψη απόφασης και διαδικασία επένδυσης

Μετά από την 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 όπου γίνονται γνωστοί οι όροι και οι συνθήκες κάτω από τις οποίες θα γίνει η χρηματοδότηση. Η μορφή και τα ποσά της χρηματοδότησης, οι διοικητικές αλλαγές και 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 της 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 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 την 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 δίνουν 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 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 είναι μη αποδοτικές και μη αποτελεσματικές. Ο ρόλος του διαχειριστή της επένδυσης είναι να προσπαθήσει να ελαχιστοποιήσει τέτοιου είδους κόστη, ώστε να αποφευχθούν ανάλογα φαινόμενα.

Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι Venture capitalists κατά την διάρκεια της διαδικασίας χρηματοδότησης έχει να κάνει με το επίπεδο πληροφόρησης που είναι δυνατόν να επιτευχθεί σχετικά με την 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, την 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 εταιρειών VC με το management των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν.

5. Έξοδος από την επένδυση

Η έξοδος από την επένδυση αποτελεί μια προγραμματισμένη κατάληξη της επενδυτικής διαδικασίας VC. Με την έξοδο, η εταιρεία VC παύει να έχει συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και σταματά ο συμβουλευτικός ρόλος που έχει στη συμμετοχή 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.

1.11 Μέθοδοι εξόδου (exit routes) από την επένδυση¹⁴

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 επένδυση 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 από τη επένδυση της ποικίλλει από 2-10 χρόνια. Αξίζει να αναφερθεί ότι η έξοδος μπορεί να είναι εκούσια ή μη. Πέρα από τις εκούσιες στρατηγικές εξόδους, 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.

Μόλις η μεταβατική αναπτυξιακή φάση μιας επιχείρησης φτάσει προς το τέλος της και οι ψηλοί ρυθμοί απόδοσης αρχίσουν να βαίνουν φθίνοντες η επένδυση ρευστοποιείται. 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 πετυχημένη έξοδος από μια επένδυση καταδεικνύει και την επιτυχία των στελεχών της εταιρείας ΕΚΥΚ 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)

¹⁴ Matthias Eckerman (2006), "Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry.

- Πώληση σε τρίτη εταιρεία (trade sales)
- Πώληση μετοχών στους μέτοχους της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (company payback)
- Πώληση μετοχών σε άλλο επενδύτη-ΕΚΕΣ
- Αγορά μετοχών από την ίδια την εταιρεία (MBO, share buy backs)
- Διαγραφή (write-of)

Ειδικότερα:

Εισαγωγή στο χρηματιστήριο: 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 την μέθοδο αυτή ήταν σχεδόν πέντε φορές μεγαλύτερα από ότι με τις άλλες μεθόδους. Η διαδικασία αυτή μπορεί να επιτευχθεί είτε με πώληση νέων μετοχών στην πρωτόγεννη αγορά είτε με την πώληση των ήδη υφισταμένων μετοχών στην δευτερογενή αγορά. Συνήθως, η μέθοδος αυτή προϋποθέτει και την υπογραφή μιας συμφωνίας που λέγεται “luck up agreement”. Με την συμφωνία αυτή η εταιρεία VC δεσμεύεται να μην πραγματοποιήσει πώληση των μετοχών της για μια καθορισμένη περίοδο μετά την δημόσια πρόσφορα. Για τους υπεύθυνους των εταιρειών VC αποτελεί την ιδανική μέθοδο, γιατί επιφέρει πολύ μεγάλες αποδοχές καθώς και την δυνατότητα να επωφεληθούν από την μελλοντική ανάπτυξη της εταιρείας σε περίπτωση που κρατήσουν κάποιο μερίδιο μετοχών. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα εισαγωγής των τίτλων σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά είναι τα εξής:

- Αντληση 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
- Δυνατότητα στους παλιούς μέτοχους να πουλήσουν τις μετοχές τους στην 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 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)
- Οι εταιρείες VC δεν αποδεσμεύονται πλήρως από την επένδυση εφόσον παραμένουν σε αυτή μετοχές τις 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 υπόψη 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). Αρκετές φορές μια ένδειξη ενδιαφέροντος ή μια πρόταση εξαγοράς από μια τρίτη εταιρεία θα μπορούσε να εμφανιστεί, πολύ πριν η εταιρεία εισαχθεί σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά. Οι πιθανότητες να συμβεί κάτι τέτοιο είναι πολύ μεγάλες όταν πρόκειται μάλιστα για πολύ δυναμική επιχείρηση που πείθει εύκολα για τις προοπτικές της. 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.

Πώληση μετοχών στους μέτοχους της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (company payback): Στην περίπτωση αυτή οι κύριοι μέτοχοι της εταιρείας αγοράζουν το μερίδιο συμμετοχής της εταιρείας ΕΚΕΣ, 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 την στιγμή της επένδυσης οι δυο συμμετέχοντες.

Πώληση μετοχών σε άλλο επενδύτη-VC: Η περίπτωση αυτή αναφέρεται στην μεταβίβαση της εταιρείας ΕΚΕΣ σε άλλη εταιρεία της ίδιας μορφής, η οποία ενδιαφέρεται να συνεχίσει το έργο της προηγούμενης ως προς την χρηματοδότηση και στήριξη των εργασιών της υπό επένδυση εταιρείας. Μια τέτοιας μορφής πώληση θεωρείται ως αποτυχία της εταιρείας VC η οποία αναγκάζεται να πουλήσει το μερίδια των μετοχών της εταιρείας που έχει χρηματοδοτήσει, σε χαμηλότερη τιμή από την προηγούμενη περίπτωση. 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 αξιολόγηση της, η δυνατότητα να παραμένει το management της επιχείρησης ανεξάρτητο και τέλος η δυνατότητα αναπροσαρμογής της μόχλευσης της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης.

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 άρνηση 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 η Venture capitalists δεν τη συμπεριλαμβάνουν στα πλάνα τους όταν καταστρώνουν την επένδυση, πάρα 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 την ΕΚΕΣ είτε με την “hands-on” συμμετοχή τους είτε με την χρηματοδότηση ΜΒΙ αντιμετωπίζοντας εκ νέου (νέα ομάδα management) την ισχύουσα προβληματική κατάσταση. Τέλος η αποδέσμευση των ΕΚΕΣ από τις επενδύσεις τους είναι δυνατόν να γίνει και με συνδυασμό των παραπάνω μεθόδων.

2 Η ΑΓΟΡΑ VC ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

2.1 Η εξέλιξη του VC στην Ελλάδα

Είναι βέβαιο ότι η οργάνωση και λειτουργία των ελληνικών επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη μεγάλου αριθμού μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) οικογενειακού χαρακτήρα. Φυσικά, η επιχειρηματικότητα του Έλληνα από πλευράς γνώσεων ήταν από πάντα χαμηλή αλλά δεν έλλειπε ποτέ η εφευρετικότητα και η καινοτομία. Αυτό φαίνεται, για παράδειγμα, από τις αποκλειστικά ελληνικές εταιρείες παραγωγής software, οι οποίες πέρα από την ανάπτυξη που είχαν στον ελληνικό χώρο, κατάφεραν να προωθήσουν τα προϊόντα τους σε ποιο ανεπτυγμένες αγορές. Επίσης, εταιρείες διαχείρισης καινοτομικών προϊόντων, υπηρεσιών και διαδικασιών (τραπεζικοί όμιλοι, εταιρείες τροφίμων, εταιρείες καυσίμων κ.α.) μικρές και μεγάλες, επεδίωξαν και πέτυχαν σημαντικές εξαγωγικές επιδόσεις βασισμένες στην καινοτομία και σε ισχυρές χρηματοοικονομικές δυνατότητες. Χαρακτηριστικά αναφέρω ότι η εξαγωγές της Ελλάδας παρουσίασαν αύξηση 15% στο 12μηνο Αυγούστου 2010 - Ιουλίου 2011¹⁵.

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 δεν υπήρχαν οι κατάλληλες προϋποθέσεις ανάπτυξης του θεσμού του VC στην Ελλάδα αφού δεν είχε αναπτυχθεί το θεσμικό και φορολογικό καθεστώς για την ίδρυση εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου καθώς επίσης δεν υπήρχε η κατάλληλη οργάνωση και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Έτσι, ψηφίστηκε καταρχήν ο νόμος Ν.1775/88, ο οποίος αποτέλεσε το πρώτο θετικό βήμα για την ενίσχυση πρωτοποριακών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα και εντάσσεται στο πλαίσιο των προσπαθειών για την αναμόρφωση και τον εκσυγχρονισμό του πιστωτικού συστήματος. Οι πρώτες εξειδικευμένες εταιρείες άρχισαν να εμφανίζονται. Παρόλα αυτά, ο νόμος αντικαταστάθηκε από τον Ν.2367/95 λόγω της αναποτελεσματικότητας του.

Η ουσιαστική ανάπτυξη του VC στην Ελλάδα ήρθε αργότερα και συνδέεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ο θεσμός των VC funds ενδυναμώνεται με τον νόμο Ν.2992/2002 για τα ΑΚΕΣ(Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών) και με τη σύσταση του Τ.Α.ΝΕ.Ο. Α.Ε (Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας) το οποίο ιδρύθηκε στα πλαίσια του Γ' ΚΠΣ Επιχειρησιακό Πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» και είναι ένα fund of funds, δηλαδή κεφάλαια που αντλούνται για τη χρηματοδότηση άλλων funds, έχοντας σκοπό τη συγχρηματοδότηση της ίδρυσης εταιρειών VC.

Αυτή τη στιγμή στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται 18 εταιρείες, άλλες με τη μορφή ΕΚΕΣ που υπάγονται στο νόμο Ν.2367/95 και άλλες ως διαχειρίστριες ΑΚΕΣ που υπάγονται στο νόμο Ν.2992/2002. Επίσης, νέες μορφές επενδυτικών εταιρειών, όπως οι θερμοκοιτίδες επιχειρηματικότητας, έχουν δημιουργηθεί επιβεβαιώνοντας την κινητοποίηση του θεσμού του VC στην Ελλάδα μετά το 2002. Ωστόσο, οι συντριπτική πλειοψηφία των ελληνικών εταιρειών VC ιδρύθηκαν στα τέλη της δεκαετίας του '90 και

¹⁵ ΕΛΣΤΑΤ (2011), εισαγωγές-εξαγωγές, εξαγωγικό εμπόριο, www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-database

οι περισσότερες είναι θυγατρικές μεγάλων εταιρειών ή μέλη χρηματοπιστωτικών ομίλων, ενώ υπάρχουν και κάποιες που είναι ανεξάρτητες. Επίσης, οι περισσότερες ΕΚΕΣ επενδύουν στο εξωτερικό (κυρίως στα Βαλκάνια και στην Ανατολική ευρώπη) και πραγματοποιούν την έξοδό τους από την επιχείρηση υπό χρηματοδότηση μετά τη διέλευση τριών έως έξι ετών, προτιμώντας κυρίως, την πώληση της συμμετοχής τους αφού εισαχθεί η επιχείρηση στο χρηματιστήριο.

Σε ότι αφορά την ανάπτυξη του VC στην Ελλάδα μετά το 1999, έχει διαπιστωθεί ότι σχετίζεται άμεσα με τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι περισσότερες από τις οποίες αποτελούσαν θυγατρικές χρηματιστηριακών εταιρειών. Λόγω της στρέβλωσης που είχε δημιουργηθεί στην αγορά των δημόσιων εγγραφών από την υπερβολική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου, το VC εξασφάλιζε μεγάλες αποδόσεις ακόμα και όταν οι ΕΚΕΣ επένδυαν σε ώριμες εταιρείες που βρίσκονταν στο τελικό στάδιο ανάπτυξής τους και απείχαν μικρό χρονικό διάστημα από την είσοδό τους στο ΧΑΑ. Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του VC στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του Ταμείου Νέας Οικονομίας Α.Ε. (Τ.Α.ΝΕ.Ο.) με το άρθρο 28 του Ν. 2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση ίδρυσης ΕΚΕΣ, οι οποίες αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις που βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Τα διαθέσιμα και τα επενδυόμενα κεφάλαια για VC βρίσκονται σε εντυπωσιακή άνοδο την περίοδο 1998-2001. Το 2001, όμως, παρουσιάστηκε σημαντική μείωση στα επενδυόμενα κεφάλαια, εξαιτίας της ανυπαρξίας αξιόλογων επιχειρηματικών σχεδίων. Ουσιαστικά, λόγω της συνεχούς πτώσης του ΧΑΑ δεν υπήρχε η δυνατότητα εξόδου των μέχρι πρότινος αξιόλογων υποψήφιων επιχειρηματικών σχεδίων στο χρηματιστήριο και αναγκαστικά οι ΕΚΕΣ στράφηκαν στις νέες επιχειρήσεις, των οποίων οι επενδύσεις εμπεριέχουν υψηλότερο ρίσκο και είναι λιγότερο δελεαστικές. Επίσης, το 2001, το ποσοστό των εγκεκριμένων σχεδίων μειώνεται παρά την αύξηση του πλήθους των υποψήφιων σχεδίων επιχειρήσεων. Αυτό δείχνει ότι οι ελληνικές ΕΚΕΣ εκείνο το διάστημα εφαρμόζουν μια άκρως λιτή και επιλεκτική πολιτική σε ότι αφορά την αξιολόγηση σχεδίων επιχειρήσεων¹⁶.

Γενικότερα, η δραστηριότητα του VC στην Ελλάδα είναι αρκετά όψιμη σε σχέση με την αντίστοιχη της ευρώπης και πολύ περισσότερο με αυτήν της Αμερικής. Οι θεσμικοί περιορισμοί, σε συνδυασμό με την απουσία επιχειρηματικής κουλτούρας, που κυριαρχούσε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '90, ήταν τα κύρια αίτια της καθυστέρησης της ανάπτυξης εναλλακτικών χρηματοδοτικών εργαλείων στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική. Παρόλα αυτά, μέσα στο 2005 πραγματοποιήθηκαν δύο σημαντικές επενδύσεις στην Ελλάδα από διεθνείς οίκους VC, γεγονός που αποδεικνύει ότι η χώρα μας μπαίνει σιγά-σιγά στην εμβέλεια του "ραντάρ" των μεγάλων επενδυτικών ομίλων¹⁷.

¹⁶ Ζοπουνίδης, Κ. και Μπακατσάκη, Μ. (2002), "Το VC στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Δ' τριμηνία, τεύχος 31.

¹⁷ Κόλλιας, Φ. (2006), "Γίνεται αποδεκτή στην Ελλάδα η ιδέα του VC - η χώρα μας βρισκόταν εκτός «ραντάρ» των μεγάλων επενδυτικών ομίλων - τώρα εισήλθε στην εμβέλειά τους", Καθημερινή, 15/01/2006.

2.2 Τ.Α.ΝΕ.Ο. (Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας)



TAMEIO ANAPTYXHS NEAS OIKONOMIAS

Σημαντικό μοχλό ανάπτυξης του θεσμού του VC στην Ελλάδα αποτέλεσε η σύσταση του «Ταμείου Νέας Οικονομίας Α.Ε.» (Τ.Α.ΝΕ.Ο. Α.Ε.), με το άρθρο 28, του Ν.2843/2000, που έχει ως κύριο σκοπό τη συγχρηματοδότηση με ιδιώτες επενδυτές της ίδρυσης ΕΚΕΣ και ΑΚΕΣ, τα οποία με τη σειρά τους αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξης τους και έχουν πραγματική και καταστατική έδρα στην Ελλάδα. Διευκρινίζεται ότι το Τ.Α.ΝΕ.Ο. συμμετέχει σε funds που διαχειρίζονται από φορείς του ιδιωτικού τομέα, οι οποίοι λειτουργούν σύμφωνα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια¹⁸.

Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. είναι ένα fund of funds υπό τη μορφή Α.Ε., το οποίο έχει ως σκοπό τη στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα. Οι ελληνικές αρχές οδηγήθηκαν στην σύσταση του Τ.Α.ΝΕ.Ο. εξαιτίας της διαπίστωσης του μεγάλου ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων στη χώρα μας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 1995-1999, τα συνολικά κεφάλαια προς επένδυση σε VC ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, ήταν 0.028% για την Ελλάδα, ενώ για την Ε.Ε. ο μέσος όρος ήταν 0.159%.

Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. εντάχθηκε στις δράσεις για τη μετάβαση στην “Κοινωνία της Πληροφορίας”, συστάθηκε από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και αποσκοπεί στην εξεύρεση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη της “νέας οικονομίας” στην Ελλάδα. Το απαιτούμενο ποσό που έπρεπε να συγκεντρωθεί για να ξεκινήσει η επενδυτική δραστηριότητα του Τ.Α.ΝΕ.Ο., ορίστηκε στα 150 εκατομμύρια €. Από τα 150 εκατομμύρια €, το δημόσιο κατέβαλλε τα 45, ενώ τα υπόλοιπα 105 προήλθαν από εγχώριους και ξένους θεσμικούς επενδυτές.

Ο δρόμος για τη δραστηριοποίηση του Τ.Α.ΝΕ.Ο. άνοιξε μετά τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το Σεπτέμβριο του 2002, η οποία αναγνωρίζει τη συμβατότητα του καθεστώτος λειτουργίας του με τη συνθήκη περί κρατικών ενισχύσεων που ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τη γνωμοδότηση αυτή ενεργοποιείται το πρώτο ελληνικό funds of funds και ξεκινά η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών στο κεφάλαιο του Τ.Α.ΝΕ.Ο., διαδικασία που ανέλαβαν η Deutsche Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και η Eurobank. Το ενδιαφέρον για ιδιωτική συμμετοχή ήταν εξαιρετικά υψηλό και η έκδοση καλύφθηκε οκτώ φορές.

Έτσι, το Μάιο του 2003 ολοκληρώθηκε η διαδικασία ιδιωτικής συμμετοχής 35 Ελλήνων και, κυρίως, ξένων θεσμικών επενδυτών, μέσω της οποίας συγκεντρώθηκε το ποσό των 105 εκατ. €. Το συγκεκριμένο ποσό και τα 45 εκατ. € που πήρε το Τ.Α.ΝΕ.Ο. μέσω του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων, αποτέλεσαν το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. €. Το ποσοστό συμμετοχής του Τ.Α.ΝΕ.Ο. σε κάποιο fund δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% του συνολικού ποσού που πρόκειται να επενδυθεί. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το Τ.Α.ΝΕ.Ο. και το εκάστοτε VC fund χρηματοδοτούν μια επιχείρηση από κοινού, με το ίδιο περίπου ποσό (το Τ.Α.ΝΕ.Ο. συνήθως, είναι μειοψηφών

¹⁸ Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας: <http://www.taneo.gr/ContentSub.aspx?C=8>

μέτοχος). Ουσιαστικά, το αρχικό κεφάλαιο των 150 εκατ. € που βρίσκεται στη διαχειριστική ευθύνη του T.A.NE.O., αναμένεται να προσελκύσει άλλα 150 εκατ. € από εταιρείες VC, δηλαδή να διπλασιαστεί, φτάνοντας τα 300 εκατ. € που θα διατεθούν για επενδύσεις στη “νέα οικονομία”.

Παράλληλα, το μέγιστο συνολικό ποσό που μπορεί να επενδυθεί σε μια επιχείρηση από το T.A.NE.O. και ένα VC fund, δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 3 εκατ. €, με τον πρόσθετο περιορισμό ότι το μέγιστο ποσό που θα εκταμιεύεται ανά εξάμηνο, δε θα ξεπερνά το 1 εκατ. €. Οι παραπάνω περιορισμοί που έχουν επιβληθεί από την Ε.Ε., αλλά και από τη στρατηγική επενδύσεων του T.A.NE.O., εξασφαλίζουν ότι αφενός οι επιχειρήσεις που θα χρηματοδοτηθούν θα είναι αποκλειστικά μικρού και μεσαίου μεγέθους, και αφετέρου ότι θα υπάρχει η εποπτεία των πεπραγμένων τους και του βαθμού υλοποίησης των στόχων που έχουν τεθεί. Σχετικά με το ρίσκο της επένδυσης, το T.A.NE.O. αναλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος, κάτι που σημαίνει ότι σε περίπτωση αποτυχίας της επένδυσης, περισσότερο ζημιωμένο είναι το T.A.NE.O. και λιγότερο το VC fund, κατά επέκταση η εταιρεία VC.

Όσον αφορά τη δομή και τη διαχείριση του T.A.NE.O., αυτή συνίσταται και διενεργείται από τέσσερα όργανα: τη διοίκηση, το σώμα των 35 θεσμικών επενδυτών, την επενδυτική επιτροπή και τη Wesport VC, το παλαιότερο “funds of funds” της ευρώπης, με έδρα τη Μεγάλη Βρετανία και έντονη δραστηριότητα στο αντίστοιχο T.A.NE.O. της ίδιας χώρας (UK Hitech Fund). Η διοίκηση του T.A.NE.O., αν και τοποθετήθηκε αρχικά από την κυβέρνηση, έχει αιρετό χαρακτήρα και είναι επιφορτισμένη με την εισήγηση προτάσεων στην Επενδυτική Επιτροπή. Η επενδυτική επιτροπή από την άλλη, αποτελείται από προσωπικότητες του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου (τραπεζίτες, βιομηχάνους κλπ) και αποδέχεται ή απορρίπτει τις εισηγήσεις της Διοίκησης. Το σώμα των θεσμικών επενδυτών μπορεί να μεταβάλλει τη σύνθεση της διοίκησης και ασκεί τα δικαιώματα του T.A.NE.O.. Μεταξύ της διοίκησης και της επενδυτικής επιτροπής παρεμβάλλεται η εταιρεία Wesport VC, η οποία πρέπει και αυτή να εγκρίνει τις επενδυτικές προτάσεις, διαδραματίζοντας το ρόλο του επενδυτικού συμβούλου. Ο τρόπος αυτός διάρθρωσης του T.A.NE.O. ευνοεί την αξιοκρατία και τη διαφάνεια στην επενδυτική πολιτική, αφού ο ρόλος του κράτους έχει περιοριστεί στην κατάρτιση του νομικού πλαισίου, στην προσφορά των 45 εκατ. € και τον αρχικό διορισμό της διοίκησης. Οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται χωρίς την επιρροή του κράτους.

Το T.A.NE.O. έχει αναλώσει από τις αρχές του 2003 έως σήμερα, περίπου 50 εκατ. € για τη δημιουργία VC funds που επενδύουν σε μικρομεσαίες εταιρείες στην Ελλάδα.

Η πρώτη επένδυση του T.A.NE.O. (αξίας 12 εκατ. €) πραγματοποιήθηκε το 2003, για τη δημιουργία του ΑΚΕΣ “Capital Connect Venture Partners” συνολικής αξίας 24 εκατ. €, από κοινού με το ασφαλιστικό ταμείο της πορτογαλικής τραπεζής Banco Espirito Santo, το ελβετικό fund of funds “CMA Technology Advisors” και ομάδα Ελλήνων εφοπλιστών. Διαχειρίστρια εταιρεία του fund είναι η Capital Connect Α.Ε. και οι πρώτες επενδύσεις που υλοποίησε το “Capital Connect Venture Partners”, μέσω έκδοσης δύο ομολογιακών μετατρέψιμων δανείων ύψους ενός εκατομμυρίου το καθένα, αφορούν τις εταιρείες Advice Α.Ε. ανάπτυξης λογισμικού και Micrel Ιατρικά Μηχανήματα Α.Ε.

Η δεύτερη επένδυση του Τ.Α.ΝΕ.Ο. αφορούσε τη δημιουργία του ΑΚΕΣ “Zaitech Fund”, συνολικής αξίας 30 εκατ. €, από κοινού με την Τράπεζα Αττικής.

Η τρίτη επένδυση του ταμείου αφορά τη συμφωνία με τη Marfin Financial Group για τη δημιουργία του fund “IBG Hellenic Fund II”, συνολικής αξίας 17 εκατ. €¹⁹.

Επίσης, το 2005, το Τ.Α.ΝΕ.Ο. συνεισφέρει στη δημιουργία του πρώτου περιφερειακού ΑΚΕΣ που ιδρύεται στην Ελλάδα, με πρωτοβουλία του Επιμελητηρίου Ηρακλείου, της Παγκρήτιας Συνεταιριστικής Τράπεζας και του Πανεπιστημίου Κρήτης.

Έπειτα, το Δεκέμβριο του 2005 ανακοινώθηκε από το υπουργείο ανάπτυξης η ένταξη του Τ.Α.ΝΕ.Ο. στο επιχειρηματικό πρόγραμμα “ανταγωνιστικότητα”, προκειμένου να λάβει χρηματοδότηση από το Γ’ Κοινοτικό πλαίσιο Στήριξης. Με αυτόν τον τρόπο η ευρωπαϊκή ένωση (Ε.Ε) συμμετέχει στη χρηματοδότηση του έργου του Τ.Α.ΝΕ.Ο. και ως εκ τούτου, αυξάνεται η αποτελεσματικότητα του τελευταίου.

Κατά το έτος 2008 το Τ.Α.ΝΕ.Ο. πραγματοποίησε μια σειρά από επενδύσεις δημιουργώντας έξι funds πολύ σημαντικά για τις επενδύσεις κεφαλαίων στην Ελλάδα σε διάφορους τομείς ανάπτυξης. Έτσι, αναπτύσσεται η «THERMI VENTURES» ένα fund συνολικής αξίας 24 εκατ. € για τον κλάδο της ενέργειας και των οικολογικών έργων. Επίσης δημιουργείται η «ALPHA VENTURES S.A» ένα ΑΚΕΣ συνολικής αξίας 30 εκατ. € για τον κλάδο της πληροφορικής-τηλεπικοινωνιών και τον κλάδο τρόφιμα-γεωργία-ποτά. Η «OXYGEN MANAGEMENT ΑΕ» επίσης στον κλάδο της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιών έχει ύψος επένδυσης 30 εκατ. € και η «PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT», η οποία επενδύει στον κλάδο της πληροφορικής και της ενέργειας, είναι μια ΑΚΕΣ συνολικού ύψους επένδυσης 30 εκατ. €. Μέσα σε αυτό το έτος δημιουργήθηκε και το NEW MELLON TANEΟ ΑΚΕΣ συνολικού ύψους επένδυσης 15 εκατ. € στον τομέα της ενέργειας και της περιβαλλοντικής διαχείρισης.

2.2.1 Διαδικασία επένδυσης του Τ.Α.ΝΕ.Ο.

Η διαδικασία που ακολουθείται από το Τ.Α.ΝΕ.Ο. για την τοποθέτηση κεφαλαίων σε ένα επενδυτικό σχήμα σε τέσσερα απλά βήματα:

1. Αποστολή Ενημερωτικού Δελτίου

Οι Ομάδες Διαχείρισης Επενδυτικών Σχημάτων ή οι Ομάδες Επενδυτών που προτίθενται να συνεργαστούν με το Τ.Α.ΝΕ.Ο., συνθέτουν ενημερωτικό φάκελο με την ακόλουθη πληροφόρηση:

- Τα βιογραφικά στοιχεία των μελών της Ομάδας Διαχείρισης
- Το ύψος και το χρονοδιάγραμμα συγκέντρωσης των κεφαλαίων
- Παρουσίαση των συν-επενδυτών
- Περιγραφή της νομικής μορφής του «επενδυτικού σχήματος»
- Περιγραφή της επενδυτικής στρατηγικής του «επενδυτικού σχήματος»
- Προσδοκώμενη ροή επενδυτικών προτάσεων (deal flow)
- Προτεινόμενη διαδικασία παρακολούθησης και ανάπτυξης των επενδύσεων

¹⁹ Κρυσταλλάκος, Π. (2004), “«Θετική» η Ελλάδα για επενδύσεις VC”, *Επιχειρήσεις*, 01/06/2004.

- Περιγραφή των αναμενόμενων αποδόσεων
- Όροι αμοιβών της Ομάδας Διαχείρισης

2. Έλεγχος

Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. 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 αποδόσεων. Στη συνέχεια ακολουθεί μια απλή κωδικοποίηση της διαδικασίας ελέγχου ως προς:

- Την ομάδα διαχείρισης, να διαθέτει εμπειρία στο χώρο του VC 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.
- Οι 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.
- Η επενδυτική στρατηγική. Δίνεται ιδιαίτερη σημασία στη στρατηγική από-επένδυσης. Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. προκειμένου να διασφαλίσει την ευελιξία του χαρτοφυλακίου του, λαμβάνει υπόψη το μέγεθος του «επενδυτικού σχήματος».
- Προτεινόμενοι όροι σύμφωνοι με τη διεθνή πρακτική. Η προτεινόμενη μεθοδολογία υπολογισμού της αμοιβής επιτυχίας αποτελεί σημαντικό στοιχείο αξιολόγησης των κινήτρων της Ομάδας Διαχείρισης.
- Μετά την ολοκλήρωση των ανωτέρω το Τ.Α.ΝΕ.Ο. 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 Τ.Α.ΝΕ.Ο.
- Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. δεσμεύεται κατά την έναρξη των διαδικασιών να ολοκληρώσει τον έλεγχο σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

3. Σύμβαση – Βασικοί Όροι

Το Τ.Α.ΝΕ.Ο. θα συμμετέχει σε «επενδυτικά σχήματα» που η επενδυτική τους πολιτική είναι ίδια με αυτή που περιγράφεται στην (2006/C194/02) απόφαση της Ε.Ε. και τις συναφείς Υπουργικές Αποφάσεις. Τα «επενδυτικά σχήματα» θα πρέπει να έχουν είτε τη νομική μορφή της Ε.Κ.Ε.Σ., είτε του Α.Κ.Ε.Σ., είτε αντίστοιχη νομική μορφή παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου που λειτουργεί σύμφωνα με το δίκαιο κράτους-μέλους της Ε.Ε.. Να τα διαχειρίζονται φορείς του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Η ανώτατη διάρκεια των επενδυτικών σχημάτων πρέπει να είναι 12 έτη από την

υπογραφή της σύμβασης (δέκα έτη με τη δυνατότητα παράτασης της λειτουργίας τους για 1+1 επιπλέον έτη). Το T.A.NE.O. θα συμμετέχει στα σχήματα αυτά με ποσοστό μικρότερο του 50% του κεφαλαίου και των αντίστοιχων δικαιωμάτων ψήφου, με τους ίδιους όρους με τους λοιπούς επενδυτές.

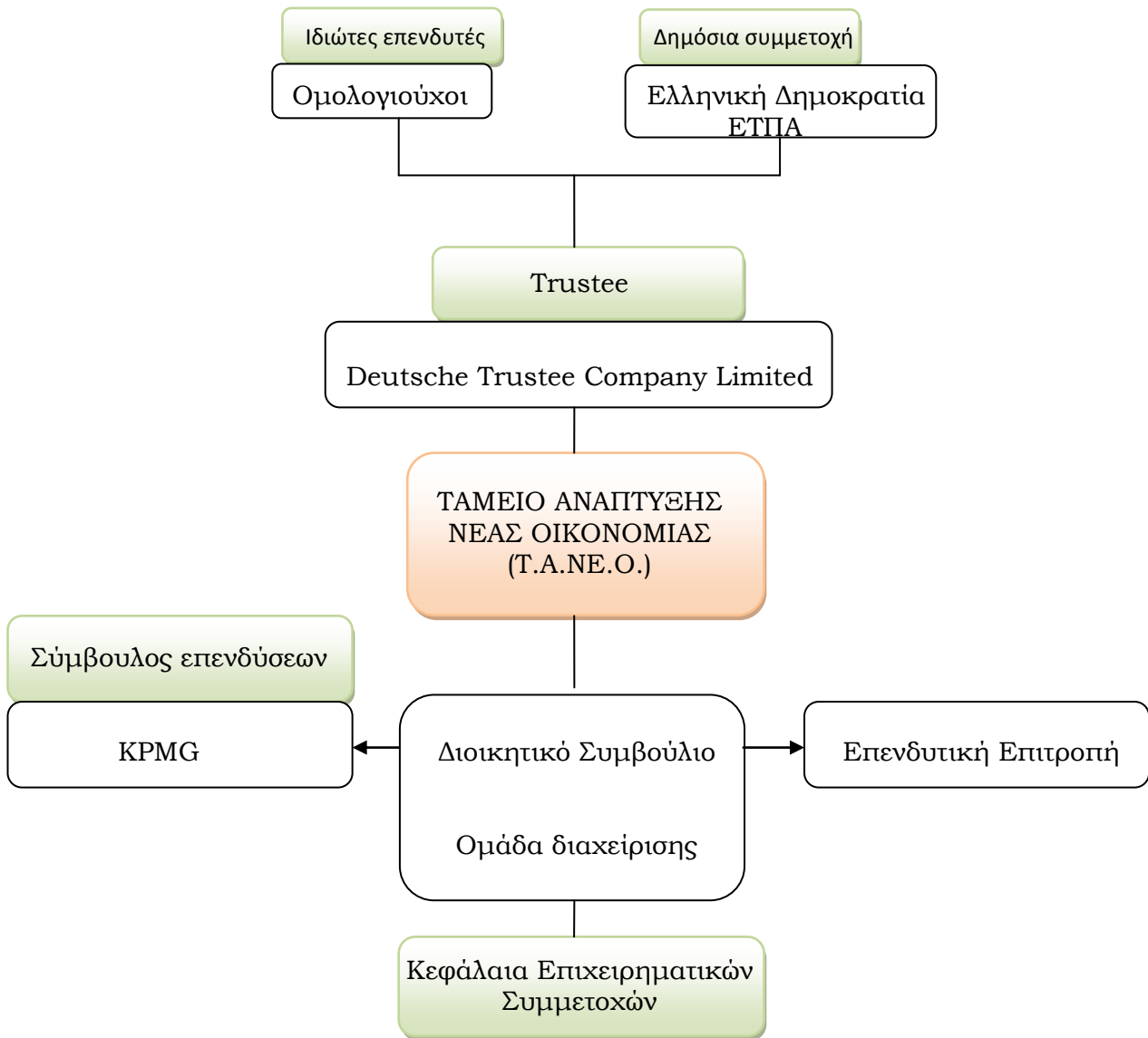
Τα «επενδυτικά σχήματα» οφείλουν να επενδύουν σε Μικρές και Μικρομεσαίες επιχειρήσεις όπως αυτές ορίζονται με βάση τη Σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2003/361/ΕΚ), ΕΕ L124 της 20.5.2003, σ. 36) και βρίσκονται μέχρι το στάδιο της επέκτασης. Τα «επενδυτικά αυτά σχήματα» θα πρέπει να επενδύουν κατ' ανώτατο ένα εκατομμύριο πεντακόσιες χιλιάδες € (€1.500.000) ανά επιχείρηση ανά δωδεκάμηνη περίοδο. Τα «επενδυτικά αυτά σχήματα δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ήδη πρόσβαση σε οργανωμένες αγορές κεφαλαίων. Σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στους τομείς της ναυπηγοεπισκευαστικής βιομηχανίας, του άνθρακα και του χάλυβα, των συνθετικών ινών. Σε εταιρείες που έχουν αναστείλει ή διακόψει τη λειτουργία τους για οικονομικούς λόγους, βρίσκονται σε έκδηλη οικονομική αδυναμία πληρωμής των οφειλών, σε κατάσταση παύσης πληρωμών, όπως οι παραπάνω έννοιες ορίζονται από το άρθρο 5 του Ν. 1386/83, ή πτώχευσης, ή έχουν τεθεί υπό τη διοίκηση και διαχείριση των πιστωτών ή υπό προσωρινή διαχείριση ή υπό οιασδήποτε άλλης μορφής εκκαθάριση ή αναγκαστική διαχείριση ή είναι προβληματικές κατά την έννοια των κοινοτικών κατευθυντήριων γραμμών για τις ενισχύσεις διάσωσης και αναδιάρθρωσης προβληματικών επιχειρήσεων. Στη σύμβαση που θα συναφθεί μεταξύ των επενδυτών του θεματοφύλακα και του Διαχειριστή, θα προβλέπονται οι αμοιβαίες και σύμφωνα με τις Υπουργικές Αποφάσεις συμβατικές υποχρεώσεις των μελών.

4. Παρακολούθηση Επενδύσεων

Το T.A.NE.O. ως μέλος του European VC Association (EVCA) ακολουθεί για την παρακολούθηση των επενδύσεων του όσα προβλέπουν τα reporting guidelines της European VC Association (EVCA), η πληροφόρηση αυτή αφορά στα ακόλουθα:

- Ετήσια τουλάχιστον συνάντηση-ενημέρωση (annual meeting) των επενδυτών του Fund για τα στοιχεία 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)
- Προβλέπεται επίσης σύνταξη εξαμηνιαίων και ετησίων εκθέσεων.

Διάγραμμα 2.1: Δομή του Τ.Α.ΝΕ.Ο.



2.3 Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων (HVCA)



Η Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων²⁰ ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 2003 ως αστική, μη κερδοσκοπική εταιρεία με σκοπό την προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών, τη μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της και την προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της. Μέλη της Ένωσης είναι 19 εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χώρο των επιχειρηματικών κεφαλαίων.

Η Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων 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 Ένωση:

- Εκπροσωπεί θεσμικά τα μέλη της στις ελληνικές, διεθνείς και αλλοδαπές αρχές και στους ελληνικούς, διεθνείς και αλλοδαπούς οργανισμούς.
- Ενημερώνει τα μέλη της για θέματα που αφορούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα.
- 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 VC Association)
- 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.
- Φροντίζει για τη γενικότερη και 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 κοινό
- Μελετά και προτείνει μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης και την εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της.
- Συνιστά επιτροπές, οι οποίες επιλαμβάνονται την επίλυση θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών. Τέτοιες επιτροπές είναι ενδεικτικά και όχι περιοριστικά, η επιτροπή νομικών και φορολογικών θεμάτων και η επιτροπή οικονομικών και στατιστικών θεμάτων. Σκοπός της επιτροπής νομικών και φορολογικών θεμάτων είναι η επεξεργασία νομοθετικών και φορολογικών παρεμβάσεων που είναι απαραίτητες για την περαιτέρω ανάπτυξη του θεσμού των επιχειρηματικών κεφαλαίων στη χώρα μας. Σκοπός της επιτροπής οικονομικών και στατιστικών θεμάτων είναι η συλλογή και επεξεργασία στοιχείων για τον κλάδο με μια ενιαία μορφή προκειμένου να υπάρχει συνολική

²⁰ Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων: <http://www.hvca.gr>

εικόνα για τη λειτουργία της αγοράς επιχειρηματικών κεφαλαίων. Οι επιτροπές είναι ανοικτές για τα μέλη της Ένωσης και συνεδριάζουν σε τακτά χρονικά διαστήματα.

2.4 Δείγμα έρευνας

Το ελληνικό venture capital αποτελείται από 19 επιχειρήσεις. Αυτές είναι:

1. Attica ventures
2. Alpha ventures
3. Capital connect venture partners
4. Global finance
5. Logo ventures
6. NBGI ventures
7. Oxygen capital
8. 7L capital partners emerging europe L.P.
9. Aims management
10. I4G ευρωσύμβουλοι Α.Ε.
11. Parthenon trust
12. Thermi ventures
13. VCI Α.Ε.
14. Piraeus capital management
15. Vectis capital
16. New mellon
17. Dianko
18. IBG management
19. Glocal systems management

Στην παρούσα έρευνα επιλέχθηκαν πέντε από αυτές τις εταιρείες οι οποίες ήταν και οι μόνες που είχαν πλήρη δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία. Το δείγμα, λοιπόν, απαρτίζουν οι παρακάτω εταιρείες.

2.4.1 ATTICA VENTURES S.A



Η Attica Ventures Α.Ε. ιδρύθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003, ανήκει στον όμιλο εταιρειών της Attica Bank και έχει σαν αντικείμενο την Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ). Η Attica Bank είναι η πρώτη τράπεζα που συμμετείχε σε ΑΚΕΣ και δημιούργησε εξειδικευμένη θυγατρική εταιρεία διαχείρισης ΑΚΕΣ²¹.

Από το 2004 η Attica Ventures διαχειρίζεται το Zaitech Fund, ένα ΑΚΕΣ ύψους €40 εκ. με επενδυτές την Attica Bank και το Τ.Α.ΝΕ.Ο., και από το 2005 έχει ήδη επενδύσει και δεσμεύσει περισσότερα από 32 εκ. σε 10 ελληνικές ΜΜΕ σε διάφορους κλάδους (ενέργεια-ΑΠΕ, τρόφιμα και ποτά, real estate, υγεία, logistics, telecoms, βιομηχανική καινοτομία). Οι επενδύσεις της έχουν ήδη πετύχει σημαντικούς ρυθμούς

²¹ Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Zaitech Fund: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=97

ανάπτυξης, θετικά αποτελέσματα και έχουν κερδίσει πλήθος επιχειρηματικών βραβείων. Τέσσερις από αυτές είναι ήδη εισηγμένες στην Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στόχος της εταιρείας είναι να επενδύει σε καινοτόμες μικρομεσαίες ελληνικές επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης, και έχουν διακριτό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, ανεξάρτητα από την αγορά που δραστηριοποιούνται. Αναζητά επενδύσεις μεταξύ 3-7 εκατ. €, αλλά σε συνεργασία με στρατηγικούς επενδυτές μπορεί να συμμετέχει και σε μεγαλύτερες επενδύσεις. Στις περισσότερες περιπτώσεις στόχος είναι η μειωμένη συμμετοχή, υποστηρίζοντας το management στην ανάπτυξη της επιχείρησης και την επίτευξη των στόχων του.

Περαιτέρω οι δύο βασικοί στόχοι της εταιρείας είναι:

- ✚ Η αύξηση της προστιθέμενης αξίας των υπό διαχείριση κεφαλαίων και η επίτευξη σημαντικών αποδόσεων, σημαντικά μεγαλύτερων από το μέσο όρο των αποδόσεων των επενδυτικών κεφαλαίων (μακροπρόθεσμων τοποθετήσεων).
- ✚ Η παρουσίαση στους επενδυτές του fund και τις επιχειρήσεις που συμμετέχει νέων επενδυτικών ευκαιριών σε τομείς αιχμής στην Ελλάδα, βοηθώντας έτσι στην ανάπτυξη των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων πέραν των μέχρι τώρα ορίων της.

Τα κύρια σημεία της επενδυτικής στρατηγικής του ΑΚΕΣ είναι:

- ✚ Το fund επενδύει στην Ελλάδα.
- ✚ Επενδύει σε ευρύ φάσμα καινοτόμων επιχειρήσεων με έμφαση - αλλά όχι αποκλειστικά - στους κλάδους της ενέργειας, των τηλεπικοινωνιών, της πληροφορικής και των εφαρμογών της (ηλεκτρονικού εμπορίου, Internet), τροφίμων-ποτών, υγείας, retail, βιοτεχνολογίας, logistics, τουρισμού και καινοτόμων κατασκευαστικών έργων.
- ✚ Επενδύει κατά περίπτωση και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, μέσω Ελληνικών επιχειρήσεων των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.
- ✚ Καμία επένδυση δεν υπερβαίνει (συνολικά ανά εταιρεία) το 20% του ενεργητικού του fund (8 εκατ. € στην παρούσα φάση).
- ✚ Η επένδυση σε κάθε εταιρεία πραγματοποιείται σε ετήσιους γύρους χρηματοδότησης, με όριο τα 2,5 εκ. € ανά έτος.

Σημαντική προσπάθεια γίνεται στην λειτουργική υποστήριξη των επιχειρήσεων του χαρτοφυλακίου με σκοπό την αύξηση της αξίας τους.

- ✚ Σκοπός του ΑΚΕΣ θα είναι η παράλληλη εκμετάλλευση επιχορηγήσεων, κοινοτικών προγραμμάτων ή φορολογικών κινήτρων χωρίς όμως αυτό να αποτελεί κριτήριο επιλογής μιας επένδυσης.
- ✚ Είναι τέλος πιθανή συμμετοχή σε επενδύσεις από κοινού με άλλα funds, ανάλογα με την περίπτωση.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 παρατίθενται τα στοιχεία αυτού του fund σε πίνακα.

2.4.2 CAPITAL CONNECT S.A



Το ΑΚΕΣ Capital Connect Venture Managers S.A συνολικού ύψους κεφαλαίων στα 24 εκατ. € είναι η πρώτη επένδυση του Τ.Α.ΝΕ.Ο. σύμφωνα με το νόμο Ν.2992/2002. Τα κεφάλαια του προήλθαν από το Τ.Α.ΝΕ.Ο. κατά 49,9% και από ιδιώτες επενδυτές κυρίως από το χώρο της ναυτιλίας, καθώς επίσης και από ξένους θεσμικούς επενδυτές όπως το συνταξιοδοτικό ταμείο της πορτογαλικής τράπεζας Banco espirito Santos και το Fund of Funds CMA technology venture partners. Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στους τομείς της νέας οικονομίας και σε εταιρείες που στηρίζουν την ανταγωνιστικότητα τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία. Οι πιο σημαντικές επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει το ΑΚΕΣ αυτό με τη μορφή της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι²²:

- Επένδυση 1 εκατ. € τον Δεκέμβριο του 2003 στην Advice A.E., εταιρεία ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και παροχής επιχειρησιακών λύσεων. Η εταιρεία εξειδικεύεται και προσφέρει λύσεις σε συγκεκριμένες κάθετες αγορές όπως αυτή του λιανικού εμπορίου (ένδυση, υπόδηση, ηλεκτρονικά είδη, είδη τεχνολογίας κ.α.), την αγορά του 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 έχει ήδη υλοποιήσει εγκαταστάσεις advisor στο Βέλγιο και στην Ιταλία, ενώ συνάπτει συμφωνίες και σε άλλες χώρες.
- Επένδυση 1 εκατ. € τον Ιανουάριο του 2004 στην Micrel A.E. εταιρεία παραγωγής υψηλής τεχνολογίας ιατρικών μηχανημάτων. Βασικό αντικείμενο εργασιών της είναι ο σχεδιασμός, η ανάπτυξη, η κατασκευή και η διεθνής εμπορία ηλεκτρονικών-φορητών αντλιών χορήγησης φαρμακευτικών ουσιών. Όντας βασικός προμηθευτής νοσοκομείων και κλινικών στην Ελλάδα η εταιρεία κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά. Στο μετοχικό κεφάλαιο της Micrel συμμετέχει από το 2001 η Alpha Ventures A.E. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η Micrel εξάγει το 90% των προϊόντων της σε 30 χώρες, από το Ηνωμένο Βασίλειο έως και την Κίνα.
- Μια άλλη πολύ σημαντική επένδυση είναι στην επιχείρηση «Προϊόντα Κρόκου Κοζάνης», η οποία συστάθηκε με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 3.680.000 € με τη συμμετοχή κατά 30% του συγκεκριμένου ΑΚΕΣ, κατά 15% της «Κορρές Φυσικά Προϊόντα Α.Ε.» και τη στρατηγική συμμαχία «Ανταγωνιστικός Συνεταιρισμός Κροκοπαραγωγών Κοζάνης» με συμμετοχή κατά 55%. Η επένδυση αυτή στοχεύει στην ανάπτυξη και αξιοποίηση των προϊόντων κρόκου που παραδοσιακά δραστηριοποιείται μια μεγάλη ομάδα αγροτών στην Κοζάνη. Είναι μια αμιγώς ελληνική εταιρεία η οποία παρουσιάζει ταχύτατους ρυθμούς ανάπτυξης εντός και εκτός συνόρων με διανομές φυσικών προϊόντων της σε

²² Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Capital Connect Venture Partners:
www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=96

πάνω από 5000 φαρμακεία στην Ελλάδα και σε 1500 επιπλέον σημεία πώλησης στο διεθνή χώρο. Παράλληλα η εταιρεία συμμετέχει σε προγράμματα ανάπτυξης βιομηχανικής έρευνας με αντικείμενο την ανάδειξη των ιδιοτήτων των φαρμακευτικών φυτών της ελληνικής χλωρίδας.

- Η Tyres Herco A.E. είναι μια ιδιωτική εταιρεία ανακύκλωσης ελαστικών, στην οποία συμμετέχουν επενδυτές και το εν λόγω ΑΚΕΣ. Παράγει και κυρίως εξάγει προϊόντα τρίμματος ελαστικού των υψηλότερων προδιαγραφών, πιστοποιημένα από το Γερμανικό σύστημα τυποποίησης DIN. Το εργοστάσιο της Tyres Herco, πιστοποιημένο με ISO, βρίσκεται στην ΒΙΠΕ Πάτρας και έχει τη δυνατότητα να διαχειρίζεται 450,000 ελαστικά ή 21.000 τόνους το χρόνο και να παράγει 13.000 τόνους τρίμματος και πούδρας ελαστικών. Τα παραπροϊόντα της διαδικασίας (ατσάλι και νήματα) επίσης ανακυκλώνονται. Η Tyres Herco επικεντρώνεται στις εξαγωγές τρίμματος ελαστικού και ατσαλιού εξάγοντας προϊόντα σε 31 χώρες της ευρώπης της Ασίας και της Μέσης Ανατολής.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 παρατίθενται τα στοιχεία αυτού του fund σε πίνακα.

2.4.3 NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities

Η NEW MELLON Asset & Wealth Management είναι μια ανεξάρτητη εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, που ιδρύθηκε το 2006 και εδρεύει στην Αθήνα. (η λέξη MELLON προέρχεται από την ελληνική "ΜΕΛΛΟΝ"). Η ομάδα διαχείρισης έχει περισσότερα από 25 χρόνια εμπειρίας σε τοπικό και διεθνές management κεφαλαίων. Ο στόχος της εταιρείας είναι να παρέχει εξαιρετική απόδοση των επενδύσεων σε επιλεγμένους εξειδικευμένους τομείς και με αυτό τον τρόπο, να δημιουργεί αξία για τους πελάτες, τους εργαζομένους και τους μετόχους. Η NEW MELLON ειδικεύεται σε τομείς που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή, όπως οι ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, η διαχείριση αποβλήτων και η ανακύκλωση. Η εταιρεία διαχειρίζεται πάνω από 50 εκατ. € σε Πράσινες Επενδύσεις συμπεριλαμβανομένων των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα προσαρμοσμένα χαρτοφυλάκια, τις θεσμικές εντολές και τα κεφάλαια VC²³.

Βασικοί μέτοχοι της εταιρείας είναι το T.A.NE.O., η Geniki Bank-Societe Generale Group Blackrock Merrill Lynch, World Investments Opportunities Fund και Schrodgers. Το ύψος της επένδυσης ανέρχεται στα 15 εκατ. € και έχει αρχική διάρκεια 10 χρόνια. Οι πιο σημαντικές επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει αυτό το ΑΚΕΣ είναι:

- Biocompost A.E. επένδυση ύψους 1.5 εκατ. € στον τομέα της διαχείρισης αποβλήτων και παραγωγή κομπόστ. Η εταιρεία αυτή λειτουργεί από το 2006 εξυπηρετώντας σημαντικές βιομηχανίες στη διαχείριση των αποβλήτων τους. Το επιχειρησιακό σχέδιο στοχεύει στην επέκταση της παραγωγής της επιχείρησης ώστε να διεισδύσει σε βάθος στην ελληνική και τη βαλκανική αγορά.

²³ T.A.NE.O., επενδύσεις, NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=105

- Pharos Energy S.A. επένδυση ύψους 3 εκατ. € στον τομέα της ηλιακής ενέργειας. Η επιχείρηση έχει δημιουργήσει φωτοβολταϊκά πάρκα συνολικής δυναμικότητας 2.6MW, συμπεριλαμβανομένου ενός πάρκου 0,7MW στο Κιλκίς. Η συγκεκριμένη επένδυση έχει να κάνει με ένα φωτοβολταϊκό πάρκο 760KW το οποίο ενδέχεται να αποφέρει κέρδη 0,4 εκατ. €.

Το NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities είναι ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) του Ν. 2992/2202 αρχικού συνολικού ύψους €15 εκ. το οποίο δημιουργήθηκε τον Δεκέμβριο του 2008. Μεριδιούχοι είναι, κατά 49,9% το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (Τ.Α.ΝΕ.Ο.) και κατά 50,1% ιδιώτες επενδυτές. Διαχειρίστρια του Α.Κ.Ε.Σ. είναι η NEW MELLON Asset & Wealth Management. Το NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities θα επενδύει σε μικρές και μεσαίες Ελληνικές, επιχειρήσεις που παρουσιάζουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης και η δραστηριότητά τους σχετίζεται με τον τομέα των κλιματικών αλλαγών.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 παρατίθενται τα στοιχεία αυτού του fund σε πίνακα.

2.4.4 ALPHA VENTURES CAPITAL MANAGEMENT S.A



ALPHA VENTURES

Η Alpha Ventures ιδρύθηκε το 1990 και είναι η πρώτη ιδιωτική εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ελλάδα. Ανήκει στον όμιλο της Alpha Bank και αποτελεί μέρος της επενδυτικής τραπεζικής (investment banking) του ομίλου²⁴.

Η Alpha Ventures επενδύει σε νέες ή δυναμικά αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο, συνήθως με μειοψηφική συμμετοχή της στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Ακολουθεί μια hands-on approach στις εταιρείες που επενδύει, και έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα συνεργασίας μαζί τους (άνω των 3 ετών).

Μέχρι σήμερα, η Alpha Ventures έχει επενδύσει σε επιχειρήσεις στην Ελλάδα, αλλά και στο εξωτερικό. Επίσης, η εν λόγω εταιρεία μπορεί να προσελκύσει επενδυτές από την Ελλάδα ή το εξωτερικό. Γενικά, οι επενδύσεις της μπορούν να γίνουν σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου μιας επιχείρησης και κάθε επένδυση μπορεί να περιλαμβάνει μια ή περισσότερες φάσεις χρηματοδότησης. Γεωγραφικά, η Alpha Ventures επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κατά δεύτερο λόγο σε ελληνικές εταιρείες που επενδύουν σε χώρες όπου ο όμιλος Alpha Bank έχει παρουσία, όπως στα Βαλκάνια, την Κύπρο και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η ρευστοποίηση της συμμετοχής Alpha Ventures πραγματοποιείται είτε μέσω εισαγωγής της χρηματοδοτούμενης εταιρείας σε οργανωμένη κεφαλαιαγορά, είτε με πώλησή της σε στρατηγικό επενδυτή. Μπορεί, όμως, και να πραγματοποιηθεί απευθείας πώληση των μετοχών του επενδυτή στον επιχειρηματία.

Από το 2001, η Alpha Ventures έχει αναλάβει τη διαχείριση του Alpha Equity Fund, μέσω του οποίου διενεργούνται οι νέες επενδύσεις VC στον όμιλο της Alpha Bank.

²⁴ Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Alpha ventures : www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=101

Η ολοκλήρωση της αναδιοργάνωσης της Alpha Ventures και της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της, σε συνδυασμό με την πορεία του Alpha Equity Fund, δημιουργεί προϋποθέσεις για το σχεδιασμό επενδύσεων με νέο προσανατολισμό και μεγαλύτερη γεωγραφική κάλυψη.

Η οικονομική απόδοση του Alpha Equity Fund εμφανίζεται ικανοποιητική, αν και τα κέρδη θα αρχίσουν να δημιουργούνται τα επόμενα τρία έτη. Συγκεκριμένα, τα κέρδη προ φόρων της Alpha Ventures το 2004 ανήλθαν σε 13 χιλ. € και προέρχονται κυρίως από τη ρευστοποίηση επενδύσεων του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου. Αντίστοιχα, τα κέρδη προ φόρων της Alpha Equity Fund ανήλθαν σε 306 χιλ. €.

Το ALPHA T.A.NE.O. είναι ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) του Ν. 2992/2002 συνολικού ύψους €30 εκ. το οποίο δημιουργήθηκε τον Ιούνιο του 2008. Τα κεφάλαια προσφέρθηκαν κατά 49% από το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (Τ.Α.ΝΕ.Ο.) και κατά 51% από την Alpha Bank. Διαχειρίστρια του Α.Κ.Ε.Σ. είναι η Alpha Ventures Capital Management Α.Ε., θυγατρική του Ομίλου της Alpha Bank. Το ALPHA T.A.NE.O., θα επενδύει κατά προτεραιότητα σε μικρές και μεσαίες Ελληνικές, επιχειρήσεις με καλές προοπτικές ανάπτυξης, στηριζόμενες στην αξιοποίηση καινοτόμων μεθόδων και τεχνολογιών.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 παρατίθενται τα στοιχεία αυτού του fund σε πίνακα.

4.1.1 PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT S.A



Το PIRAEUS-TANEO Capital Fund²⁵ είναι ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) του Ν. 2992/2002 συνολικού ύψους €30 εκ. με δυνατότητα αύξησης σε €40 εκ. το οποίο δημιουργήθηκε τον Δεκέμβριο του 2008. Τα κεφάλαια προσφέρθηκαν κατά 49,99% από το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (Τ.Α.ΝΕ.Ο.) και κατά 50,01% από την Piraeus Bank. Διαχειρίστρια του Α.Κ.Ε.Σ. είναι η Piraeus Capital Management Α.Ε., θυγατρική του Ομίλου της Piraeus Bank. Το PIRAEUS T.A.NE.O., θα επενδύει κατά προτεραιότητα σε μικρές και μεσαίες Ελληνικές, επιχειρήσεις με καλές προοπτικές ανάπτυξης, στηριζόμενες στην αξιοποίηση καινοτόμων μεθόδων και τεχνολογιών.

Η Piraeus Capital Management, μέσω του "Piraeus TANEO Capital Fund", έχει υπό διαχείριση κεφαλαία συνολικού ύψους €30 εκ. Η Εταιρεία πραγματοποίησε την πρώτη της επένδυση τον Αύγουστο του 2009 και μέσα σε 2 ½ χρόνια έχει επενδύσει σε 6 συνολικά εταιρείες., που εστιάζονται στους στρατηγικούς τομείς της τεχνολογίας, ενέργειας/περιβάλλοντος, με σημαντικές εξαγωγικές δραστηριότητες.

²⁵ Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Piraeus Capital Fund: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=104

Οι δύο πρώτες επενδύσεις της ΑΚΕΣ ήταν στο μετοχικό κεφάλαιο των Advent Technologies και Electronic Shipping Solutions, με αύξηση κεφαλαίου και με μειοψηφική συμμετοχή.

Στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας U&S UNISMACK A.B.E.E., εισήλθε στο δεύτερο μισό του 2011 με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου το επιχειρηματικό «Piraeus-T.A.NE.O. Capital Fund» (PTCF). Το εν λόγω VC fund, το οποίο διαχειρίζεται η εταιρεία Piraeus Capital Management (PCM), έχει συσταθεί από κοινού με συμμετοχή της Τράπεζα Πειραιώς και του Ταμείου Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας (T.A.NE.O.). Η εταιρεία U&S UNISMACK A.B.E.E.- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΡΟΦΙΜΩΝ (brand name: Wellaby's), η οποία ιδρύθηκε το 2006 στη ΒΙ.ΠΕ. Κιλκίς, έχει ως αντικείμενο δραστηριότητας την παραγωγή και διάθεση προϊόντων σνακ (π.χ. κράκερ, μίνι κράκερ, και cheese ups) σε διάφορες γεύσεις. Τα προϊόντα της Εταιρείας δεν περιέχουν γλουτένη (gluten free) και σε συνδυασμό με την εξαιρετική γεύση τους και τα θετικά διατροφικά χαρακτηριστικά τους αποτελούν πρόταση για το καταναλωτικό κοινό που επιλέγει συνειδητά υγιεινή διατροφή. Η UNISMACK εξάγει το 98% σχεδόν των προϊόντων της σε αγορές του εξωτερικού (Ηνωμένο Βασίλειο, Η.Π.Α., Αυστραλία, Σλοβακία, Γερμανία, Νότια Αφρική Σκανδιναβικές χώρες) με το 70% των εξαγωγών της να πραγματοποιούνται σε Αγγλία, ΗΠΑ και Αυστραλία. Στις αγορές αυτές τα προϊόντα της εταιρείας βρίσκονται στις μεγαλύτερες αλυσίδες σούπερ-μάρκετ (π.χ. Tesco, Sainsbury, Asda, Wholefoods), σε ειδικά καταστήματα τροφίμων καθώς και σε άλλα επιλεγμένα σημεία πώλησης (π.χ. Marks & Spencer - Ηνωμένο Βασίλειο). Στην Ελλάδα η σειρά προϊόντων της Εταιρείας με το brand name Wellaby's διατίθενται σε μεγάλες αλυσίδες σούπερ-μάρκετ (π.χ. ΑΒ, Θανόπουλος) καθώς και σε ειδικά καταστήματα τροφίμων.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 παρατίθενται τα στοιχεία αυτού του fund σε πίνακα.

3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ VC

3.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύονται διεξοδικά οι τρόποι επιλογής της εταιρείας VC από τον ενδιαφερόμενο επιχειρηματία και η διαπραγμάτευση που γίνεται στα πλαίσια της επίτευξης της συμφωνίας ανάμεσα στον επενδυτή (VC fund) και στην προς επένδυση επιχείρηση. Μετέπειτα αναλύεται ο τρόπος αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων αλλά και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για αυτό το σκοπό. Τέλος αναφέρεται η διαδικασία που ακολουθείται αφού έχει επέλθει συμφωνία μέχρι την υπογραφή του συμβολαίου.

3.2 Επιλογή της κατάλληλης ΕΚΕΣ από την ενδιαφερόμενη επιχείρηση

Ο επιχειρηματίας που νοιώθει ότι η ιδέα, το προϊόν ή η υπηρεσία που έχει εμπνευστεί, πραγματικά αποτελεί κάτι καινοτόμο και πρωτοπόρο, συμβάλλοντας στην περαιτέρω ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό, έχει καθήκον να πείσει τους υποψήφιους επενδυτές του ότι η πρότασή του είναι σωστή και ότι αξίζει να ρισκάρουν τα χρήματά τους γι' αυτήν. Πρέπει όμως κατ' αρχήν, να αναζητήσει ΕΚΕΣ που ειδικεύονται στον κλάδο και ασκούν τις δραστηριότητές τους στη γεωγραφική περιοχή όπου ανήκει η επιχείρησή του. Συνήθως, οι ΕΚΕΣ εξειδικεύονται σε έναν ή περισσότερους τομείς, λόγω της προηγούμενης επιτυχημένης πορείας τους σε αυτούς ή λόγω της ύπαρξης δικτύων και προσβάσεων από τα οποία θα μπορούσαν να αντλήσουν εξειδικευμένες γνώσεις και πληροφορίες.

Ο επιχειρηματίας, αφού συγκρίνει το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων με αυτά που διαθέτουν οι ΕΚΕΣ σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στο ίδιο στάδιο ανάπτυξης, θα πρέπει να αναζητήσει επενδυτές που έχουν γερές οικονομικές πηγές και καλό ιστορικό, αλλά και να αποταθεί σε αυτούς που έχουν τη δυνατότητα να τον βοηθήσουν και με δεύτερο ή τρίτο γύρο χρηματοδότησης, εάν χρειαστεί. Εξάλλου, η προσωπική χημεία ανάμεσα στον venture capitalist και την ομάδα διοίκησης δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την επίτευξη προστιθέμενης αξίας [3].

Η συμμετοχή των ΕΚΕΣ στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση μπορεί να γίνει με διάφορες μορφές και συνεπώς, θα πρέπει από την αρχή ο επιχειρηματίας να επιλέξει τον κατάλληλο συνδυασμό. Επίσης, θα πρέπει να ζητηθούν συμβουλές από επιχειρηματίες και επαγγελματίες (δικηγόρους, οικονομικούς συμβούλους, τραπεζίτες) για τον εντοπισμό τυχόν πρόσθετων πηγών χρηματοδότησης.

Υπάρχουν τέσσερα βασικά σημεία κινδύνου που οι επιχειρηματίες πρέπει να έχουν υπόψη όταν επιλέγουν να συνεργαστούν με μία ΕΚΕΣ:

1. Όταν η ΕΚΕΣ συμμετέχει σε πάρα πολλές εταιρείες μειώνεται ο συμβουλευτικός ρόλος της για τη δημιουργία προστιθέμενης αξίας, καθώς έχει πλέον περιορισμένο χρόνο να αφιερώσει.

2. Όταν η ΕΚΕΣ έχει περιορισμένη λειτουργική εμπειρία ή υπερβολικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς.
3. Όταν η προϊστορία της ΕΚΕΣ χαρακτηρίζεται από συνεχείς αντικαταστάσεις διοικήσεων στις εταιρείες που αναλαμβάνει να χρηματοδοτήσει, καθώς και από μεγάλο ποσοστό αποτυχημένων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιό της.
4. Όταν η ΕΚΕΣ πιστεύει ότι θα μπορούσε να διοικήσει καλύτερα την εταιρεία από τους διοικητές ή ιδρυτές της. Συνήθως τέτοιοι επενδυτές διακατέχονται από ψευδαισθήσεις και είναι κακοί συνεργάτες των επιχειρηματιών [3].

3.3 Διαπραγμάτευση επενδυτικών συμφωνιών σε VC

Μια συμφωνία χρηματοδότησης σε VC ακολουθεί περίπου τα εξής στάδια, προκειμένου να επιτύχει η ΕΚΕΣ την αποτελεσματικότερη τοποθέτηση και αξιοποίηση των κεφαλαίων που διαχειρίζεται:

3.3.1 Δημιουργία συστήματος ροής επιχειρηματικών προγραμμάτων

Το σημείο εκκίνησης των δραστηριοτήτων μίας ΕΚΕΣ είναι το «Επιχειρηματικό Πρόγραμμα» (business plan), αφού βέβαια πρώτα έχει πραγματοποιηθεί προσπάθεια προσέλκυσης ενδιαφέροντος των επενδυτών και η απαραίτητη προβολή και προώθηση του VC fund. Οποιαδήποτε επιχείρηση ενδιαφέρεται να χρηματοδοτηθεί με VC, θα πρέπει να παρουσιάσει στην ΕΚΕΣ το επιχειρηματικό της πρόγραμμα. Μέσα σ' αυτό θα πρέπει να αναφέρει με σαφήνεια τους στόχους, τις στρατηγικές, καθώς και τα μελλοντικά αποτελέσματα που αναμένει από την επένδυση που πρόκειται να πραγματοποιήσει.

Οι ΕΚΕΣ, προκειμένου να διαχειριστούν με αποτελεσματικότητα τον όγκο των επιχειρηματικών προγραμμάτων που δέχονται, καθορίζουν με σαφήνεια, τόσο τον αριθμό των προγραμμάτων που θα αξιολογηθούν με λεπτομέρεια, όσο και τον αριθμό των επενδύσεων που τελικά θα πραγματοποιηθούν. Οι στόχοι αυτοί αποτελούν μέρος ενός ετήσιου επιχειρηματικού προγράμματος που συντάσσουν οι ίδιες οι ΕΚΕΣ. Το πρόγραμμα αυτό παρουσιάζεται με μορφή πυραμίδας (σχήμα 2.1) και ονομάζεται «Επιχειρηματικό πρόγραμμα ανεύρεσης επιχειρήσεων» (“Catch entrepreneurs” business plan)²⁶.

Όπως με κάθε επιχειρηματικό πρόγραμμα, έτσι και με αυτό, το ανθρώπινο δυναμικό της ΕΚΕΣ θα πρέπει να δραστηριοποιείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να πραγματοποιούνται οι στόχοι που αναφέρονται σε αυτό. Το ύψος των στόχων αυτών εξαρτάται από την αναμενόμενη απόδοση, τη δυναμικότητα της ΕΚΕΣ σε ανθρώπινο δυναμικό, την αγορά, καθώς και το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται η ΕΚΕΣ.

²⁶ Silver, D. (1985), VC-The complete guide for investors, *Josh Wiley & Sons Publications*, U.S.A

Σχήμα 3.1: Επιχειρηματικό πρόγραμμα ανεύρεσης επιχειρήσεων



3.3.2 Αξιολόγηση επενδυτικών προτάσεων

Εφόσον αρχίσει η ροή των επενδυτικών προτάσεων και πριν πραγματοποιηθεί η λεπτομερής αξιολόγησή τους, τα στελέχη της ΕΚΕΣ πραγματοποιούν έναν πρόχειρο έλεγχο του επιχειρηματικού προγράμματος. Τα κυριότερα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη φάση αυτή είναι τα ακόλουθα: **ο τομέας δραστηριότητας της επιχείρησης, το προϊόν της, το μέγεθός της, η γεωγραφική τοποθεσία της, η πολιτική επενδύσεών της και η ανταγωνιστική θέση της στην αγορά**²⁷. Μέσα από αυτόν τον πρόχειρο έλεγχο απορρίπτονται οι επενδυτικές προτάσεις που δεν τηρούν τα κυριότερα κριτήρια, ενώ επιλέγονται εκείνες που θα αξιολογηθούν με τη μέγιστη δυνατή λεπτομέρεια.

Προκειμένου να διευκολυνθούν οι ενέργειες επιλογής των επιχειρηματικών προγραμμάτων που θα αξιολογηθούν, οι ΕΚΕΣ έχουν καταρτίσει ένα έντυπο, το οποίο συμπληρώνεται από τα στελέχη τους κατά το στάδιο του πρόχειρου ελέγχου. Στο έντυπο αυτό, που ονομάζεται «Έντυπο Συναλλαγής» [ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ], πραγματοποιείται (από τρία ή και περισσότερα στελέχη της ΕΚΕΣ) μία συνοπτική περιγραφή τόσο των βασικών στοιχείων του επιχειρηματικού προγράμματος (business plan), όσο και της επιχείρησης που αναζητά χρηματοδότηση. Στο κάτω μέρος του εντύπου αυτού, τα στελέχη πραγματοποιούν κάποιες συστάσεις, σύμφωνα με τις οποίες διαγράφεται η περαιτέρω πορεία του ελέγχου (απόρριψη επενδυτικής πρότασης, έλεγχος του μεγέθους της αγοράς, τεχνική ανάλυση, έλεγχος επιχειρηματία, συνάντηση με τον επιχειρηματία, διάθεση και σε άλλο στέλεχος).

²⁷ Ζοπουνίδης, Κ. (2004), "Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: VC investment", Ιούλιος, *Εξπρές*.

Καθώς ο πρόχειρος έλεγχος έχει οδηγήσει σε λεπτομερή ανάλυση, οι ΕΚΕΣ αξιολογούν τις επιχειρήσεις με βάση ένα σύνολο κριτηρίων απόφασης και τις πληροφορίες, ποιοτικές και ποσοτικές, οι οποίες βρίσκονται μέσα στο business plan. Στο τέλος της φάσης της εκτίμησης πρέπει να κατασκευαστεί ένα επιχειρησιακό μοντέλο, το οποίο θα επιτρέπει την αυτόματη αξιολόγηση κάθε επιχείρησης που ζητάει τη χρηματοδότηση της ΕΚΕΣ. Τέτοια μοντέλα αναλύονται στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου.

Το 2002, στην Ελλάδα, το Εργαστήριο Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης του Πολυτεχνείου Κρήτης κατέγραψε με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία και τις συζητήσεις που πραγματοποιήθηκαν με στελέχη των ΕΚΕΣ, 19 κριτήρια εκτίμησης για την επιλογή των υποψήφιων επενδυτικών προτάσεων. Τα κριτήρια αυτά περιγράφουν με συνολικό τρόπο το management, την αγορά, το προϊόν, οργανωτικά και τεχνικά χαρακτηριστικά της υποψήφιας προς χρηματοδότηση επιχείρησης. Για να καταστεί δυνατό να εξεταστεί ποια κριτήρια είναι τα πιο σημαντικά και ουσιώδη στην αξιολόγηση των business plans από ελληνικές ΕΚΕΣ, ζητήθηκε από τα στελέχη τους να ιεραρχήσουν τα 19 κριτήρια. Στη συνέχεια, με τη βοήθεια ενός απλού υποδείγματος σταθμισμένου μέσου όρου, πραγματοποιήθηκε η παρακάτω κατάταξη των κριτηρίων από το πιο σημαντικό έως το λιγότερο σημαντικό (πίνακας 3.2).

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ιεράρχηση των κριτηρίων στην περίπτωση της Ελλάδας, είναι ότι τα κριτήρια “αναμενόμενος βαθμός απόδοσης της επένδυσης” και “ικανότητες- χαρακτηριστικά της διοίκησης της επιχείρησης” είναι τα πιο σημαντικά για τη λήψη μιας απόφασης επένδυσης σε VC. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σε πλήρη αρμονία και συσχέτιση με τα αποτελέσματα διεθνών ερευνών. Ακολουθούν στην τρίτη και ισόβαθμη θέση τα κριτήρια “χαρακτηριστικά του κλάδου” και “αναμενόμενος κίνδυνος”, στην πέμπτη θέση το κριτήριο “ανάπτυξη της αγοράς”, ενώ στην έκτη θέση βρίσκεται το κριτήριο “πρωτοτυπία- καινοτομία”. Τα έξι πρώτα αυτά κριτήρια δείχνουν σε παγκόσμιο επίπεδο ότι τα στελέχη των ΕΚΕΣ ενδιαφέρονται πρωτίστως οι υποψήφιες επιχειρήσεις να έχουν καλή ομάδα διοίκησης, αγορά σε ανάπτυξη, καλό προϊόν και καλές χρηματοοικονομικές επιδόσεις που βασίζονται στο δίδυμο “απόδοση-κίνδυνος” [15].

Πίνακας 3.2: Ιεράρχηση κριτηρίων εκτίμησης των ελληνικών ΕΚΕΣ

No.	ΚΡΙΤΗΡΙΑ	ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ
1	Ικανότητες και χαρακτηριστικά διοίκησης	4	2
2	Προσωπικά κίνητρα	0	17
3	Χαρακτηριστικά του κλάδου	2.8	3
4	Διαφοροποίηση του προϊόντος	1.2	8
5	Δυνατότητα ανάπτυξης	1.3	7
6	Πρωτοτυπία-καινοτομία	2.1	6
7	Μέγεθος αγοράς	1.1	9
8	Ανάπτυξη αγοράς	2.2	5
9	Ανταγωνισμός	0.8	13
10	Cash-out method	0.6	14
11	Αναμενόμενος βαθμός απόδοσης	4.7	1
12	Αναμενόμενος κίνδυνος	2.8	3
13	Ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου που		

	κατέχει η επιχείρηση	0	17
14	Παροχές επενδυτή	0	17
15	Μέγεθος της επένδυσης	1	10
16	Ρευστότητα	1	10
17	Συστάσεις	0.5	15
18	Στάδιο ανάπτυξης εταιρείας	0.9	12
19	Εξασφάλιση δυνατοτήτων κλάδου από χρηματοδοτούμενη επιχείρηση	0.1	16

Τέλος, η επενδυτική πρόταση αξιολογείται στα πλαίσια τριών βασικών αρχών. Οι αρχές αυτές, που είναι γνωστές και ως οι τρεις νόμοι του VC (the three laws of VC), είναι οι εξής:

1η Αρχή: Μη αποδοχή επενδυτικής πρότασης που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων.

2η Αρχή: Επιλογή επένδυσης με μεγάλη αξία. Η αξία της επένδυσης είναι το αποτέλεσμα του γινομένου $V = P * S * Q$, όπου (V) είναι η αξία της επένδυσης, (P) το μέγεθος του προβλήματος που καλείται να αντιμετωπίσει η επένδυση, (S) η λύση του προβλήματος και (Q) η ποιότητα της διοικητικής ομάδας της επιχείρησης.

3η Αρχή: Τοποθέτηση κεφαλαίων σε επενδύσεις που καλούνται να λύσουν μεγάλο πρόβλημα (P), καθώς μετά την πραγματοποίηση της επένδυσης η αγορά θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης (V), δεδομένης της λύσης (S) και της ποιότητας της διοικητικής ομάδας(Q) [14].

Πιο αναλυτικά:

1η αρχή: Απόρριψη επένδυσης εξαιτίας μεγάλου αριθμού κινδύνων

Οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μια ΕΚΕΣ είναι πέντε και η ύπαρξή τους εξαρτάται από το στάδιο της οικονομικής ζωής που βρίσκεται, τη δεδομένη χρονική στιγμή, η υποψήφια επιχείρηση προς χρηματοδότηση (πίνακας 3.2).

Πίνακας 3.2: Κίνδυνοι επενδυτικών προτάσεων

ΚΙΝΔΥΝΟΙ	ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ
1) Κίνδυνος Ανάπτυξης	"Μπορούμε να αναπτύξουμε το προϊόν;"
2) Κίνδυνος Παραγωγής	"Εφόσον το αναπτύξουμε μπορούμε να το παράγουμε;"
3) Κίνδυνος Αγοράς	"Εάν το παράγουμε μπορούμε να το πουλήσουμε;"
4) Κίνδυνος Διοίκησης	"Με ποιο κέρδος θα το πουλήσουμε"
5) Κίνδυνος Αύξησης της Αξίας της Επιχείρησης	"Εφόσον αντιμετωπίσουμε τα παραπάνω, μπορούμε να αυξήσουμε την αξία της επιχείρησης;"

Για παράδειγμα, εάν μία επιχείρηση βρίσκεται στο αρχικό στάδιο της οικονομικής ζωής της και αναζητά κεφάλαιο εκκίνησης, τότε η επένδυση με ΕΚΥΚ εμπεριέχει όλα

τα παραπάνω είδη κινδύνων, δεδομένου ότι η ρευστότητα της επιχείρησης είναι ακόμα αρνητική. Αντιθέτως, μία επιχείρηση που βρίσκεται στα μετέπειτα στάδια της οικονομικής της ζωής και παρουσιάζει θετική ρευστότητα, αντιμετωπίζει μικρότερο αριθμό κινδύνων (δε συμβαίνει το ίδιο με την ένταση αυτών).

Επένδυση που προδιαγράφει περισσότερα από δύο είδη κινδύνων, είναι αδύνατον να πραγματοποιηθεί και απορρίπτεται από την ΕΚΕΣ. Η επένδυση εκείνη που θα προκαλέσει το ενδιαφέρον, είναι αυτή που εμπεριέχει τους κινδύνους της αγοράς και της διοίκησης, δεδομένου ότι οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να αντιμετωπισθούν με βάση την τεχνογνωσία και την εμπειρία της ΕΚΕΣ.

Από την άλλη πλευρά, οι κίνδυνοι ανάπτυξης και παραγωγής δημιουργούνται από την ίδια την επιχείρηση που αναζητά χρηματοδότηση, ενώ η αντιμετώπισή τους αναφέρεται στο επιχειρηματικό πρόγραμμα που καταθέτουν στην ΕΚΕΣ. Σε αυτήν την περίπτωση, η ΕΚΕΣ εξετάζει αν είναι εφικτή και ορθή η λύση που προτείνεται.

Όσον αφορά τον κίνδυνο της αύξησης της αξίας της επιχείρησης μετά την είσοδό της στο χρηματιστήριο αξιών, οι ΕΚΕΣ ακολουθούν την πολιτική της ρευστοποίησης του μεριδίου που κατέχουν μετά την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Το γεγονός αυτό οφείλεται στις συνθήκες που επικρατούν στις κεφαλαιαγορές, στα πλαίσια των οποίων οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν ή να αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης ανά πάσα στιγμή, χωρίς να ενδιαφέρονται για την επίπτωση που θα έχουν οι συναλλαγές αυτές στην αξία της επιχείρησης.

2η αρχή: Επιλογή επένδυσης με μεγάλη αξία

Σύμφωνα με τη δεύτερη αρχή του ΕΚΥΚ, επένδυση που έχει υψηλά (P), (S) και (Q), έχει πολλές πιθανότητες να πραγματοποιήσει υψηλές αποδόσεις, καθώς αυξάνεται η αξία της. Με άλλα λόγια, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η αξία τη επένδυσης (V) ισούται με το γινόμενο:

$$V = P * S * Q,$$

όπου P= το πρόβλημα, S= η λύση, Q= η ποιότητα της διοικητικής ομάδας.

Αναφορικά με τα στοιχεία του γινομένου, το πρόβλημα (P) που καλείται να λύσει η επένδυση, θεωρείται από τα σημαντικότερα στοιχεία της. Όσο πιο υψηλό είναι το πρόβλημα, τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επένδυση. Η θεώρηση αυτή θεωρείται λογική (σύμφωνα με τη φιλοσοφία του ΕΚΥΚ), δεδομένου ότι εάν η λύση (S) του προβλήματος είναι επίσης ελκυστική, η αγορά θα αντιμετωπίσει την επένδυση με αισιοδοξία. Το πρόβλημα που καλείται να αντιμετωπίσει μια επένδυση μπορεί να συνδέεται τόσο με την επιχείρηση ή την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται αυτή (χαμηλά αποτελέσματα επιχείρησης, παραπαίουσα αγορά κ.ά.), όσο και με το κοινωνικό σύνολο (ασθένειες, ενεργειακό πρόβλημα, κ.ά.). Μία επένδυση που αντιμετωπίζει προβλήματα του κοινωνικού συνόλου, όπως η ανακάλυψη του εμβολίου κατά του καρκίνου, είναι ιδιαίτερα ελκυστική για την ΕΚΕΣ. Τούτο διότι η απήχηση που θα έχει η ανακάλυψη αυτή στο ευρύ κοινό, θα επιφέρει τεράστιες αποδόσεις τόσο στην επιχείρηση, όσο και στην ΕΚΕΣ.

Η λύση (S) του προβλήματος είναι συνάρτηση του κόστους και της εφικτότητας, αφενός της τεχνολογίας (T) και αφετέρου της λύσης που προτείνεται από το επιχειρηματικό πρόγραμμα (B). Δηλαδή, $S = T * B$. Μια επενδυτική πρόταση που δεν έχει ελκυστική λύση (S) είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί. Για να πραγματοποιηθεί, θα πρέπει τόσο το πρόβλημα (P), όσο και η ποιότητα της διοικητικής ομάδας (Q) να βρίσκονται σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Τέλος, όσον αφορά την ποιότητα της διοικητικής ομάδας (Q), είναι ο περισσότερο ελέγξιμος από τους υπόλοιπους παράγοντες, καθώς η ΕΚΕΣ, μέσω της συμμετοχής της στη διοίκηση της επιχείρησης και της τεχνογνωσίας που διαθέτει, είναι ικανή να τον αντιμετωπίσει με αποτελεσματικότητα. Αποδοχή επενδυτικής πρότασης με χαμηλό (Q) μπορεί να συμβεί, εφόσον το πρόβλημα (P) και η λύση του (S) βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.

3η αρχή: Επιλογή επένδυσης με μεγάλο πρόβλημα

Η τρίτη αρχή του ΕΚΥΚ συσχετίζεται με το πρόβλημα (P) που αντιμετωπίζει η επένδυση. Σύμφωνα με αυτήν, επένδυση που πραγματοποιείται για να αντιμετωπίσει ένα μεγάλο πρόβλημα, ιδιαίτερα κοινωνικό, είναι αρκετά ελκυστική, ακόμα και εάν η λύση της (S) βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.

Μια επένδυση που καλείται να αντιμετωπίσει ένα πρόβλημα, ακόμα και εάν τελικά αποτύχει, δημιουργεί στην αγορά (τουλάχιστον προσωρινά) ένα θετικό κλίμα, το οποίο οδηγεί στην αύξηση της αξίας της. Το γεγονός αυτό δημιουργεί προϋποθέσεις γρηγορότερης εξόδου της ΕΚΕΣ από την επένδυση, με ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις.

3.3.3 Αποτίμηση επιχείρησης

Εάν οι επενδυτικές προτάσεις, σύμφωνα με τα παραπάνω, κριθούν ελκυστικές, τότε η ΕΚΕΣ προχωρεί στη χρηματοοικονομική ανάλυση των προτάσεων αυτών, έτσι ώστε να προσδιοριστεί η αξία της υποψήφιας επιχείρησης, η πληρωτέα τιμή των τίτλων συμμετοχής και το ποσοστό συμμετοχής της στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Οι παράγοντες αυτοί αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεων με τα στελέχη της ενδιαφερόμενης επιχείρησης και βασίζονται στην προσδοκώμενη απόδοση και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης.

3.3.4 Μέθοδοι αξιολόγησης

Οι εταιρείες VC χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά εργαλεία επιλέγουν τις επενδύσεις που θα κάνουν με τις εξής μεθόδους αξιολόγησης:

- Μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης
- Μέθοδος της παρούσας αξίας των καθαρών ταμειακών ροών
- Μέθοδος του δείκτη τιμής (P) προς κέρδη (E) (price – earnings ratio)
- Ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης
- Μέθοδος των συγκρίσεων
- Monte Carlo Simulation

- Μέθοδος VC

3.3.4.1 Μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης

Η μέθοδος της πραγματικής καθαρής θέσης αποβλέπει στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, βάσει των τρεχουσών τιμών τους στην αγορά. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι η διαφορά της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών της στοιχείων και του πραγματικού παθητικού της (υποχρεώσεις προς τρίτους)²⁸.

<p>Πραγματική καθαρή θέση επιχείρησης =</p> <p>Στοιχεία ενεργητικού σε τρέχουσες αξίες - Υποχρεώσεις προς τρίτους</p>

Η αποτίμηση της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποτελεί μια επίπονη για την ΕΚΕΣ διαδικασία, γιατί απαιτεί λεπτομερή απογραφή κάθε περιουσιακού στοιχείου που διαθέτει η επιχείρηση. Επίσης, η συγκεκριμένη μέθοδος λόγω του ότι στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα (Ισολογισμός και Αποτελέσματα χρήσης), τα οποία δεν εμπεριέχουν τη δυναμικότητα της επιχείρησης (φήμη και πελατεία), είναι αμφιβόλου αποτελεσματικότητας για το σκοπό των ΕΚΕΣ.

3.3.4.2 Μέθοδος της παρούσας αξίας των καθαρών ταμειακών ροών

Για τις ΕΚΕΣ αποδεκτές είναι κυρίως, οι μέθοδοι που επιτρέπουν να εκτιμηθεί το δυναμικό της επιχείρησης και η ικανότητα αυτής να παράγει πλούτο. Για το σκοπό αυτό, βασικό κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιείται, είναι η παρούσα αξία των προσδοκώμενων καθαρών ταμειακών ροών. Η παρούσα αξία της επιχείρησης υπολογίζεται με την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{Παρούσα αξία} = \sum_{1}^{t} \frac{KTP_t}{(1+i)^t}$$

Όπου KTP_t είναι οι καθαρές ταμειακές ροές του έτους t (δηλαδή, η διαφορά των καθαρών ταμειακών εισροών από τις αντίστοιχες εκροές του έτους t) και i το επιτόκιο προεξόφλησης προσαρμοσμένο με βάση τον κίνδυνο της επένδυσης και την επιθυμητή από αυτήν απόδοση. Έτσι, για χρηματοδότηση επιχειρήσεων οι οποίες βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης, εφαρμόζεται υψηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ για επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης, εφαρμόζεται χαμηλότερο επιτόκιο. Αυτό οφείλεται, φυσικά, στο ότι οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε αρχικά στάδια ανάπτυξης, είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι οι επενδύσεις σε εκείνες τις επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε πιο ανεπτυγμένες φάσεις εξέλιξης [1].

²⁸ Σακέλλης, Ε. (1991), *Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων, Συγχωνεύσεις & Μετατροπές Εταιρειών*, Εκδόσεις Βρύκουσ, Αθήνα.

3.3.4.3 Μέθοδος του δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E)

Μία άλλη μέθοδος αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης που χρησιμοποιείται από τις ΕΚΕΣ, είναι και αυτή του δείκτη τιμής προς κέρδη. Με βάση τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης, μετά από το πέρας της επένδυσης, είναι το αποτέλεσμα του γινομένου των προβλεπόμενων κερδών μετά φόρων (ΚΜΦ) της επιχείρησης στο τέλος της επένδυσης με το δείκτη τιμής προς κέρδη. Ο δείκτης τιμής προς κέρδη που χρησιμοποιούν οι ΕΚΕΣ, εκφράζει το στόχο τους όσον αφορά τον επιθυμητό πολλαπλασιασμό της αξίας της αρχικής επένδυσης. Στις ΗΠΑ, ο δείκτης τιμής προς κέρδη που χρησιμοποιείται από τις ΕΚΕΣ, κυμαίνεται μεταξύ 10 και 12 φορές²⁹.

3.3.4.4 Ποσοστό συμμετοχής της ΕΚΕΣ στο κεφάλαιο της επιχείρησης

Έχοντας αποτιμήσει την αξία της επιχείρησης, η ΕΚΕΣ υπολογίζει το ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Ο υπολογισμός του ποσοστού αυτού βασίζεται στην τελική αξία της επιχείρησης, καθώς και στη συνολική απόδοση της επένδυσης. Ειδικότερα, το ποσοστό συμμετοχής της επιχείρησης είναι το αποτέλεσμα της παρακάτω σχέσης:

$$\text{Ποσοστό Συμμετοχής} = \text{Συνολική Απόδοση} / \text{Αξία Επιχείρησης}$$

Γενικά, τα επιχειρηματικά κεφάλαια συνήθως δε θέλουν να παίρνουν ποσοστό κάτω από 15-20%, αλλά και δεν επιδιώκουν ποσοστό άνω του 35-40% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Είναι πάγια πολιτική των επενδυτών να μην επιδιώκουν πλειοψηφικό έλεγχο τη εταιρείας. Τελικά, ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους, οι venture capitalists θα ζητήσουν μία ή δύο θέσεις στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας. Ένα παράδειγμα υπολογισμού του ποσοστού συμμετοχής μιας ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης παρατίθεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1.

3.3.4.5 Μέθοδος των συγκρίσεων

Μέσω αυτής της μεθόδου δημιουργείται μια αντιπροσωπευτική εικόνα συγκρίνοντας την επιχείρηση με μια άλλη, με την οποία παρουσιάζει παρόμοια χαρακτηριστικά αξίας. Τα εν λόγω χαρακτηριστικά μπορεί να είναι ο ρυθμός ανάπτυξης, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει η εταιρεία, η κεφαλαιακή διάρθρωση της, το μέγεθος των ταμειακών ροών κ.α.

Πρόκειται για μια ιδιαίτερα δύσκολη διαδικασία καθότι οι επιχειρήσεις συχνά παρουσιάζουν παραπλανητικά στοιχεία στις λογιστικές τους καταστάσεις, δεν διατίθενται επαρκείς πληροφορίες και η αποτίμηση τους στις κεφαλαιαγορές είναι πολλές φορές αναποτελεσματική.

²⁹ Βασιλείου, Δ. (1996), “Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Δ' τριμηνία, τεύχος 8.

Για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε κάποια κεφαλαιαγορά, συνήθως χρησιμοποιείται ο δείκτης P/E (Price/Earnings ratio), ο οποίος είναι το πηλίκο της τιμής της μετοχής με τα μερίσματα που μοιράζονται. Για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις ο δείκτης αυτός είναι κατά πολύ χαμηλότερος αφού η μετοχή δεν είναι διαπραγματεύσιμη στο ευρύ κοινό. Επίσης, ο δείκτης αγοραίας αξίας της επιχείρησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και προκύπτει από το πηλίκο της διαίρεσης της αγοραίας αξίας της εταιρείας με το μετοχικό κεφάλαιο.

3.3.4.6 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 εντοπισμού των μεταβλητών και της διατύπωσης σχέσεων.

3.3.4.7 Μέθοδος VC

Κατά την αξιολόγηση που προκύπτει από αυτή τη μέθοδο 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. Τα 4 βήματα της μεθόδου είναι:

Βήμα 1: Καταρχήν υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης σε κάποιο μελλοντικό επιθυμητό επίπεδο, συνήθως είναι η περίοδος πριν εισαχθεί η εταιρεία στο χρηματιστήριο (4-8 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 τη στιγμή της εξόδου του επενδυτή.

Βήμα 2: Έπειτα υπολογίζεται η προεξοφλημένη τελική αξία αφού έχουμε καθορίσει το προεξοφλητικό επιτόκιο ανάλογα με τον επιθυμητό στόχο. Το επιτόκιο στόχου (Target Value Interest) δηλαδή, είναι 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 VC. Η μαθηματική διατύπωση της τελικής αξίας (Discounted Terminal Value) είναι η εξής:

$$\text{Προεξοφλημένη Τελική Αξία} = \text{Τελική Αξία} / (1 + \text{επιτόκιο στόχου})^{\text{έτη}}$$

Βήμα 3: Στο τρίτο στάδιο υπολογίζεται το απαιτούμενο επίπεδο ιδιοκτησίας της εταιρείας VC στην υπό χρηματοδότηση επιχείρηση κατά τη στιγμή της εξόδου. Στον 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:

$$\text{RFPO} = \text{Ποσό Επένδυσης} / \text{Προεξοφλημένη Τελική Αξία}$$

Βήμα 4: Τελικά υπολογίζεται το απαιτούμενο σημερινό επίπεδο ιδιοκτησίας. Το επίπεδο ιδιοκτησίας που υπολογίστηκε πριν 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 μετοχικού κεφαλαίου από τις οποίες ενισχύεται το μερίδιο κάποιων μετοχών. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται αποτέλεσμα ψευδαισθήσης (Delusion Effect) γιατί αλλοιώνει τη μετοχική σύνθεση της εταιρείας. Για το λόγο αυτό θα πρέπει οι μελλοντικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου λόγω έκδοσης νέων μετοχών να συμπεριληφθούν στον υπολογισμό του απαιτούμενου 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:

$$\text{Απαιτούμενο σημερινό επίπεδο ιδιοκτησίας} = \frac{\text{Απαιτούμενο τελικό επίπεδο ιδιοκτησίας}}{\text{ποσοστό παρακράτησης}}$$

Τα προεξοφλητικά επιτόκια είναι αρκετά υψηλά (40%-75%) γεγονός για το οποίο η μέθοδος αυτή έχει συγκεντρώσει 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 εταιρειών. Δεύτερον, οι εταιρείες 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.

3.4 Πολυκριτήριες μεθοδολογίες αξιολόγησης επενδύσεων με VC

3.4.1 Εισαγωγή

Η επιλογή των κριτηρίων εκτίμησης όπως και η σύνθεση τους σε ένα ολικό επιχειρησιακό μοντέλο αξιολόγησης, το οποίο θα επιτρέψει στη συνέχεια, την ορθολογική και αυτόματη επιλογή βιώσιμων επιχειρήσεων από την πλευρά των ΕΚΕΣ, αποτελεί βασικό πρόβλημα της χρηματοδότησης με VC στη φάση της αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων. Είναι δυνατό να διακριθούν δύο κατηγορίες εμπειρικών μελετών, οι οποίες ασχολήθηκαν με την έρευνα των κριτηρίων εκτίμησης των επιχειρήσεων. Οι κατηγορίες αυτές είναι οι ακόλουθες:

1. Οι έρευνες που έχουν ως στόχο τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης και την ταξινόμηση αυτών ανάλογα με τη βαρύτητά τους. Οι συγκεκριμένες έρευνες χρησιμοποιούν περιγραφικές μεθόδους, όπως προσωπικές ή τηλεφωνικές συνεντεύξεις, συμπλήρωση ερωτηματολογίων κ.α.
2. Οι έρευνες που έχουν ως στόχο τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης και την ενσωμάτωσή τους σε μοντέλα πρόβλεψης, με τη βοήθεια γραμμικών στατιστικών μοντέλων (πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση).

Οι παραπάνω εμπειρικές μελέτες οδήγησαν σε τρία συμπεράσματα:

- Τα αναπτυσσόμενα μοντέλα εκτίμησης δεν είχαν τη δυνατότητα να ερμηνεύσουν τον τρόπο λήψης αποφάσεων των ΕΚΕΣ.
- Υπήρχε αδυναμία συνδυασμού ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων σε ένα μοντέλο αξιολόγησης.
- Ήταν επιτακτική η ανάγκη δημιουργίας ενός μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων για επενδύσεις σε VC.

Η απάντηση στα προβλήματα των εμπειρικών μελετών δόθηκε με την τρίτη κατηγορία ανάλυσης της διαδικασίας αξιολόγησης επενδύσεων σε VC. Συγκεκριμένα, η κατηγορία αυτή προτείνει **πολυκριτήριες μεθόδους** υποστήριξης αποφάσεων για τη μελέτη των κριτηρίων εκτίμησης. Κύριος σκοπός των εν λόγω μεθόδων είναι η προσομοίωση της διαδικασίας απόφασης ανάλογα με τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα.

Στη συνέχεια αυτού του κεφαλαίου παρουσιάζονται αναλυτικά οι σημαντικότερες πολυκριτήριες μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν στο χώρο του VC, προκειμένου να εξαχθεί ένα αποτελεσματικό μοντέλο εκτίμησης των εταιρειών προς χρηματοδότηση. Αναλυτικότερα, ακολουθεί η ανάλυση και πρακτική εφαρμογή των πολυκριτηρίων συστημάτων MINORA (Multicriteria INteractive Ordinal Regression Analysis), FINCLAS (FINancial CLASsification), της πολυκριτηρίας μεθόδου AHP (Analytic Hierarchy Process) και τέλος της πολυκριτηρίας μεθόδου PROMETHEE (Preference Ranking Organization Method of Enrichment Evaluation).

3.4.2 Το σύστημα MINORA στο VC

3.4.2.1 Παρουσίαση πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων MINORA³⁰ (*Multicriteria Ordinal Regression Analysis*) - Εισαγωγικά στοιχεία

Οι πολυκριτήριες μέθοδοι έχουν ως σκοπό τη συγκέντρωση κριτηρίων σε ένα μοντέλο προτίμησης, το οποίο αντανακλά τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα, για να καταλήξουν σε μια κατάταξη των εναλλακτικών. Όμως, η ανάγκη του αποφασίζοντα να μπορεί να προσαρμόζει 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 (ταξινόμηση εναλλακτικών), αλλά για τα κριτήρια και τη σημασία τους, οδήγησε στη δημιουργία του πολυκριτήριου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων “MINORA”. Πρόκειται για ένα λογισμικό πακέτο, πρόγραμμα, που εφαρμόζει την πολυκριτήρια μέθοδο UTASTAR³¹, μια βελτιωμένη παραλλαγή της μεθόδου μονότονης παλινδρόμησης UTA³², για να εξάγει ένα μοντέλο προτίμησης.

Το συγκεκριμένο σύστημα βασίζεται σε μια αλληλεπιδραστική-επαναληπτική διαδικασία και μπορεί να δώσει λύση σε σύνθετα προβλήματα λήψης αποφάσεων, ανταποκρινόμενο στις προτιμήσεις και στην πολιτική του αποφασίζοντα. Το κύριο χαρακτηριστικό του MINORA είναι ότι ο αποφασίζων έχει τη δυνατότητα να μάθει το μοντέλο που ερμηνεύει τις προτιμήσεις του (μέσω διαδικασιών δοκιμής και λάθους - trial and error processes), καθώς και να το μεταβάλλει σε περίπτωση που εντοπιστούν ασυμβατότητες μεταξύ των αποτελεσμάτων του μοντέλου και των προτιμήσεων του.

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 στην αρχή ο αποφασίζοντας. Εάν ο τελευταίος δε συμφωνεί με την κατάταξη που προτείνει το μοντέλο, μπορεί να επέμβει σε αυτό και με τη βοήθεια των λειτουργιών του συστήματος, συγκεκριμένα ενός man-machine διαλόγου, να τη βελτιώσει.

3.4.2.2 Δομή του συστήματος MINORA

Στο σχήμα 2.3 της επόμενης σελίδας παρουσιάζεται απλοποιημένα η λογική διαδοχή των διαδικασιών/λειτουργιών του συστήματος MINORA, ενώ στη συνέχεια περιγράφονται αναλυτικά όλες οι λειτουργίες του συστήματος.

A) Διαμόρφωση-διατύπωση του προβλήματος

Ο προσδιορισμός του στόχου της επίλυσης του προβλήματος (προβληματική), καθώς και ο καθορισμός ενός συνόλου εναλλακτικών, λαμβάνει χώρα κατά τη διάρκεια της

³⁰ Siskos, J. (1986), “Evaluating a system of furniture retail outlets using an interactive ordinal regression method”, *European Journal of Operational research*, 23, 179-193.

³¹ Siskos, J. and Yannacopoulos, D. (1985), “UTASTAR: An ordinal regression method for building additive value functions”, *Investigação Operacional*, 5/1, 39-53.

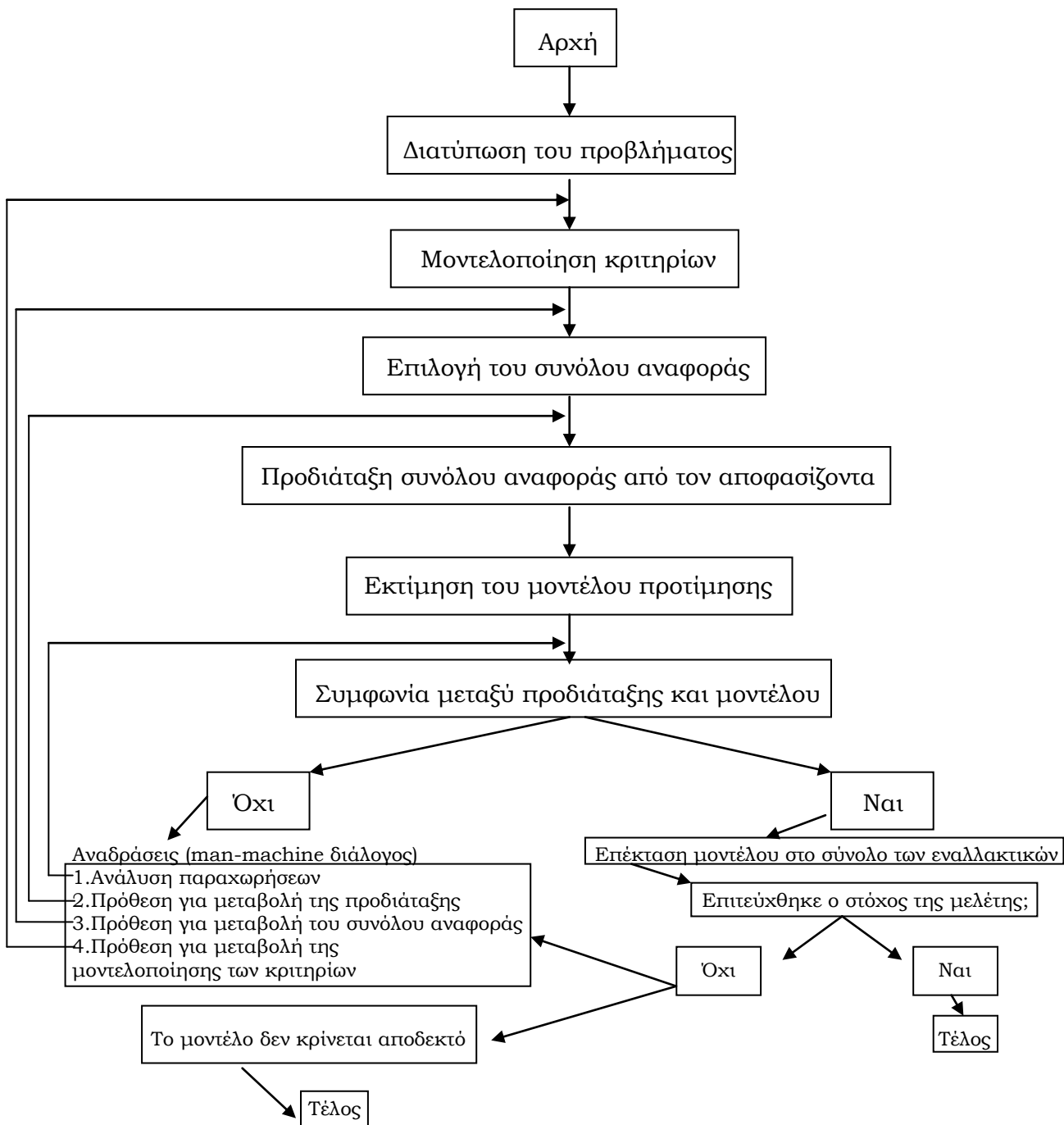
³² Jacquet-Lagrèze, E. and Siskos, Y. (1982), “Assessing a set of additive utility functions for multicriteria decision making: The UTA method”, *European Journal of Operational Research*, 10, 151-164.

διαδικασίας αυτής. Το σύστημα MINORA δύναται να απαντήσει στις εξής προβληματικές:

- Επιλογή μιας και μόνο από τις εναλλακτικές ενέργειες (choice problem).
- Κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών από την καλύτερη στη χειρότερη (ranking problem).

Στην περίπτωση του VC, οι εναλλακτικές αναφέρονται σε υποψήφιες εταιρείες προς χρηματοδότηση και η προβληματική συνίσταται στην κατάταξη των συγκεκριμένων εταιρειών ως προς τη βιωσιμότητά τους, προκειμένου να αποφανθεί ο αποφασίζων (venture capitalist) για το αν θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν ή όχι [30].

Σχήμα 3.3: Δομή του συστήματος MINORA



B) Μοντελοποίηση των κριτηρίων

Κάθε κριτήριο στην Πολυκριτήρια Ανάλυση αποτελεί το μοντέλο ενός σημείου θεώρησης, που επιτρέπει την ανάπτυξη σχέσεων προτίμησης μεταξύ των εναλλακτικών. Κατά τη διαδικασία αυτή προσδιορίζονται τα σημεία θεώρησης του προβλήματος και ως εκ τούτου, δημιουργείται η συνεπής οικογένεια των κριτηρίων. Σε κάθε σημείο θεώρησης, είτε ποιοτικό είτε ποσοτικό, κατασκευάζεται μία 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 πολυκριτηρίου πίνακα (performance table).

Γ) Επιλογή του συνόλου αναφοράς

Με τη διαδικασία αυτή επιλέγεται ένα πεπερασμένο σύνολο εναλλακτικών ενεργειών, στο οποίο ο αποφασίζων θα κληθεί να εκφράσει τις προτιμήσεις του. Το πεπερασμένο αυτό σύνολο των εναλλακτικών ενεργειών είναι ένα υποσύνολο των εναλλακτικών του προβλήματος, το οποίο κατασκευάζεται με σκοπό να βοηθήσει την υποκειμενική 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.

Δ) Συλλογιστική κρίση αποφασίζοντα (προδιάταξη συνόλου αναφοράς)

Πρόκειται για τη διαδικασία μέσα από την οποία ο αποφασίζων εξωτερικεύει έμμεσα την πολιτική προτίμησή του. Για το σκοπό αυτό, ο αποφασίζων καλείται να εκτιμήσει τις εναλλακτικές ενέργειες του συνόλου αναφοράς. Η προδιάταξη αυτή ελέγχεται από το σύστημα ώστε να ακολουθεί μία συνεχή σειρά και να μην αντικείται στον κανόνα "αν μία εναλλακτική ενέργεια (α) κυριαρχεί μίας άλλης (β), τότε η (α) κατατάσσεται σε καλύτερη θέση από τη (β)".

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

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

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

όπου $g=(g_1, g_2, \dots, g_n)$ είναι το διάνυσμα των (n) κριτηρίων αξιολόγησης κάθε εναλλακτικής υπό εξέταση, g_i^* , g_i^* , είναι η μεγαλύτερη και μικρότερη τιμή του g_i κριτηρίου αντίστοιχα, $U(g)$ είναι η ολική χρησιμότητα του διανύσματος κριτηρίων αξιολόγησης, ενώ $u_i(g_i)$ είναι η μερική χρησιμότητα του g_i κριτηρίου και 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. Τέλος, p_i είναι το σχετικό βάρος των μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων. Το προσθετικό μοντέλο χρησιμότητας (σχέση 1) θα πρέπει να δίνει ένα από τα δύο πιθανά αποτελέσματα που ακολουθούν, για κάθε ζευγάρι εναλλακτικών (a_i, a_j).

- Αν $U[g(a_i)] > U[g(a_j)]$ τότε $a_i > a_j$ (δηλαδή η εναλλακτική i προτιμάται της j)
- Αν $U[g(a_i)] = U[g(a_j)]$ τότε $a_i \sim a_j$ (δηλαδή είναι αδιάφορες μεταξύ τους)

όπου $U[g(a_i)]$ και $U[g(a_j)]$ είναι οι ολικές χρησιμότητες των εναλλακτικών a_i και a_j αντίστοιχα.

Το σύστημα MINORA εφαρμόζει μια μηχανογραφημένη διαδικασία trial error (δοκιμής και λάθους) που επιτρέπει την εκμάθηση του μοντέλου αξιολόγησης/ προτίμησης του αποφασίζοντα και τον έλεγχο συμφωνίας μεταξύ προδιάταξης και εκτιμημένου μοντέλου προτίμησης. Οι δύο δείκτες μέτρησης της συμφωνίας είναι [30]:

- α) ο δείκτης “F”, ο οποίος αντιπροσωπεύει το απόλυτο άθροισμα των σφαλμάτων υπό-υπερεκτίμησης (αναλύονται στη συνέχεια) και απεικονίζει την απόλυτη οριζόντια απόκλιση γύρω από την καμπύλη παλινδρόμησης,
- β) ο δείκτης “τ” του Kendall. Ο συντελεστής αυτός παίρνει τιμές από -1 έως 1. Τιμές κοντά στο 1 δείχνουν ότι έχουμε πλήρη συμφωνία μεταξύ προδιάταξης των εναλλακτικών από τον χρήστη και κατάταξης αυτών από το μοντέλο προτίμησης.

Απόλυτη συμφωνία μεταξύ της προδιάταξης του αποφασίζοντα και του εκτιμημένου μοντέλου προτιμήσεων υπάρχει όταν η μεγαλύτερη ολική χρησιμότητα αντιστοιχεί στην κορυφή της προδιάταξης και μειώνεται προοδευτικά όσο κατεβαίνει η προδιάταξη/ταξινόμηση του αποφασίζοντα.

Σφάλμα υποεκτίμησης (υπερεκτίμησης) για μία εναλλακτική ενέργεια υφίσταται όταν σύμφωνα με την ολική χρησιμότητά της κατατάσσεται σε καλύτερη (χειρότερη) θέση από αυτήν που της έχει καταλογιστεί από τον αποφασίζοντα. [Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 δίδεται η καμπύλη παλινδρόμησης, καθώς και τα σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης.]

Στη συνέχεια το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων παρουσιάζεται στον αποφασίζοντα. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται είναι:

- i. Οι συναρτήσεις μερικών χρησιμοτήτων
- ii. Οι εναλλακτικές ενέργειες, η ολική χρησιμότητα και η εκτιμημένη κατάταξη τους
- iii. Τα σφάλματα υποεκτίμησης και υπερεκτίμησης
- iv. 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 του αποφασίζοντα, τότε το σύστημα παρέχει ένα σύνολο 5 αναδράσεων για την επίτευξη της σύγκλισης, θέτοντας σε λειτουργία ένα διάλογο man-machine.

Ανάδραση 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 αναθεώρηση τους με έναν από τους ακόλουθους τρόπους:

- Διάσπαση ενός κριτηρίου που κρίνεται σύνθετο σε δύο,
- ενοποίηση δύο όμοιων κριτηρίων σε ένα,
- 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 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 αφαίρεση ή προσθήκη μιας ή περισσότερων εναλλακτικών ενεργειών, καθώς και στην εκ νέου επίλυση του προβλήματος.

Ανάδραση 3: Ο αποφασίζων συμφωνεί κατά το πλείστον με την κατάταξη που προκύπτει από το εκτιμημένο μοντέλο προτιμήσεων και προχωρεί στη μεταβολή της προδιάταξης του και σε νέα επίλυση του.

Ανάδραση 4: Η ανάδραση αυτή αναφέρεται και σαν 'ανάλυση προχωρήσεων' και λειτουργεί όταν ο αποφασίζων δέχεται το εκτιμημένο μοντέλο προτίμησης, αλλά δε συμφωνεί με τις υποδείξεις του για τη μεταβολή της προδιάταξης 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 5: Η ανάδραση αυτή έχει νόημα όταν από την επίλυση του προβλήματος προκύπτουν περισσότερες από μια λύσεις. Στην περίπτωση αυτή πραγματοποιείται 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 έχουν υπερεκτιμηθεί, μπορεί να αποδεχθεί τη λύση που μεγιστοποιεί ένα συγκεκριμένο κριτήριο ή τη μέση λύση, που προέρχεται από αυτές που μεγιστοποιούν τα κριτήρια επιλογής του.

ΣΤ) Επέκταση του μοντέλου προτιμήσεων

Η επέκταση του μοντέλου μπορεί να πραγματοποιηθεί όταν το εκτιμώμενο μοντέλο προτίμησης θεωρηθεί κατάλληλο. Παρόλα αυτά η διάταξη του συνόλου των εναλλακτικών μπορεί να προκαλέσει αντιρρήσεις στον αποφασίζοντα, οι οποίες μπορεί να αφορούν τόσο τη διάταξη των εναλλακτικών ενεργειών όσο και την επίτευξη του σκοπού της μελέτης. Στην πρώτη περίπτωση, διερευνώνται τα αποτελέσματα και εξετάζεται η επίτευξη του σκοπού της μελέτης. Αν έχει επιτευχθεί ο σκοπός τότε η απόφαση υποστηρίζεται από την κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών. Στην άλλη περίπτωση, ο αποφασίζων πρέπει να προχωρήσει σε νέα διερεύνηση και διατύπωση του προβλήματος.

Ζ) Μη αποδοχή του μοντέλου προτιμήσεων

Στην περίπτωση αυτή κρίνεται απαραίτητη η εφαρμογή ενός άλλου μοντέλου Πολυκριτήριας Ανάλυσης, κάτι που συμβαίνει σπάνια.

3.4.2.3 Εφαρμογή συστήματος MINORA στο VC³³

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 πλειονότητά τους, δεν έχουν εισαχθεί ακόμη στο χρηματιστήριο.

Η SIPAREX ανήκει στη δεύτερη κατηγορία οργανισμών και χρηματοδοτεί επιχειρήσεις της νοτιοανατολικής Γαλλίας. Ιδρύθηκε το 1977 και είναι ιδιωτική ανώνυμος εταιρεία (κάνεις από τους μετόχους δεν κατέχει πάνω από το 10% του μετοχικού κεφαλαίου). Η SIPAREX επεμβαίνει στους ακόλουθους πέντε τύπους ανάπτυξης των επιχειρήσεων:

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

Καθορισμός κριτηρίων

Τα εννέα κριτήρια που παρουσιάζονται στον πίνακα (3.4), επιλέχτηκαν από τον αποφασίζοντα, ο οποίος είναι ο χρηματοοικονομικός διοικητής της Siparex, ως εκείνα που εκτιμούν καλύτερα αν κάποια επενδυτική πρόταση σε VC είναι συμφέρουσα ή όχι. Έγινε επιλογή ποιοτικών κριτηρίων για δυο λόγους:

³³ Siskos, J. and Zopounidis, C. (1987), "The evaluation criteria of the VC investment activity: An interactive assessment", *European Journal of Operational Research*, 31, 304-313.

1^{ον}, τα κριτήρια ήταν περίπλοκα και χαρακτηρίζονταν από ασάφεια, που έκανε τη χρήση ποσοτικών δεικτών, για τη μέτρηση της απόδοσης των υποψήφιων επιχειρήσεων αδύνατη,

2^{ον}, η μέθοδος εκτίμησης που χρησιμοποιούσε ήδη ο αποφασίζων εμπεριείχε ποιοτικές μεταβλητές.

Πίνακας 3.4: Κριτήρια εκτίμησης

Νο.	Κριτήριο	Κλίμακα	Κώδικας
1	Ασφάλεια της πληροφόρησης	Μέγιστη Καλή Κακή	3 2 1
2	Εξέλιξη της αγοράς	Σε ανάπτυξη Σταθερή Σε υποχώρηση	3 2 1
3	Ανταγωνιστική θέση στην αγορά	Σε πρόοδο Σταθερή Σε υποχώρηση	3 2 1
4	Ευαισθησία στη συγκυρία	Χαμηλή Μέση Ισχυρή	3 2 1
5	Εξέλιξη των αποτελεσμάτων	Σε πρόοδο Σταθερή Σε υποχώρηση	3 2 1
6	Ικανότητα διανομής τοκομεριδίων	Ισχυρή Μέση Χαμηλή	3 2 1
7	Ποιότητα management	Πολύ υψηλό Υψηλό Χαμηλό Ανύπαρκτο	4 3 2 1
8	Επίπεδο έρευνας-ανάπτυξης	Πολύ υψηλό Υψηλό Χαμηλό Ανύπαρκτο	4 3 2 1
9	Ικανότητα επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο	Ισχυρή Μέση Χαμηλή	3 2 1

3.4.2.4 Η πολιτική εκτίμησης του αποφασίζοντα

Για την εφαρμογή του πολυκριτηρίου συστήματος MINORA ζητήθηκε από τον αποφασίζοντα (χρηματοοικονομικός διοικητής) να ταξινομήσει ένα δείγμα επιχειρήσεων που είχαν ήδη χρηματοδοτηθεί από τη Siparex. Για αυτόν τον σκοπό επιλέχθηκαν 25 επιχειρήσεις, οι οποίες αντιπροσώπευαν το 66% του βιομηχανικού συμμετοχικού χαρτοφυλακίου της Siparex μέχρι το τέλος του 1983. Στην πρώτη φάση του συστήματος MINORA, ο αποφασίζων ταξινόμησε τις επιχειρήσεις σε 9 ομάδες [ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1]. Οι εταιρείες της πρώτης ομάδας χαρακτηρίζονται από την καλή ανταγωνιστική τους θέση στην αγορά και την καλή ποιότητα management. Οι περισσότερες εταιρείες αυτής της ομάδας ήταν εμπορικές. Οι ομάδες 2 και 3

εμπειρείαν εταιρείες που χαρακτηρίζονταν από μια δυναμική, ενώ στις ομάδες 4, 5 και 6 βρισκόταν επισφαλείς επιχειρήσεις. Τέλος, στις ομάδες 7 και 8 ήταν οι προβληματικές επιχειρήσεις, ενώ στην ομάδα 9 ταξινομήθηκαν οι εταιρείες που είχαν ήδη οδηγηθεί σε πτώχευση.

3.4.2.5 Καθορισμός μοντέλου εκτίμησης

Η εφαρμογή του MINORA στη Siparex πραγματοποιήθηκε σε δύο στάδια, όσος είναι και ο αριθμός των επαναλήψεων της ανάλυσης μονότονης παλινδρόμησης μέσω της μεθόδου UTASTAR. Τα αποτελέσματα του κάθε σταδίου παραθέτονται και αναλύονται στη συνέχεια.

❖ Πρώτη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης

Η μέθοδος UTASTAR χρησιμοποιήθηκε στα δεδομένα του πίνακα 1 του παραρτήματος. Τα βάρη του προσθετικού μοντέλου χρησιμότητας δίνονται στον πίνακα (3.5) στην πρώτη στήλη.

Πίνακας 3.5: Βάρη μερικών χρησιμοτήτων των κριτηρίων

No.	Κριτήριο	Βάρη (1^η ανάλυση)	Βάρη (2^η ανάλυση)
1	Ασφάλεια της πληροφόρησης	0.044	0.095
2	Εξέλιξη της αγοράς	0.000	0.005
3	Ανταγωνιστική θέση στην αγορά	0.164	0.162
4	Ευαισθησία στη συγκυρία	0.009	0.085
5	Εξέλιξη των 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

Οι δείκτες συμφωνίας ανάμεσα στην προδιάταξη του αποφασίζοντα και την κατάταξη του μοντέλου προσθετικής χρησιμότητας έδωσαν τα εξής αποτελέσματα:

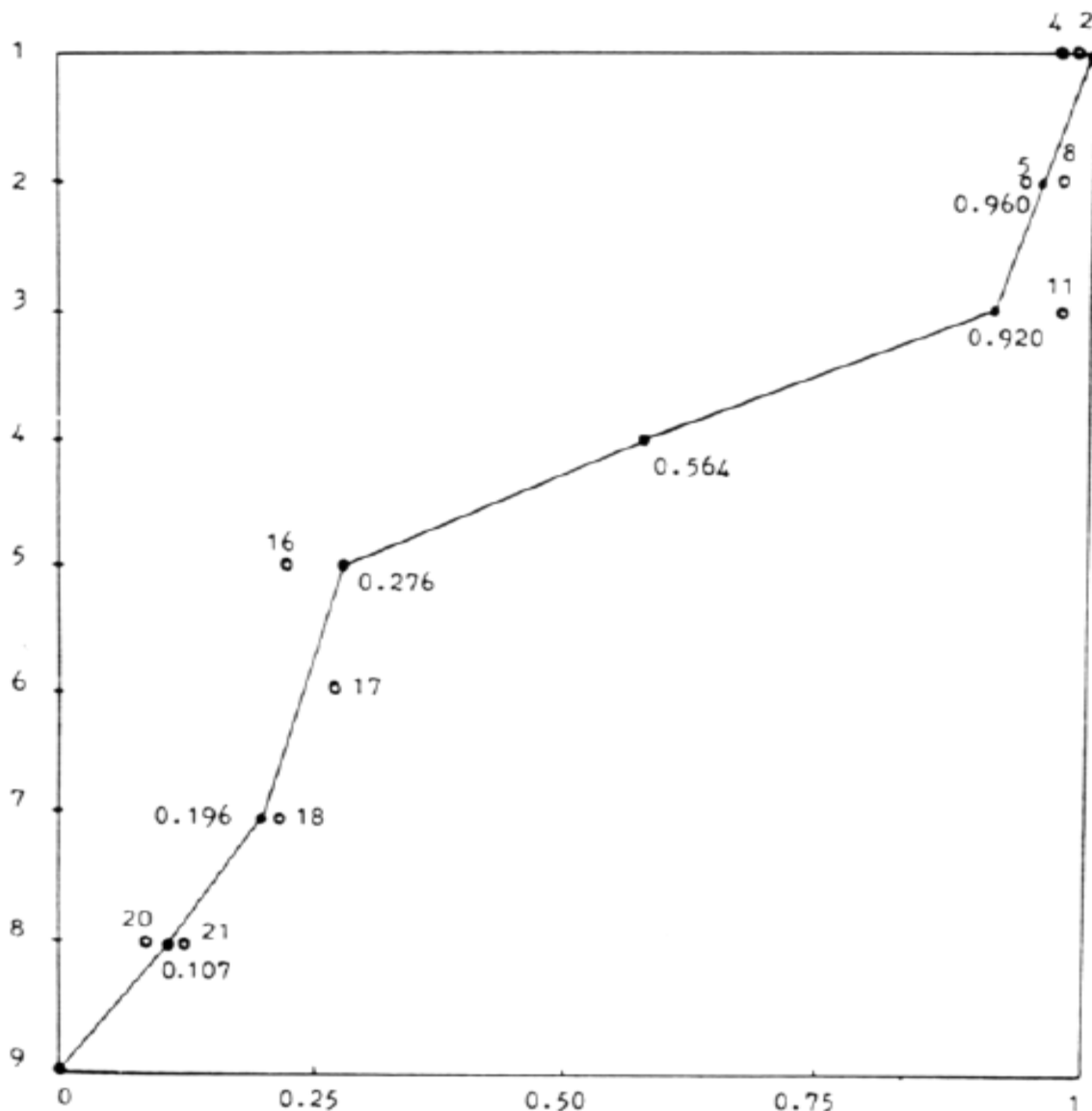
1) “F”=0.24 και

2) Kendall’s “τ”=0.89.

Η συμφωνία φαίνεται στο διάγραμμα 3.6. Για κάθε ομάδα διακρίνονται οι ολικές χρησιμότητες των επιχειρήσεων που εκτιμήθηκαν σωστά, αλλά και ο αριθμός εκείνων των εταιρειών που υποεκτιμήθηκαν ή υπερεκτιμήθηκαν από τον αποφασίζοντα.

Οι εταιρείες που υπερεκτιμήθηκαν (στην παρένθεση αναφέρονται οι ολικές χρησιμότητες τους) ήταν οι: 2(0.991), 4(0.978), 5(0.938), 16(0.218) και 20(0.102), ενώ οι εταιρείες που υποεκτιμήθηκαν ήταν 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 αποφασίζοντα (man-machine dialog), οδήγησε στις αναγκαίες αναθεωρήσεις και με τις απαραίτητες επεμβάσεις/αναδράσεις επιτεύχθηκαν οι κατάλληλες διορθώσεις, έτσι ώστε να μειωθούν οι ασυνέπειες.

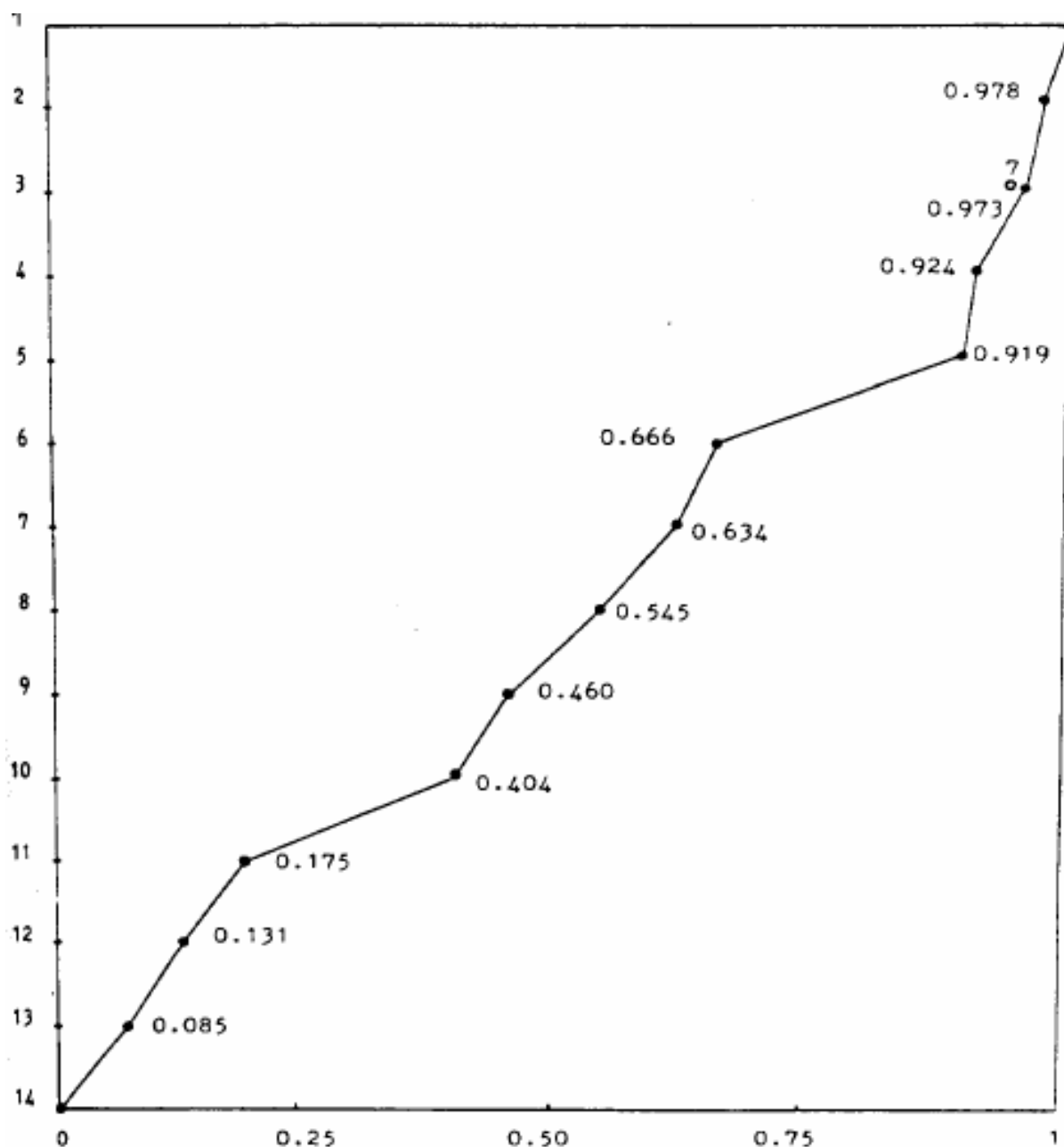


Διάγραμμα 3.6: Η προδιάταξη του αποφασίζοντα σε σύγκριση με την ολική χρησιμότητα- Πρώτη ανάλυση

ο Δεύτερη ανάλυση μονότονης παλινδρόμησης

Έπειτα από τις τροποποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στο πρώτο στάδιο, η μέθοδος UTASTAR ξαναχρησιμοποιήθηκε. Έτσι προέκυψε μια νέα συνάρτηση προσθετικής χρησιμότητας. Τα βάρη των μερικών χρησιμοτήτων δίνονται για λόγους συγκρισιμότητας στον πίνακα (3.4), στη δεύτερη στήλη.

Το νέο μοντέλο έρχεται σχεδόν σε πλήρη συμφωνία με την προδιάταξη του αποφασίζοντα (Kendall's "τ" \approx 0.99). Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3.7, υπάρχει μόνο μια ασυνέπεια (υπερεκτίμηση), αυτή της εταιρείας 7, με χρησιμότητα 0.968. Στη συγκεκριμένη εφαρμογή, ο αποφασίζων δέχτηκε την πρόταση του συστήματος να υποβιβάσει την εταιρεία 7 και έτσι η λειτουργία του συστήματος MINORA τερματίστηκε.



Διάγραμμα 3.7: Η προδιάταξη του αποφασίζοντα σε σύγκριση με την ολική χρησιμότητα- Δεύτερη ανάλυση

Εν κατακλείδι, ο αποφασίζων ήταν ικανοποιημένος τόσο με το μοντέλο εκτίμησης (η δεύτερη προσθετική συνάρτηση χρησιμότητας), όσο και με τα βάρη των κριτηρίων (το κριτήριο «ποιότητα management» ήταν το πιο σημαντικό, πίνακας 3.5), γιατί έρχονταν σε πλήρη συμφωνία με την πολιτική εκτίμησής του. Επίσης, το σύστημα MINORA τον βοήθησε να διευρύνει το πεδίο των γνώσεών του, μέσω της διαδικασίας δοκιμής-λάθους (trial-error process).

3.4.3 Η μέθοδος AHP στο VC

3.4.3.1 Παρουσίαση πολυκριτήριας μεθόδου υποστήριξης αποφάσεων AHP (*Analytic Hierarchy Process*³⁴).

Η μέθοδος AHP αναπτύχθηκε κυρίως για την αντιμετώπιση προβλημάτων που απαιτούν την εξέταση σύνθετων κριτηρίων, δηλαδή κριτηρίων που αναλύονται σε επιμέρους υπό- κριτήρια. Η μέθοδος AHP αντιμετωπίζει ένα πολυκριτήριο πρόβλημα σε τέσσερα στάδια:

- Στάδιο 1^ο : Ιεραρχική δόμηση του προβλήματος.
- Στάδιο 2^ο : Εισαγωγή των δεδομένων.
- Στάδιο 3^ο : Εκτίμηση των σχετικών βαρών των κριτηρίων απόφασης.
- Στάδιο 4^ο : Συνδυασμός των σχετικών βαρών των κριτηρίων, ώστε να πραγματοποιηθεί η αξιολόγηση των εναλλακτικών αποφάσεων.

Στο πρώτο στάδιο πρέπει να δομηθεί ιεραρχικά το πρόβλημα (σχήμα 3.8). Στην κορυφή της ιεραρχίας τοποθετείται ο γενικός στόχος του προβλήματος. Στο δεύτερο επίπεδο τοποθετούνται τα κριτήρια απόφασης, καθένα από τα οποία αναλύεται (στα κατώτερα επίπεδα της ιεραρχίας) σε επιμέρους υποκριτήρια που το συνθέτουν (δεν υπάρχει περιορισμός στο βαθμό ανάπτυξης των επιπέδων). Τελικά, στο τελευταίο επίπεδο τοποθετούνται οι διάφορες εναλλακτικές αποφάσεις του εξεταζόμενου προβλήματος. Η μέθοδος δύναται να οδηγήσει σε ταξινόμηση ή κατάταξη των εναλλακτικών, ανάλογα με τις ανάγκες του προβλήματος υπό μελέτη.

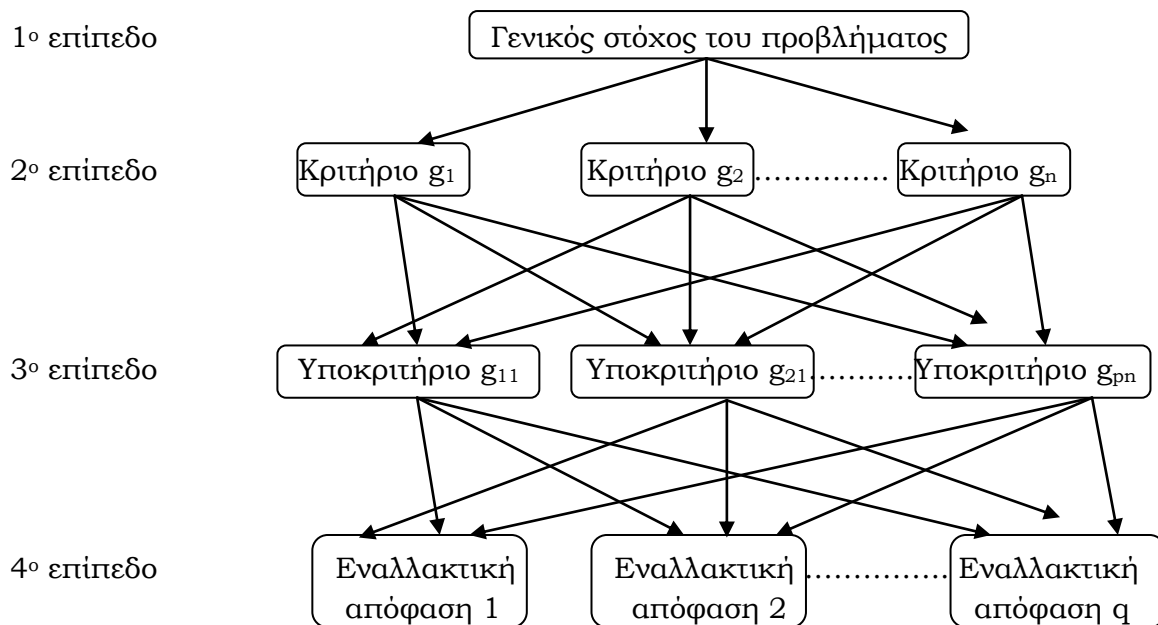
Έπειτα, στο δεύτερο στάδιο, ο αποφασίζων εισάγει τα δεδομένα του προβλήματος, εκφράζοντας τις προτιμήσεις του μέσω διμερών συγκρίσεων όλων των στοιχείων (κριτήρια απόφασης) κάθε επιπέδου της ιεραρχίας, σε σχέση πάντα με τη συνεισφορά τους σε ένα στοιχείο του αμέσως προηγούμενου επιπέδου της ιεραρχίας. Για την έκφραση των προτιμήσεων του αποφασίζοντα, κατά τη διεξαγωγή των διμερών συγκρίσεων, χρησιμοποιείται μια αριθμητική κλίμακα από το 1 έως το 9. Το 1 εκφράζει αδιαφορία ανάμεσα στα υπό μελέτη στοιχεία, ενώ το 9 απόλυτη υπεροχή του ενός στοιχείου έναντι του άλλου.

Στο τρίτο στάδιο, τα αποτελέσματα των διμερών συγκρίσεων που πραγματοποιεί ο αποφασίζων σε κάθε επίπεδο της ιεραρχίας, διαμορφώνουν έναν πίνακα που εμπεριέχει τα πραγματικά σχετικά βάρη που αποδίδει ο αποφασίζων σε κάθε στοιχείο του συγκεκριμένου επιπέδου της ιεραρχίας. Η μέθοδος υπολογίζει τα σχετικά βάρη των στοιχείων ενός επιπέδου σε σχέση με τα στοιχεία του αμέσως προηγούμενου επιπέδου, βάσει των οποίων έγιναν οι διμερείς συγκρίσεις.

Τέλος, στο τέταρτο στάδιο της μεθόδου AHP, γίνεται 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 των εναλλακτικών αποφάσεων αποδίδει ένα σκορ στην κάθε μία από αυτές και επιτρέπει στον αποφασίζοντα να λάβει κάποια απόφαση.

³⁴ Saaty, T.L. (1980), *The Analytic Hierarchy Process*, McGraw-Hill, New York.

Σχήμα 3.8 : Ιεραρχική δόμηση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων μέσω της μεθόδου ΑΗΡ³⁵.



3.4.3.2 Εφαρμογή της μεθόδου ΑΗΡ στο VC³⁶.

3.4.3.2.1 Το πρόβλημα επιλογής επενδύσεων σε new ventures

Ένα σημαντικό πρόβλημα για τις εταιρείες VC είναι ο καθορισμός ενός συστήματος αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων σε new ventures, δηλαδή υποψήφιων εταιρειών προς χρηματοδότηση που προετοιμάζουν την εισοδό τους στο χρηματιστήριο. Στην περίπτωση μιας εδραιωμένης εταιρείας, η απόφαση χρηματοδότησης μπορεί να βασιστεί σε έναν αριθμό δεικτών απόδοσης, που προκύπτουν από το γόητρο, τα αρχεία και τα επιτεύγματα της εταιρείας, αλλά και από προβλέψεις αναλυτών. Όμως, για τις επενδύσεις σε new ventures όλα τα παραπάνω δεδομένα είναι ανύπαρκτα, λόγω της μη ύπαρξης χρόνου παραμονής των υποψήφιων εταιρειών στο χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα την αδυναμία υπολογισμού ποσοτικών δεικτών εκτίμησης. Έτσι, η απόφαση πρέπει να βασιστεί μόνο σε ποσοτικές πληροφορίες που προμηθεύει η ίδια η εταιρεία τους επενδυτές και που κάποιες φορές μπορεί να είναι παραποιημένες. Εξαιτίας αυτής της παραποίησης, ο αποφασίζων πρέπει να βασίζεται σε ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών δεδομένων, καθώς και προσωπικών κρίσεων, προκειμένου να εκτιμήσει αν είναι συμφέρουσα η επένδυση ή όχι.

Αυτό που ενδιαφέρει κάθε εταιρεία VC είναι η επιλογή επιχειρήσεων με καλές προοπτικές ανάπτυξης. Εξαιτίας όμως της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ επενδυτή και υποψήφιας επιχείρησης, η αγορά είναι αδύνατον από μόνη της

³⁵ Zahedi, F. (1986), "The analytic hierarchy process: A survey of the method and its applications", *Interfaces*, 16, 96-108.

³⁶ 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.

να εντοπίσει τις εταιρείες με “μέλλον”. Έτσι, από τη στιγμή που και ο κίνδυνος αποτυχίας των υποψήφιων εταιρειών στο Χρηματιστήριο είναι μεγάλος, είναι φανερό ότι η ανάγκη εξεύρεσης ενός μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων που θα επιλύει το πρόβλημα επιλογής επενδύσεων σε new ventures, είναι επιτακτική. 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 τη μέτρησή τους σε μια αριθμητική κλίμακα, προκειμένου να συνυπολογιστούν με τις ποσοτικές μεταβλητές, μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου AHP.

3.4.3.2.2 Περιγραφή του μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων AHP

Τα βασικότερα στοιχεία του μοντέλου που παρουσιάζεται στο σχήμα (3.10), είναι τα εξής: βάση δεδομένων, γεννήτρια AHP, βάση γνώσεων, γεννήτρια πρόβλεψης και έλεγχος αξιοπιστίας.

1) Βάση δεδομένων (Database)

Στην εφαρμογή, η βάση δεδομένων αποτελούνταν από ένα δείγμα 458 εταιρειών, οι οποίες είχαν πραγματοποιήσει αρχική προσφορά χρεογράφων για δημόσια εγγραφή (Initial Public offering-IPO) την περίοδο 1976-1988. Για κάθε εταιρεία συλλέχθηκαν χρηματοοικονομικά στοιχεία απόδοσης. Συγκεκριμένα, η βάση δεδομένων εμπεριείχε στοιχεία από 10 μεταβλητές απόδοσης οι οποίες φαίνονται στον πίνακα (3.9).

Πίνακας 3.9: Μεταβλητές της βάσης δεδομένων

Περιγραφικές Μεταβλητές	Ποσοτικές Μεταβλητές	Ποιοτικές Μεταβλητές
Όνομα	Μέγεθος IPO (σε εκατ. \$)	Ποιότητα διοίκησης
Ημερομηνία εισαγωγής στο χρηματιστήριο	Κίνδυνος	Φήμη αναδόχου εταιρείας
	Τμήμα μετοχικού κεφ. Που διατηρεί μετά την IPO	Ελκυστικότητα της βιομηχανίας
	Λογιστική αξία καθαρής θέσης 1 χρόνο πριν την IPO	
	Λειτουργική απόδοση	

Σε αυτό το επίπεδο του συστήματος έγινε και ο καθορισμός του όρου “συμφέρουσα επενδυτική πρόταση σε new venture”.

2) Γεννήτρια AHP (AHP Model Generator)

Το προτεινόμενο σύστημα υποστήριξης αποφάσεων προσφέρει στον αποφασίζοντα τη δυνατότητα να μοντελοποιήσει τις ποιοτικές μεταβλητές με έναν ορθολογικό και δομημένο τρόπο. Το τελευταίο επιτυγχάνεται με τη βοήθεια της μεθόδου AHP, η οποία

εξετάζει τις διαστάσεις των ποιοτικών μεταβλητών που σχετίζονται με την απόδοση υποψήφιας εταιρείας.

Η μεθοδολογία της ΑΗΡ επιτρέπει στον αποφασίζοντα να εξετάσει πολλά υποκριτήρια-υποπαράγοντες 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 μετριοούνται σε μια βαθμωτή κλίμακα, σε ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είναι μετρίσιμες σε μια κλίμακα αναλογίας. Έτσι, η πολυκριτήρια μέθοδος ΑΗΡ βοηθάει στη μέτρηση ποιοτικών ή/και υποκειμενικών παραγόντων, με σκοπό να χρησιμοποιηθούν, σε συνδυασμό με άλλες ποσοτικές μεταβλητές, στη διαμόρφωση της απόδοσης κάθε υποψήφιας εταιρείας. Προκειμένου να εισαχθούν ποιοτικές μεταβλητές σε ένα μοντέλο πρόβλεψης, θα πρέπει πρώτα να μοντελοποιηθούν, έτσι ώστε να έχουμε σαφή εικόνα της σχέσης που έχουν με την απόδοση της κάθε εξεταζόμενης εταιρείας προς χρηματοδότηση. Η διαμόρφωση αυτής της σχέσης είναι απλή όταν οι μεταβλητές εμπεριέχουν μετρήσεις σε μια κλίμακα αναλογιών. Τα περισσότερα, όμως, δεδομένα για τις ποιοτικές μεταβλητές προέρχονται από υποκειμενικές, βαθμωτές μετρήσεις, που δεν επιτρέπουν τη σύγκρισή τους με ποσοτικά δεδομένα. Είναι σημαντική, λοιπόν, η εξαγωγή μιας αριθμητικής κλίμακας μέτρησης ποιοτικών μεταβλητών, η οποία είναι συνεπής και σχετικά σταθερή ανάμεσα στους διάφορους αποφασίζοντες.

Οι τρεις αρχές στις οποίες βασίζεται η μέθοδος ΑΗΡ για να εξαγάγει την αναγκαία αριθμητική κλίμακα των ποιοτικών δεδομένων είναι:

- I. Αποσύνθεση του προβλήματος
- II. Συγκριτικές κρίσεις
- III. Σύνθεση προτεραιοτήτων

3) Βάση γνώσεων (Knowledge Base)

Η βάση γνώσεων χρησιμεύει στην προμήθεια πληροφοριών, τόσο στη γεννήτρια ΑΗΡ, όσο και στη γεννήτρια πρόβλεψης. Η γεννήτρια ΑΗΡ χρησιμοποιεί τη βάση γνώσεων για την αποσύνθεση των ποιοτικών μεταβλητών σε μια ιεραρχία παραγόντων και χαρακτηριστικών απόφασης. Το μοντέλο πρόβλεψης χρησιμοποιεί τη βάση γνώσεων για τη δόμηση ενός στατιστικού μοντέλου, έτσι ώστε να γίνει πρόβλεψη ως προς την απόδοση μιας επενδυτικής πρότασης σε new ventures. Τέλος σε ότι αφορά τη συγκεκριμένη βάση πρέπει να αναφέρουμε ότι επιτρέπει τη λειτουργία ενός μηχανισμού για την ενημέρωση (update) του συστήματος για κάθε καινούργια διαθέσιμη πληροφορία.

4) Γεννήτρια πρόβλεψης (Forecast Generator)

Ο αποφασίζων με αυτή τη γεννήτρια διαλέγει μέσα από ένα σύνολο στατιστικών μοντέλων το πιο κατάλληλο. 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.

5) Μεθοδολογία εκτίμησης της απόδοσης του μοντέλου

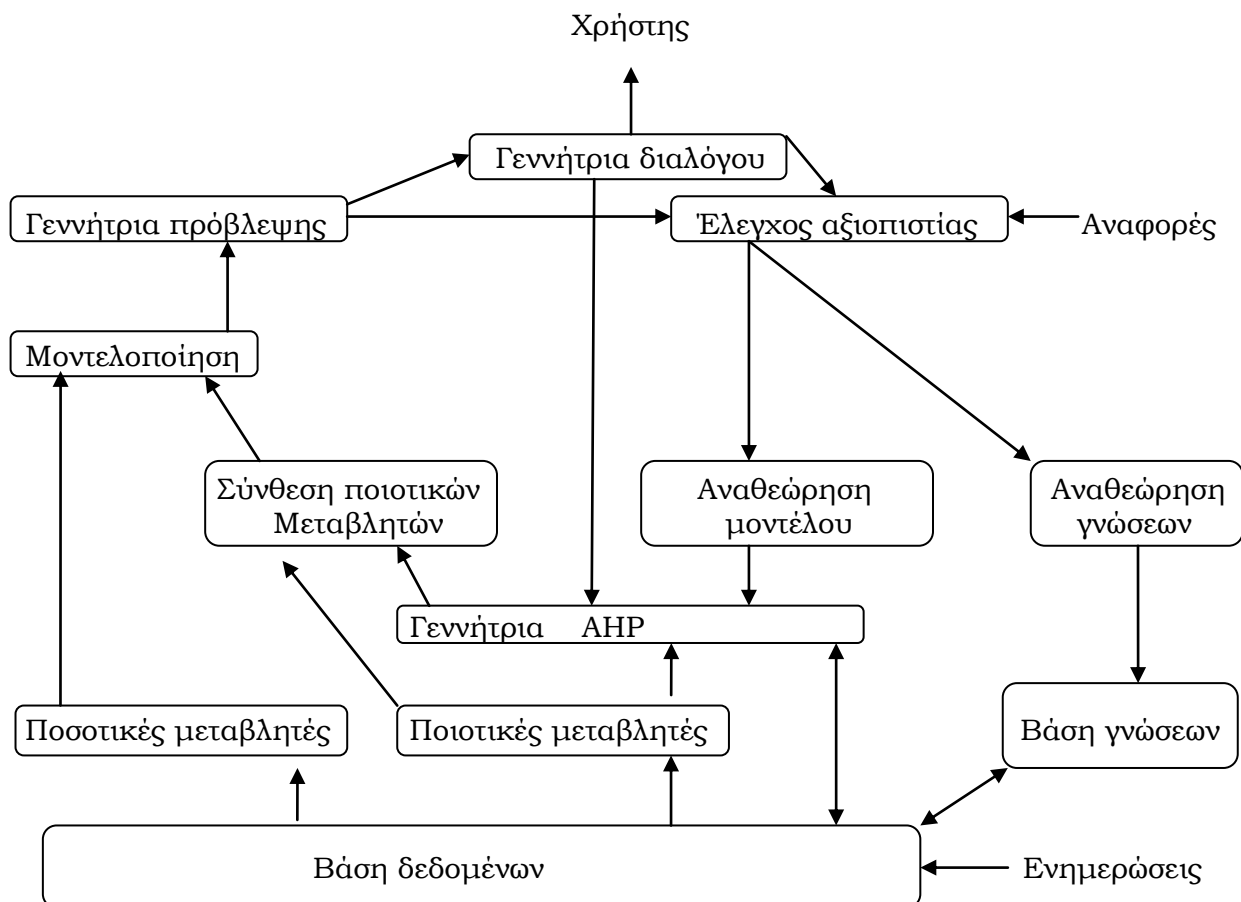
Το μέγεθος της αποδοτικότητας ενός συστήματος υποστήριξης αποφάσεων είναι η ακρίβεια και η αξιοπιστία των αποφάσεων που παρέχει μέσω του μοντέλου πρόβλεψης. Μια σωστή ανάλυση της πρότασης προς επένδυση σε new ventures βασίζεται στις σωστές προβλέψεις των υποψηφίων εταιρειών με υψηλή αξία και σωστές προβλέψεις των υποψήφίων εταιρειών με χαμηλή αξία. Για τη μέτρηση της αποδοτικότητας του συστήματος αυτού έχουμε τρία μοντέλα πρόβλεψης:

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.

QV-1: Το μοντέλο αυτό εμπεριείχε μόνο ποιοτικές μεταβλητές, οι οποίες είχαν επεξεργαστεί με τη μέθοδο AHP. Το αδύνατο σημείο, όμως, του μοντέλου ήταν η έλλειψη χρήσης και ποσοτικών μεταβλητών.

QQ-1: Το πιο ολοκληρωμένο μοντέλο. Χρησιμοποίησε ποιοτικές και ποσοτικές μεταβλητές οι οποίες είχαν μετασχηματισθεί με τη βοήθεια της AHP. Στη συνέχεια ο αποφασίζων συγκρίνει την απόδοση και των τριών μοντέλων σε σχέση με την ικανότητα τους να εντοπίζουν σωστά τις κερδοφόρες και τις προβληματικές εταιρείες προς χρηματοδότηση.

Σχήμα 3.10: Αρχιτεκτονική μοντέλου υποστήριξης αποφάσεων AHP



6) Εμπειρικά αποτελέσματα

Το μοντέλο LM-1 παρουσίασε χαμηλή προβλεπτική ικανότητα σύμφωνα με τα δεδομένα του πίνακα (3.11). Αυτό είναι αποτέλεσμα της μη σωστής ενσωμάτωσης των ποιοτικών μεταβλητών, οι οποίες ενδεχομένως επηρεάζουν την απόδοση των υποψήφιας εταιρειών στο μοντέλο πρόβλεψης.

Πίνακας 3.11: 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%

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του μοντέλου QV-1, φάνηκε μια μικρή βελτίωση στην προβλεπτική ικανότητα του συγκεκριμένου μοντέλου σε σχέση με το πρώτο μοντέλο. Αυτό οφείλεται στον μετασχηματισμό της κλίμακας μέτρησης των ποιοτικών μεταβλητών εκτίμησης. Τέλος, η εφαρμογή έδειξε ότι η προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου QQ-1 που εμπεριέχει ποσοτικές και μετασχηματισμένες ποιοτικές μεταβλητές, ήταν φανερά υψηλότερη έναντι των δύο προηγούμενων μοντέλων.

Με την τελευταία επισημάνση, γίνεται φανερό 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 και ως εκ τούτου, επιβεβαιώνεται η αποτελεσματικότητα του προτεινόμενου συστήματος υποστήριξης αποφάσεων.

3.4.4 Το σύστημα FINCLAS στο VC

3.4.4.1 Παρουσίαση του συστήματος 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 απόφασης.

Βασικό εργαλείο του FINCLAS αποτελεί η πολυκριτήρια μέθοδος UTADIS³⁷, καθώς και οι δύο παραλλαγές της, μέσω των οποίων επιτυγχάνεται η ταξινόμηση των διαφόρων εναλλακτικών ενεργειών σε ομοιογενείς ομάδες κινδύνου³⁸. Αξίζει να σημειωθεί ότι το σύστημα περιλαμβάνει ένα τμήμα χρηματοοικονομικών μοντέλων

³⁷ Devaud et al. (1980), 'Utilities Additives DIScriminantes'.

³⁸ Zorounidis, C. and Doumpos, M. (1998), "Developing a multicriteria decision support system for financial classification problems: The FINCLAS system", *Optimization Methods and Software*, 8, 227-304.

συμπεριλαμβάνοντας το διαφορικό ισολογισμό, τον πίνακα χρηματοδότησης και μεθόδους χρηματοοικονομικής πρόβλεψης όπως της γραμμικής παλινδρόμησης και του ποσοστού των πωλήσεων.

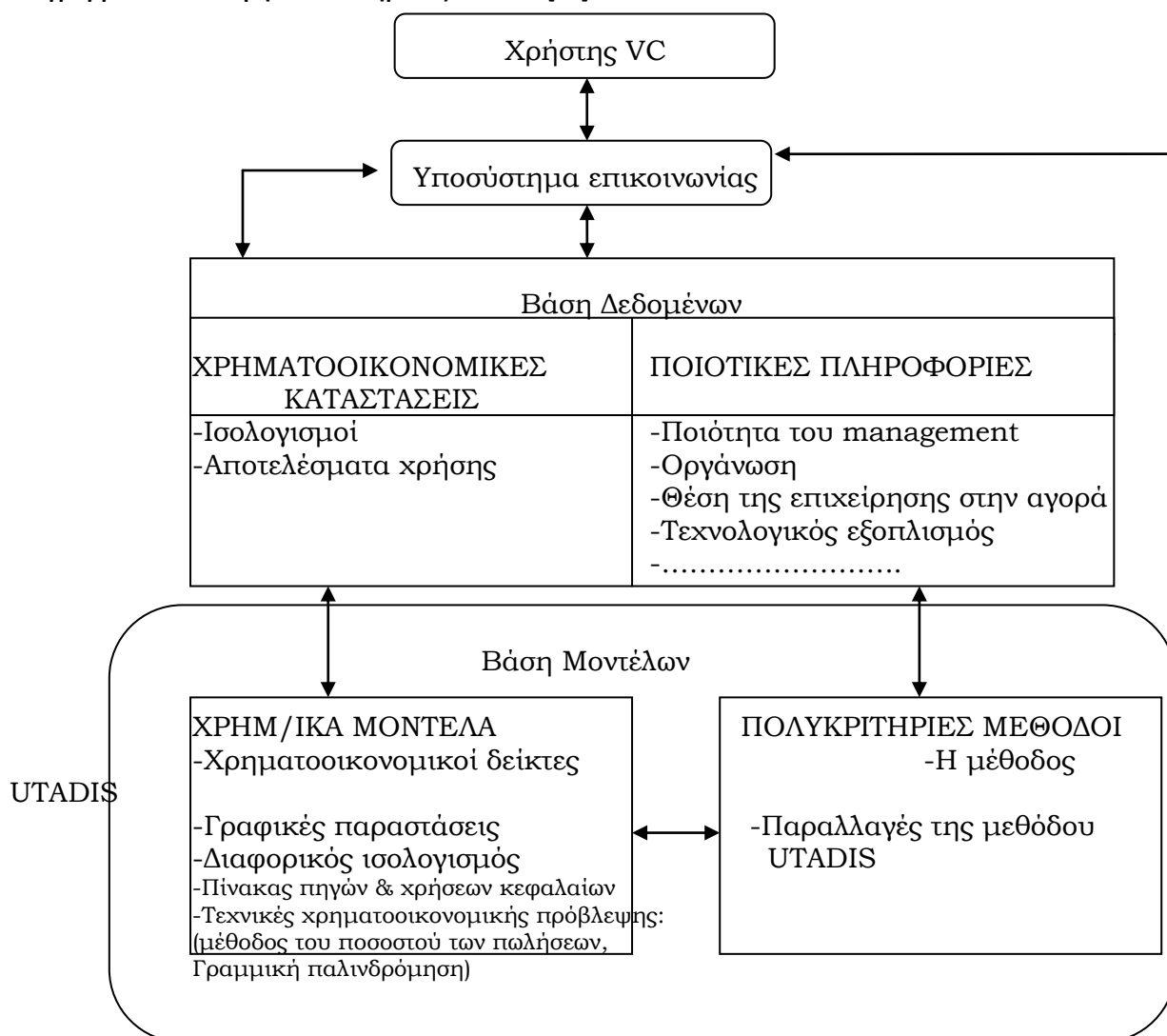
Τα αναμενόμενα οφέλη που μπορούν να προκύψουν από τη χρησιμοποίηση της μεθόδου FINCLAS σε επιχειρήσεις, τράπεζες και οργανισμούς μπορούν να συνοψιστούν στα εξής σημεία:

- Δομείται το σύνθετο πρόβλημα της λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων
- Αναβαθμίζεται η διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων με τη χρήση εξελιγμένων μεθόδων
- Επιτυγχάνεται 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 παράγοντες.

3.4.4.2 Δομή του συστήματος FINCLAS

Η μορφή του συστήματος είναι προσαρμοσμένη στην αντιμετώπιση προβλημάτων εκτίμησης 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 αντιμετώπιση και άλλων χρηματοοικονομικών προβλημάτων ταξινόμησης. Στην επόμενη σελίδα παρουσιάζεται η δομή του συστήματος σε διάγραμμα (3.12).

Διάγραμμα 3.12: Η δομή του συστήματος FINCLAS [24].



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

Η βάση του FINCLAS περιλαμβάνει περισσότερους από 30 χρηματοοικονομικούς δείκτες (αποδοτικότητα, ρευστότητα, φερεγγυότητα, επίδοση της διαχείρισης) 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 μεγεθών των επιχειρήσεων. Η ταξινόμηση των εναλλακτικών

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

Πιο αναλυτικά, η μέθοδος θεωρεί μια συνεπή οικογένεια κριτηρίων (g_1, g_2, \dots, g_m) και ένα σύνολο εναλλακτικών ενεργειών (a_1, a_2, \dots, a_n) οι οποίες ταξινομούνται σε ομάδες οι οποίες καθορίζονται εκ των προτέρων (C_1, C_2, \dots, C_Q) με βάση την προτίμηση. Η ταξινόμηση των εναλλακτικών ενεργειών στις ομάδες που έχουν καθοριστεί γίνεται συγκρίνοντας τις ολικές χρησιμότητες με ορισμένα όρια χρησιμότητας, τα οποία διαχωρίζουν τις ομάδες μεταξύ τους.

Στη συνέχεια, εξετάζεται η ευαισθησία της βέλτιστης λύσης μέσω τεχνικών μεταβελτιστοποίησης. Εδώ πρέπει να αναφέρουμε 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 βασίζεται στην αντιμετώπιση χρηματοοικονομικών προβλημάτων υπό συνθήκες αβεβαιότητας³⁹.

3.4.4.3 Εφαρμογή του συστήματος FINCLAS

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

Αν και τα κριτήρια εκτίμησης, πάνω στα οποία στηρίζει το IDI τις αποφάσεις του, ήταν γνωστά, με τη βοήθεια του συστήματος 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 πίνακες (3.13) και (3.14) αντίστοιχα.

³⁹ Zopounidis, C. and Doumpos, M. (1997), "A multicriteria decision aid methodology for the assessment of country risk", European Research on management and business economics.

Πίνακας 3.13: Το σύστημα εκτίμησης του οργανισμού IDI (προδιάταξη αποφασίζοντα)

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΑΡΧΙΚΗ ΟΜΑΔΑ	G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	G9	G10	G11	G12
1	1	1	3	1	3	4	4	3	4	2	4	2	3
2	1	3	3	3	3	1	4	3	4	3	4	3	5
3	1	3	3	3	3	4	4	2	4	3	1	2	5
4	1	2	2	1	2	4	4	3	4	2	4	1	5
5	1	3	1	1	2	3	3	3	4	3	2	3	5
6	1	3	1	3	2	3	3	3	4	3	4	3	3
7	1	1	1	1	1	1	3	2	4	3	4	3	2
8	1	3	3	3	1	2	3	3	3	2	4	1	2
9	1	3	1	1	2	1	3	2	3	3	2	3	5
10	1	3	2	1	4	1	3	3	2	3	3	2	3
11	1	1	3	3	3	1	3	2	3	2	2	3	2
12	1	1	3	3	4	1	3	2	3	2	1	1	1
14	1	3	3	3	2	1	2	1	2	2	2	3	1
16	1	3	3	3	4	3	3	3	4	3	4	2	3
17	1	3	1	2	4	1	2	1	2	2	1	1	2
13	2	1	1	1	3	1	2	1	2	2	1	1	5
15	2	1	1	1	1	1	3	2	3	1	1	1	1
18	2	1	1	1	3	1	3	2	2	1	2	3	4
19	2	3	1	1	3	1	4	3	4	2	4	2	3
20	2	3	2	3	3	3	3	3	4	3	4	2	2
21	2	1	1	1	1	1	2	2	3	1	1	1	3
22	2	1	1	1	3	3	3	1	3	2	3	3	3
23	2	3	1	3	1	1	1	1	2	2	2	1	2
24	2	3	3	3	3	1	2	1	1	2	1	2	1
25	2	1	2	1	1	1	2	2	1	1	2	3	3
26	3	1	3	1	3	1	1	1	1	1	3	3	2
27	3	1	2	3	1	1	1	1	3	2	2	1	2

Πίνακας 3.14: Τα κριτήρια εκτίμησης του οργανισμού IDI

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ
6. Τάση των πωλήσεων/ πληθωρισμό
7. Τάση της προστιθέμενης αξίας/ Τάση των πωλήσεων
8. Τάση της παραγωγικότητας προσωπικού/ Τάση κόστους ανά εργαζόμενο
9. Πίστωση προμηθευτών σε ημέρες
10. Διάθεση κέρδους
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΑ
11. Ποιότητα διοίκησης
12. Ένταση του διδύμου έρευνας-ανάπτυξης
13. Δείκτης διαφοροποίησης
14. Τάση της αγοράς της επιχείρησης
15. Ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης στην αγορά
16. Πιθανοί τρόποι πώλησης της συμμετοχής σε επιχείρησης
17. Διεθνής ανάπτυξη και μερίδια αγοράς της επιχείρησης

Κάθε κριτήριο έπαιρνε μια βαθμολογία από το 1 έως το 5 (1: χειρίστο, 5:βέλτιστο). Έτσι, κάθε επιχείρηση, σύμφωνα με την επίδοση σε καθένα από τα 12 κριτήρια, ταξινομήθηκε σε μια από τις τρεις προκαθορισμένες ομάδες. Είναι λογικό ότι από την ομάδα των δυναμικών επιχειρήσεων το IDI περίμενε να προσκομίσει μεγάλα κέρδη, ενώ από τις άλλες δύο ομάδες περίμενε είτε λιγότερα κέρδη είτε ζημιές.

3.4.4.4 Αποτελέσματα

Η συγκεκριμένη ταξινόμηση που φαίνεται στον παρακάτω πίνακα (3.15) βασίστηκε στη σύγκριση της ολικής χρησιμότητας κάθε εναλλακτικής με τα όρια χρησιμότητας u_1 και u_2 .

Πίνακας 3.15: Αποτελέσματα ομαδοποίησης του συστήματος FINCLAS

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 u_1		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 u_2		0.2399	
27	3	0.214	3
26	3	0.1618	3

*Αριθμός λανθασμένων ταξινομήσεων=0
Ποσοστό επιτυχίας=100%

Η μέθοδος UTADIS έδωσε και τα βάρη των 12 κριτηρίων (πίνακας 3.16) δείχνοντας ότι το κριτήριο «ποιότητα της διοίκησης» (G6) παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην απόφαση.

Πίνακας 3.16: Τα βάρη των κριτηρίων στο μοντέλο εκτίμησης του IDI

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ	ΒΑΡΟΣ (%)
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

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του συστήματος FINCLAS, το μοντέλο εκτίμησης του οργανισμού IDI ήταν απόλυτα αξιόπιστο, διότι δεν υπήρχαν λανθασμένες ταξινομήσεις και άρα το ποσοστό επιτυχίας ήταν 100%. Οπότε, μπορεί να χρησιμοποιηθεί χωρίς πρόβλημα σε νέο, άγνωστο σύνολο υποψήφιων εταιρειών υπό χρηματοδότηση. Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι 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.

3.4.5 Η μέθοδος PROMETHEE στο VC

3.4.5.1 Εισαγωγή

Το μεθοδολογικό πλαίσιο της οικογένειας PROMETHEE, η οποία ανήκει στη θεωρία των σχέσεων υπεροχής, χρησιμοποιήθηκε στο εργαστήριο χρηματοοικονομικής διοίκησης του πολυτεχνείου κρήτης, για την δημιουργία ενός αποτελεσματικού υποδείγματος αξιολόγησης των τραπεζικών ιδρυμάτων, στο οποίο βασίστηκε για την πραγματοποίηση πλήθους σχετικών ερευνητικών δραστηριοτήτων. Η μέθοδος PROMETHEE γνωρίζει ιδιαίτερη διάδοση στο χώρο της πολυκριτηρίας ανάλυσης χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Οι μέθοδοι της οικογένειας PROMETHEE (Preference Ranking Organization Method of Enrichment Evaluation) άρχισαν να αναπτύσσονται στη δεκαετία του 80 αρχικά από τον Brans (1982) στη συνέχεια από τους Brans, Vincke (1985) και Brans, Vincke, Mareschal (1986).

Οι PROMETHEE I και II αποτελούν δύο από τις δημοφιλέστερες μεθόδους στο χώρο της πολυκριτηρίας ανάλυσης. Οι δύο αυτές μέθοδοι είναι ίδιες όσον αφορά το στάδιο ανάπτυξης της σχέσης υπεροχής και διαφέρουν μόνο στη φάση της εκμετάλλευσης της σχέσης που αναπτύσσεται.

3.4.5.2 Εφαρμογή της μεθόδου PROMETHEE⁴⁰.

Οι μέθοδοι PROMETHEE απαιτούν τον καθορισμό μιας ορισμένης συνάρτησης προτίμησης για κάθε κριτήριο. Η συνάρτηση αυτή χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί ο βαθμός προτίμησης που σχετίζεται με την καλύτερη εναλλακτική στην περίπτωση των ανά ζεύγος συγκρίσεων. Οι μέθοδοι PROMETHEE υπολογίζουν θετικές και αρνητικές ροές προτίμησης για κάθε εναλλακτική. Η θετική ροή εκφράζει το κατά πόσο μία εναλλακτική είναι η κυρίαρχη (δύναμη) ως προς τις άλλες και η αρνητική το κατά πόσο κυριαρχείται από τις υπόλοιπες. Η PROMETHEE I βασιζόμενη σε αυτές τις ροές πραγματοποιεί μια μερική κατάταξη των εναλλακτικών λύσεων, ενώ η PROMETHEE II πραγματοποιεί μια πλήρη κατάταξη των εναλλακτικών λύσεων. Η πρώτη φάση της ανάπτυξης της σχέσης υπεροχής αρχίζει με τον προσδιορισμό του δείκτη προτίμησης (preference index): $\pi(x_i, x_j)$. Έχουμε, δηλαδή τη σχέση:

$$\pi(x_i, x_j) = \sum_{k=1}^n w_k p_k(x_i, x_j)$$

με x_i, x_j το ζεύγος των εναλλακτικών δραστηριοτήτων, w_k το βάρος του κάθε κριτηρίου (δείχνει τη σημαντικότητα του κάθε κριτηρίου), και $p_k(x_i, x_j)$ ο μερικός δείκτης προτίμησης για το κριτήριο x_k . Ο μερικός δείκτης προτίμησης $p_k(x_i, x_j)$ για το κριτήριο x_k ορίζεται συναρτήσει της διαφοράς $x_{ik} - x_{jk}$ μεταξύ των επιδόσεων των δύο εναλλακτικών στο κριτήριο x_k . Συγκεκριμένα:

$$p_k(x_i, x_j) = \begin{cases} 0 & x_{ik} < x_{jk} \\ h_k(x_{ik} - x_{jk}) & x_{ik} \geq x_{jk} \end{cases}$$

Για τη μορφή της συνάρτησης h_k υπάρχουν έξι περιπτώσεις γενικευμένων κριτηρίων (generalized criteria).

1. Σύννηθες κριτήριο (usual criterion): Στην περίπτωση αυτή θεωρείται ότι υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των δύο εναλλακτικών x_i και x_j στο κριτήριο x_k αν και μόνο αν $x_{ik} = x_{jk}$. Εάν όμως $x_{ik} > x_{jk}$, τότε θεωρείται ότι υπάρχει σαφής προτίμηση της x_i έναντι της x_j . Τότε η συνάρτηση h_k ορίζεται ως:

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0 & x_{ik} = x_{jk} \\ 1, & x_{ik} > x_{jk} \end{cases}$$

2. Σχεδόν κριτήριο (quasi criterion): Με βάση αυτό το κριτήριο, θεωρείται ότι υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των δυο εναλλακτικών x_i και x_j στο κριτήριο x_k , όταν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ δεν υπερβαίνει ένα κατώφλι αδιαφορίας q_k . Αλλιώς υπάρχει σαφής προτίμηση. Στην περίπτωση αυτού του κριτηρίου θα πρέπει να οριστεί το κατώφλι αδιαφορίας. Η συνάρτηση h_k ορίζεται ως εξής:

⁴⁰ Ζοπουνίδης Κ. (2003), «Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του χρηματοοικονομικού μανάτζμεντ», Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0, & x_{ik} - x_{jk} < q_k \\ 1, & x_{ik} - x_{jk} \geq q_k \end{cases}$$

3. Κριτήριο γραμμικής προτίμησης (criterion with linear preference): Σε αυτή τη περίπτωση εάν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ είναι μικρότερη από ένα κατώφλι προτίμησης p_k , τότε ο βαθμός προτίμησης για την εναλλακτική x_i αυξάνει γραμμικά συναρτήσει της διαφοράς $x_{ik} - x_{jk}$. Όταν αυτή η διαφορά ξεπερνάει το κατώφλι προτίμησης p_k , τότε θα έχουμε σαφή προτίμηση. Η συνάρτηση h_k ορίζεται ως:

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 1, & x_{ik} - x_{jk} > p_k \\ \frac{x_{ik} - x_{jk}}{p_k}, & x_{ik} - x_{jk} \leq p_k \end{cases}$$

4. Κριτήριο επιπέδου (level criterion): Σε αυτό το γενικευμένο κριτήριο χρησιμοποιείται το κατώφλι αδιαφορίας όπως και το κατώφλι προτίμησης. Εάν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ είναι ανάμεσα στο διάστημα $[q_k, p_k]$, τότε υπάρχει μια προτίμηση για την x_i . Στις άλλες περιπτώσεις ισχύει ότι και στα δύο προηγούμενα γενικευμένα κριτήρια. Η συνάρτηση h_k παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0, & x_{ik} - x_{jk} < q_k \\ 0,5, & x_{ik} - x_{jk} \in [q_k, p_k] \\ 1, & x_{ik} - x_{jk} > p_k \end{cases}$$

5. Κριτήριο γραμμικής προτίμησης και περιοχής αδιαφορίας (criterion with linear preference and indifference area): Στη συγκεκριμένη περίπτωση θεωρείται ότι ο βαθμός προτίμησης αυξάνεται γραμμικά από το 0 στο 1, όταν η διαφορά $x_{ik} - x_{jk}$ βρίσκεται ανάμεσα στο όριο αδιαφορίας και το όριο προτίμησης. Συνεπώς η h_k ορίζεται ως εξής:

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = \begin{cases} 0, & x_{ik} - x_{jk} < q_k \\ \frac{x_{ik} - x_{jk} - q_k}{p_k - q_k}, & x_{ik} - x_{jk} \in [q_k, p_k] \\ 1, & x_{ik} - x_{jk} > p_k \end{cases}$$

6. Κριτήριο του Gauss (Gaussian criterion): Σε αυτή τη περίπτωση, ο βαθμός προτίμησης περιγράφεται από μια συνεχή συνάρτηση που έχει την εξής μορφή:

$$h_k(x_{ik} - x_{jk}) = 1 - \exp\left[-\frac{(x_{ik} - x_{jk})^2}{2\sigma^2}\right]$$

όπου σ είναι η παράμετρος που καθορίζει το σημείο αλλαγής στη καμπή της συνάρτησης.

Ο καθορισμός της συνάρτησης h_k , μας δίνει τη δυνατότητα υπολογισμού του δείκτη προτίμησης $\pi(x_i, x_j)$ για κάθε ζεύγος εναλλακτικών. Ο δείκτης προτίμησης παίρνει τιμές από το 0 έως το 1 έτσι ώστε:

- $\pi(x_i, x_j) \approx 0$ δείχνει οριακή υπεροχή της x_i έναντι της x_j
- $\pi(x_i, x_j) \approx 1$ δείχνει ισχυρή υπεροχή της x_i έναντι της x_j

Εκμεταλλευόμενοι τη σχέση υπεροχής, υπολογίζονται τα ακόλουθα μεγέθη:

$$1. \text{ Ροή εισόδου (entering flow): } \varphi^-(x_i) = \sum_{\forall x_j \in A} \pi(x_j, x_i)$$

$$2. \text{ Ροή εξόδου (leaving flow): } \varphi^+(x_i) = \sum_{\forall x_j \in A} \pi(x_i, x_j)$$

$$3. \text{ Καθαρή ροή (net flow): } \varphi(x_i) = \varphi^+(x_i) - \varphi^-(x_i)$$

Η ροή εισόδου $\varphi^-(x_i)$ δείχνει την υπεροχή όλων των υπόλοιπων εναλλακτικών έναντι x_i . Η ροή εξόδου $\varphi^+(x_i)$ δείχνει την υπεροχή της εναλλακτικής x_i ως προς τις υπόλοιπες εναλλακτικές. Η καθαρή ροή εκφράζει ένα συνολικό μέγεθος αξιολόγησης της εναλλακτικής x_i έναντι όλων των υπόλοιπων εναλλακτικών. Στην PROMETHEE I βασιζόμενοι στις παραπάνω ροές αναπτύσσονται δύο κατατάξεις.

Η πρώτη κατάταξη Z_1 αναπτύσσεται στις ροές εισόδου έτσι ώστε:

$$x_i P_1 x_j \leftrightarrow \varphi^-(x_i) < \varphi^-(x_j)$$

$$x_i I_1 x_j \leftrightarrow \varphi^-(x_i) = \varphi^-(x_j)$$

Η δεύτερη κατάταξη Z_2 αναπτύσσεται βάσει των ροών εξόδου έτσι ώστε:

$$x_i P_2 x_j \leftrightarrow \varphi^+(x_i) > \varphi^+(x_j)$$

$$x_i I_2 x_j \leftrightarrow \varphi^+(x_i) = \varphi^+(x_j)$$

Η τελική κατάταξη προκύπτει ως η τομή των δύο κατατάξεων ως εξής:

$$\begin{aligned}
 & (x_i P_1 x_j) \wedge (x_i P_2 x_j) \\
 x_i P x_j & \leftrightarrow (x_i P_1 x_j) \wedge (x_i I_2 x_j) \\
 & (x_i I_1 x_j) \wedge (x_i P_2 x_j) \\
 x_i I x_j & \leftrightarrow (x_i I_1 x_j) \wedge (x_i I_2 x_j)
 \end{aligned}$$

$x_i R x_j \leftrightarrow$ σε διαφορετική περίπτωση

Αντίθετα στη PROMETHEE II, υπάρχει μόνο μια κατάταξη για τις εναλλακτικές, η οποία πραγματοποιείται βάση των συνολικών τους ροών. Η κατάταξη αυτή υπολογίζεται ως εξής:

$$x_i P x_j \leftrightarrow \varphi(x_i) > \varphi(x_j)$$

$$x_i I x_j \leftrightarrow \varphi(x_i) = \varphi(x_j).$$

Όλη αυτή η διαδικασία, από την πρώτη υποβολή του επιχειρηματικού σχεδίου μέχρι την οριστική υπογραφή του συμβολαίου, μπορεί να διαρκέσει 6-9 μήνες, ανάλογα με το προσωπικό που διαθέτει η ΕΚΕΣ⁴¹.

⁴¹ Ζοπουνίδης, Κ. (25/07/2004), “Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: VC investment”, *Εξπρές*.

4 ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ VC ΤΗΝ ΤΡΙΕΤΙΑ 2008-2010

4.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύεται ο ορισμός των αριθμοδεικτών, το πακέτο των 15 χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα και τελικά παρατίθεται η εφαρμογή και η επίλυση της μεθόδου Promethee πάνω στο πρόβλημα της κατάταξης των επιλεγμένων εταιρειών VC κατά την τριετία 2008-2010.

4.1.1 Γενικά

Οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προελεύσεως, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας και σε τελική ανάλυση της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, διευκολύνεται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν απ' αυτή. Με το σύστημα των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται, επίσης, ο βαθμός αποδόσεως των διάφορων δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας, με σκοπό την ορθολογικότερη εκμετάλλευση των μέσων δράσεώς της.

Οι αριθμοδείκτες καταρτίζονται με βάση τους εξής κανόνες:

- α. Η συσχέτιση των μεγεθών γίνεται κατά τρόπο ώστε οι δείκτες - αριθμοί που προκύπτουν να είναι ευθέως ανάλογοι με την κατάσταση που απεικονίζουν, δηλαδή οι υψηλότεροι δείκτες να αντιστοιχούν σε ευνοϊκότερες καταστάσεις και οι χαμηλότεροι σε δυσμενέστερες.
- β. Τα μεγέθη των συσχετίσεων επιλέγονται κατά τρόπο που να μειώνει στο ελάχιστον π.χ. τα λάθη ή τις επιπτώσεις νομισματικών διακυμάνσεων.
- γ. Στη θέση των απόλυτων τιμών, κατά το δυνατό, λαμβάνονται οι τιμές μέσου όρου.
- δ. Οι δείκτες που αναφέρονται στην έννοια του κόστους, κατά κανόνα, εκτιμούνται σε συσχέτιση με δείκτες που η σύνθεσή τους βασίζεται σε ποσοτικά δεδομένα.
- ε. Δείκτες που οι όροι τους αναφέρονται σε διάστημα χρήσεως μικρότερο από δώδεκα (12) μήνες δεν είναι ενδεικτικοί της όλης καταστάσεως της οικονομικής μονάδας και κρίνονται πάντοτε σε συσχέτιση με δείκτες αντίστοιχων χρονικών περιόδων προηγούμενων ετών.
- στ. Οι δείκτες καλύπτουν όλους τους τομείς δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας. Για το λόγο αυτό ταξινομούνται σε ομάδες κατά τρόπο που να επιτρέπει μία αρκετά πλατύτερη ανάλυση κάθε δραστηριότητας.

ζ. Δείκτης μεμονωμένος έχει σχετική μόνο χρησιμότητα. Γι' αυτό επιβάλλεται να γίνεται σύγκριση διάφορων δεικτών μεταξύ τους, ώστε να εξασφαλίζονται ορθά συμπεράσματα.

η. Οι δείκτες είναι δυνατό να είναι απλοί ή σύνθετοι.

4.1.2 Χρησιμότητα των αριθμοδεικτών στα πλαίσια του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου

Για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών που εξασφαλίζονται από το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο, οι οικονομικές μονάδες οδηγούνται από τις αρχές της ορθολογικής διαχείρισης και διοικήσεως και από τη σκοπιμότητα βελτιώσεως και συστηματοποιήσεως της οικονομικής έρευνας και αναλύσεως στον τομέα της δραστηριότητάς τους.

Οι ακόλουθοι βασικοί στόχοι, που διέπουν την κατάρτιση των αριθμοδεικτών, λαμβάνονται υπόψη από τις οικονομικές μονάδες:

- i. Η εξασφάλιση των μέσων διαγνώσεως και εκτιμήσεως των όρων ή συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι οικονομικές μονάδες.
- ii. Η κατάρτιση των δεικτών με τρόπο ενιαίο, ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους δείκτες ομοειδών οικονομικών μονάδων.
- iii. Η καλύτερη αξιοποίηση του λογιστικού και στατιστικού υλικού των οικονομικών μονάδων, για την εξυπηρέτηση όχι μόνο των αναγκών τους και πλατύτερα εκείνων που ασχολούνται με την έρευνα των διάφορων τομέων της επιχειρηματικής δραστηριότητας, αλλά και γενικότερα, π.χ. των Οργανισμών ή Υπηρεσιών που απασχολούνται με οικονομικές και κοινωνικές μελέτες σε υψηλότερο επίπεδο.

4.1.3 Κατηγορίες αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στην κατάρτισή τους και τον τύπο της επιχειρηματικής έρευνας και αναλύσεως που επιδιώκεται.

- Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τους αριθμοδείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν τις ανάγκες αξιολογήσεως της οικονομικής θέσεως της οικονομικής μονάδας, όπως αυτή εμφανίζεται σε στατική μορφή. Τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών αυτών αντλούνται βασικά από τους λογαριασμούς του ισολογισμού.

- Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τους αριθμοδείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν τις ανάγκες αναλύσεως της δυναμικής εικόνας της επιχειρηματικής προσπάθειας και του αποτελέσματος που προκύπτει από τη λειτουργία της οικονομικής μονάδας. Τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών αυτών αντλούνται βασικά από τους λογαριασμούς οργανικών, κατ' είδος, εξόδων και εσόδων γενικής εκμεταλλεύσεως και αποτελεσμάτων.

- Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει δείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν την ανάγκη συσχέτισης των στατικών στοιχείων του ισολογισμού προς τα δυναμικά στοιχεία της εκμεταλλεύσεως, με σκοπό τον προσδιορισμό της ορθολογικής ή μη χρησιμοποίησεως των μέσων της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

4.2 Πακέτο χρηματοοικονομικών δεικτών για την αξιολόγηση των εταιρειών

Στην παρούσα μελέτη πραγματοποιήθηκε μια εξωτερική χρηματοοικονομική ανάλυση. Η εξωτερική ανάλυση πραγματοποιείται από αναλυτές που δεν έχουν άμεση σχέση με τον οικονομικό οργανισμό.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι εξωτερικοί αναλυτές είναι:

- Τα στοιχεία τα οποία λαμβάνουν προκειμένου να διεξάγουν την ανάλυση τους στηρίζονται αποκλειστικά και μόνο στα στοιχεία που δημοσιεύονται.
- Για το λόγο αυτό ο εξωτερικός αναλυτής έχει περιορισμένη πληροφόρηση που μπορεί να τον οδηγήσουν σε μεγαλύτερη δυσκολία να διατυπώσει και να τεκμηριώσει ασφαλή συμπεράσματα για την πορεία του υπό εξέταση οικονομικού οργανισμού.
- Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο εξωτερικός αναλυτής είναι «οι λαθροχειρίες των ισολογισμών και οι αδυναμίες των ελεγκτών» να τις αντιμετωπίσουν⁴².

Ένα σύνολο από 15 αριθμοδείκτες επιλέχθηκαν για την αξιολόγηση και ανάλυση της παρούσας μελέτης. Αυτοί οι δείκτες αναλύονται παρακάτω:

4.2.1 Αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους

Μικτά κέρδη Εκμεταλλεύσεως / Καθαρές Πωλήσεις Χρήσεως Όριο < 1

Όπου καθαρές πωλήσεις στην παρούσα μελέτη θεωρείται ο κύκλος εργασιών της εταιρείας.

Ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει την λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης καθώς και την πολιτική τιμών αυτής. Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να έχει ένα υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά κ.α. έξοδα της και συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους, τόσο καλύτερη από άποψη κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Γενικά μπορούμε να πούμε ότι, η επίδραση από μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωληθέντων θα είναι λιγότερο δυσμενής, στην επιχείρηση εκείνη που έχει υψηλό αριθμοδείκτη μικτού κέρδους, από

⁴² Γαγάνης Χρ. Και Ζοπουνίδης Κ. (2008), Αναγνώριση Παραποιημένων Λογιστικών Καταστάσεων: Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

ότι θα είναι σε μια άλλη με χαμηλό το σχετικό αριθμοδείκτη. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης δείχνει την ικανότητα της διοικήσεως να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πουλάει σε υψηλές τιμές. Αντίθετα ένας χαμηλός αριθμοδείκτης δείχνει μια όχι καλή πολιτική της διοικήσεως στον τομέα των αγορών και των πωλήσεων. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε στασιμότητα πωλήσεων με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται αγορές σε μεγάλες ποσότητες, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν με χαμηλές τιμές.

Είναι όμως δυνατόν μια επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου να επιτύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων, ή αύξηση των πωλήσεων ενός νέου προϊόντος της, ώστε να διευρύνει τη δυναμική παρουσία στην αγορά. Μολονότι ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους φαίνεται, εκ πρώτης όψεως, ότι είναι προτιμητέος, εντούτοις θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες. Για παράδειγμα μια επιχείρηση με χαμηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να εμφανίζει μια δυναμική πολιτική πωλήσεων, κατά την οποία να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη, λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό της περιθώριο κέρδους. Αντίθετα, μια επιχείρηση με υψηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να είναι μια καθετοποιημένη επιχείρηση, οπότε το συνολικό κέρδος όλων των επιμέρους διαδικασιών επιτυγχάνεται με βάση την τιμή πώλησης των προϊόντων της. Μια επιχείρηση που βρίσκεται στο τελευταίο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας θα έχει πολύ μικρότερο περιθώριο κέρδους, εφόσον δεν συνυπολογίζει τα κέρδη των προηγούμενων σταδίων.

4.2.2 Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους

Καθαρά Κέρδη Εκμεταλλεύσεως / Καθαρές Πωλήσεις
--

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός τόσο πιο επικερδής η επιχείρηση. Εάν ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δεν μεταβάλλεται διαχρονικά ενώ κατά την ίδια περίοδο ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παρουσιάζει κάμψη, η εξέλιξη αυτή παρέχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αύξησεως των εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις. Εάν αντίθετα, ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους παρουσιάζει κάμψη διαχρονικά, ενώ ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους παραμένει σταθερός, παρέχεται ένδειξη δυσαναλόγου αύξησης του κόστους πωληθέντων σε σχέση με τα έσοδα πωλήσεων. Τούτο μπορεί να οφείλεται είτε σε συμπίεση των τιμών πωλήσεως των προϊόντων της επιχείρησης, είτε σε μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών που μετέχουν στην παραγωγή. Εάν όμως συμβαίνει, οι αριθμοδείκτες μικτού και καθαρού κέρδους να μειώνονται ενώ τα έξοδα λειτουργίας να παραμένουν σταθερά σε σχέση με τις πωλήσεις, τούτο οφείλεται αποκλειστικά και μόνο στο υψηλότερο κόστος παραγωγής.

4.2.3 Αριθμοδείκτης χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας ή Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων-ROE

Καθαρά κέρδη μετά από φόρους / Ίδια κεφάλαια	Όριο μεγαλύτερο ή ίσο με τη μονάδα
--	------------------------------------

Δείχνει κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη σημαίνει πως η επιχείρηση ευημερεί, κάτι που μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές για αυτήν οικονομικές συνθήκες και στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της. Χαμηλή τιμή, αντίστοιχα σημαίνει πως η επιχείρηση δεν είναι αποτελεσματική, εξαιτίας λανθασμένων επιλογών της διοίκησης, αρνητικού κλίματος στο γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον κ.α. Σύμφωνα με διεθνείς νόρμες τιμές του αριθμοδείκτη αυτού μεγαλύτερες από 25% είναι ικανοποιητικές, μεταξύ μηδέν και εικοσιπέντε τοις εκατό είναι μέτριες και μικρότερες του μηδενός μη ικανοποιητικές. Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της οικονομικής μονάδας.

4.2.4 Αριθμοδείκτης βιομηχανικής αποδοτικότητας – Απόδοση λειτουργίας

Κέρδη ΠΤΦ / Σύνολο Ενεργητικού

Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη προ χρηματοοικονομικών εξόδων και φόρων με το σύνολο του ενεργητικού. Δείχνει την αναλογία των αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης προς το σύνολο του ενεργητικού. Μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

4.2.5 Αριθμοδείκτης απόδοσης επενδύσεων – Εξίσωση Du Pont – ROI

$(\text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}) \times (\text{Κέρδη ΠΤΦ} / \text{Πωλήσεις})$

Ο σύνθετος αυτός δείκτης είναι σημαντικός, διότι δείχνει την σπουδαιότητα της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού και του καθαρού κέρδους μιας επιχείρησης, και βοηθά να ανακαλύψουμε πιθανούς τρόπους, με τους οποίους μπορεί να αυξηθούν τα λειτουργικά της κέρδη, σε σχέση με το ύψος των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων. Η αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού είναι δυνατόν να επιτευχθεί είτε με: (α) Αύξηση του καθαρού κέρδους από τις πωλήσεις των προϊόντων της, είτε με μείωση του κόστους πωληθέντων, είτε με αύξηση της τιμής πώλησης. (β) Αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού, είτε με αύξηση του όγκου πωλήσεων, είτε με μείωση των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων.

4.2.6 Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού

Καθαρές πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας του Ενεργητικού μιας επιχείρησης, εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτού, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας Ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Αντίθετα ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη ότι εντατικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων, οπότε θα πρέπει να αυξήσει το βαθμό χρησιμοποίησης αυτών ή να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών της στοιχείων. Με άλλα λόγια ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει αν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί.

4.2.7 Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων ή εκμετάλλευσης ιδίων κεφαλαίων

Καθαρές πωλήσεις / Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το βαθμό ανακύκλωσης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με βάση τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια δείχνει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης, τόσο καλύτερα είναι η θέση της επιχείρησης διότι πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις, με σχετικό μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων, γεγονός το οποίο ενδέχεται να οδηγήσει σε αυξημένα κέρδη. Σε χαμηλή τιμή του δείκτη οι ζημιές θα είναι ανάλογα μεγαλύτερες λόγω των αυξημένων χρηματοοικονομικών εξόδων που δημιουργούν τα ξένα κεφάλαια.

4.2.8 Αριθμοδείκτης κυκλοφορίας υποχρεώσεων

Πωλήσεις / Υποχρεώσεις

Οι αριθμοδείκτες της κατηγορίας αυτής παρουσιάζουν το βαθμό χρησιμοποίησης των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις. Υψηλές τιμές των αριθμοδεικτών αυτών σημαίνει ότι ο οικονομικός οργανισμός χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά του στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις.

4.2.9 Αριθμοδείκτης Υποχρεώσεων/ ΚΚ

Οι τιμές του αριθμοδείκτη αντικατοπτρίζουν το μέρος των διαρκών κεφαλαίων που προορίζεται για τη χρηματοδότηση του κύκλου εκμετάλλευσης της επιχείρησης. Όσο μικρότερη είναι η τιμή αυτού του δείκτη τόσο καλύτερα για την επιχείρηση.

4.2.10 Αριθμοδείκτης Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/ ΚΚ

Οι τιμές αυτού του αριθμοδείκτη δείχνουν το μέρος των διαρκών κεφαλαίων που προορίζεται για τη χρηματοδότηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης. Υψηλές τιμές αυτού του δείκτη σημαίνει ότι η εταιρεία δεν μπορεί να πληρώσει εύκολα προμηθευτές, βραχυπρόθεσμα δάνεια και άλλου είδους βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

4.2.11 Αριθμοδείκτης παγιοποίησης της περιουσίας

Πάγιο ενεργητικό/ Σύνολο ενεργητικού

Η περιουσιακή δομή διαφέρει από κλάδο σε κλάδο. Ωστόσο, και μέσα στον ίδιο κλάδο παρουσιάζονται διαφοροποιήσεις σύμφωνα με το επίπεδο τεχνολογικής και καινοτομικής διαφοροποίησης αυτών. Κατά βάση οι βιομηχανικές επιχειρήσεις παρουσιάζονται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας. Οι εμπορικές επιχειρήσεις ως εντάσεως κυκλοφοριακής περιουσίας, ενώ οι μεικτές επιχειρήσεις παρουσιάζουν μια ισοκατανομή κατά μέσο όρο μεταξύ των παγίων και των κυκλοφοριακών στοιχείων.

4.2.12 Αριθμοδείκτης Γενικής ρευστότητας

(Διαθέσιμα + Απαιτήσεις + Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
--

Όριο μεγαλύτερο από τη μονάδα
--

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την ρευστότητα της επιχείρησης αλλά και το περιθώριο ασφάλειας που διατηρεί η διοίκηση μιας επιχείρησης για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει μια κάποια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή κεφαλαίων κίνησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από πλευράς ρευστότητας. Μια επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία, για να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της όταν αυτές, καταστούν ληξιπρόθεσμες. Με άλλα λόγια ο δείκτης αυτός αντανάκλα την τρέχουσα ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων της.

4.2.13 Αριθμοδείκτης Άμεσης ρευστότητας

Κυκλοφορούν ενεργητικό - Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
--

Όριο μεγαλύτερο ή ίσο με τη μονάδα

Ο δείκτης αυτός συσχετίζει ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού με τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Στον αριθμητή αυτού του δείκτη, αποκλείεται ο υπολογισμός αποθεμάτων. Οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη άμεσης ρευστότητας, σπάνια

έχουν την ανάγκη δανεισμού. Υπάρχει η κοινή αντίληψη, ότι η χρηματοοικονομική ευρωστία της επιχείρησης προϋποθέτει ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού τουλάχιστον ίσα με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ώστε ο δείκτης να παίρνει μια τιμή γύρω στη μονάδα. Στην πράξη όμως οι επιχειρήσεις τείνουν να έχουν δείκτη ρευστότητας κάτω από τη μονάδα (ή συχνά και πολύ πιο κάτω). Επομένως ο δείκτης αυτός θα πρέπει να δραστηριοποιείται στο πλαίσιο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και των γενικών οικονομικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης αυτός τόσο αντανakλάται σε αυτόν η καλύτερη βραχυπρόθεσμη οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

4.2.14 Αριθμοδείκτης Ταμιακής ρευστότητας

Διαθέσιμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
--

Ο δείκτης αυτός προσδιορίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα της, προσδιορίζει δηλαδή την ικανότητα να εξοφλεί με μετρητά τις υποχρεώσεις της αυτές. Στα ταμιακά διαθέσιμα περιλαμβάνονται και οι καταθέσεις όψεως, τα τοκομερίδια που έληξαν, οι επιταγές και το συνάλλαγμα. Και εδώ συνιστάται ο δείκτης αυτός να είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα.

4.2.15 Αριθμοδείκτης Κεφαλαίου Κίνησης

Διαρκή Κεφάλαια/Καθαρό Πάγιο Ενεργητικό

Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρηματοοικονομική θέση θεωρείται ότι είναι ισχυρή, όταν η επιχείρηση έχει την ικανότητα να ικανοποιεί απρόσκοπτα τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της και διατηρεί συνθήκες οι οποίες της εξασφαλίζουν την ευνοϊκή πιστοληπτική της κατάσταση.

(Κεφάλαιο Κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις)

(Διαρκή κεφάλαια = Ίδια Κεφάλαια + Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις).

4.3 Εφαρμογή της προτεινόμενης μεθοδολογίας PROMETHEE

4.3.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο 3 έγινε μια εκτενής αναφορά στη διαδικασία αξιολόγησης με βάση τις πολυκριτήριες μεθόδους. Σε αυτήν εδώ την ενότητα θα υλοποιηθεί η προτεινόμενη μεθοδολογία για τις 5 εταιρείες VC που έχουν επιλεγεί και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) είτε ως θυγατρικές κάποιου τραπεζικού ομίλου είτε μόνες τους. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε για το χρονικό διάστημα 2008 – 2010 και αναδεικνύεται η συμβολή της πολυκριτήριας ανάλυσης στο περιβάλλον της σύγχρονης διοικητικής επιστήμης.

Στο 2^ο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι εταιρείες που αποτελούν τον κορμό του ελληνικού VC, εδώ παρουσιάζεται η υλοποίηση της μεθόδου PROMETHEE πάνω στα αποτελέσματα τους, με βάση τους δημοσιευμένους ισολογισμούς τους. Υπολογίζονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που παρατίθενται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 και τέλος παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της.

4.3.2 Εφαρμογή

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την κατάταξη των 5 ελληνικών εταιρειών VC, οι οποίες ήταν και οι μόνες που είχαν πλήρη δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία. Η κατάταξη των εταιρειών VC απαιτεί τη συλλογή ενός συνόλου πληροφοριών. Στη συγκεκριμένη εφαρμογή, ως πηγή άντλησης των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε ο ισολογισμός. Τα χρηματοοικονομικά δεδομένα που συγκεντρώθηκαν αφορούν τα έτη 2008, 2009 και 2010 για τα οποία άλλωστε πραγματοποιείται και η μελέτη (παρουσίαση σε πίνακα των βασικών οικονομικών μεγεθών των εταιρειών γίνεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2). Οι εν λόγω πληροφορίες έδωσαν τη δυνατότητα να προσδιοριστούν 15 χρηματοοικονομικοί δείκτες. Οι δείκτες οι οποίοι επιλέχθηκαν προσδιορίζουν το περιθώριο κέρδους των διαφόρων δραστηριοτήτων των εταιρειών, την απόδοση των επενδύσεων τους, την ανακύκλωση των κεφαλαίων τους, τη δομή των ενεργητικών-παθητικών στοιχείων τους και την φερεγγυότητα τους για τα προαναφερθέντα έτη. Το ευρύ αυτό σύνολο δεικτών κάλυπτε απόλυτα την ανάγκη υλοποίησης μιας πρώτης αναγνωριστικής μελέτης των επιδόσεων των προς αξιολόγηση επενδυτικών οργανισμών.

Οι εν λόγω δείκτες είναι οι εξής:

1. Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
2. Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	
3. Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
4. Βιομηχανική Αποδοτικότητα	
5. Απόδοση Επενδύσεων	
6. Κυκλοφορία Ενεργητικού	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
7. Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων- Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	
8. Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	
9. Υποχρεώσεις/ΚΚ	ΔΟΜΗ

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ-
ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ
ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

10. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ
11. Παγιοποίηση Περιουσίας

12. Γενική Ρευστότητα
13. Άμεση Ρευστότητα
14. Ταμιακή Ρευστότητα
15. Δείκτης ΚΚ

ΔΕΙΚΤΕΣ
ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες αυτοί συνιστούν τα κριτήρια αξιολόγησης κατά την εφαρμογή της πολυκριτήριας μεθόδου PROMETHEE.

Βάρη κριτηρίων: Τα κριτήρια που επιλέξαμε είναι με γραμμική προτίμηση και αδιάφορη περιοχή. Ο παρακάτω πίνακας (4.1) δείχνει τα βάρη που επιλέχθηκαν για κάθε κριτήριο.

Πίνακας 4.1: Βάρη κριτηρίων

ΚΡΙΤΗΡΙΑ	ΒΑΡΗ
Μεικτό ΠΚ	13,08
Καθαρό ΠΚ	12,87
Χρηματοοικονομική αποδοτικότητα	11,68
Βιομηχανική αποδοτικότητα	4,41
Απόδοση επενδύσεων	12,08
Κυκλοφορία ενεργητικού	3,15
Κυκλοφορία ιδίων κεφαλαίων	3,16
Κυκλοφορία υποχρεώσεων	3,18
Υποχρεώσεις/ΚΚ	2,27
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/ΚΚ	2,27
Παγιοποίηση περιουσίας	2,28
Γενική ρευστότητα	7,41
Άμεση ρευστότητα	7,60
Ταμιακή ρευστότητα	6,84
Δείκτης ΚΚ	7,73

Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός κριτηρίων που θα μπορούσαν να είχαν συμπεριληφθεί στην ανάλυση ή ακόμα να αντικαταστήσουν τα υπάρχον κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτή την έρευνα. Παρόλα αυτά, πέρα

από την έλλειψη δεδομένων που είναι σύνηθες φαινόμενο και δεν επιτρέπει πάντα τον υπολογισμό των επιθυμητών δεικτών, η χρήση μεγάλου αριθμού δεικτών παρουσιάζει κι άλλα προβλήματα λόγω της υψηλής συσχέτισης που συνήθως υπάρχει μεταξύ των κριτηρίων.

4.3.3 Αποτελέσματα

Η επεξεργασία των παραπάνω κριτηρίων, πραγματοποιήθηκε με τη χρήση της πολυκριτήριας μεθόδου Promethee [28], η οποία επιτρέπει τη σύνθεση πολλαπλών κριτηρίων για την εξαγωγή μιας συνολικής κατάταξης των εταιρειών. Αξιολογεί ταυτόχρονα 500 διαφορετικά σενάρια σχετικά με τη βαρύτητα των χρηματοοικονομικών κριτηρίων (δείκτες). Οι ροές προτίμησης υπολογίζονται για να παγιώσουν τα αποτελέσματα των συγκρίσεων (κατά ζεύγη) των ενεργειών και για να ταξινομήσουν όλες τις ενέργειες από την καλύτερη στη χειρότερη.

Υπολογίζονται τρεις διαφορετικές ροές προτίμησης:

- Phi+ (f^+): η θετική ροή προτίμησης $\varphi^+(a)$ μετρά κατά πόσο μια ενέργεια a προτιμάται από τις άλλες $(n-1)$ ενέργειες. Όσο μεγαλύτερη η τιμή της $\varphi^+(a)$ τόσο πιο δυνατή είναι η ενέργεια.
- Phi- (f^-): η αρνητική ροή προτίμησης $\varphi^-(a)$ μετρά κατά πόσο οι $(n-1)$ ενέργειες προτιμώνται από την a . Όσο μικρότερη η τιμή της $\varphi^-(a)$ τόσο καλύτερη η ενέργεια.
- Phi (φ): η καθαρή ροή προτίμησης $\varphi(a)$ είναι η μαθηματική ισορροπία μεταξύ των δύο. Λαμβάνει υπόψη έτσι και αθροίζει τις θετικές και τις αρνητικές ροές της ενέργειας σε ένα ενιαίο αποτέλεσμα.

Πίνακας 4.2: Ροές προτίμησης εταιρειών για το έτος 2008

PROMETHEE			
Actions	Phi	Phi+	Phi-
PIRAEUS	0,3566	0,3958	0,0392
ATTICA	0,0401	0,1861	0,1460
ALPHA	0,0000	0,0000	0,0000
CAPITAL CONNECT	-0,0888	0,1301	0,2190
NEW MELLON	-0,3079	0,0500	0,3579

Με βάση την ανάλυση και τα αποτελέσματα της μεθόδου Promethee II, τα οποία φαίνονται στον πίνακα (4.2) η κατάταξη των επιλεγμένων εταιρειών του κλάδου για το οικονομικό έτος 2008 έχει ως εξής:

Την πρώτη θέση στην κατάταξη καταλαμβάνει η piraesus capital management, αφού έχει ταυτόχρονα τη μεγαλύτερη θετική ροή προτίμησης (+0,3958) και τη χαμηλότερη αρνητική ροή προτίμησης (0,0392). Η εταιρεία παρουσιάζει το μεγαλύτερο μεικτό (+0,993) και καθαρό περιθώριο κέρδους (+0,696) καθώς τα μεικτά κέρδη της ανέρχονται σε 298.845 € και ο κύκλος εργασιών της σε 300.913 €. Τα καθαρά κέρδη της περιορίζονται, μετά από τόκους, φόρους και αποσβέσεις, στα 209.474 €, με τον καθαρό κύκλο εργασιών να παραμένει ως έχει. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση είναι επικερδής, καλύπτει με ευκολία τα λειτουργικά και άλλα έξοδα και θεωρείται σταθεροποιημένη. Ο υψηλός, επίσης, δείκτης της χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας (+0,656) και της απόδοσης επενδύσεων (+0,698) δείχνουν ότι η εταιρεία ευημερεί, είναι αποτελεσματική και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι ικανοποιητική. Πράγματι, τα ίδια κεφάλαια κυμαίνονται στα 319.473 €, μεγαλύτερα από τα καθαρά κέρδη. Στην ανακύκλωση του κεφαλαίου της η piraesus πετυχαίνει πολύ καλά αποτελέσματα. Στον δείκτη κυκλοφορίας ενεργητικού (+0,746), σε αυτόν της εκμετάλλευσης ιδίων κεφαλαίων (+0,942) και της κυκλοφορίας υποχρεώσεων (+3,583) φαίνεται ότι δεν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων. Η εταιρεία χρησιμοποιεί εντατικά τα περουνιακά της στοιχεία για να αυξήσει τον κύκλο εργασιών της, με λιγότερα ίδια κεφάλαια. Οι δείκτες γενικής (+4,804), άμεσης (+4,675) και ταμιακής ρευστότητας (+4,788) παρουσιάζονται σε πολύ υψηλά επίπεδα. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία, διατηρεί περιθώριο ασφαλείας και ανταποκρίνεται στην πληρωμή τρεχουσών και ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων, αφού έχει μικρές υποχρεώσεις 83.982 € σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της 403.455 €.

Δεύτερη στην κατάταξη έρχεται η attica ventures με καθαρή ροή προτίμησης χαμηλή (+0,0401) αφού η θετική (+0,1861) και η αρνητική ροή (+0,1460) είναι πολύ κοντά μεταξύ τους. Ενώ ο δείκτης μεικτού περιθωρίου κέρδους (+0,540) κρίνεται ικανοποιητικός, παρατηρείται μια σημαντική διαφορά μεγέθους με τον δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους (+0,130). Η εταιρεία παρουσιάζει κύκλο εργασιών 789.998 €, μεικτά κέρδη 423.541 € και καθαρά κέρδη 102607 €. Εμφανίζεται, δηλαδή, αυτή την περίοδο με έξοδα λειτουργίας 304.431 €. Εξάλλου και ο δείκτης απόδοσης επενδύσεων (+0,132) είναι σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που οφείλεται στα μικρά κέρδη προ τόκων και φόρων: 154.752 € σε σχέση με το υψηλό σύνολο ενεργητικού: 1.169.240 €. Αντιθέτως, η attica ventures έχει καλύτερες επιδόσεις στους δείκτες ανακύκλωσης καιφαλαίου. Κυκλοφορία ενεργητικού (+0,676),

εκμετάλλευση ιδίων κεφαλαίων (+0,886) και κυκλοφορία υποχρεώσεων (+2,849). Οι επιδόσεις αυτές οφείλονται στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων που ανέρχονται σε 891.956 € αλλά και στις μικρές σχετικά υποχρεώσεις που ήταν 277.284 €. Η εταιρεία δεν εμφανίζει πρόβλημα ρευστότητας αφού και οι τρεις δείκτες ρευστότητας είναι πολύ μεγαλύτεροι της μονάδας, δηλαδή: γενική (+3,101), άμεση (+3,013) και ταμειακή ρευστότητα (+2,625). Σημαντικό ρόλο σε αυτά τα αποτελέσματα έπαιξε το υψηλό κυκλοφορούν ενεργητικό της εταιρείας που ήταν 845.412 €.

Τρίτη στη συγκεκριμένη κατάταξη είναι η alpha ventures με μηδενικές τιμές και αυτό γιατί κατά το έτος 2008 δεν υπήρξε δημοσίευση των οικονομικών στοιχείων λόγω της αναδιάρθρωσης της με τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου Alpha Equity Fund, οπότε δεν λαμβάνεται υπόψη.

Έπειτα, τέταρτη κατά σειρά έρχεται η capital connect με καθαρή ροή προτίμησης μικρότερη του μηδενός (-0,0888). Γεγονός που οφείλεται στο ότι η αρνητική ροή προτίμησης (+0,2190) είναι μεγαλύτερη από τη θετική ροή (+0,1301) στα αποτελέσματα της μεθόδου promethee που φαίνονται στον πίνακα (4.2). Προτιμούνται, δηλαδή, οι άλλες ενέργειες (εταιρείες) έναντι της capital connect. Αυτό συμβαίνει διότι κατά το οικονομικό έτος 2008 ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου κέρδους έχει αρνητική τιμή (-0,035), ο δείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων έχει αρνητική τιμή (-0,129), όπως επίσης και οι δείκτες των υποχρεώσεων προς το κεφάλαιο κίνησης, αφού στον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων της παρουσιάζει ζημιές ύψους 13.007,36 € και το σύνολο των υποχρεώσεων της: 240.715,50 € είναι μεγαλύτερο από το κυκλοφορούν ενεργητικό της: 115.831,96 €.

Τελευταία στην κατάταξη μας έρχεται η new mellon με καθαρή ροή προτίμησης αρνητική (-0,3079), διότι και σε αυτή την περίπτωση η αρνητική ροή προτίμησης (+0,3579) είναι μεγαλύτερη από τη θετική (+0,050). Στον υπολογισμό των χρηματοοικονομικών δεικτών που κάναμε κατά το έτος 2008 παρουσιάζει τα εξής στοιχεία: Καθαρό περιθώριο κέρδους αρνητικό (-3,778), χρηματοοικονομική αποδοτικότητα αρνητική (-0,707), βιομηχανική αποδοτικότητα αρνητική (-0,172), απόδοση επενδύσεων επίσης υπό του μηδενός (-0,172) και αρνητικές υποχρεώσεις προς το κεφάλαιο κίνησης αφού στα στοιχεία του ισολογισμού της παρουσιάζει ζημιές ύψους 511.843,0 €. Έτσι σωστά προτιμούνται οι άλλες εταιρείες έναντι αυτής.
[ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2, Δείκτες – Γραφήματα, Ισολογισμοί]

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2008:

Piraeus Capital Management



Attica Ventures

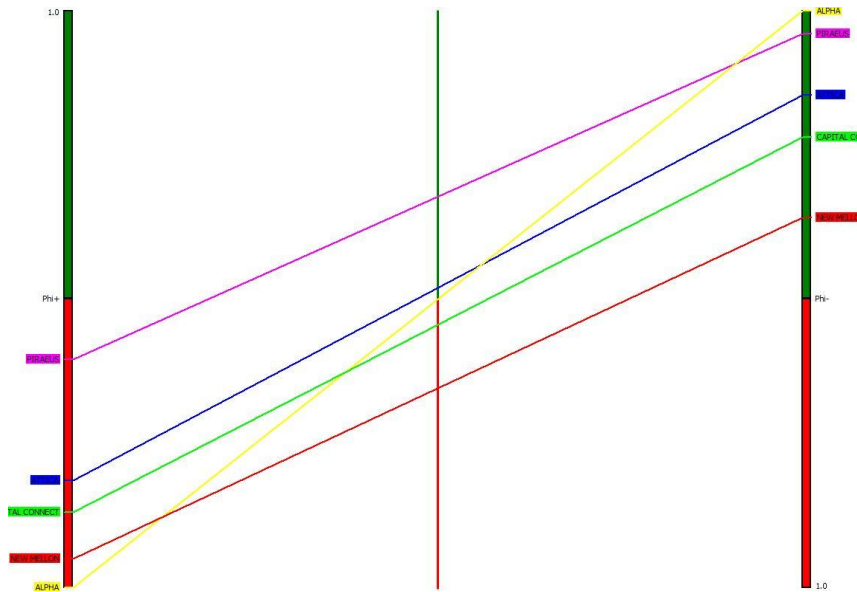


Capital Connect

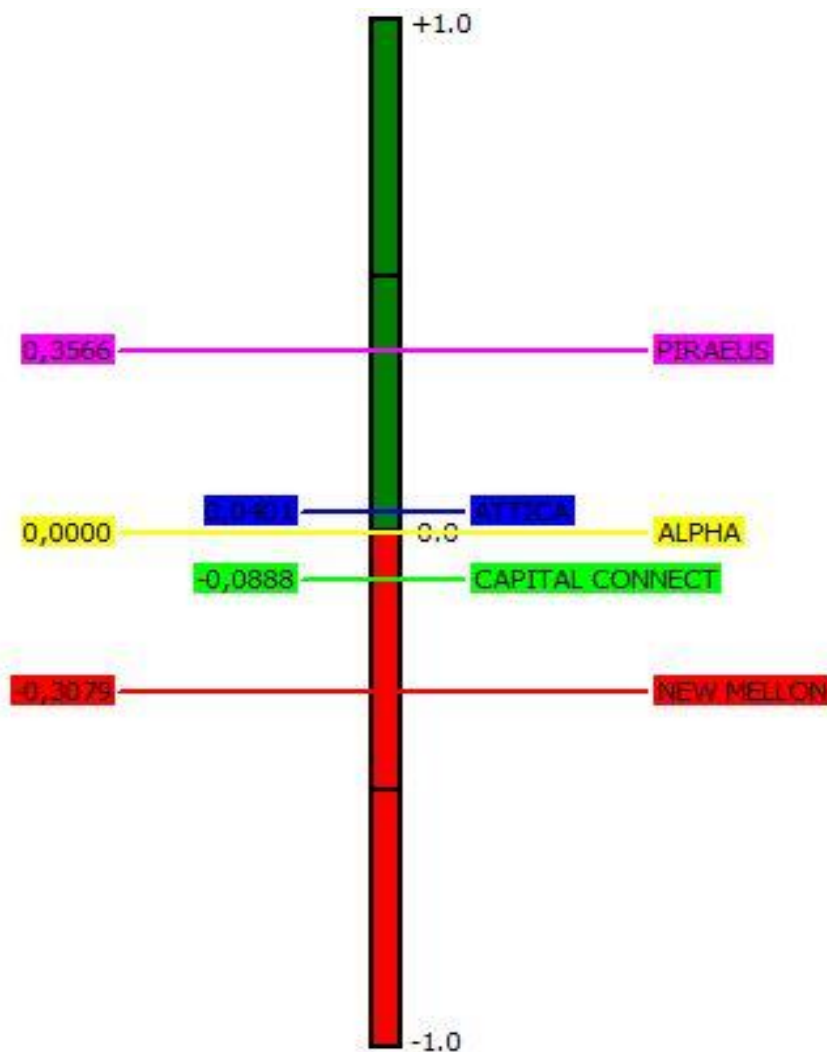


New Mellon

Σχήμα 4.3: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE I για το έτος 2008.



Σχήμα 4.4: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE II για το έτος 2008.



Πίνακας 4.6: Ροές προτίμησης εταιρειών για το έτος 2009

PROMETHEE			
Actions	Phi	Phi+	Phi-
ALPHA	0,3815	0,4302	0,0487
PIRAEUS	0,2977	0,3782	0,0806
ATTICA	-0,1059	0,1410	0,2470
CAPITAL CONNECT	-0,2847	0,0603	0,3450
NEW MELLON	-0,2885	0,0821	0,3707

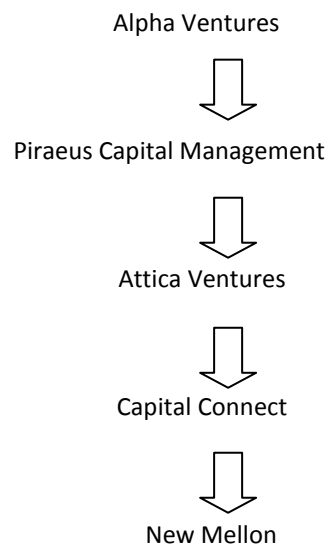
Λαμβάνοντας υπόψη την αναδιάρθρωση της alpha ventures το 2009 φαίνεται ότι τα οικονομικά μεγέθη του fund της έδωσαν την ώθηση να καταλάβει την πρώτη θέση στην κατάταξη μας με καθαρή ροή προτίμησης (+0,3815), αφού η θετική ροή προτίμησης της (+0,4302) έναντι των άλλων 4 ενεργειών είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από την αρνητική ροή προτίμησης (0,0487) των 4 ενεργειών έναντι της alpha. Γεγονός που φαίνεται από τα οικονομικά της στοιχεία, έχοντας χαμηλές υποχρεώσεις 341.960,48 € σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της 1.062.491,53 €. Η καλή επίδοση των χρηματοοικονομικών δεικτών της εταιρείας φαίνεται καθώς η γενική (+3,107), η άμεση (+3,107) και η ταμιακή (+2,347) ρευστότητα είναι κατά πολύ μεγαλύτερες της μονάδας (1,000). Η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη 620.531,05 €, αναλαμβάνει άνετα την κάλυψη των υποχρεώσεων της και φαίνεται να ευημερεί, οπότε είναι σε θέση να επενδύσει. Ο κύκλος εργασιών της είναι μεγάλος: 1.487.500 € και η καθαρή της θέση ανέρχεται στα 720.531,05 €. Δεδομένα που φαίνονται, άλλωστε, και στους δείκτες ανακύκλωσης κεφαλαίου όπου η κυκλοφορία ενεργητικού (+1,400), η εκμετάλλευση ιδίων κεφαλαίων (+2,064) και η κυκλοφορία υποχρεώσεων (+4,350) είναι δείκτες σε υψηλά επίπεδα.

Η piraesus capital management παραμένει σε υψηλά επίπεδα προτίμησης και το 2009, αφού δεν υπάρχει ιδιαίτερη κάμψη των αριθμοδεικτών της σε σχέση με το προηγούμενο οικονομικό έτος καθώς έρχεται δεύτερη στην κατάταξη της μεθόδου promethee με καθαρή ροή (+0,2977) κάτι που με βάση την ανάλυση οφείλεται στο ότι ενώ, μεν, έχει καλύτερη απόδοση στους δείκτες φερεγγυότητας από την alpha, υστερεί σε αυτούς της απόδοσης επενδύσεων (+0,474), του καθαρού περιθωρίου κέρδους (+0,313), της κυκλοφορίας ενεργητικού (+1,015), της εκμετάλλευσης των ιδίων κεφαλαίων (1.357) και της κυκλοφορίας υποχρεώσεων (+4,029). Αξιοσημείωτη η διαφορά αυτών των επιδόσεων σε σχέση με την προηγούμενη διαχειριστική περίοδο. Ελάχιστα πτωτικά, αλλά σταθεροποιητικά σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ο δείκτης γενικής (+4,768), άμεσης (+4,580) και ταμιακής ρευστότητας (+4,418). Μπορεί να αυξήθηκαν οι υποχρεώσεις της σε 187.104 €, αυξήθηκε, όμως, κατά πολύ το κυκλοφορούν ενεργητικό της σε 739.772 €, ο κύκλος εργασιών της σε 753.872 €, τα ίδια κεφάλαια σε 555.581 €, τα μεικτά κέρδη σε 537.241 € και τα καθαρά κέρδη της σε 236.107 €. Συμπερασματικά, η εταιρεία και το 2009 συνεχίζει να είναι επικερδής και κατορθώνει να πληρώνει με ευκολία τις υποχρεώσεις της. Τα στοιχεία δείχνουν ότι είναι αποτελεσματική και σε καλή επενδυτική ευημερία.

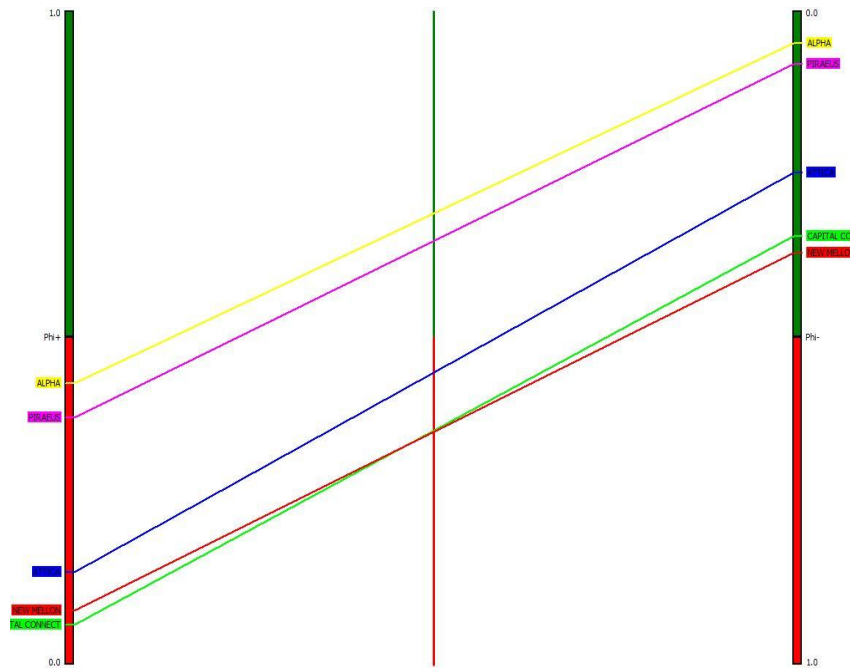
Τρίτη τη κατάταξη έρχεται η attica καθώς παρουσιάζει μικρότερη θετική ροή προτίμησης από την αρνητική έναντι των άλλων και άρα καθαρή ροή προτίμησης αρνητική (-01059). Το γεγονός αυτό πιθανώς να οφείλεται στην απομείωση του δείκτη μεικτού περιθωρίου κέρδους (+0,483) και καθαρού περιθωρίου κέρδους (+0,071), απόδοσης επενδύσεων (+0,103) και φερεγγυότητας. Παρατηρείται ότι υπάρχει μια κάμψη στις τιμές των δεικτών γενικής (+2,701), άμεσης (+2,609) και ταμειακής ρευστότητας (+2,287) αφού αυξήθηκαν οι υποχρεώσεις σε 323.983 €, το τακτικό αποθεματικό κατά 5.300 € και οι καταθέσεις όψεως και προθεσμίας σε 734.974 €. Περαιτέρω υφίστανται αύξηση οι δείκτες ανακύκλωσης κεφαλαίου διότι αυξάνονται οι υποχρεώσεις της εταιρείας σε 323.983,0 € από 277.284,0 € τον προηγούμενο χρόνο, μειώνοντας τα λειτουργικά και έτσι και τα καθαρά κέρδη του ισολογισμού.

Οι δύο τελευταίες θέσεις της κατάταξης όπως φαίνεται δεν αλλάζουν αν και οι δύο εταιρείες, capital connect και new mellon, φαίνεται να βαδίζουν σε καλύτερες οικονομικές καταστάσεις. Πράγματι, βελτιώνουν χαρακτηριστικά τους δείκτες περιθωρίου κέρδους, απόδοσης επενδύσεων και ρευστότητας σε σχέση με το 2008 όχι όμως τόσο ώστε να αναρριχηθούν στις θέσεις της κατάταξης και να προτιμηθούν τελικά σε σχέση με τις άλλες εταιρείες [ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2, Δείκτες – Γραφήματα, Ισολογισμοί].

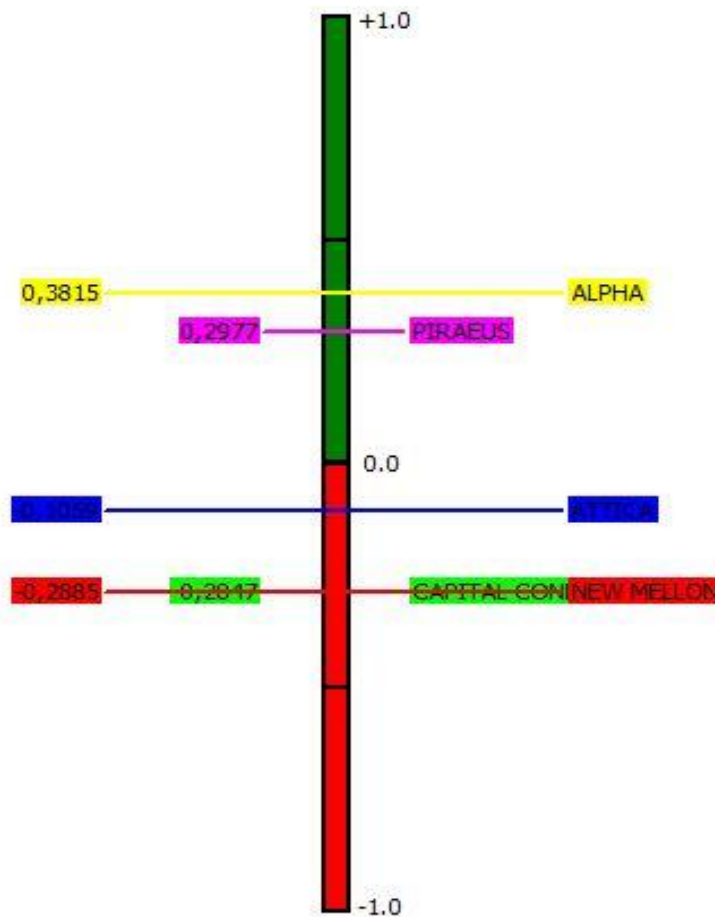
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2009:



Σχήμα 4.7: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE I για το έτος 2009.



Σχήμα 4.8: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE II για το έτος 2009.



Για το οικονομικό έτος 2010:
Πίνακας 4.9: Αξιολόγηση, στατιστική, παράμετροι μεθόδου promethee για το έτος 2010.

Evaluations	Active										Yes ΔΑΚ				
	MEIKTO ΠΚ	ΚΑΘΑΡΟ ΠΚ	ΧΡΗΜΙΚΗ ΑΠΟΤΗΤΑ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΠΟΔ.	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΚΥΚΛΟΦ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	ΚΥΚΛΟΦ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦ	ΚΥΚΛΟΦ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ/ΚΚ	ΒΡΑΧ ΥΠΟΧ/ΚΚ		ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΘΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤ	ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤ	ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΕΥΣΤ
Active	0,560	0,076	0,078	0,098	0,068	0,703	1,029	2,216	0,436	0,350	0,019	3,858	3,767	3,085	0,727
Yes-ΑΤΤΙΣΑ	0,729	0,509	0,432	0,547	0,547	0,751	0,848	6,573	0,129	0,129	0,000	8,753	8,472	6,381	0,886
Yes-CAPITAL CONNECT	0,185	0,084	0,025	0,030	0,030	0,207	0,300	0,666	0,773	0,773	0,071	2,293	2,029	0,782	0,511
Yes-NEW MELLON	0,566	0,046	0,031	0,033	0,033	0,594	0,673	5,052	0,154	0,135	0,136	8,390	-5,371	5,488	0,761
Yes-PIRAEUS	0,504	0,380	0,346	0,398	0,398	0,765	0,912	4,728	0,190	0,167	0,005	7,003	6,669	5,139	0,858
Statistics															
Active	0,185	0,046	0,025	0,030	0,030	0,207	0,300	0,666	0,129	0,129	0,000	2,293	-5,371	0,782	0,511
Minimum	0,729	0,509	0,432	0,547	0,547	0,765	1,029	6,573	0,773	0,773	0,136	8,753	8,472	6,381	0,886
Maximum	0,507	0,219	0,182	0,221	0,219	0,604	0,752	3,847	0,336	0,311	0,046	6,059	3,113	4,175	0,749
Average	0,178	0,189	0,172	0,212	0,213	0,207	0,254	2,118	0,244	0,245	0,051	2,554	4,795	2,011	0,133
Standard Dev.															
Preference parameters															
Active	13,08	12,87	11,68	4,41	12,08	3,15	3,16	3,18	2,27	2,27	2,28	7,41	7,60	6,84	7,73
Min/Max	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear	Linear
Weight	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute	absolute
Preference Fn.	-4,000	-4,000	-1,000	-2,200	-2,200	0,000	0,000	0,000	-81,000	-81,000	0,000	0,000	-6,000	0,000	0,000
Thresholds	2,000	2,000	1,000	1,000	1,000	1,500	4,000	5,000	44,000	44,000	1,000	9,000	9,000	7,000	1,000
Indifference	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Preference															
Gaussian															

Πίνακας 4.10: Ροές προτίμησης εταιρειών για το έτος 2010

PROMETHEE			
Actions	Phi	Phi+	Phi-
ALPHA	0,4110	0,4331	0,0221
PIRAEUS	0,1961	0,2989	0,1028
ATTICA	-0,1035	0,1479	0,2514
NEW MELLON	-0,1985	0,1069	0,3054
CAPITAL CONNECT	-0,3051	0,0850	0,3901

Κατά το οικονομικό έτος 2010 η alpha ventures παραμένει στην πρώτη θέση της κατάταξης μας αφού η καθαρή ροή προτίμησης της (0,4110) είναι κατά πολύ μεγαλύτερη έναντι των άλλων. Η υπεροχή της σε όλους τους δείκτες είναι εμφανής σε σχέση με τις άλλες εταιρείες του κλάδου. Το σημαντικό για την εταιρεία είναι ότι παρουσιάζει καλύτερα οικονομικά στοιχεία στη χρήση του 2010 από εκείνη του 2009. Βελτιώνεται χαρακτηριστικά σε, σχεδόν, όλους τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Οι υποχρεώσεις της ανέρχονται σε 114.099,41 € και το κυκλοφορούν ενεργητικό της παραμένει σε ίδια επίπεδα, ήτοι: 998.705,53 €. Αυτό δείχνουν και οι δείκτες φερεγγυότητας, με πολύ υψηλές αποδόσεις. Η γενική ρευστότητα (+8,753), η άμεση (+8,472) και η ταμειακή (+6,381). Φαίνεται, δηλαδή, ότι η εταιρεία έχει και ανενεργά κεφάλαια, εκτός του γεγονότος ότι πληρώνει τις υποχρεώσεις της και είναι πολύ αποτελεσματική. Της δίνεται η δυνατότητα να επενδύσει κεφάλαια διότι βρίσκεται σε ευνοϊκή θέση. Παρατηρώντας τον δείκτη της απόδοσης επενδύσεων (+0,547), ο οποίος υστερεί σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, θα πρέπει πιθανόν η εταιρεία να ανακαλύψει τρόπους να αυξήσει τα λειτουργικά της κέρδη σε σχέση με το ύψος των απασχολούμενων περιουσιακών στοιχείων.

Τη δεύτερη θέση της κατάταξης κατέχει και πάλι η piraeus. Παρατηρείται υστέρηση στο μεικτό περιθώριο κέρδους (+0,504), στο δείκτη χρηματοοικονομικής (+0,346) και βιομηχανικής αποδοτικότητας (+0,398) σε σχέση με τα προηγούμενα οικονομικά έτη. Τα ίδια κεφάλαια εμφανίζονται αυξημένα σε 849.728 € και τα μεικτά κέρδη μειωμένα σε 390.561,89 €. Αντιθέτως, στο καθαρό περιθώριο κέρδους υπάρχει βελτίωση (+0,380). Στους δείκτες φερεγγυότητας οι επιδόσεις είναι σαφέστατα υψηλές. Γενική ρευστότητα (+7,003), άμεση (+6,669) και ταμειακή (+5,139). Αυτό πιθανώς να σημαίνει ότι, ενώ η εταιρεία έχει αρκετά μετρητά για να καλύψει τις υποχρεώσεις της, δεν επανατοποθετεί κεφάλαια είτε σε έρευνα, είτε σε ανάπτυξη και αυτά μένουν ανενεργά. Φαίνεται, παρόλα αυτά, ότι οι καθαρές ταμιακές ροές μειώνονται κατά πολύ σε 37.148,17 € σε σχέση με το προηγούμενο έτος κάτι που σημαίνει ότι έχουν αυξηθεί οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις. Η εταιρεία, έχοντας την καλή εικόνα τα προηγούμενα χρόνια πραγματοποιεί, πια, επενδυτικές δραστηριότητες και ελπίζει στην επιτυχία.

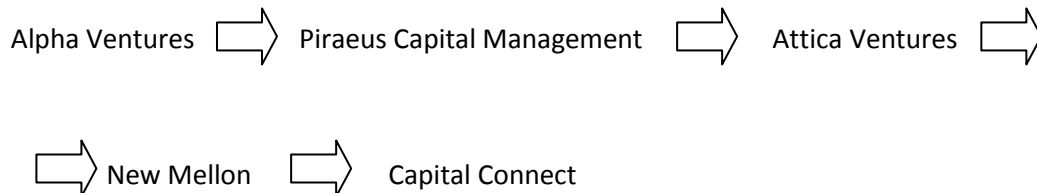
Την τρίτη θέση η καταλαμβάνει η attica ventures με βελτίωση όμως των περισσότερων χρηματοοικονομικών δεικτών όπως αυτών της φερεγγυότητας, αφού η ρευστότητα επανέρχεται σε ακόμη μεγαλύτερα επίπεδα ακόμη και εκείνων του οικονομικού έτους 2008. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρεία εκπληρώνει με ευκολία τις υποχρεώσεις της και τις

ληξιπρόθεσμες οφειλές της. Το κυκλοφορούν ενεργητικό της ανέρχεται κατά το έτος 2010 σε 1.368.693 € και το σύνολο των υποχρεώσεων της λίγο αυξημένο στα 442.313 €. Επέρχεται σημαντική αύξηση στον κύκλο εργασιών της εταιρείας σε 979.998 € και στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων σε 951.994 €. Η attica δεν φαίνεται να υπερεπενδύει κεφάλαια, αντιθέτως η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι ικανοποιητική διότι πιθανόν να χρησιμοποιεί περιουσιακά στοιχεία για να αυξήσει τον κύκλο εργασιών της.

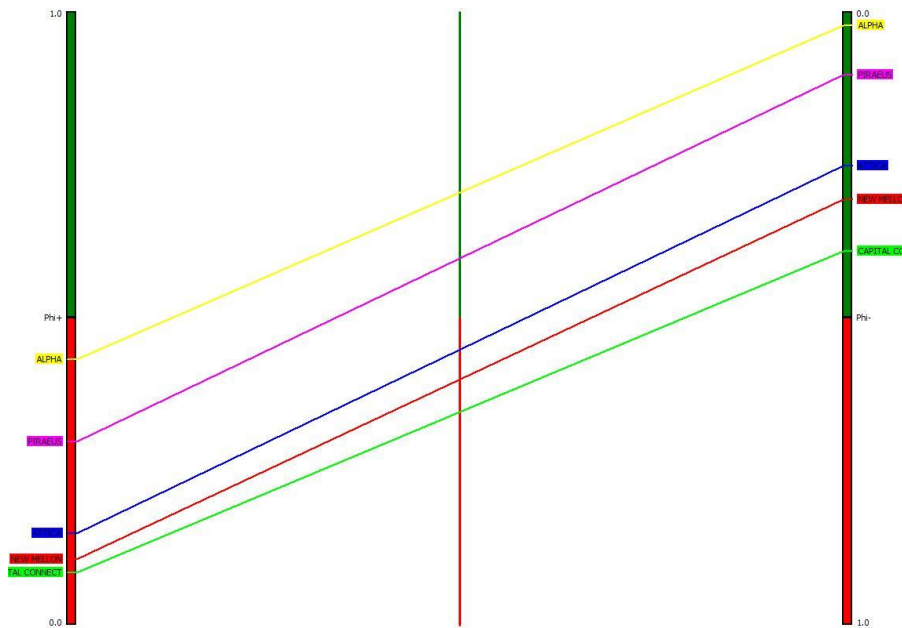
Μια αξιοσημείωτη αλλαγή στην κατάταξη είναι η τέταρτη θέση για τη newmellon, η οποία επιτυγχάνεται μετά από θεαματική βελτίωση των δεικτών της μέσα σε αυτή την τριετία. Βελτιώνει το περιθώριο κέρδους (+0,556), την απόδοση των επενδύσεων της (+0,033), την κυκλοφορία των υποχρεώσεων της (+5,052) και τελικά αυξάνει κατά πολύ τη φερεγγυότητα της αφού οι δείκτες ρευστότητας έχουν ως εξής: Γενική (+8,390) και ταμειακή (+5,488). Τα στοιχεία αυτά σημαίνουν ότι στη διάρκεια του χρόνου η εταιρεία λειτουργεί καλύτερα, γίνεται πιο αποτελεσματική και δεν έχει πρόβλήματα στην κάλυψη των υποχρεώσεων της.

Από τη άλλη, η πτώση στην κατάταξη της capital connect πιθανόν να οφείλεται στην διαφαινόμενη απομείωση του περιθωρίου κέρδους (+0,185) και της απόδοσης των επενδύσεων (0,030) ενώ κατά τα άλλα η γενική (+2,293) και η άμεση ρευστότητα (+2,029) της εταιρείας αυξάνεται πράγμα που σημαίνει ότι δεν θα αντιμετωπίσει προβλήματα στην πληρωμή των όποιων υποχρεώσεων της. Υπάρχει, όμως, μια μείωση στην τιμή του δείκτη ταμειακής ρευστότητας, που πιθανώς να σημαίνει ότι θα δυσκολεύεται να αποπληρώνει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές της με μετρητά *[ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2, Δείκτες – Γραφήματα, Ισολογισμοί]*.

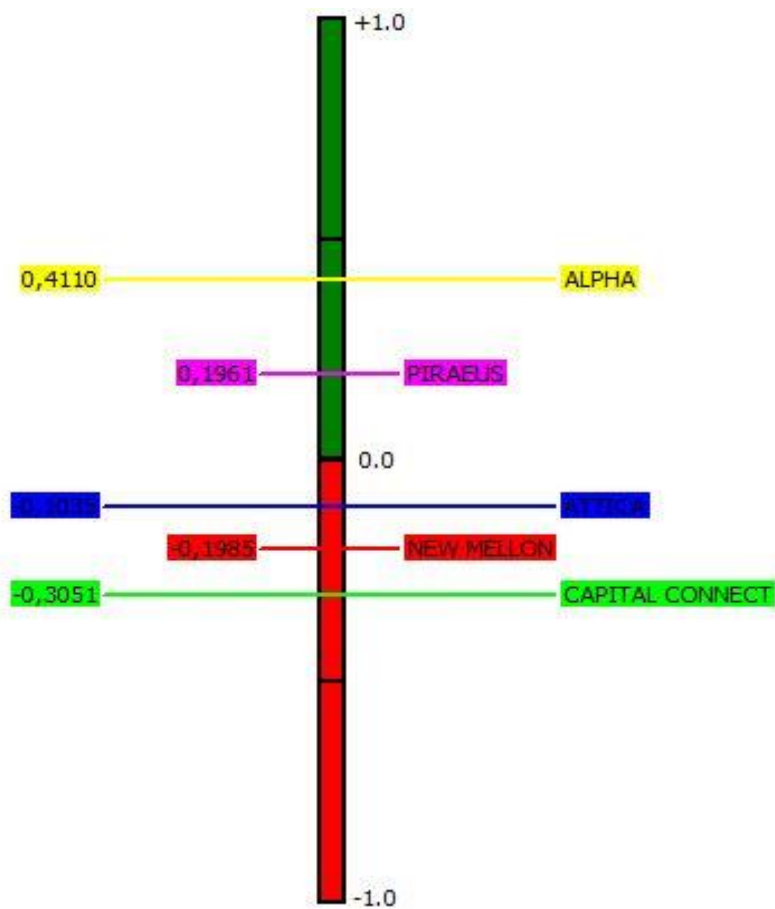
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2010:



Σχήμα 4.11: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE I για το έτος 2010.

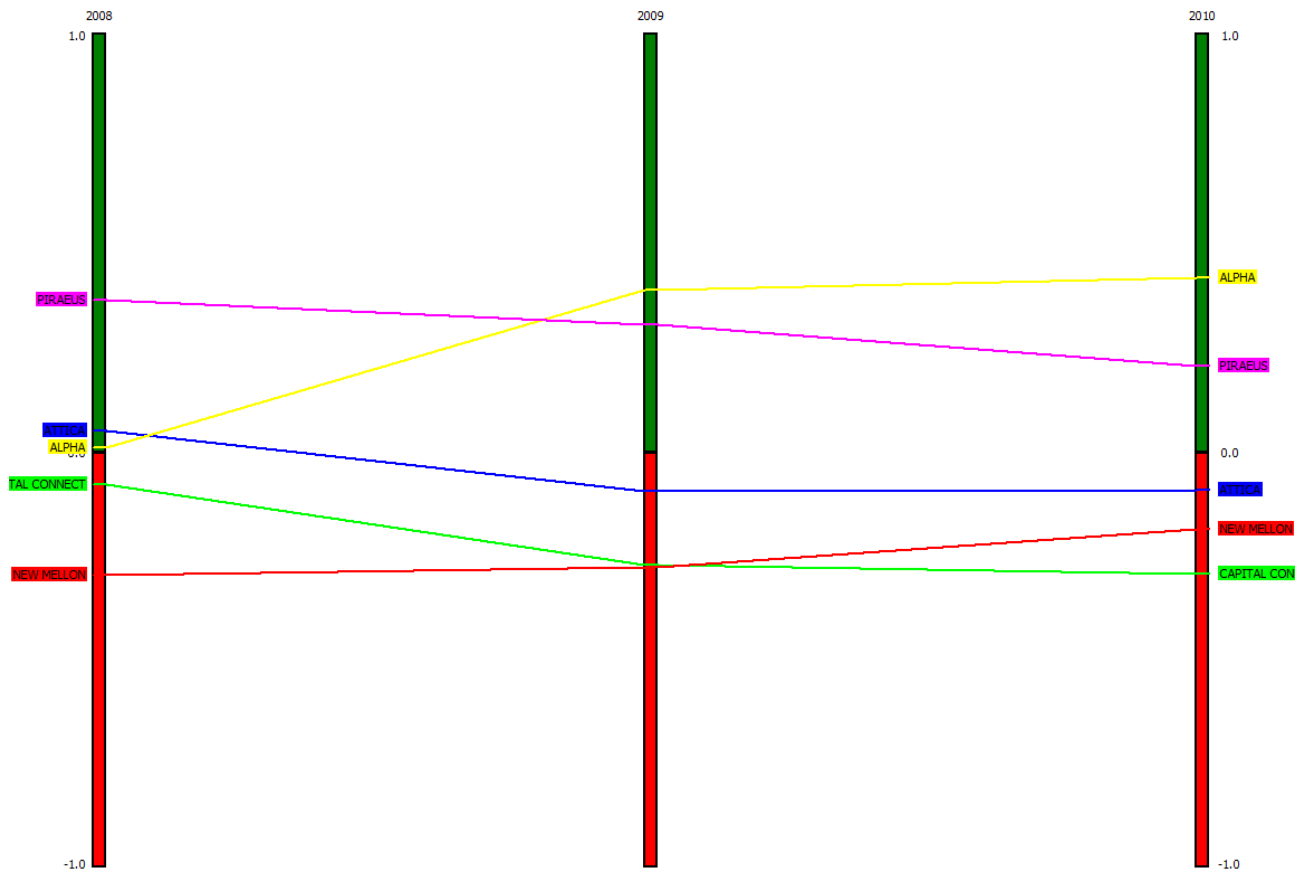


Σχήμα 4.12: Γραφική απεικόνιση αποτελεσμάτων της μεθόδου PROMETHEE II για το έτος 2010.



Συνοπτική εικόνα της κατάταξης που έδωσε η ανάλυση με τη μέθοδο PROMETHEE I για τις 5 εταιρείες VC κατά τα οικονομικά έτη που διεξήχθη η έρευνα.

Γράφημα 4.13: Σύγκριση σεναρίων οικονομικών ετών 2008-2009-2010



Τονίζουμε το γεγονός ότι η κατάταξη των τραπεζικών ιδρυμάτων στις τελευταίες θέσεις δεν υποδηλώνει ότι τα συγκεκριμένα τραπεζικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικά προβλήματα, καθώς σκοπός της συγκεκριμένης πολυκριτήριας μεθόδου δεν είναι ο διαχωρισμός τους σε δυναμικά και μη, αλλά η κατάταξη τους που στηρίζεται σε μια μεταξύ τους συγκριτική ανάλυση, λαμβάνοντας συγχρόνως υπόψη τα συγκεκριμένα κριτήρια και τα βάρη αυτών που επιλέχθηκαν από εμάς.

5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία, μέσω της οικονομικής ανάλυσης και της κατάταξης των εταιρειών που έγινε μέσω της μεθόδου *promethee*, έδειξε και το ζητούμενο.

Οι εταιρείες VC έχουν την αναγκαία οικονομική δυνατότητα να επενδύσουν κατά τη διάρκεια της ύφεσης αρκεί να υπάρχουν καινοτόμες ιδέες και προσεκτικά σχεδιασμένα *business plan* από τις επιχειρήσεις. Βασική προϋπόθεση για να συμβεί αυτό είναι η ανεύρεση κεφαλαίων, είτε ιδιωτικών, είτε δημόσιων, είτε ένας συνδυασμός και των δύο όπως συμβαίνει στην περίπτωση του TA.NE.O. Η αναγκαία ρευστότητα, που χρειάζονται οι εταιρείες για να καλύπτουν τα λειτουργικά τους έξοδα, τις μελέτες για νέα επιχειρηματικά προγράμματα και την έρευνα σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε τομείς άμεσου και στρατηγικού επενδυτικού ενδιαφέροντος, υπάρχει στην πλειονότητα των εταιρειών του κλάδου. Ειδικότερα στο τελευταίο έτος, που εξετάζει η παρούσα μελέτη, όλες οι εταιρείες VC παρουσιάζουν στους δείκτες άμεσης και γενικής ρευστότητας τιμές πολύ μεγαλύτερες της μονάδας. Φαίνεται ότι υπάρχει και το περιθώριο ασφάλειας που διατηρεί η διοίκηση μιας επιχείρησης για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει μια κάποια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή κεφαλαίων κίνησης. Οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη άμεσης ρευστότητας, σπάνια έχουν την ανάγκη δανεισμού και αντανάκλαται σε αυτόν η καλύτερη βραχυπρόθεσμη οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Ο υπολογισμός του μεικτού περιθωρίου κέρδους των εταιρειών έδειξε ότι ο συγκεκριμένος δείκτης κυμαίνεται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα αντικατοπτρίζοντας την αποδοτικότητα τους. Ο αντίκτυπος από μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους του κύκλου εργασιών της εταιρείας VC θα είναι λιγότερο δυσμενής σε αυτήν που θα έχει μεγαλύτερο δείκτη μεικτού περιθωρίου κέρδους. Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους, επίσης, περιορίστηκε σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτόν του μεικτού περιθωρίου. Έχει να κάνει με την κερδοφορία των επιχειρήσεων που φαίνεται και από τους υπολογισμούς ότι είναι ενθαρρυντική για τις επενδύσεις των προηγούμενων ετών, οι οποίες αρχίζουν και αποδίδουν τώρα.

Ο δείκτης χρηματοοικονομικής αποδοτικότητας δείχνει κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος της πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Υψηλή τιμή του αριθμοδείκτη σημαίνει πως η επιχείρηση ευημερεί, κάτι που μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές για αυτήν οικονομικές συνθήκες και στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της. Στις δύο πρώτες εταιρείες της κατάταξης αυτής της μελέτης ο δείκτης αυτός βρίσκεται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα, ενώ στις υπόλοιπες οι τιμές που παίρνει θεωρούνται μέτριες.

Μεγάλη σημασία έχουν ακόμη οι αποδόσεις των δεικτών των εταιρειών του δείγματος στην κυκλοφορία των ιδίων κεφαλαίων και στην κυκλοφορία των υποχρεώσεων. Αποδुकνύεται ότι οι εταιρείες VC, λόγω του σωστού προγραμματισμού, της ορθής διοίκησης, του μάντζιμεντ κ.α. αυξάνουν τον κύκλο εργασιών χρησιμοποιώντας μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, οι θετικές επιδόσεις στον δείκτη κυκλοφορίας υποχρεώσεων σημαίνει ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν εντατικά τα περουνιακά τους στοιχεία για να χρηματοδοτήσουν τον κύκλο εργασιών τους, χωρίς να χρειαστεί να προσφύγουν σε δανεισμό.

Εξάλλου, κάτω από τις συνθήκες που επικρατούν σήμερα στην Ελλάδα, σχετικά με την χρηματοδοτική μίσθωση, την πρακτορεία (factoring) και το VC, φαίνεται ότι μόνο η χρηματοδοτική μίσθωση έχει καταξιωθεί στη συνείδηση του επιχειρηματικού κόσμου. Παρόλα αυτά πιστεύεται ότι το VC είναι δυνατόν να αποτελέσει μια σημαντική εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, το κεφάλαιο που δημιουργείται συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών με αποτέλεσμα να δημιουργείται μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση χωρίς το κόστος παροχής εγγυήσεων και εμπραγμάτων ασφαλειών όπως είναι οι προσημειώσεις, οι αποθήκες και τα ενέχυρα. Η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης μπορεί να συμβάλει μελλοντικά στην εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Εξάλλου, οι απαιτήσεις της εταιρείας του VC δεν είναι τοκοφόρες εφόσον αυτή επενδύει σε μελλοντικά ενδεχόμενα κέρδη της επιχείρησης, που θα προκύψουν κατά την ανάπτυξη της και στην υπεραξία που δημιουργείται στις μετοχές της επιχείρησης όσο χρόνο παραμένει σε αυτήν. Οι εταιρείες VC διαθέτουν το κατάλληλο έμπειρο και ικανό προσωπικό που είναι δυνατόν να προσφέρει σημαντικά σε θέματα χρηματοοικονομικά και διοικητικά ή ακόμα και στη συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης.

Σε τελική ανάλυση, το VC μπορεί να αποκτήσει σαν θεσμός το στρατηγικό ρόλο που χρειάζεται η ελληνική οικονομία για να αναπτυχθεί με πραγματικούς όρους ανάπτυξης, με την αλλαγή του παραγωγικού μοντέλου της χώρας. Με βάση τη δυναμική που εκπέμπουν οι ελληνικές εταιρείες VC θα πρέπει να αποκτήσουν στρατηγικό ρόλο στις νέες καινοτόμες επενδύσεις ανάπτυξης. Τα χαρακτηριστικά τέτοιων επενδύσεων θα πρέπει να είναι ποσοτικά, δηλαδή να έχουν προϋπολογισθεί επαρκώς και να δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας. Πρέπει να είναι, όμως και ποιοτικά με σκοπό την προώθηση της καινοτομίας και την προστασία του περιβάλλοντος που προβλέπει ο νόμος. Οι στρατηγικές επενδύσεις είναι παραγωγικές επενδύσεις, οι οποίες επιφέρουν σημαντικά αποτελέσματα στη συνολική οικονομία του κράτους και δημιουργούν προστιθέμενη αξία τόσο για τη χώρα όσο και για τους πολίτες της.

Σε αυτή τη δύσκολη και «σφιχτή» οικονομική πραγματικότητα χρειάζονται δύσκολες και γενναίες αποφάσεις. Οι στρατηγικές συμμαχίες δύο ή περισσότερων εταιρειών VC, με σκοπό την αξιοποίηση συμπληρωματικών (παρά ανταγωνιστικών) πόρων και ικανοτήτων, θα ήταν ένα σπουδαίο βήμα για την περαιτέρω ανάπτυξη και μεγέθυνση των κεφαλαίων τους. Από την άλλη, η ανεύρεση κεφαλαίων για επενδύσεις ανάπτυξης στη χώρα γίνεται πιο εύκολη. Πράγματι, θα βοηθούσε στον επιμερισμό του κόστους της επενδυτικής δραστηριότητας, θα μετέφερε τεχνογνωσία στα στελέχη θα ενίσχυε την ανάπτυξη μελλοντικών ικανοτήτων. Επίσης, ο επιμερισμός του, ούτως ή άλλως, μεγάλου κινδύνου θα ήταν ένα επιπλέον κέρδος για τις συμμαχόμενες ΕΚΕΣ. Για να γίνει, όμως, εφικτή μια τέτοια συμμαχία θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από σαφείς στρατηγικούς στόχους, να καθορίζεται καθαρά ο τρόπος λειτουργίας και διοίκησης από πριν (αποφυγή συχνής αλλαγής προσώπων), να υπάρχει συμβατότητα σε λειτουργικό επίπεδο (διαπροσωπικές σχέσεις στελεχών, επικοινωνία) και εμπιστοσύνη.

Οι εταιρείες επιλέγοντας αγορές στρατηγικής σημασίας για τη χώρα, στοχεύοντας τις επενδύσεις και διοχετεύοντας τους πόρους τους αποκτούν σημαντική φήμη στην επιχειρηματική κοινωνία και βοηθούν παράλληλα και την οικονομία. Συμβάλλουν στην κερδοφορία, την ανάπτυξη, την εργασία, τη φορολογία και τα ασφαλιστικά έσοδα.

5.1 Προσέλκυση επενδύσεων ανάπτυξης από την πολιτεία

Η αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας και η εξασφάλιση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών, θέτει τις βάσεις για την προσέλκυση σημαντικών επενδύσεων για την οικονομία της χώρας. Ταυτόχρονα ιδιαίτερα σημαντικές είναι η υιοθέτηση και εφαρμογή των απαραίτητων δομικών αλλαγών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος στην Ελλάδα. Αλλαγές και μεταρρυθμίσεις που θα βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα, οι οποίες θα συμβάλουν στην εξουδετέρωση των περιφερειακών και οικονομικών ανισοτήτων και στην καταπολέμηση της ανεργίας.

Στην κατεύθυνση αυτή, η ελληνική κυβέρνηση μπορεί να στηριχθεί στα επιτυχημένα παραδείγματα χωρών, όπως είναι η Τσεχία, η Κίνα, η Ιρλανδία κ.ά., οι οποίες συνέχισαν να προσελκύουν κεφάλαια ακόμα και υπό συνθήκες διεθνούς επενδυτικής ύφεσης. Ειδικότερα προτείνεται από το Ελληνικό Κέντρο Επενδύσεων:

- ✓ Δημιουργία και διατήρηση ενός ευνοϊκού επενδυτικού περιβάλλοντος, κάτι το οποίο, όπως ήδη αναφέρθηκε, απαιτεί σταθερότητα και εκσυγχρονισμό του θεσμικού πλαισίου σε κάθε επίπεδο. Σημαντικές επίσης είναι και αλλαγές ή μεταρρυθμίσεις που συμβάλουν στην καταπολέμηση της γραφειοκρατίας, στην ενίσχυση των νέων επιχειρήσεων. Αναγκαία είναι επίσης η κατάρτιση εθνικού χωροταξικού σχεδίου, η ενίσχυση της διαφάνειας και της κοινωνικής αποδοχής των ξένων άμεσων επενδύσεων ως μοχλού οικονομικής ανάπτυξης (όπως ισχύει επί χρόνια στην Ιρλανδία). Ειδικότερα προτείνεται εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου ίδρυσης των ΑΕ και της φορολογικής νομοθεσίας. Κωδικοποίηση του συνόλου της νομοθεσίας, που αφορά σε επενδύσεις σε ένα ενιαίο κείμενο, με απώτερο στόχο την απλοποίησή της και την πάταξη της υπερβολικής ρύθμισης και της πολυνομίας.
- ✓ Απελευθέρωση των αγορών, υπό την προϋπόθεση ύπαρξης και λειτουργίας ενός ισχυρού και αυστηρού νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου το οποίο θα ενισχύσει τις εισροές ξένων κεφαλαίων και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, θα βελτιώσει τις τιμές και θα προσφέρει μεγαλύτερη γκάμα και καλύτερη ποιότητα προϊόντων και υπηρεσιών.
- ✓ Εφαρμογή Επαγγελματικού Management στη Δημόσια Διοίκηση, ποιοτικότερη εξυπηρέτηση και απλοποίηση διαδικασιών, απαλοιφή επικαλύψεων, συναρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων υπηρεσιών και φορέων και ταχύτητα διεκπεραίωσης. Όλα αυτά βέβαια συμβάλουν και στην καταπολέμηση της γραφειοκρατίας. Στην ίδια κατεύθυνση συμβάλει και η εφαρμογή των νέων τεχνολογιών σε όλα τα φάσματα του δημοσίου τομέα.
- ✓ Αξιοποίηση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της Ελλάδας σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας. Τέτοιοι κλάδοι είναι η γεωργία, ο τουρισμός, η ναυτιλία, η ανώτατη εκπαίδευση, η υγεία και οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.
- ✓ Αποκρατικοποίηση δημοσίων οργανισμών η οποία μπορεί να συμβάλει στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων. Αυτή η πρόταση έρχεται σε απόλυτη συνάφεια με την απελευθέρωση των αγορών. Για την ορθή πραγματοποίησή της πρότασης αυτής απαιτείται η πολιτική δέσμευση για την τήρηση αυστηρών

κανόνων κατά τη διαδικασία των αποκρατικοποιήσεων οι οποίες αποσκοπούν στη μείωση του δημοσίου χρέους, στην ενδυνάμωση της αποτελεσματικότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών, και στην επιτάχυνση της ανάπτυξης. Οφείλει όμως να τονιστεί ότι το κράτος θα πρέπει να συνεχίσει να μεριμνά για την εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος.

- ✓ Επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο. Στη σημερινή εποχή η διαχείριση της γνώσης αποκτά κεντρική σημασία για τις εθνικές πολιτικές των αναπτυγμένων χωρών. Η Ελλάδα για να έχει προοπτική στο νέο παγκόσμιο περιβάλλον, οφείλει να θέσει ως προτεραιότητα την παιδεία και την ανάπτυξη ενός ολοκληρωμένου και ποιοτικού συστήματος εκπαίδευσης

Εν κατακλείδι, οι ελληνικές αρχές οφείλουν να κινηθούν γύρω από τρεις βασικούς άξονες για την δημιουργία ευνοϊκού - φιλικού κλίματος επενδύσεων ανάπτυξης.

1. Μείωση της γραφειοκρατίας.
2. Θεσμοθέτηση αναπτυξιακών και επενδυτικών νόμων που θα κινούνται στην κατεύθυνση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας.
3. Κατάρτιση και εξειδίκευση του προσωπικού του δημοσίου τομέα για την πιο αποτελεσματική πραγματοποίηση συνεργασιών με τον ιδιωτικό τομέα (ΣΔΙΤ).

5.2 Ο θεσμός VC να αποκτήσει προοπτικές ανάπτυξης

Φαίνεται ότι η στροφή προς το θεσμό αυτό, από τη νέα προγραμματική περίοδο του ΕΣΠΑ, να γίνεται πραγματικότητα. Στη βάση αυτού του σκεπτικού και δεδομένου ότι στην Ελλάδα και ιδιαίτερα στην περιφέρεια υπάρχουν πολλές επιχειρήσεις με τα χαρακτηριστικά αυτά, η εφαρμογή του θεσμού κρίνεται ότι θα συμβάλλει ουσιαστικά στην ανάπτυξη ενός σημαντικού αριθμού επιχειρήσεων. Επιπλέον, δεδομένου του τρόπου λειτουργίας του VC, η σκοπιμότητα περαιτέρω ανάπτυξης του θεσμού στη χώρα αυτήν την κρίσιμη περίοδο της οικονομικής ύφεσης, είναι προφανής.

Το VC δεν είναι αναγκαίο μόνο για τις επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, αλλά και για την αξιοποίηση του λανθάνοντος δυναμικού πολλών επιχειρήσεων, καθώς και για την προώθηση επιχειρήσεων με δυναμισμό που ανήκουν σε ηγετικούς κλάδους.

Οι λόγοι που μας οδηγούν σε αυτή την κρίση είναι:

- ✚ Η εφαρμογή του θεσμού στις ελληνικές μικρομεσαίες και νέες επιχειρήσεις οι οποίες κατέχουν ένα ρόλο κλειδί στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, θα αποτελέσει ένα σημαντικό στήριγμα λόγω των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν στην άντληση κεφαλαίων με τη μέθοδο κλασσικής χρηματοδότησης, αλλά και λόγω των ελλείψεων τεχνοοικονομικής κατάρτισης των στελεχών τους.
- ✚ Μέσω του VC, θα μπορεί να δημιουργηθεί μια συνεργασία μεταξύ των εταιρειών οι οποίες είτε έχουν χρηματοδοτηθεί από μια εταιρεία VC, είτε συμμετέχουν σε αυτές. Ίσως δηλαδή, οι εταιρείες VC να μπορέσουν να δημιουργήσουν κάτι παραπλήσιο με αυτό που ισχύει στην Ιαπωνία, όπου υπάρχει μια επωφελής σχέση μεταξύ των διαφόρων εταιρειών που συνεργάζονται με τα μεγάλα οικονομικά συγκροτήματα και έχουν περίπλοκες μετοχικές σχέσεις μεταξύ

τους. Αυτό θα είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την Ελλάδα, όπου οι περισσότερες μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι ανεξάρτητες και δεν έχουν τη δυνατότητα κάποιας βοήθειας που συνήθως έχουν οι εταιρείες που ανήκουν σε ένα μεγάλο όμιλο εταιρειών.

- ✚ Η εφαρμογή του VC στις ελληνικές επιχειρήσεις θα βελτιώσει τη χρηματοοικονομική τους εικόνα και με αυτόν τον τρόπο θα εκπληρώσουν μετά από ένα χρονικό διάστημα τις προϋποθέσεις για να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Παράλληλα, θα αποθαρρύνει έμμεσα τη φοροδιαφυγή σε αρκετές μικρομεσαίες επιχειρήσεις, διότι θα είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός υγιούς ισολογισμού για την προσέλκυση επενδυτών αλλά και για τη μετέπειτα εισαγωγή τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές.
- ✚ Επίσης, πολύ σημαντική μπορεί να είναι η ανάπτυξη του θεσμού στη χώρα στον τομέα της ναυτιλίας. Στον τομέα αυτό εκτός των άλλων, η έξοδος από την επένδυση μπορεί να γίνει με την πώληση του πλοίου, αν η εταιρεία VC έχει επενδύσει σε ιδιοκτήτρια εταιρεία ενός μόνου πλοίου, όπως συνήθως εντάσσουν τα πλοία τους οι έλληνες εφοπλιστές.
- ✚ Το VC συμβάλλει επίσης στην περιφερειακή ανάπτυξη. Οι επιχειρήσεις στην περιφέρεια αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα όσον αφορά την τεχνικοοικονομική κατάρτιση των στελεχών τους και την άντληση κεφαλαίων με την κλασσική χρηματοδότηση.
- ✚ Εκτός από τα οφέλη που μπορεί να επιφέρει αυτός ο θεσμός στις ελληνικές επιχειρήσεις, μπορεί ακόμη να κινητοποιήσει το δυναμικό των ελλήνων επιστημόνων και τεχνικών, τους οποίους βλέπουμε να φεύγουν κατά συρροή από την Ελλάδα τα τελευταία χρόνια μη έχοντας τη δυνατότητα να προσφέρουν στους τομείς δραστηριότητας τους. Επιπλέον θα διευκολύνει την είσοδο κεφαλαίων από το εξωτερικό για επενδύσεις σε VC.

5.3 Οφέλη του VC για την οικονομία και την αναπτυσσόμενη επιχείρηση

Ο θεσμός του VC, λόγω του αναπτυξιακού χαρακτήρα του, παρέχει σημαντικά οφέλη τόσο στο σύνολο της οικονομίας, όσο και στην επιχείρηση που βρίσκεται υπό χρηματοδότηση.

5.3.1 Οφέλη στην οικονομία της χώρας

Το ΕΚΥΚ μπορεί να αποτελέσει στρατηγικό αναπτυξιακό μοχλό, γιατί υπερβαίνει τις κλασσικές προϋποθέσεις χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, όπως εγγυήσεις, τόκους κλπ. Συνεπώς, παίζει καταλυτικό ρόλο στη γρήγορη ανάπτυξη των εταιρειών, κυρίως των μικρομεσαίων, αλλά και στην ανάπτυξη και την υγιή δομή της οικονομίας γενικότερα. Οι ΕΚΕΣ επιτελούν σημαντικό κοινωνικό έργο, αφ' ενός διευκολύνοντας τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, αφ' ετέρου υποκινώντας την ανανέωση και τον εκσυγχρονισμό υπαρχουσών επιχειρήσεων, βοηθώντας έτσι στην οικονομική ανάπτυξη και στην καταπολέμηση της ανεργίας.

Έρευνες έχουν δείξει ότι εταιρείες που συνεργάστηκαν με ΕΚΕΣ, πέτυχαν αύξηση στις θέσεις εργασίας, γρήγορη ανάπτυξη, αύξηση στις πωλήσεις, στις εξαγωγές και στις επενδύσεις γενικότερα.

5.3.2 Οφέλη για την αναπτυσσόμενη επιχείρηση

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος ενυπάρχει στην ταχεία ανάπτυξη των επιχειρηματικών προσπάθειών. Παρόλα αυτά, η χρηματοδότηση με ΕΚΥΚ επιτρέπει τον έλεγχο της σχέσης ξένων προς ίδια κεφάλαια. Έτσι, δίδεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να πραγματοποιήσει αναγκαίες επενδύσεις ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού, χωρίς επαύξηση του χρηματοδοτικού κινδύνου λόγω υπερβολικού δανεισμού.

Παράλληλα, η συμμετοχή των ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, προσθέτει αξία στις συγκεκριμένες επιχειρήσεις, μέσω των εμπειριών, επαφών, καθώς επίσης και της οικονομικής, εμπορικής και διοικητικής τεχνογνωσίας που προσφέρουν οι πρώτες. Η επιχείρηση υποστηρίζεται ενεργά στο στρατηγικό σχεδιασμό, στο marketing και τις πωλήσεις, στον οικονομικό προγραμματισμό και έλεγχο, στη μεταφορά τεχνογνωσίας, καθώς και στην εισαγωγή σύγχρονων μεθόδων διοίκησης.

Πρέπει να σημειωθεί και το αυξημένο κύρος που προσδίδει στην εταιρεία η συμμετοχή θεσμικού επενδυτή σε αυτήν. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε επιχειρήσεις που προετοιμάζονται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, διότι η παρουσία της ΕΚΕΣ συντελεί στη βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού και τη συστηματική αύξηση της κερδοφορίας, καθώς και της αξίας της επιχείρησης.

5.4 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα πάνω στο θεσμό του VC

Η μελέτη αυτή ανέδειξε τη σημαντικότητα των ελληνικών εταιρειών VC και τον ρόλο που αυτές πρέπει να αποκτήσουν στον μηχανισμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Η περαιτέρω διερεύνηση του τομέα θα πρέπει να λάβει υπόψη της τα στοιχεία που θα δημοσιευτούν τα επόμενα χρόνια και θα αφορούν τις επενδύσεις που γίνονται τώρα, αφού τα αποτελέσματα τους αρχίζουν να φαίνονται μετά από 2 χρόνια από την έναρξη της επένδυσης.

Θα ήταν θετικό να συμπεριληφθούν όλες οι εταιρείες που απαρτίζουν το ελληνικό VC, καθώς θα πρέπει να δημοσιευτούν πλήρως τα οικονομικά στοιχεία των επενδύσεων και να καταγραφούν στους ισολογισμούς και τους λογαριασμούς χρήσης τους.

Η μεγαλύτερη χρονική διάρκεια μιας ερευνητικής προσπάθειας στο θεσμό του VC θα μπορούσε να στοιχειοθετηθεί με μεγαλύτερη ακρίβεια όλα τα παραπάνω συμπεράσματα και να διερευνηθεί σε βάθος την χρηματοοικονομική κατάσταση των ΕΚΕΣ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

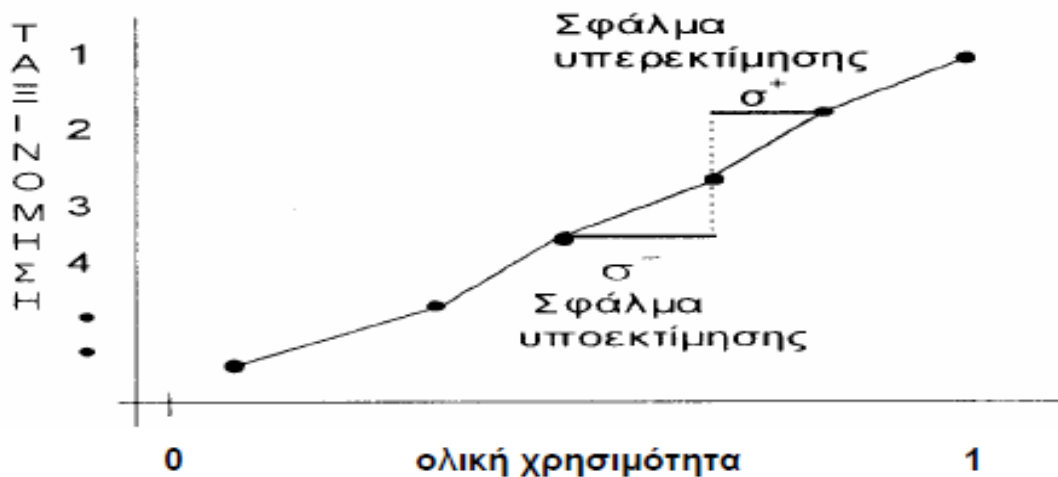
Υπόδειγμα εντύπου συναλλαγής

Ημερομηνία Κατάθεσης:	_____
Επωνυμία Επιχείρησης:	_____
Διεύθυνση:	_____
Τηλέφωνο:	_____
Στάδιο Ανάπτυξης:	_____
Επενδυμένο μέχρι τώρα Κεφάλαιο:	_____
Απαιτούμενο Κεφάλαιο:	_____
Περιγραφή Επιχειρηματικών Δραστηριοτήτων:	_____ _____
Όνοματεπώνυμο Επιχειρηματία:	_____
Ηλικία / Προηγούμενη εμπειρία:	_____
Όνοματεπώνυμο Στελεχών:	_____
Ηλικία / Προηγούμενη εμπειρία:	_____
Συστάσεις για:	Απόρριψη -----/-----/----- Έλεγχο του Μεγέθους της Αγοράς -----/-----/----- Τεχνική Ανάλυση -----/-----/----- Έλεγχο Επιχειρηματία -----/-----/----- Συνάντηση με Επιχειρηματία -----/-----/-----
Διάθεση:	_____ _____
Συμπεράσματα:	_____ _____

Παράδειγμα υπολογισμού του ποσοστού συμμετοχής μιας ΕΚΕΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης [Βασιλείου Δ. 1996].

<u>Υποθέσεις:</u>	
-Απαιτούμενη αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων της ΕΚΕΣ (εκτίμηση του δείκτη P/E της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης κατά τον 5 ^ο χρόνο).....	=10 φορές την αρχική επένδυση μέσα σε 5 χρόνια
-Κέρδη μετά φόρων (ΚΜΦ) κατά τον 5 ^ο χρόνο.....	=750.000,00€
-Αρχική επένδυση της ΕΚΕΣ.....	=300.000,00€
<u>Υπολογισμοί:</u>	
-Απαιτούμενη συνολική απόδοση.....	=10*300.000,00=3.000.000,00€
-Αξία επιχείρησης κατά τον 5 ^ο χρόνο P/E * ΚΜΦ.....	=10*750.000,00=7.500.000,00€
Ποσοστό συμμετοχής = Συνολική Απόδοση / Αξία επιχείρησης =3.000.000,00 / 7.500.000,00= 0,40 ή 40% του μετοχ. κεφ.	
<u>Προκειμένου λοιπόν η ΕΚΕΣ να επιτύχει την απόδοση που επιθυμεί, θα πρέπει να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης κατά 40%.</u>	

Καμπύλη μονότονης παλινδρόμησης (προδιάταξη έναντι ολικής χρησιμότητας)



Πίνακας 1

Το σύστημα εκτίμησης της SIPAREX (προδιάταξη)

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ								
		g ₁	g ₂	g ₃	g ₄	g ₅	g ₆	g ₇	g ₈	g ₉
1	1	3	3	3	3	3	3	3	4	3
2	1	3	2	3	1	3	3	3	4	3
3	1	3	3	3	2	3	3	3	3	3
4	1	3	2	3	2	3	2	3	1	3
5	2	3	3	2	2	3	3	3	3	3
6	2	2	2	3	3	3	2	3	3	3
7	2	2	1	3	2	3	2	3	3	3
8	2	3	3	3	2	3	2	3	3	3
9	2	2	3	3	3	3	2	3	4	3
10	3	2	2	2	3	3	3	3	2	3
11	3	3	2	3	2	3	2	3	1	3
12	4	2	2	2	3	2	1	2	2	2
13	4	2	3	3	1	3	1	2	4	1
14	5	2	2	2	2	2	1	2	3	1
15	5	2	1	2	1	2	2	3	3	1
16	5	1	2	2	2	2	1	1	1	1
17	6	2	1	2	1	2	1	2	4	1
18	7	1	2	2	1	2	1	1	2	1
19	7	1	1	3	1	1	1	2	3	1
20	8	1	1	2	1	1	1	1	1	1
21	8	1	3	2	2	1	1	1	4	1
22	8	1	2	1	1	2	1	1	2	1
23	9	1	1	1	1	1	1	1	2	1
24	9	1	1	1	1	1	1	1	2	1
25	9	1	1	1	1	1	1	1	4	1

ATTICA VENTURES-ZAITECH FUND

Zaitech Fund	
Ημερομηνία σύστασης	1 Μαρτίου 2004
Κεφάλαια υπό διαχείριση (€)	39.999.900,00
Διάρκεια	10+2 έτη
Επενδυτική περίοδος	30/6/2010
Έδρα	Αθήνα
Νομική μορφή	Α.Κ.Ε.Σ.
Δομή	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Κλειστού Τύπου
Εταιρεία διαχείρισης	Attica Ventures Α.Ε. Διαχείρισης.Κ.Ε.Σ.
Στάδια επενδύσεων - Στόχος	Σπορά, αρχικά στάδια ανάπτυξης, επέκτασης, Mezzanine
Κλάδοι επενδύσεων - Στόχος	Μικρομεσαίες επιχειρήσεις
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων	e-Global, Medittera Α.Ε., Doppler Α.Β.Ε.Ε., Performance Technologies Α.Ε., Advanced Network Technologies Α.Ε., ΕΝΕΠ Α.Ε., CRAFT Α.Ε., Foodlink Α.Ε., Ευρυδάμαντος Α.Ε., Ερασίλειο Ογκολογικό Κέντρο Α.Ε., Αιολικό Πάρκο Τσεμπερού, Solar Datum Α.Ε., Solar Concept
Στοιχεία επικοινωνίας	Μαυρομιάλη 8, 10679 Αθήνα Τηλ: 210 3637834 contact@attica-ventures.gr http://www.attica-ventures.gr/

CAPITAL CONNECT VENTURE PARTNERS

Capital Connect Venture Partners	
Ημερομηνία σύστασης	29 Μαΐου 2003
Κεφάλαια υπό διαχείριση (€)	10.698.000,00
Διάρκεια	31/12/2010
Επενδυτική περίοδος	31/10/2008
Έδρα	Αθήνα
Νομική μορφή	Α.Κ.Ε.Σ.
Δομή	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Κλειστού Τύπου
Εταιρεία διαχείρισης	Capital Connect Venture Managers A.E.
Στάδια επενδύσεων - Στόχος	Εκκίνησης, ανάπτυξης, επέκτασης, Mezzanine, Bridge, Buyout
Κλάδοι επενδύσεων - Στόχος	Μικρομεσαίες επιχειρήσεις
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων	Tyres Herco A.E., Mavin A.E., Advice A.E., Micrel A.E., Κρόκος Κοζάνης A.E.
Στοιχεία επικοινωνίας	Πόντου 6 & Έλλης, 14564 Κηφισιά Τηλ: 2106254063 info@capitalconnect.gr http://www.capitalconnect.gr/

NEW MELLON-TANEO CLIMATE CHANGE OPPORTUNITIES

NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities	
Ημερομηνία σύστασης	29 Δεκεμβρίου 2008
Αρχικό Κεφάλαιο (€)	15.000.000,00 €
Διάρκεια	10 έτη
Επενδυτική περίοδος	μέχρι 29/12/2013
Έδρα	Αθήνα
Νομική μορφή	Α.Κ.Ε.Σ.
Δομή	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Κλειστού Τύπου
Εταιρεία διαχείρισης	NEW MELLON Asset & Wealth Management S.A.
Στάδια επένδυσης	Εκκίνηση, ανάπτυξη, επέκταση.
Επενδυτικοί στόχοι	Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που η δραστηριότητά τους σχετίζεται με τον ευρύτερο χώρο των κλιματικών αλλαγών, όπως: α. Ανανεώσιμες Πηγές Ενέργειας (ΑΠΕ) β. Τεχνολογία και υπηρεσίες ΑΠΕ γ. Προϊόντα/τεχνολογίες βελτίωσης ενεργειακής απόδοσης δ. Ανακύκλωση
Χαρτοφυλάκιο	Φάρος Energy A.E., Νέα Ανακύκλωση Α.Ε., Biocombost A.E.
Στοιχεία επικοινωνίας	Μητροπόλεως 5, Αθήνα 105 57 Τηλ: +212 212 3400 Fax: +212 212 3422 contact@newmellon.gr

ALPHA TANEO A.K.E.Σ.

ALPHA TANEO A.K.E.Σ.	
Ημερομηνία σύστασης	2 Ιουνίου 2008
Κεφάλαια υπό διαχείριση (€)	30.000.000,00
Διάρκεια	10 έτη
Επενδυτική περίοδος	μέχρι 02/6/2013
Έδρα	Αθήνα
Νομική μορφή	A.K.E.Σ.
Δομή	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Κλειστού Τύπου
Εταιρεία διαχείρισης	Alpha Ventures Capital Management S.A.
Στάδια επένδυσης	Εκκίνησης, ανάπτυξης, επέκτασης, mezzanine, bridge
Επενδυτικοί στόχοι	Μικρές και μεσαίες ελληνικές επιχειρήσεις με έμφαση σε αυτές οι οποίες έχουν προοπτική να αναπτυχθούν με γοργό ρυθμό. Επίσης σε εταιρείες με καινοτόμο προϊόν ή υπηρεσία που καλύπτει υπάρχουσες ή νέες ανάγκες της αγοράς.
Χαρτοφυλάκιο	Upstream A.E., Πειραϊκή Μικροζυθοποιία A.E., Κρήτης Γη A.E., Διπυρίτες Χάνδακος A.E., Biokid A.E.
Στοιχεία επικοινωνίας	Πανεπιστημίου 45, 10564 Αθήνα, Ελλάδα. Τηλ: +30 210 326 2700 Fax: +30 210 326 2709 mail@alphavc.gr

PIRAEUS TANEO A.K.E.Σ.

PIRAEUS TANEO A.K.E.Σ.	
Ημερομηνία σύστασης	19 Δεκεμβρίου 2008
Κεφάλαια υπό διαχείριση (€)	30.000.000,00
Διάρκεια	10 + 2 έτη
Επενδυτική περίοδος	μέχρι 19/12/2013 + 1 έτος
Έδρα	Αθήνα
Νομική μορφή	A.K.E.Σ.
Δομή	Αμοιβαίο Κεφάλαιο Κλειστού Τύπου
Εταιρεία διαχείρισης	Piraeus Capital Management S.A.
Στάδια επένδυσης	Εκκίνησης, ανάπτυξης, επέκτασης.
Επενδυτικοί στόχοι	Μικρές και μεσαίες ελληνικές επιχειρήσεις με έμφαση σε αυτές οι οποίες έχουν προοπτική να αναπτυχθούν με γοργό ρυθμό. Επίσης σε εταιρείες με καινοτόμο προϊόν ή υπηρεσία που καλύπτει υπάρχουσες ή νέες ανάγκες της αγοράς.
Χαρτοφυλάκιο	Advent Technologies S.A., Electronic Shipping Solutions Ltd., 3η επένδυση – θα ανακοινωθεί
Στοιχεία επικοινωνίας	Βασιλίσσης Σοφίας 75, 11521 Αθήνα, Ελλάδα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 3ΕΤΙΑΣ 2008-2010

CAPITAL CONNECT A.E

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008 – 7η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (01/01/2008 – 31/12/2008) ΑΡ.Μ.Α.Ε.: 50292/01ΑΤ/Β/01/439

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισής χροιάς 2008	Αντιμ. Αξία	Αξία Κτήσης	Ποσό προηγούμενης χροιάς 2007	Αντιμ. Αξία	Παθ. κλεισής χροιάς 2008	Ποσό προηγ. χροιάς 2007
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ							
1. Έσοδα έφρασης & α. εγκαταστάσεως	1.868,77	0,00	1.868,77	1.868,77	0,00		
4. Λοιπά έσοδα εγκαταστάσεως	31.740,00	0,00	31.740,00	31.740,00	0,00	100.000,00	100.000,00
	33.608,77	0,00	33.608,77	33.608,77	0,00		
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
II. Ενσώφιστες ακίνητοποιοιότητες							
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	20.928,83	1.603,46	19.524,59	17.463,21	2.061,38	13.062,02	13.062,02
Σύνολο παγίου ενεργητικού (ΓII)	20.928,83	1.603,46	19.524,59	17.463,21	2.061,38	13.062,02	13.062,02
III. Συμμετοχές & άλλες μακροπρόθεσμες χρηματομικρές απαιτήσεις							
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επι/σεις	19.325,37	5.000,00	19.325,37	17.463,21	1.862,16	688,08	688,08
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14.696,46	8.093,00	14.696,46	17.463,21	7.131,05	13.750,10	13.750,10
Σύνολο παγίου ενεργητικού (ΓII + ΓIII)	34.950,66	13.093,00	34.950,66	34.926,42	3.922,74	591,58	591,58
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ							
III. Απαιτήσεις							
1. Πελάτες	183.333,33	0,00	183.333,33	0,00	0,00	27.000,00	3.797,90
11. Χρεώστες διάφορα	27.613,76	10.376,06	17.237,70	10.376,06	6.861,64	0,00	10.545,37
	210.947,09	10.376,06	210.947,09	10.376,06	6.861,64	59.558,63	52.831,30
III. Χρεώγραφα							
3. Λοιπά χρεώγραφα	79.428,75	97.906,67	79.428,75	97.906,67	18.477,92	1.123,12	3.457,79
IV. Διαθέσιμα							
1. Ταμείο	18.329,02	23.496,98	18.074,19	23.496,98	5.122,79	0,00	23.000,00
3. Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας	18.074,19	67.039,95	18.074,19	67.039,95	240.715,50	153.033,75	1.000,00
	36.403,21	90.536,93	36.403,21	90.536,93	240.715,50	240.715,50	94.632,36
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού (ΔI + ΔII + ΔIV)	115.831,96	198.619,66	115.831,96	198.619,66	17,27	0,00	0,00
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (B + Γ + Δ)	341.475,51	206.974,04	341.475,51	206.974,04	341.475,51	208.974,04	208.974,04

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσό κλεισής χροιάς 2008	Αντιμ. Αξία	Αξία Κτήσης	Ποσό προηγούμενης χροιάς 2007	Αντιμ. Αξία	Ποσό κλεισής χροιάς 2008	Ποσό προηγ. χροιάς 2007
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ							
I. Μετοχικά κεφάλαια							
1. Καταβλημένο (10.000 μτχ των 10 ευρώ)	100.000,00						
IV. Αποθεματικά κεφάλαια							
1. Τακτικό αποθεματικό	13.062,02						
5. Αφούρωτο αποθ. ειδ. διατάξεων νόμων	688,08						
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (AI + AIV + AV)	13.750,10						
V. Αποθεματώματα εις νέο							
Υπόλοιπο κερδών χρήσεως εις νέο	-13.598,94						
Υπόλοιπο ζημιών χρήσεως εις νέο	591,58						
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων (AI + AIV + AV)	114.341,68						
II. ΕΡΕΘΙΑ							
1. Προμηθευτές	27.000,00						
2α. Επταετές παρωμένες	0,00						
5. Υποχρεώσεις στο φόρο-τέλη	59.558,63						
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	1.123,12						
10. Μερίσματα πληρωτέα	0,00						
11. Πιστωτές διάφοροι	153.033,75						
Σύνολο υποχρεώσεων (ΓI)	240.715,50						
Δ. ΜΕΤΑΒΛΗΤΙΚΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ							
2. Έρεθια χρήσεως δουλειάμενα	17,27						
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+Γ)	341.475,51					208.974,04	

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008 (1/1/2008 - 31/12/2008)

	Ποσό κλεισής χροιάς 2008	Ποσό προηγούμενης χροιάς 2007
I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως		
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	366.686,66	575.000,00
Μείων: Κόστος πωληθέντων	212.847,60	331.759,00
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	153.839,06	243.241,00
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	9.948,00	2.650,00
Σύνολο	163.787,06	245.891,00
Μείων: Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	70.556,51	134.466,19
3. Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	78.320,22	78.406,43
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	11.476,06	340,50
Πλέον: Πρωτογενή τόκοι & συναφή έσοδα	241,53	60,61
Μείων: Χρηματικό τόκοι και συναφή έξοδα		
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως	0,00	7.179,35
II. ΠΛΕΟΝ-ΕΞΙΣΧΛΗΤΑ Αποτελέσματα		
1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα	381,75	1.680,95
Μείων: Έκτακτα & ανόργανα έξοδα	658,85	0,00
3. Έξοδα προηγούμενων χροιάσεων	1.040,60	1.680,95
Μείων: Αποσβέσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων	1.862,16	0,00
Μείων: Όκ αποσβέσεως ενοίκιων στο λέπτ κόστος	1.862,16	0,00
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (κέρδη) χρήσεως προ φόρων	25.084,27	38.797,07

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΒΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

	Ποσό κλεισής χροιάς 2008	Ποσό προηγ. χροιάς 2007
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη) χρήσεως	25.084,27	38.797,07
Υπόλοιπο αποτελεσμάτων κερδών προηγ. χροιάς	-31.528,95	0,00
Μείων: Διμερές φορολογικό έλεγχο	-6.853,10	9.475,26
Σύνολο	7.154,26	29.321,82
ΜΕΙΟΝ: 1. Φόρος εισοδήματος	7.154,26	-13.007,36
Υπόλοιπο Ζημιών εκς. Νέων/Κέρδη προς διέθ.	-13.007,36	1.466,09
Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
1. Τακτικό αποθεματικό	0,00	23.000,00
2. Μερίσματα πληρωτέα	0,00	591,58
8. Υπόλοιπο Ζημιών/Κερδών εκς. νέο	-13.007,36	25.067,67

ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ

ΕΝΑ ΜΕΛΟΣ ΤΟ Δ.Σ.
ΙΩΑΝΝΗΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗΣ
Α.Δ.Τ. Ρ. 707468

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ
ΡΗΓΑΣ ΜΑΤΘΑΙΟΣ
Α.Δ.Τ. ΑΕ 552382

ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ
Ο ΠΡΟΣΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΥΤΣΗΡΙΟΥ
ΣΑΜΑΡΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
Α.Δ.Τ. ΑΒ 258707 ΑΜΒ156 Α' ΤΑΞΕΩΣ
Αθήνα, 30/4/2009
Offices Service S.A. 2109247017

ATTICA VENTURES A.E.

Ημερομηνία Ισολογισμού	31/12/2008		31/12/2009		31/12/2010	
Περίοδος Ισολογισμού σε μήνες	12		12		12	
Λογιστικός Έλεγχος	Χωρίς σχόλια (Un...)		Με σχόλια (Qualif...)		Με σχόλια (Qualif...)	
Λογιστικό Πρότυπο	-		-		-	
Ελεγκτικός Οίκος	HS		HS		HS	
Αναλυτής	HS		HS		HS	
Είδος Ισολογισμού	Ετήσιος (Annual)		Ετήσιος (Annual)		Ετήσιος (Annual)	
Νόμισμα χρήσης: EUR Ευρώ Νόμισμα αναφορών: EUR Ευρώ						
Συναλλαγματική Ισοτιμία (τέλος περιόδου)	1,00000		1,00000		1,00000	
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Προσθήκες σε μισθωθέντα	4.720	0,4	4.720	0,4	-	-
Επιπλα & λοιπός εξοπλισμός	45.859	3,9	49.027	4,1	49.027	3,5
Σύνολο Ενσώμ. Παγίου Ενεργητικού	50.379	4,3	53.747	4,5	49.027	3,5
Συσσωρευμένες αποσβέσεις (-)	39.583	3,4	42.442	3,5	41.097	2,9
Καθαρό Σύνολο Ενσώμ. Παγίου Ενεργητικού	10.796	0,9	11.305	0,9	7.930	0,6
Επενδύσεις σε χρηματομικά στοιχεία (μ)	313.032	26,8	322.360	26,8	17.684	1,3
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	323.828	27,7	333.665	27,8	25.614	1,8
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
Απατήσεις από Ελληνικό Δημόσιο	-	-	-	-	21.370	1,5
Προκαταβολές	116.064	9,9	114.800	9,6	240.143	17,2
Λοιπά στοιχεία κυκλ. ενεργητικού (λειπ.)	13.700	1,2	18.048	1,5	-	-
Λοιπές απαιτήσεις (β)	-	-	-	-	12.884	0,9
Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας	715.648	61,2	734.974	61,2	1.094.296	78,5
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	845.412	72,3	867.822	72,2	1.368.693	98,2
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	1.169.240	100,0	1.201.487	100,0	1.394.307	100,0
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						
Μετοχικό κεφάλαιο	600.000	51,3	600.000	49,9	600.000	43,0
Σταθερά Ίδια Κεφάλαια	600.000	51,3	600.000	49,9	600.000	43,0
Τακτικό αποθεματικό	24.145	2,1	29.345	2,4	32.545	2,3
Αποτελέσματα εις νέο	267.812	22,9	248.158	20,7	319.448	22,9
Διαφορά εισαγωγής από βάση Δεδομένων	(1)	-	1	-	1	-
ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	291.956	25,0	277.504	23,1	351.994	25,2
Σ Κύκλος Εργασιών	789.998	100,0	847.498	100,0	979.998	100,0
Κόστος πωληθέντων	363.604	46,0	438.542	51,7	430.995	44,0
Μ Μείον Αποσβέσεις ενσωμ.στο κόστος πωλ.	2.853	0,4	2.859	0,3	3.375	0,3
Υ ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	366.457	46,4	441.401	52,1	434.370	44,3
Α ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	423.541	53,6	406.097	47,9	545.628	55,7
Σ Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	6.131	0,8	975	0,1	117	-
Μείον Αποσβέσεις ενσωμ.στα έξοδα λειπ.	(2.853)	(0,4)	(2.859)	(0,3)	(3.375)	(0,3)
Λοιπά έξοδα λειτουργίας	307.284	38,9	317.584	37,5	423.152	43,2
Π ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ (ΕΚΤΟΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ)	304.431	38,5	314.725	37,1	419.777	42,8
Τ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒ.(ΕΒΙΤΔΑ)	125.241	15,9	92.347	10,9	125.968	12,9
Υ Αποσβέσεις (έξοδα λειτουργίας)	2.853	0,4	2.859	0,3	3.375	0,3
Π ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ (ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΩΝ) (ΕΒΙΤ)	122.388	15,5	89.488	10,6	122.593	12,5
Λ Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	3.892	0,5	1.201	0,1	1.249	0,1
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα (-)	39	-	11	-	-	-
Σ ΚΑΘΑΡΑ ΕΞΟΔΑ (ΕΞΟΔΑ) ΑΠΟ ΤΟΚΟΥΣ	3.853	0,5	1.190	0,1	1.249	0,1
Σ Κέρδη (ζημιές) από χρηματοοικ. στοιχεία	28.511	3,6	17.021	2,0	13.095	1,3
ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	154.752	19,6	107.699	12,7	136.937	14,0
Σ Φόρος εισοδήματος	24.252	3,1	44.928	5,3	41.252	4,2
Αναβαλλόμενη Φορολογία	27.893	3,5	2.224	0,3	21.195	2,2
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	52.145	6,6	47.152	5,6	62.447	6,4
ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	102.607	13,0	60.547	7,1	74.490	7,6
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ)	102.607	13,0	60.547	7,1	74.490	7,6
ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ						
Μέρισμα σε μετρητά - κοινές μετοχές (-)	90.000	11,4	-	-	-	-
Μεταφορά σε αποθεματικά (-)	6.500	0,8	-	-	3.200	0,3
ΣΥΝΟΛΟ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ	(96.500)	(12,2)	-	-	(3.200)	(0,3)

		ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (Ποσά εκφρασμένα σε €)		ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε €)	
		31/12/2010	31/12/2009	1/1 - 31/12/2010	1/1 - 31/12/2009
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό					
Εννομησια πόδια περιουσιακά στοιχεία	49.991	67.933		601.297	630.522
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	640	1.508		334.344	357.040
Ανυψώσιμες φορολογικές απαιτήσεις	3.192	4.214		28.163	34.360
Λοιπές μη αναρροφούμενες απαιτήσεις	84.456	738.785		33.921	51.830
	138.279	812.441		27.460	51.164
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Απαιτήσεις από πελάτες & χρηματοπιστόσω	250.716	31.104		0.015	0.037
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποσβεσμάτων	37.720	-		72.072	78.269
Λοιπές απαιτήσεις	14.137	2.291.982			
Τραπεζικά διαθέσιμα και τσεκόνια	572.216	611.035			
	874.789	2.934.121			
Σύνολο Ενεργητικού	1.013.068	3.746.561			
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ					
Μετοχικό κεφάλαιο	1.513.187	1.780.220		21.340	43.009
Αποθεματικά	1.434.780	1.434.780		2.931	2.568
Αποτελέσματα εις νέον	(2.053.930)	(2.348.422)		(5.896)	(17.618)
Σύνολο Καθαρής Θέσης	894.037	866.578		140	148
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μεταρροφούμενες υποχρεώσεις				2.712.562	130.844
Υποχρεώσεις παροχών συνταξιοδότησης	14.762	11.830		(2.763.894)	352.392
					(148)
Θραυσιμότητες: Υποχρεώσεις				(140)	
Υποχρεώσεις προς πελάτες και χρηματοπιστόσω				(5.440)	
Λοιπές υποχρεώσεις	104.269	506.786		(4.407)	563.925
	104.269	2.361.367			
Σύνολο Υποχρεώσεων	119.030	2.879.984		(37.720)	-
Σύνολο Καθαρής Θέσης και Υποχρεώσεων	1.013.068	3.746.561		(2.530)	(1.138)
				5.898	427
					17.191
					16.480
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΧΡΗΣΗΣ (Ποσά εκφρασμένα σε €)					
Καθαρή θέση έναρξης χρήσεως (1/1/2010 και 1/1/2009 αντίστοιχα)	866.578	815.414			
Κέρδη / (ζημιές) χρήσεως, μετά από φόρους (συνεχόμενες θραυσιμότητες)	27.460	51.164			
Αιχμήση / (μείωση) μετοχικού κεφαλαίου	894.038	866.578			
Καθαρή θέση λήξης χρήσεως (31/12/2010 και 31/12/2009 αντίστοιχα)	894.038	866.578			
ΠΡΟΒΛΕΨΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΟΦΟΡΙΕΣ :					
1. Οι παύσιμες φοροεπίδοσεις ή υπό διατήρηση διαφορές, οι απορροφεί διστακτικών ή διατηρητικών οργάνων δεν ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση ή λειτουργία της Εταιρείας.					
2. Η Εταιρεία έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι 31/12/2009 (Σημείωση Νο 4.23).					
3. Οι προβλέψεις της Εταιρείας ανολώνεται ως εξής:					
Προβλέψεις σχετικές με επίδοσης ή υπό διατήρηση διαφορές	31/12/2010	31/12/2009			
Προβλέψεις σχετικές με ανέλεγκτες φορολογικά ζητήσεις	-	-			
Λοιπές προβλέψεις	14.762	11.830			
Το συνολικό των λοιπών προβλέψεων αφορά σε προβλέψεις σχετικές με την αποζημίωση του προσωπικού, λόγω εξόδου από την υπηρεσία.					
4. Ο αριθμός του απορροφούμενου προσωπικού της Εταιρείας ανέρχεται κατά την 31η Δεκεμβρίου 2010 και 31η Δεκεμβρίου 2009 σε 9 άτομα.					
5. Τα ποσά των παύσιμων και εγγυητών ασφαλειών από την έναρξη της τρέχουσας χρήσεως καθόσον και τα υπόλοιπα των απαιτήσεων και υποχρεώσεων στη λήξη της τρέχουσας χρήσεως που έχουν προκύψει από συνολικές, με τα συνδεδεμένα μέρη, όπως αυτά ορίζονται από το Δ.Λ.Π. 24, έχουν ως εξής:					
	31/12/2010	31/12/2009			
Παύσιμες υπηρεσιών	-	-			
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένα μέρη	-	-			
Συνολικές και αμοιβά: υπεθλητικών στελεχών και μελών της διοίκησης	163.847	183.343			
Απαιτήσεις από τα διεθνή στελέχη και τα μέλη της διοίκησης	-	-			
Υποχρεώσεις προς τα διεθνή στελέχη και τα μέλη της διοίκησης	-	-			
6. Δεν υπάρχουν σημαντικά γεγονότα μεταγενέστερα της 31ης Δεκεμβρίου 2010 τα οποία θα έπρεπε ή να κοινοποιηθούν ή να διαρροποποιηθούν τα συνολικά των δηλωσθέντων οικονομικών καταστάσεων.					
7. Με απόφαση της Εταιρείας Συνέλευσης των μετόχων της Εταιρείας της 16-11-2010, το μετοχικό της κεφάλαιο μειώθηκε κατά το ποσό των € 267.033 με συμψηφισμό ισόποσων ζητημάτων.					

PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT A.E.

Ημερομηνία Ισολογισμού	31/12/2008		31/12/2009	
Περίοδος Ισολογισμού σε μήνες	12		12	
Λογιστικός Έλεγχος	Χωρίς σχόλια (Un...)		Με σχόλια (Qualif...)	
Λογιστικό Πρότυπο				
Ελεγκτικός Οίκος	HS		HS	
Αναλυτής	HS		HS	
Είδος Ισολογισμού	Ετήσιος (Annual)		Ετήσιος (Annual)	
Νόμισμα χρήσης: EUR Ευρώ Νόμισμα αναφορών: EUR Ευρώ				
Συναλλαγματική Ισοτιμία (τέλος περιόδου)	1,00000		1,00000	
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Επιπλα & λοιπός εξοπλισμός	-	-	696	0,1
Συσσωρευμένες αποσβέσεις (-)	-	-	124	-
Καθαρό Σύνολο Ενσώμ. Πάγιου Ενεργητικού	-	-	572	0,1
Λοιπά ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	2.068	0,5	2.068	0,3
Συσσ/νες αποσβέσεις λοιπ.ασωμ. παγίων(-)	2.068	0,5	2.068	0,3
Καθαρό Σύνολο Ασωμ. Πάγιου Ενεργητικού	-	-	-	-
Αναβαλλόμενες Φορολ/κές απαιτήσεις	-	-	1.599	0,2
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	-	-	742	0,1
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	-	-	2.913	0,4
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Λοιπές απαιτήσεις (β)	1.340	0,3	54.241	7,3
Καταθέσεις όψεως & προθεσμίας	402.115	99,7	685.531	92,3
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	403.455	100,0	739.772	99,6
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	403.455	100,0	742.685	100,0
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ				
Μετοχικό κεφάλαιο	110.000	27,3	110.000	14,8
Σταθερά Ίδια Κεφάλαια	110.000	27,3	110.000	14,8
Τακτικό αποθεματικό	10.824	2,7	29.158	3,9
Αποτελέσματα εις νέο	198.649	49,2	416.423	56,1
ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	209.473	51,9	445.581	60,0
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	319.473	79,2	555.581	74,8
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Υποχ.Παροχ.Προσωπ.λόγω εξόδ.από Υπηρ.(μ)	-	-	6.953	0,9
Λοιπές προβλέψεις (μ)	-	-	25.000	3,4
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	-	-	31.953	4,3
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Υποχρ. προς λοιπές συγγ. εταιρείες (β)	-	-	7.792	1,0
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (λειτ)	11.808	2,9	55.010	7,4
Προκαταβολές πελατών	-	-	680	0,1
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	72.174	17,9	91.669	12,3
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	83.982	20,8	155.151	20,9
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	83.982	20,8	187.104	25,2
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	403.455	100,0	742.685	100,0
Κύκλος Εργασιών	300.913	100,0	753.872	100,0
Κόστος πωληθέντων	-	-	216.507	28,7
Μείον Αποσβέσεις ενσωμ.στο κόστος πωλ.	2.068	0,7	124	-
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	2.068	0,7	216.631	28,7
ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	298.845	99,3	537.241	71,3
Μείον Αποσβέσεις ενσωμ.στα έξοδα λειτ.	(2.068)	(0,7)	(124)	-
Έξοδα διοίκησης και γενικά έξοδα	14.113	4,7	148.971	19,8
Λοιπά έξοδα λειτουργίας	3.559	1,2	44.806	5,9
Λοιποί φόροι	70	-	1.410	0,2
ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ (ΕΚΤΟΣ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ)	15.674	5,2	195.063	25,9
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ, ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΣΒ.(ΕΒΙΤΔΑ)	283.171	94,1	342.178	45,4
Αποσβέσεις (έξοδα λειτουργίας)	2.068	0,7	124	-
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ (ΠΡΟ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΩΝ) (ΕΒΙΤ)	281.103	93,4	342.054	45,4
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	593	0,2	9.670	1,3
ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	281.696	93,6	351.724	46,7
Φόρος εισοδήματος	72.222	24,0	117.216	15,5
Αναβαλλόμενη Φορολογία	-	-	(1.599)	(0,2)
ΣΥΝΟΛΟ ΦΟΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	72.222	24,0	115.617	15,3
ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	209.474	69,6	236.107	31,3
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ)	209.474	69,6	236.107	31,3
ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ				
Μεταφορά σε αποθεματικά (-)	10.824	3,6	18.334	2,4
ΣΥΝΟΛΟ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ	(10.824)	(3,6)	(18.334)	(2,4)

	<u>Σημείωση</u>	<u>31.12.2010</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		
Ενσώματα πάγια	5	370,98
Λοιπές απαιτήσεις	6	742,00
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	7	4.194,40
		<u>5.307,38</u>
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία		
Λοιπές απαιτήσεις	6	268.323,93
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	8	740.015,00
		<u>1.008.338,93</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>1.013.646,31</u>
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
Μετοχικό κεφάλαιο	10	110.000,00
Αποθεματικά	11	48.089,04
Κέρδη εις νέο		691.639,71
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		<u>849.728,75</u>
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία		19.929,00
Λοιπές Προβλέψεις	12	0,00
		<u>19.929,00</u>
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	13	49.430,64
Υποχρεώσεις από φόρους		94.557,92
		<u>143.988,56</u>
Σύνολο υποχρεώσεων		<u>163.917,56</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		<u>1.013.646,31</u>
Εσοδα από παροχή υπηρεσιών		
Λοιπά έσοδα		750.000,00
		<u>24.940,21</u>
Σύνολο Λειτουργικών Εσόδων		<u>774.940,21</u>
Δαπάνες προσωπικού		
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	15	(234.315,95)
Αποσβέσεις	16	(156.044,68)
		<u>(201,26)</u>
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων		<u>(390.561,89)</u>
Χρηματοοικονομικά (έξοδα)/ έσοδα καθαρά	17	19.328,25
Κέρδη προ φόρων		<u>403.706,57</u>
Φόρος εισοδήματος	14	(109.558,38)
Κέρδη μετά από φόρους (Α)		<u>294.148,19</u>
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από φόρους		
Λοιπά Συνολικά Έσοδα		-
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από φόρους (Β)		-
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα μετά από φόρους (Α+Β)		<u>294.148,19</u>

ALPHA VENTURES A.E 2009-2010

Ισολογισμός		(ποσά σε ευρώ)	
1 ^η εταιρική χρήση			
	<u>Σημείωση</u>	<u>31.12.2009</u>	
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Λοιπές απαιτήσεις	9	259.953,04	
Ταμείο και διαθέσιμα	10	802.538,49	
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		1.062.491,53	
Σύνολο Ενεργητικού		1.062.491,53	
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	11		
Μετοχικό κεφάλαιο		100.000,00	
Αποτελέσματα εις νέον		620.531,05	
Σύνολο καθαρής θέσεως		720.531,05	
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
<u>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</u>			
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος	12	210.447,73	
Λοιπές υποχρεώσεις	13	131.512,75	
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		341.960,48	
Σύνολο υποχρεώσεων		341.960,48	
Σύνολο καθαρής θέσεως και υποχρεώσεων		1.062.491,53	

Κατάσταση Ταμειακών Ροών

		(ποσά σε ευρώ)	
		Από 16.5.2008	
	<u>Σημείωση</u>	<u>Έως 31.12.2009</u>	
Λειτουργικές δραστηριότητες			
Κέρδη/(ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος		833.744,10	
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για:</i>			
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	6	(28.542,55)	
Λειτουργικό κέρδος/(ζημία) προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης		805.201,55	
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		(261.691,70)	
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		131.512,75	
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(137,40)	
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		674.885,20	
Επενδυτικές δραστηριότητες			
Τόκοι εισπραχθέντες		27.653,29	
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		27.653,29	
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες			
Εισπράξεις από καταβολή μετοχικού κεφαλαίου	11	100.000,00	
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		100.000,00	
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α)+(β)+(γ)		802.538,49	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσεως		--	
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσεως	10	802.538,49	

Ισολογισμός
2^η εταιρική χρήση

	<u>Σημ.</u>	<u>31.12.2010</u>
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Λοιπές απαιτήσεις	9	270.654,05
Ταμείο και διαθέσιμα	10	728.051,48
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		<u>998.705,53</u>
Σύνολο Ενεργητικού		<u>998.705,53</u>
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ		
Μετοχικό κεφάλαιο	11	100.000,00
Αποθεματικά		32.000,00
Αποτελέσματα εις νέον		752.606,12
Σύνολο καθαρής θέσεως		<u>884.606,12</u>
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Υποχρεώσεις για τρέχοντα φόρο εισοδήματος	12	102.236,61
Λοιπές υποχρεώσεις	13	11.862,80
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		<u>114.099,41</u>
Σύνολο υποχρεώσεων		<u>114.099,41</u>
Σύνολο καθαρής θέσεως και υποχρεώσεων		<u>998.705,53</u>

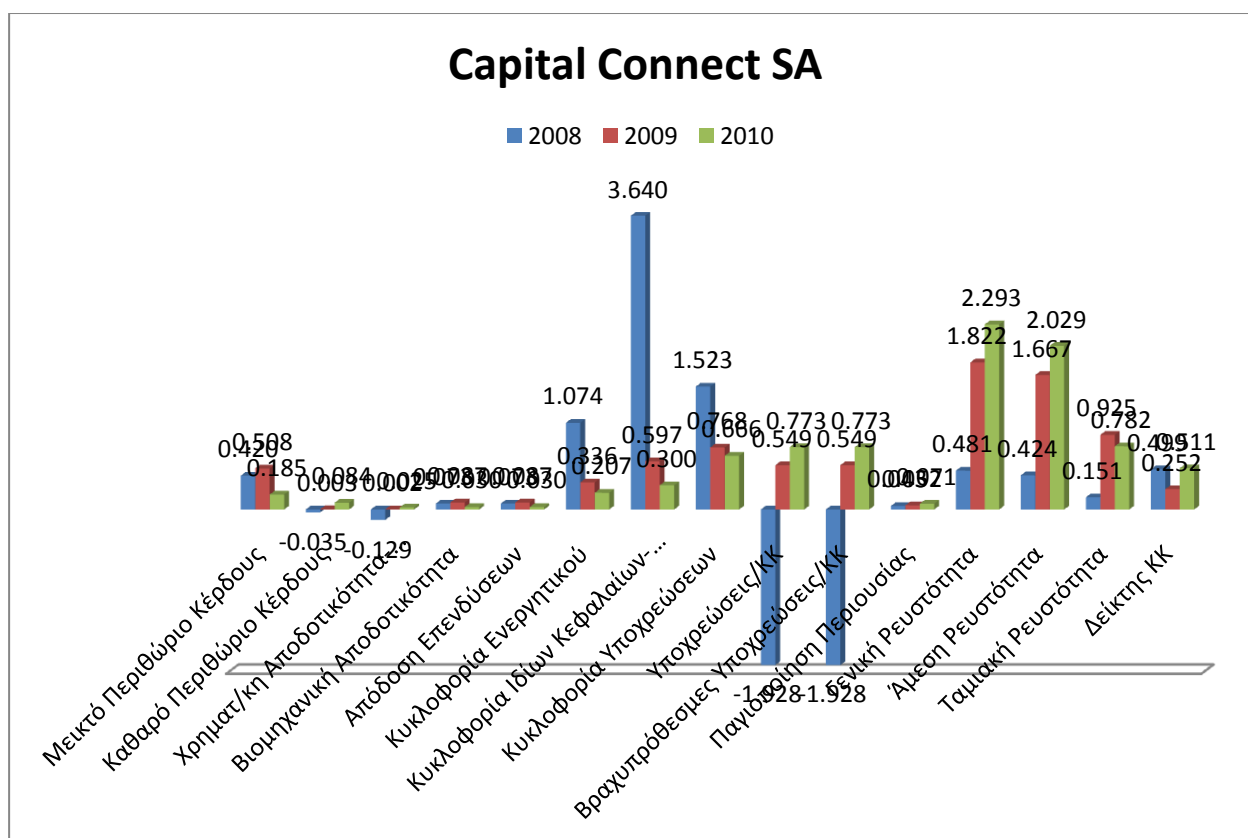
Κατάσταση Ταμειακών Ροών

	<u>Σημ.</u>	<u>Από 1.1.2010 Έως 31.12.2010</u>
Λειτουργικές δραστηριότητες		
Κέρδη/(ζημίες) πριν το φόρο εισοδήματος		546.610,21
<i>Πλέον / (μείον) προσαρμογές για:</i>		
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	6	(17.867,28)
Λειτουργικό κέρδος/(ζημία) προ μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης		528.742,93
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων		(12.695,38)
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)		(119.649,95)
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(72,00)
Καταβλημένοι φόροι		(270.934,12)
Σύνολο εισροών/(εκροών) από λειτουργικές δραστηριότητες (α)		<u>125.391,48</u>
Επενδυτικές δραστηριότητες		
Τόκοι εισπραχθέντες		18.121,51
Σύνολο εισροών / (εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)		<u>18.121,51</u>
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Εισπράξεις από καταβολή μετοχικού κεφαλαίου	11	--
Καταβληθέντα μερίσματα		(218.000,00)
Σύνολο εισροών / (εκροών) από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)		<u>(218.000,00)</u>
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσεως (α)+(β)+(γ)		<u>(74.487,01)</u>
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσεως	10	802.538,49
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσεως	10	728.051,48

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

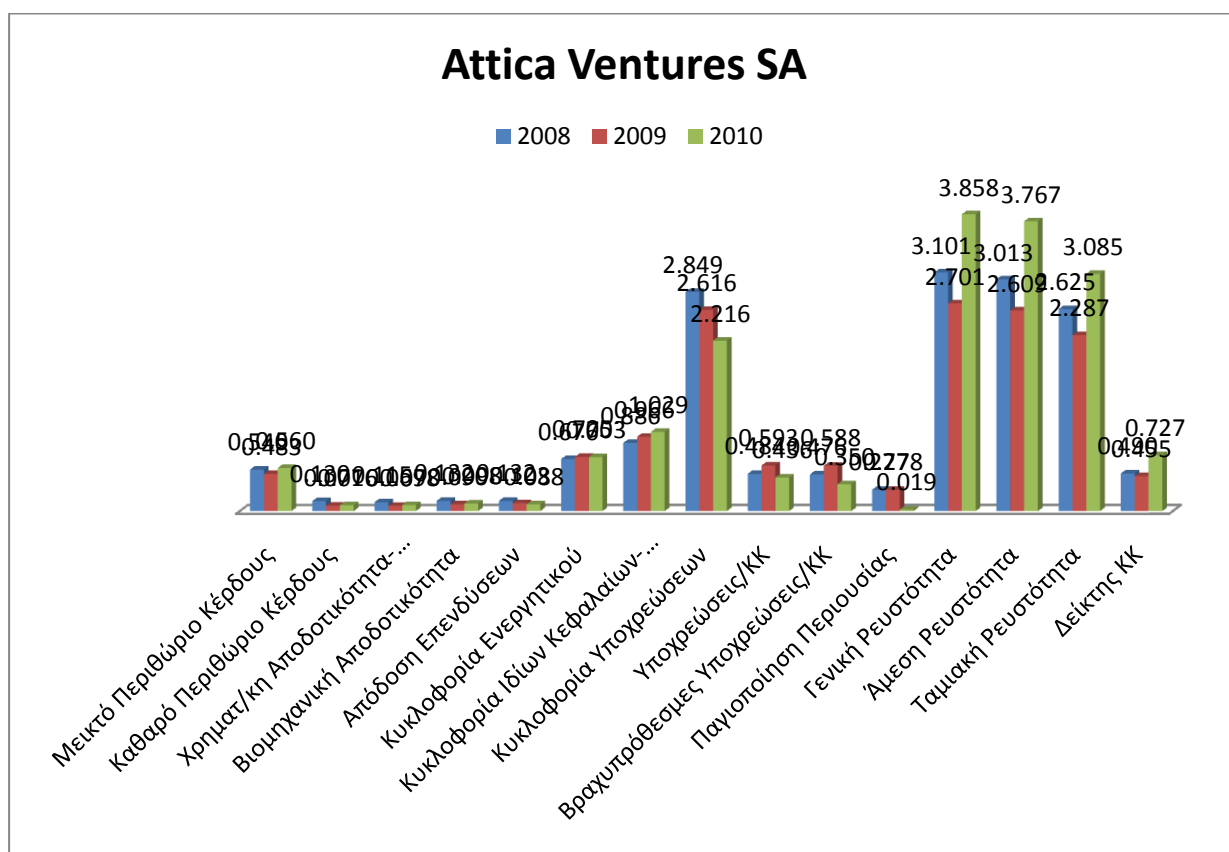
CAPITAL CONNECT A.E

Δείκτες	2008	2009	2010	
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	0,420	0,508	0,185	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-0,035	0,003	0,084	
Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα-Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,129	0,002	0,025	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
Βιομηχανική Αποδοτικότητα	0,073	0,087	0,030	
Απόδοση Επενδύσεων	0,073	0,087	0,030	
Κυκλοφορία Ενεργητικού	1,074	0,336	0,207	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων- Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	3,640	0,597	0,300	
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	1,523	0,768	0,666	
Υποχρεώσεις/ΚΚ	-1,928	0,549	0,773	ΔΟΜΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ- ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ	-1,928	0,549	0,773	
Παγιοποίηση Περιουσίας	0,043	0,052	0,071	
Γενική Ρευστότητα	0,481	1,822	2,293	ΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ
Άμεση Ρευστότητα	0,424	1,667	2,029	
Ταμιακή Ρευστότητα	0,151	0,925	0,782	
Δείκτης ΚΚ	0,499	0,252	0,511	



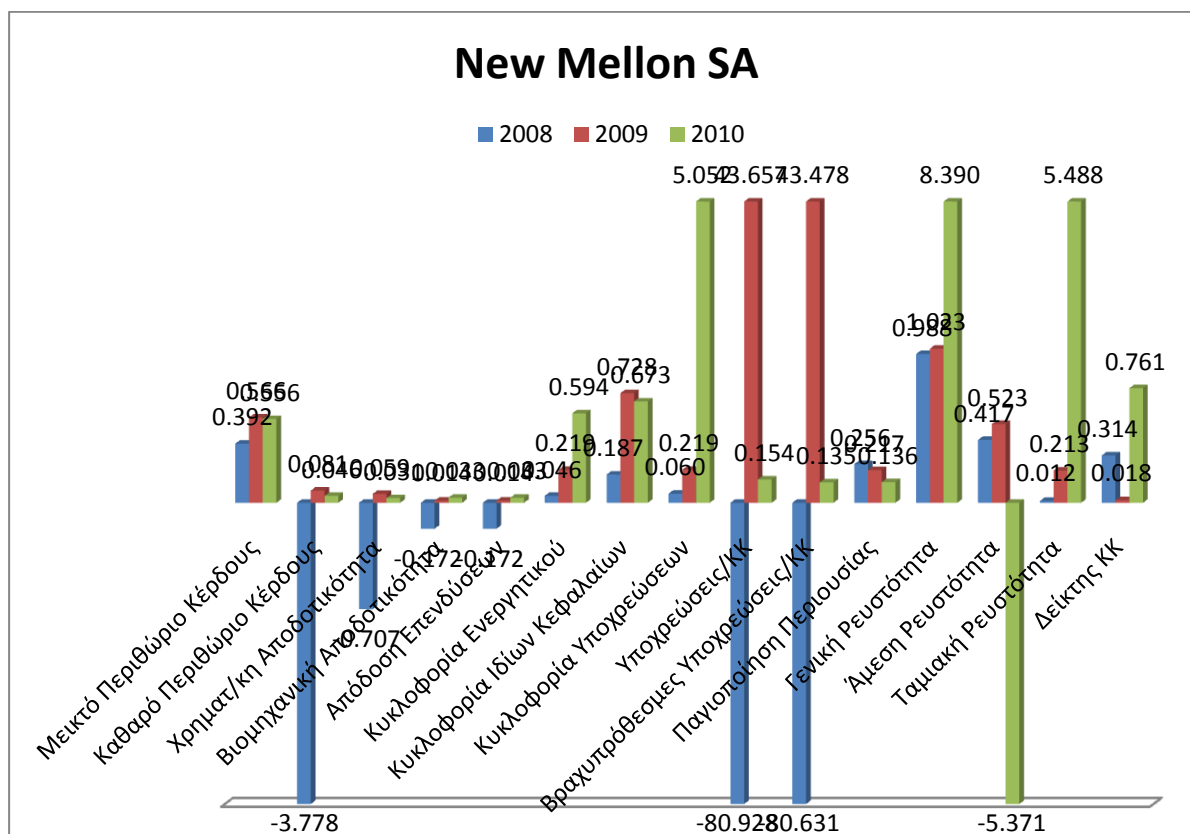
ΑΤΤΙΚΑ VENTURES Α.Ε.

Δείκτες	2008	2009	2010	
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	0,540	0,483	0,560	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,130	0,071	0,076	
Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα-Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,115	0,069	0,078	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
Βιομηχανική Αποδοτικότητα	0,132	0,090	0,098	
Απόδοση Επενδύσεων	0,132	0,103	0,088	
Κυκλοφορία Ενεργητικού	0,676	0,705	0,703	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων- Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	0,886	0,966	1,029	
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	2,849	2,616	2,216	
Υποχρεώσεις/ΚΚ	0,484	0,593	0,436	ΔΟΜΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ- ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ	0,476	0,588	0,350	
Παγιοποίηση Περιουσίας	0,277	0,278	0,019	
Γενική Ρευστότητα	3,101	2,701	3,858	ΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ
Άμεση Ρευστότητα	3,013	2,609	3,767	
Ταμιακή Ρευστότητα	2,625	2,287	3,085	
Δείκτης ΚΚ	0,490	0,455	0,727	



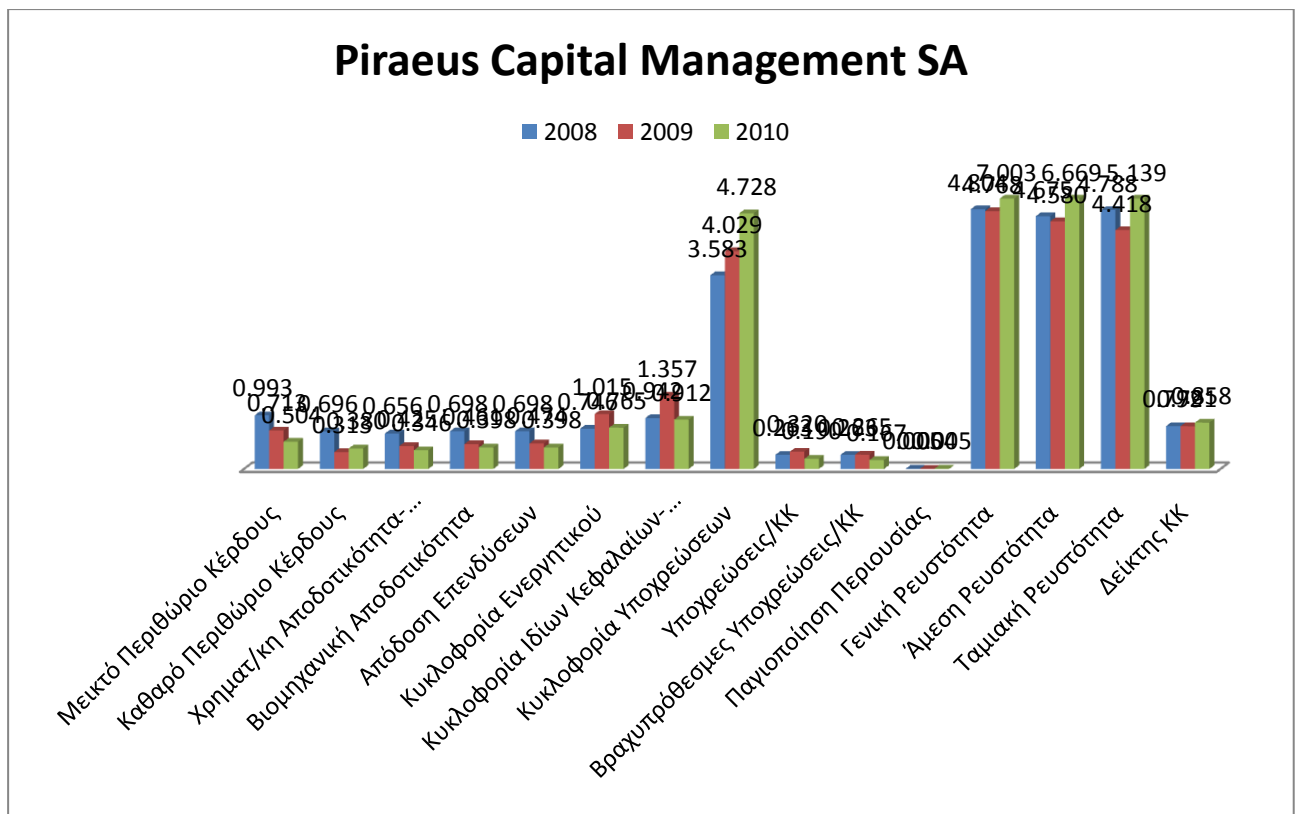
NEWMELLON A.E.

Δείκτες	2008	2009	2010	
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	0,392	0,566	0,556	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-3,778	0,081	0,046	
Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα-Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-0,707	0,059	0,031	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
Βιομηχανική Αποδοτικότητα	-0,172	0,014	0,033	
Απόδοση Επενδύσεων	-0,172	0,014	0,033	
Κυκλοφορία Ενεργητικού	0,046	0,219	0,594	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων- Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	0,187	0,728	0,673	
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	0,060	0,219	5,052	
Υποχρεώσεις/ΚΚ	-80,928	43,657	0,154	ΔΟΜΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ- ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ	-80,631	43,478	0,135	
Παγιοποίηση Περιουσίας	0,256	0,217	0,136	
Γενική Ρευστότητα	0,988	1,023	8,390	ΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ
Άμεση Ρευστότητα	0,417	0,523	-5,371	
Ταμιακή Ρευστότητα	0,012	0,213	5,488	
Δείκτης ΚΚ	0,314	0,018	0,761	



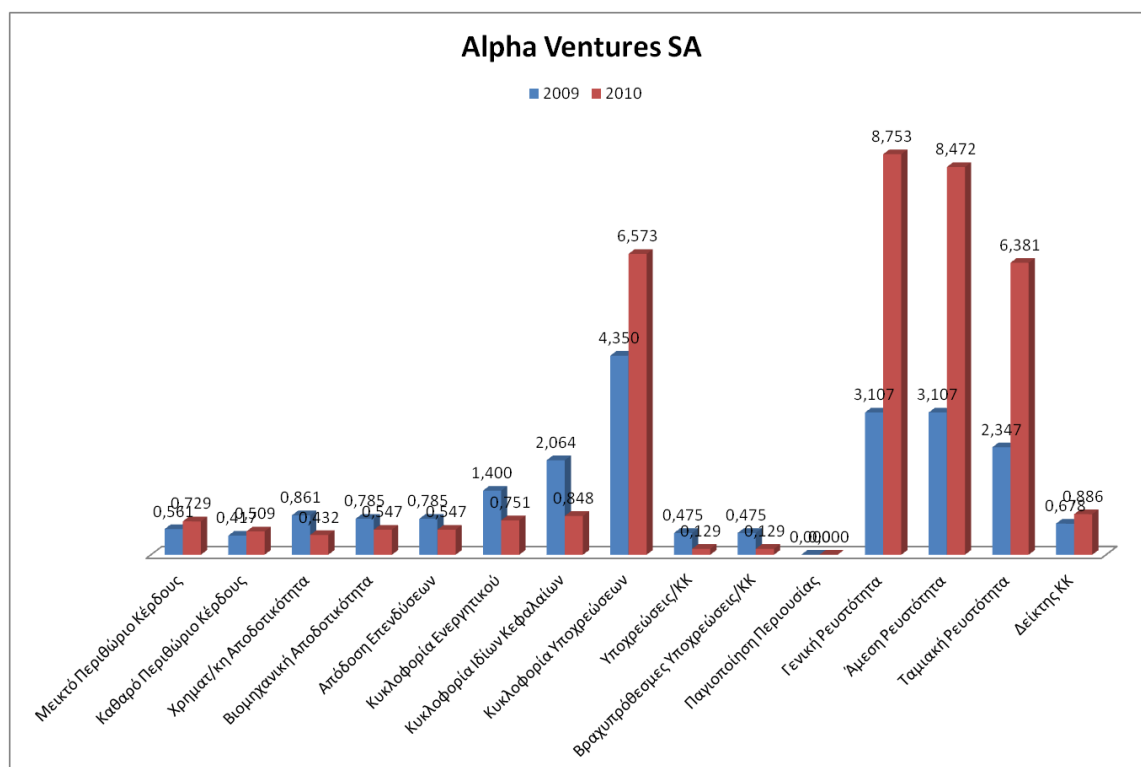
PIRAEUS CAPITAL MANAGEMENT A.E.

Δείκτες	2008	2009	2010	
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	0,993	0,713	0,504	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,696	0,313	0,380	
Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,656	0,425	0,346	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
Βιομηχανική Αποδοτικότητα Απόδοση Επενδύσεων	0,698	0,461	0,398	
Κυκλοφορία Ενεργητικού Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων-Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	0,746	1,015	0,765	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	3,583	4,029	4,728	
Υποχρεώσεις/ΚΚ	0,263	0,320	0,190	ΔΟΜΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ- ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ	0,263	0,265	0,167	
Παγιοποίηση Περιουσίας	0,005	0,004	0,005	
Γενική Ρευστότητα	4,804	4,768	7,003	ΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ
Άμεση Ρευστότητα	4,675	4,580	6,669	
Ταμιακή Ρευστότητα	4,788	4,418	5,139	
Δείκτης ΚΚ	0,792	0,791	0,858	



ALPHA VENTURES A.E.

Δείκτες	2008	2009	2010	
Μεικτό Περιθώριο Κέρδους	-	0,561	0,729	ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	-	0,417	0,509	
Χρηματοοικονομική Αποδοτικότητα- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	-	0,861	0,432	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
Βιομηχανική Αποδοτικότητα	Ε	0,785	0,547	
Απόδοση Επενδύσεων	Ν	0,785	0,547	
Κυκλοφορία Ενεργητικού	Ο	1,400	0,751	ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Κυκλοφορία Ιδίων Κεφαλαίων-Εκμετάλλευση Ιδίων Κεφαλαίων	Π	2,064	0,848	
Κυκλοφορία Υποχρεώσεων	Ο	4,350	6,573	
Υποχρεώσεις/ΚΚ	Ι	0,475	0,129	ΔΟΜΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ- ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ΚΚ	Η	0,475	0,129	
Παγιοποίηση Περιουσίας	Σ	0,000	0,000	
Γενική Ρευστότητα	Η	3,107	8,753	ΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ
Άμεση Ρευστότητα	-	3,107	8,472	
Ταμιακή Ρευστότητα	-	2,347	6,381	
Δείκτης ΚΚ	-	0,678	0,886	



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Βασιλείου, Δ. (1995), “Επενδύσεις Επιχειρηματικού Κεφαλαίου”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Γ' τριμηνία, τεύχος 3.
2. EVCA (1990), *Yearbook 1990-Annual Survey 1989*, European Venture Capital Association
3. Bygrave, W. and Timmons, J. (1992), *VC at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
4. Σταυριανουδάκης, Σ. (2005), “Τι είναι το VC και ποιους μπορεί να βοηθήσει”, *ΚΕΤΑ ΝΕΑ Κρήτης*, Ιούλιος, τεύχος 6.
5. Peter Cohan (2009), “Economic Outlook: U.S. and key Industries,” Peter S. Cohan & Associates, November 5.
6. Keith Arundale (2007) “Raising Venture Capital Finance in Europe: A Practical Guide for Business owners, entrepreneurs and investors”, 5-6.
7. Roman, Z. (1991), “Entrepreneurship and the Small Business: The Hungarian trajectory”, *Journal of business Venturing*, 6/6, 447-465.
8. Γκανέτσος, Γ., και Φρονίστας, Α. (1995), “VC – Μια ανασκόπηση του Τραπεζικού Τομέα”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Γ' τριμηνία, τεύχος 3.
9. Bovaird, C. (1990), *Introduction to VC Finance*, Pitman Publishing, London.
10. Πασσιούρας Φ. (2003), «*Ta venture capitals αποτελούν ένα νέο τρόπο χρηματοδότησης επιχειρήσεων, ο οποίος κερδίζει όλο και περισσότερο έδαφος στις ‘προτιμήσεις’ των ευρωπαίων και των ελλήνων επενδυτών*», επιστημονικό μάρκετινγκ.
11. Lorenz, T. (1989), *VC today: a practical guide to the VC market*, Woodhead-Faulkner, Cambridge.
12. Ξανθάκης, Μ. και Τσιπούρη, Λ. (2001), *Διαχείριση τεχνολογίας και VC: η περίπτωση της Ελλάδος*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
13. Ιακωβίδης, Μ. (1992), “VC: Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου (B' μέρος)”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Α' εξαμηνία, τεύχος 33-34.
14. Matthias Eckerman (2006), “Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry.
15. ΕΛΣΤΑΤ (2011), εισαγωγές-εξαγωγές, εξαγωγικό εμπόριο, www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-database
16. Ζοπουνίδης, Κ. και Μπακατσάκη, Μ. (2002), “Το VC στην Ελλάδα. Πρώτα αποτελέσματα πανελλαδικής έρευνας”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Δ' τριμηνία, τεύχος 31.
17. Κόλλιας, Φ. (2006), “Γίνεται αποδεκτή στην Ελλάδα η ιδέα του VC - η χώρα μας βρισκόταν εκτός «ραντάρ» των μεγάλων επενδυτικών ομίλων - τώρα εισήλθε στην εμβέλειά τους”, *Καθημερινή*, 15/01/2006.
18. Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας: <http://www.taneo.gr/ContentSub.aspx?C=8>
19. Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων: <http://www.hvca.gr>
20. Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Zaitech Fund: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=97
21. Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, Capital Connect Venture Partners: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=96
22. Τ.Α.ΝΕ.Ο., επενδύσεις, NEW MELLON-TANEO Climate Change Opportunities: www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=105

23. T.A.NE.O., επενδύσεις, Alpha ventures:
www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=101
24. T.A.NE.O., επενδύσεις, Piraeus Capital Fund:
www.taneo.gr/vcfunds.aspx?C=13&A=104
25. Silver, D. (1985), VC-The complete guide for investors, *Josh Wiley & Sons Publications*, U.S.A.
26. Ζοπουνίδης, Κ. (2004), “Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: VC investment”, Ιούλιος, *Εξπρές*.
27. Σακέλλης, Ε. (1991), *Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων, Συγκωνεύσεις & Μετατροπές Εταιρειών*, Εκδόσεις Βρύκουσ, Αθήνα.
28. Βασιλείου, Δ. (1996), “Οι επενδυτικές αποφάσεις των Εταιρειών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών”, *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*, Δ' τριμήνιο, τεύχος 8.
29. Siskos, J. (1986), “Evaluating a system of furniture retail outlets using an interactive ordinal regression method”, *European Journal of Operational research*, 23, 179-193.
30. Siskos, J. and Yannacopoulos, D. (1985), “UTASTAR: An ordinal regression method for building additive value functions”, *Investigaçao Operacional*, 5/1, 39-53.
31. Jacquet-Lagrèze, E. and Siskos, Y. (1982), “Assessing a set of additive utility functions for multicriteria decision making : The UTA method”, *European Journal of Operational Research*, 10, 151-164.
32. Siskos, J. and Zopounidis, C. (1987), “The evaluation criteria of the VC investment activity: An interactive assessment”, *European Journal of Operational Research*, 31, 304-313.
33. Saaty, T.L. (1980), *The Analytic Hierarchy Process*, McGraw-Hill, New York.
34. Zahedi, F. (1986), “The analytic hierarchy process: A survey of the method and its applications”, *Interfaces*, 16, 96-108.
35. 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.
36. Devaud et al. (1980), ‘Utilities Additives DIScriminantes’.
37. Zopounidis, C. and Doumpos, M. (1998), “Developing a multicriteria decision support system for financial classification problems: The FINCLAS system”, *Optimization Methods and Software*, 8, 227-304.
38. Zopounidis, C. and Doumpos, M. (1997), “A multicriteria decision aid methodology for the assessment of country risk”, *European Research on management and business economics*.
39. Ζοπουνίδης Κ. (2003), «Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του χρηματοοικονομικού μανάτζμεντ», Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
40. Ζοπουνίδης, Κ. (25/07/2004), “Χρηματοοικονομικές αποφάσεις με πολλαπλά κριτήρια: VC investment”, *Εξπρές*.
41. Κρυσταλλάκος, Π. (2004), “Θετική η Ελλάδα για επενδύσεις VC”, *Επιχειρήσεις*, 01/06/2004.
42. Γαγάνης Χρ. Και Ζοπουνίδης Κ. (2008), Αναγνώριση Παραποιημένων Λογιστικών Καταστάσεων: Μεθοδολογικό πλαίσιο και εφαρμογές, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Ιστοσελίδες

Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Επιχειρηματικών Κεφαλαίων: <http://www.hvca.gr>

Ιστοσελίδα του International Capital Forum στην Ελλάδα: <http://www.vcforum.gr>

Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας: <http://www.taneo.gr/ContentSub.aspx?C=8>

Capital connect S.A: <http://www.capitalconnect.gr/index1.htm>

Εθνικό ταμείο επιχειρηματικότητας και ανάπτυξης: <http://www.tempme.gr/>

Invest In Greece: <http://www.investingreece.gov.gr/default.asp?pid=1&la=2>

Attica Ventures: <http://attica-ventures.gr/>

Τράπεζα Πειραιώς: <http://www.piraeusbank.gr/>

Newmellon Asset & wealth management: <http://www.newmellon.gr/>

Alpha Bank : <http://www.alpha.gr/page/default.asp?id=4&la=1>

Γενική Γραμματεία Ανταγωνιστικότητας: www.antagonistikotita.gr

European VC Assosiation: <http://www.evca.eu/>

National VC Association: www.nvca.com

European Investment Fund: <http://www.eif.org/>

Ηλεκτρονική εφημερίδα Ναυτεμπορική: <http://www.naftemporiki.gr/>

Η επιχειρηματικότητα στο προσκήνιο: <http://www.epixeiro.gr/>

Οικονομικές ειδήσεις: <http://www.newsbeast.gr/financial>

Ημερήσια οικονομική εφημερίδα: <http://www.kerdos.gr/>

Ισολογισμοί Αωνύμων Εταιρειών και Ε.Π.Ε. :
http://www.express.gr/misc/legal/1003oz_200804141003.php3

Χρηματοοικονομικά νέα: <http://www.e-boss.gr/eboss/shared/index.jsp?context=101>

Επιστημονικό μάρκετινγκ και μανάτζμεντ: <http://www.epistimonikomarketing.gr/>

Ευρετήριο οικονομικών όρων: <http://www.euretirio.com/>

Αριθμοδείκτες Ανάλυση:
http://www.bizhelp365.gr/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=1&Itemid=93

Νόμος 2992/02 ίδρυσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) : <http://www.hvca.gr/upload/N299220AKES.pdf>

Χρηματοδοτική στήριξη νέων επιχειρήσεων έντασης-γνώσης-τεχνοβλαστών (SPIN-OFFS) (Προεδρικό Διάταγμα 17): <http://www.step-epirus.gr/doc/arthro%2017.pdf>

Η κεφαλαιουχική διάρθρωση και τα οικονομικά αποτελέσματα του ελληνικού εμπορίου το 2004. Ετήσια Έκθεση Ελληνικού Εμπορίου Έτους 2005 (Εθνική Συνομοσπονδία Ελληνικού Εμπορίου ☐ ΕΣΕΕ, 2005):
<http://www.esee.gr/el/EtisiaEkthesiEmporiou/2005/03-EKTHESH-2005.pdf>

Το στατιστικό προφίλ της Ελλάδας σύμφωνα με τον ΟΑΣΣΑ το έτος 2010:
http://www.oecd-ilibrary.org/economics/country-statistical-profile-greece-2010_20752288-2010-table-grc;jsessionid=7futr3jgaqro.epsilon

VCism in 2008/2009 During the Economic Downturn:
http://www.go4funding.com/Articles/Venture-Capital/Venture_Capitalism_in_2008_2009_During_the_Economic_Downturn.aspx