



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ : «ΧΡΗΜΑΤΟΙΚ/ΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ»

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟΥ ΕΤΟΥΣ 2005-2006

ΘΕΜΑ : «ΘΕΣΜΟΣ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ»

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Καθηγητής Ν. Πιπτής

Καθηγητής Α. Αντζουλάτος

Επικ. Καθηγητής Ν. Φίλιππας

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Επικ. Καθηγητής Ν. Φίλιππας

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: Ζαρκάδα Κυριακή

ΜΧΑΝ/0405

➤ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	σελ. 1
➤ A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
A.1 - Διεθνές Οικονομικό Περιβάλλον.....	σελ. 3
A.2 - Εγχώριο Περιβάλλον.....	σελ. 7
➤ B. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΑ VENTURE CAPITAL	
B.1 -Ορισμός Venture Capital.....	σελ. 12
B.2 -Διαφορά μεταξύ V.C και παραδοσιακού τρόπου δανεισμού	σελ.13
B.3 -Οφέλη και επιπτώσεις των V.C.....	σελ.15
B.4 -Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάπτυξη των V.C.....	σελ.19
➤ Γ. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ V.C.	
Γ.1 -Πηγές άντλησης V.C.....	σελ.22
Γ.2 -Business Angels.....	σελ.23
➤ Δ. ΕΠΙΛΟΓΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ V.C.	
Κριτήρια: Είδος V.C.-Στάδιο Ανάπτυξης	σελ.25
Βιομηχανικός Τομέας όπου ανήκει η εταιρία.....	σελ.29
Ποσό Επένδυσης.....	σελ.30
Γεωγραφική Τοποθεσία.....	σελ.30
➤ Ε. ΥΠΟΒΟΛΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ (BUSINESS PLAN)	
Πληροφορίες που πρέπει να περιέχονται.....	σελ.31
➤ ΣΤ. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	
ΣΤ.1 - Αξιολόγηση επιχείρησης	
ΣΤ.1.1 - Αρχές αξιολόγησης.....	σελ.36
ΣΤ.1.2 - Επιλογή κατάλληλης μεθόδου αξιολόγησης.....	σελ.44
ΣΤ.2 - Ολοκλήρωση και υπογραφή του συμβολαίου.....	σελ.46

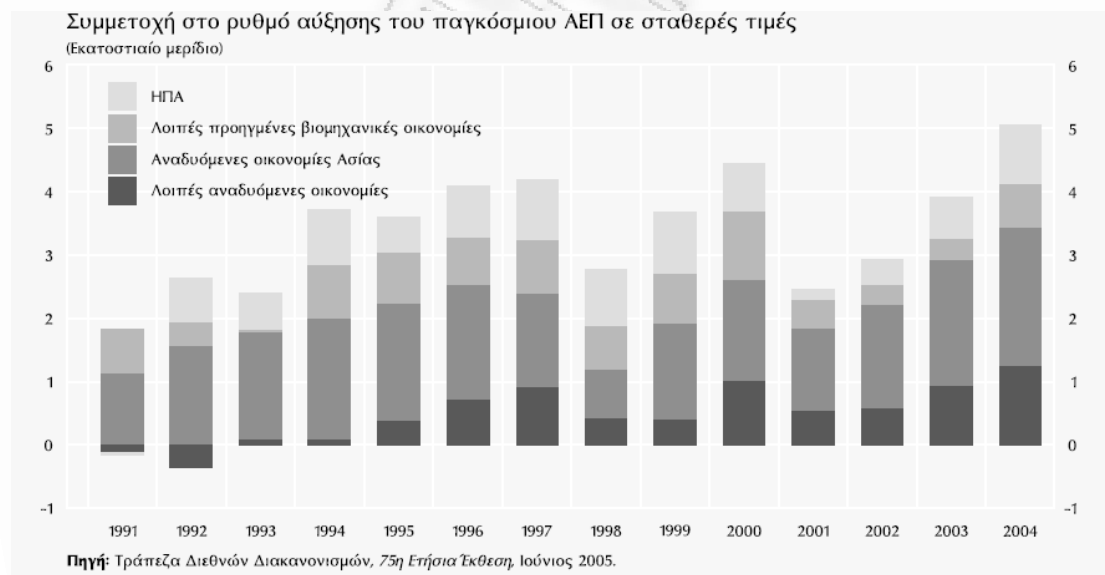
➤ Z. ΟΙ ΜΕΤΑΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	
Z.1- Ο ρόλος των επαγγελματιών συμβούλων	
Z.1.1 - Ο ρόλος των λογιστών-ελεγκτών.....σελ.51	
Z.1.2 - Ο ρόλος των νομικών συμβούλων.....σελ.52	
➤ H. ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ V.C.	σελ.53
➤ Θ. Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ V.C. ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	
Θ.1 -Η έκτασή τους στην ελληνική πραγματικότητα.....σελ.55	
Θ.2 -Το θεσμικό πλαίσιοσελ.61	
Θ.3 - Τ.Α.Ν.Ε.Ο	
Θ.3.1 - Σκοπός του Τ.Α.Ν.Ε.Ο.....σελ.63	
Θ.3.2 – Επενδυτική Πολιτική του Τ.Α.Ν.Ε.Ο.....σελ.64	
Θ.4 – Άλλες μεγάλες ελληνικές εταιρίες Venture Capital	
Θ.4.1 – Global Finance.....σελ.66	
Θ.4.2 – Alpha Ventures.....σελ.69	
Θ.4.3 – Attica Ventures.....σελ.69	
Θ.4.4 – Vectis Capital.....σελ.70	
Θ.4.5 – NBG Venture Capital.....σελ.71	
➤ I. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ	σελ.71
➤ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	

A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ

A.1 - ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία για το 2005 ήταν ευνοϊκές, παρά τη σημαντική αύξηση της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου. Οι προοπτικές αυτές είναι επίσης αισιόδοξες για το 2006, με μία μικρή δόση αβεβαιότητας, η οποία οφείλεται, κατά κύριο λόγο, στην πιθανότητα περαιτέρω ανόδου της τιμής του πετρελαίου, καθώς και στις παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισοροπίες. Η αρνητική επίδραση της τιμής του πετρελαίου στην πορεία του παγκόσμιου Α.Ε.Π. το προηγούμενο έτος αντισταθμίστηκε από τα ιδιαίτερα χαμηλά πραγματικά επιτόκια και τις ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, καθώς και τη δυναμική πορεία της Κίνας και της Ινδίας, η θεαματική ανάπτυξη των οποίων συνέβαλλε σημαντικά στην πορεία του παγκόσμιου Α.Ε.Π., όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα Α.1.

Διάγραμμα Α.1



Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου Α.Ε.Π. (σε σταθερές τιμές) διαμορφώθηκε σε 4,3% το 2005 έναντι 5,1% το 2004, παραμένοντας ωστόσο ελαφρά

υψηλότερος από τη μακροχρόνια τάση του. Ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο επιβραδύνθηκε (2,5% έναντι 3,3% το 2004), αντανακλώντας εξελίξεις τόσο στις Η.Π.Α. και στην Ιαπωνία, όσο και στη Ζώνη του Ευρώ. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. επίσης επιβραδύνθηκε, στο 6,4% το 2005 από 7,3% το 2004. Μεταξύ των αναπτυσσόμενων οικονομιών, τη μεγαλύτερη άνοδο είχαν η Κίνα (9,9%), η Ινδία (7,1%) και η Ρωσία (6,1%), ενώ στις αναπτυσσόμενες την υψηλότερη αύξηση του Α.Ε.Π. είχαν ο Καναδάς και οι Η.Π.Α. Στην ευρωζώνη ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. επιβραδύνθηκε από 2,1% το 2004 σε 1,3% το 2005.

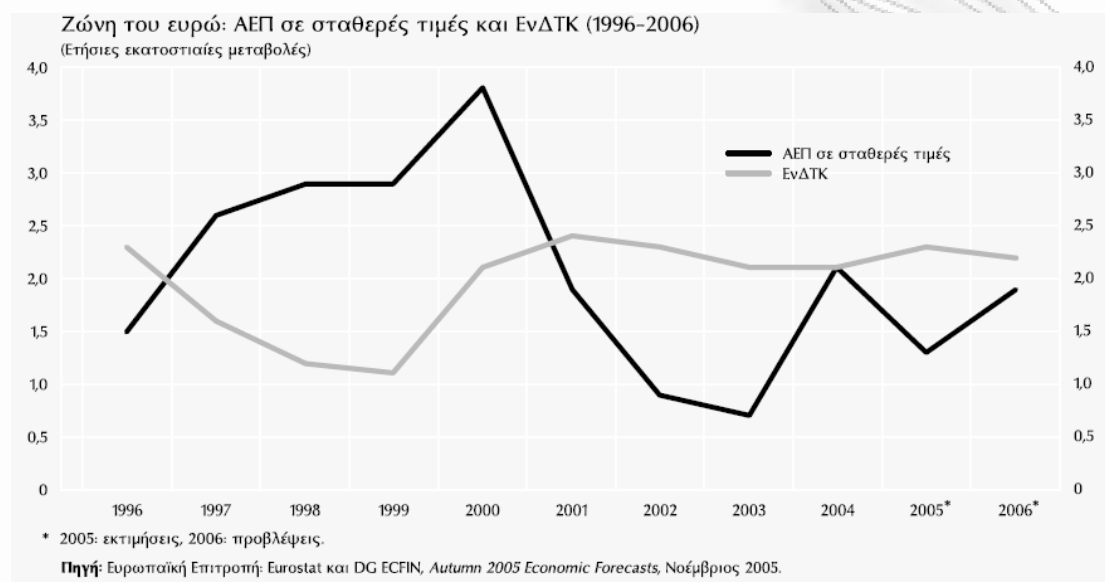
Το 2006 η παγκόσμια οικονομία προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αναπτύσσεται με τον ίδιο ικανοποιητικό ρυθμό όπως το 2005 (4,3% σύμφωνα με το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή). Οι προηγμένες οικονομίες αναμένεται ότι θα σημειώσουν βελτίωση του ρυθμού ανάπτυξής τους (2,7% έναντι 2,5% το 2005), ενώ οι αναπτυσσόμενες θα σημειώσουν μία μικρή κάμψη (6,1% έναντι 6,4% το 2005).

Η εκτόξευση της τιμής του «μαύρου χρυσού» δεν είχε την ανάλογη επίδραση στον πληθωρισμό, ο οποίος σημείωσε μικρή μόνο αύξηση, κυρίως λόγω της συγκράτησης των μισθολογικών αυξήσεων, αλλά και της θετικής επίδρασης που ασκούν στις τιμές των αγαθών η διεύρυνση του διεθνούς εμπορίου και η παγκοσμιοποίηση της αγοράς, παράγοντες οι οποίοι αυξάνουν την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα προϊόντων και υπηρεσιών και διατηρούν το κόστος παραγωγής σε χαμηλά επίπεδα.

Στη Ζώνη του Ευρώ, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) διαμορφώθηκε στο 2,2% το 2005, έναντι 2,1% το 2004 και οι ίδιες περίπου προσδοκίες επικρατούν και για το 2006, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα Α.2. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των εμπειρογνομώνων του Ευρωσυστήματος, ο πληθωρισμός για το έτος 2006 αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 1,6% και 2,6%. Η σταθερή αυτή πορεία αποδίδεται κυρίως στο γεγονός ότι η τιμή του πετρελαίου εκτιμάται ότι δε θα συνεχίσει να αυξάνεται με τόσο υψηλούς ρυθμούς όπως οι περσινόι,

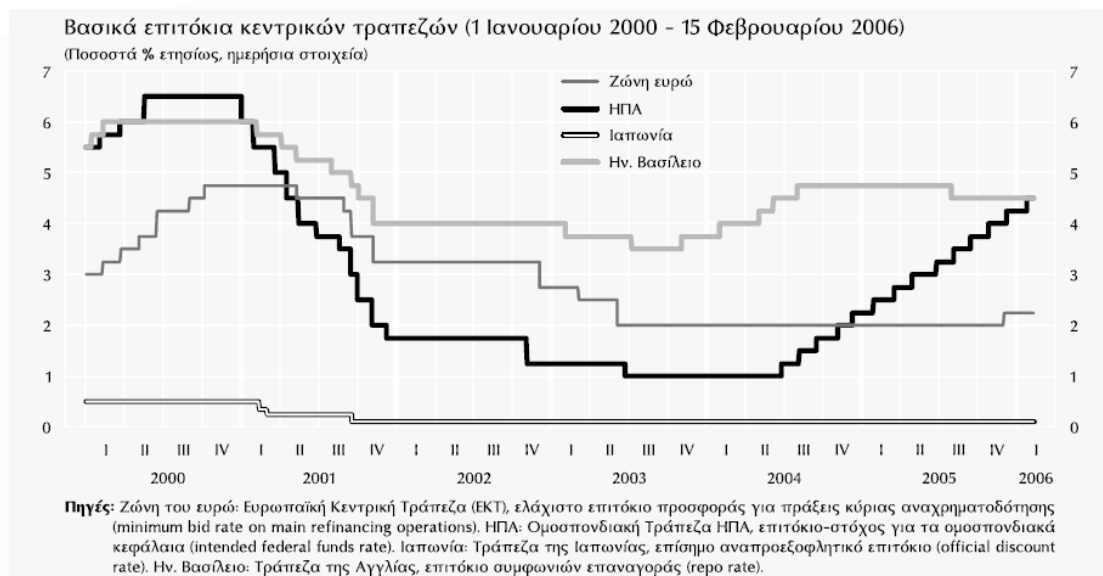
καθώς και στο ότι οι αυξήσεις μισθών και ημερομισθίων θα παραμείνουν στα ίδια επίπεδα με του προηγούμενου έτους, ενώ η περαιτέρω αύξηση της παραγωγικότητας θα μειώσει εκ νέου το κόστος παραγωγής.

Διάγραμμα Α.2



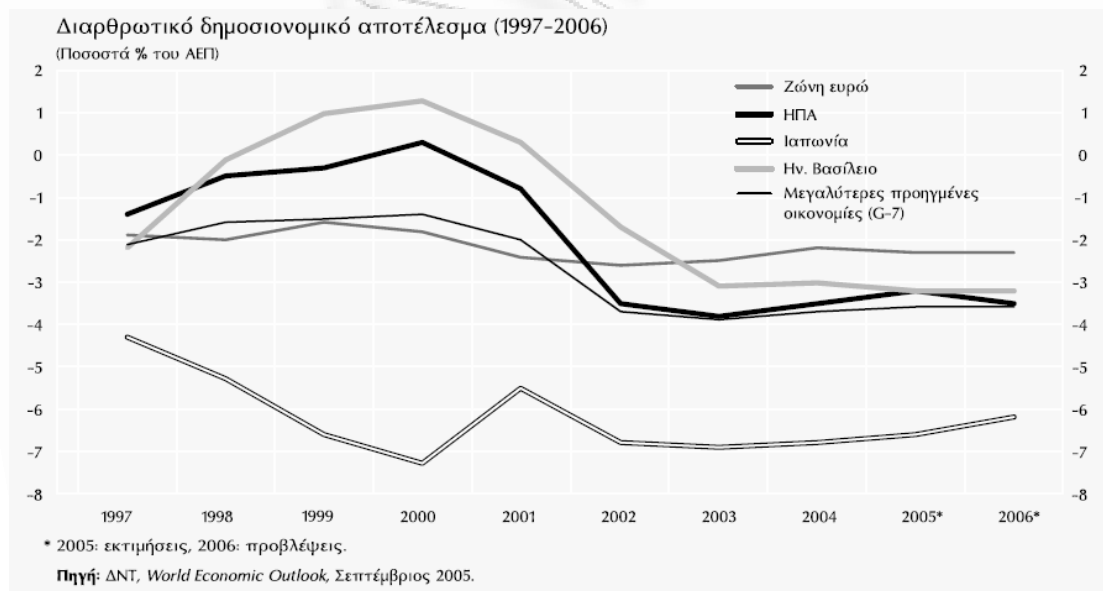
Η νομισματική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες ήταν σχετικά αυστηρή το 2005. Πιο συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α. το βασικό επιτόκιο αυξήθηκε ισόποσα (0,25%) οχτώ φορές το 2005 και επίσης το ίδιο στις 31 Ιανουαρίου 2006, φτάνοντας συνολικά το 4,50%. Η Ε.Κ.Τ., αφού διατήρησε τα επιτόκιά της σταθερά μέχρι το Νοέμβριο 2005, αποφάσισε την 1^η Δεκεμβρίου του ίδιου έτους να αυξήσει το βασικό επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης, δηλ. στο 2,25%. Στην Ιαπωνία αντίθετα, λόγω του χαμηλού πληθωρισμού τα επιτόκια διατηρήθηκαν στα ήδη πολύ χαμηλά επίπεδα. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, μετά τις διαδοχικές αυξήσεις του βασικού επιτοκίου από την Τράπεζα της Αγγλίας κατά τη διάρκεια του 2003 και 2004 φτάνοντας στο 4,75%, τον Αύγουστο του 2005 υπήρξε μείωση κατά 0,25%. Η πορεία των επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών που προαναφέρθηκαν απεικονίζονται στο Διάγραμμα Α.3.

Διάγραμμα Α.3



Το δημοσιονομικό έλλειμμα για τις επτά ισχυρότερες χώρες (G-7) σε παγκόσμιο επίπεδο εκτιμάται ότι θα είναι στο 4% από το 3,9% το προηγούμενο έτος, ενώ λίγο καλύτερα θεωρούνται τα αποτελέσματα για την ευρωζώνη, τις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο, σε αντίθεση με τα αντίστοιχα αποτελέσματα για την Ιαπωνία, όπως φαίνονται από το Διάγραμμα Α.4.

Διάγραμμα Α.4

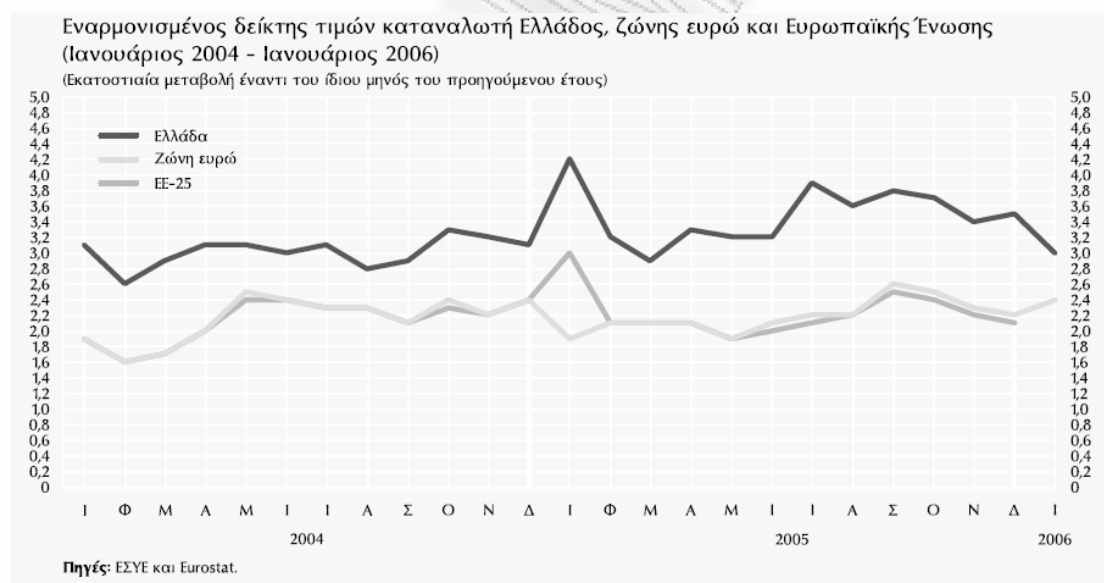


Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας για το 2005 παρουσίασαν σταδιακή βελτίωση στη Ζώνη του Ευρώ, αυξάνοντας την απασχόληση και μειώνοντας κατά συνέπεια το ποσοστό ανεργίας ως προς το εργατικό δυναμικό από 8,9% το 2004 σε 8,6% το 2005 παρά τη μείωση του ρυθμού αύξησης του Α.Ε.Π., ενώ οι προσδοκίες είναι θετικές για το 2006.

A.2 - ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε στο 3,5% για το 2005 σε σχέση με το 3% για το 2004. Πρέπει βέβαια εδώ να αναφερθεί ότι χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού παρουσιάζει μείωση το 2005 σε σχέση με το 2004 από 3,4% σε 3,2%. Σε κάθε περίπτωση βέβαια είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη της Ζώνης του Ευρώ, όπως δείχνει το Διάγραμμα Α.5.

Διάγραμμα Α.5



Η άνοδος του Α.Ε.Π. ήταν αναμενόμενο να επιδράσει θετικά και στην απασχόληση, η αύξηση της οποίας εκτιμάται ότι για το 2005 ήταν μεταξύ 1,0%-1,5%. Η εξέλιξη αυτή επηρεάστηκε κυρίως από την τόνωση της μισθωτής απασχόλησης, συναντάται κυρίως σε κλάδους που σχετίζονται με την κατανάλωση και γεωγραφικά είναι συγκεντρωμένη στη Στερεά Ελλάδα και κυρίως στην Αττική.

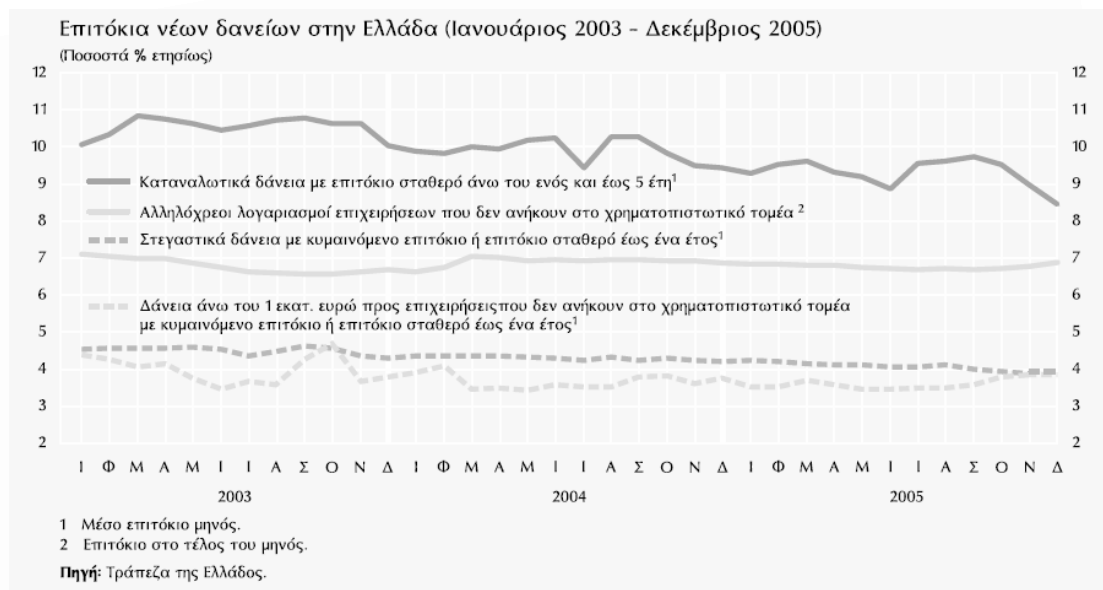
Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε σημαντικά το 2005 σε σχέση με το 2004 (κατά 3.594 εκ. € σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2004) και διαμορφώθηκε στα 14.047 εκ. €. Εάν όμως δε ληφθούν υπόψιν οι εισαγωγές και εξαγωγές πλοίων η αύξηση είναι χαμηλότερη. Η αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται κυρίως στη διεύρυνση του ελλείμματος εμπορικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου εισοδημάτων και δευτερευόντως στον περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων. Αντίθετα, μικρή αύξηση παρουσίασε το πλεόνασμα ισοζυγίου υπηρεσιών, η οποία όμως αντιστάθμισε μόνο εν μέρει τις ανωτέρω μεταβολές.

Διάγραμμα A.6



Αναφορικά με τα επιτόκια χορηγήσεων στην Ελλάδα, τα επιτόκια δανεισμού των νοικοκυριών (καταναλωτικά και στεγαστικά) παρουσίασαν μικρή μείωση, ενώ σταθερά ή και ελαφρώς ανοδικά ήταν τα επιτόκια επιχειρηματικών δανείων. Η διατήρηση των επιτοκίων δανεισμού στα νοικοκυριά σε χαμηλά επίπεδα οφείλεται, εν μέρει, στον εντεινόμενο ανταγωνισμό στον τραπεζικό τομέα, παρά την αύξηση του βασικού επιτοκίου από την Ε.Κ.Τ. το Δεκέμβριο 2005. Οι εξελίξεις των επιτοκίων στην Ελλάδα κατά την τελευταία τριετία απεικονίζεται στο Διάγραμμα A.7.

Διάγραμμα Α.7



Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης από τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά διατηρήθηκε υψηλός κατά τη διάρκεια του 2005, γεγονός το οποίο μας υποδηλώνει ότι η πρόσβαση στην χρηματοδότηση δεν παρουσιάζει ιδιαίτερες δυσκολίες. Στη συνολική χρηματοδότηση έχουν συνυπολογιστεί και οι τοποθετήσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε έκδοση νέων εταιρικών ομολόγων, η οποία είναι μία εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης. Επίσης, έχουν συμπεριληφθεί και υπόλοιπα που αφορούν έκτακτες διαγραφές ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων στις οποίες προέβη κυρίως η Α.Τ.Ε. Εν τέλει, εάν δεν είχαν συμπεριληφθεί οι δύο αυτοί παράγοντες η χρηματοδότηση των νοικοκυριών θα παρουσίαζε μείωση.

Οι αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, όπως ακριβώς και οι αντίστοιχοι τίτλοι στη ζώνη του ευρώ, υποχώρησαν από τα μέσα του 2004 ως τα τέλη Σεπτεμβρίου 2005, οπότε και διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ μέχρι τα τέλη 2005 παρουσίασαν αξιόλογη ανάπτυξη.

Η πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου σημείωσε σημαντική άνοδο από το 2004, η οποία συνεχίστηκε και το 2005. Αναλυτικότερα, στην αύξηση των τιμών των μετοχών συνέβαλαν οι χαμηλές αποδόσεις εναλλακτικών μορφών επενδύσεων, η δημοσίευση θετικών αποτελεσμάτων από τις εταιρίες με

μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α., οι ανακοινώσεις σημαντικών επιχειρηματικών πρωτοβουλιών, οι αναμενόμενες διαρθρωτικές αλλαγές σε εταιρίες στις οποίες συμμετέχει το Δημόσιο, οι επενδύσεις ξένων θεσμικών επενδυτών και η αυστηρή εποπτεία που επιβλήθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών και μέχρι τις αρχές του 2006 μπορεί να απεικονιστεί από το παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα Α.8



Παρόλο που η ελληνική οικονομία εξελίσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς τα τελευταία χρόνια, οι διεθνείς προκλήσεις και εξελίξεις παραμένουν αμετάβλητες. Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες και οι διαρθρωτικές ανεπάρκειες σε παγκόσμιο επίπεδο, σε συνδυασμό με το χαμηλό επίπεδο της συνολικής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μας εμποδίζουν τη χώρα μας να καταλάβει μία σημαντική θέση στο οικονομικοκοινωνικό «γίγνεσθαι». Πράγματι, η χαμηλή παραγωγικότητα, η ανελαστικότητα και η δυσκαμψία στις αγορές εργασίας και προϊόντων, το ανεπαρκές εκπαιδευτικό σύστημα και το «ασθενές» επιχειρηματικό περιβάλλον αυξάνουν κατά πολύ το κόστος παραγωγής και εργασίας και καθιστούν τα προϊόντα μας λιγότερα ελκυστικά τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο. Η καθυστέρηση στην υλοποίηση έργων πληροφορικής, τα υψηλά κόστη έρευνας και ανάπτυξης, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, οι ατέλειες στη μορφή οργάνωσης της αγοράς και η

ασυμμετρία στην πληροφόρηση λειτουργούν ανασταλτικά στην υλοποίηση του θεσμού της Νέας Οικονομίας.

Η επίτευξη της μακροοικονομικής σταθερότητας και εξυγίανσης απαιτεί ενίσχυση νέων πηγών ανάπτυξης, με τη δημιουργία ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος. Είναι αναγκαίο για τη χώρα μας να γίνουν επενδύσεις που θα αυξήσουν την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα και θα επιταχύνουν τη διεύθυνση νέων τεχνολογιών και καινοτομιών στην οικονομία. Η εποχή της Νέας Οικονομίας έχει ήδη ξεκινήσει, οι κλάδοι της Πληροφορικής και των Τηλεπικοινωνιών αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή ανάπτυξης, καθώς μειώνουν τα όρια της απόστασης και του χρόνου μεταξύ των λαών. Το τεχνολογικό τρίπτυχο μικροηλεκτρονική-τηλεπικοινωνίες-διαδίκτυο αφορά πλέον όλους τους κλάδους και το ερώτημα που τίθεται δεν είναι εάν μία επιχείρηση θα κάνει χρήση της τεχνολογίας, αλλά πώς θα τη χρησιμοποιήσει, διαφορετικά η έλλειψη γνώσεων θα την απομακρύνει από την αγορά. Το ηλεκτρονικό «επιχειρείν» αλλάζει τα δεδομένα, αυξάνεται ο κύκλος εργασιών, υποκαθιστώντας παραδοσιακά δίκτυα διανομής και αλλάζοντας την έννοια του γεωγραφικού χώρου από τη στενή σημασία της λέξεως και τα οροθετημένα πλαίσια της αγοράς σε ένα ευρύτερο περιβάλλον, όπου τα σύνορα δε θα έχουν καμία σημασία, αλλά που όμως θα υπάρχει και πολύ πιο έντονος ανταγωνισμός.

Για όλους τους παραπάνω λόγους, είναι έντονη η ανάγκη υιοθέτησης μίας νέας χρηματοδοτικής αντίληψης, που θα υπερκεράσει όλα τα παραπάνω εμπόδια και θα συντελέσει στην προσέλκυση ξένων άμεσων επενδύσεων, καθώς και στην ενίσχυση των εγχώριων επενδύσεων, αδιακρίτως κλάδου. Τα Venture Capital έχουν όλα τα παραπάνω χαρακτηριστικά για την εφαρμογή ενός νέου τρόπου χρηματοδότησης.

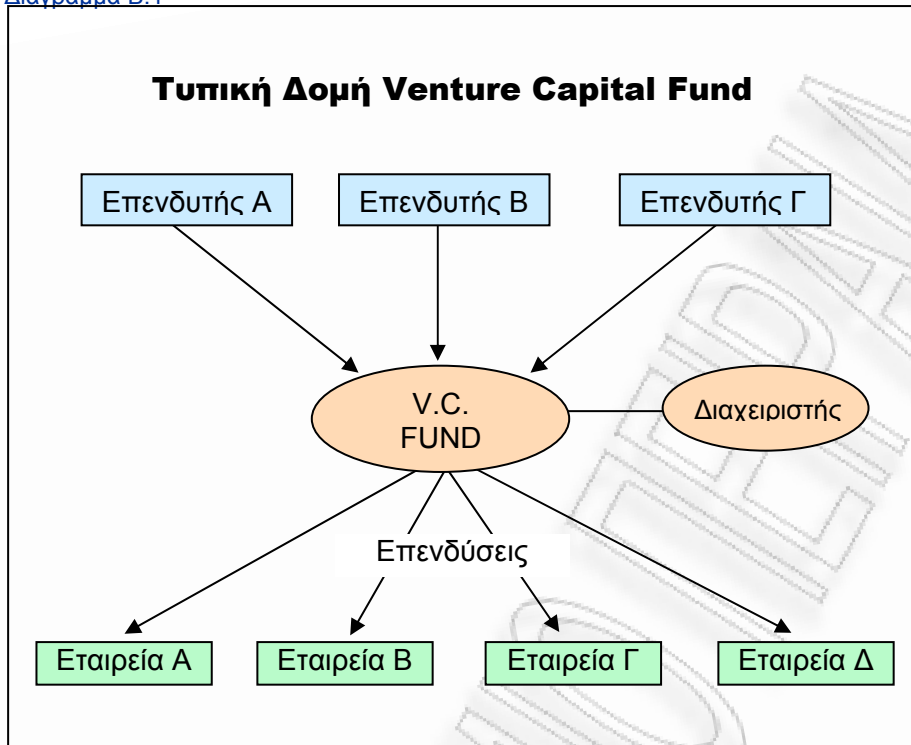
B.1 - ΟΡΙΣΜΟΣ VENTURE CAPITAL

«Venture Capital» ή αλλιώς «Επιχειρηματικά Κεφάλαια Υψηλού Κινδύνου, Ε.Κ.Υ.Κ.» μπορούμε να πούμε ότι είναι μέσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις υψηλής απόδοσης και υψηλού κινδύνου με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια νέων ή ταχέως αναπτυσσόμενων, μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

Εναλλακτικά, μπορούμε να ορίσουμε το Venture Capital ως έναν τρόπο χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μίας εταιρίας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ως αντάλλαγμα για την παροχή χρηματοδότησης (British Venture Capital Association, BVCA). Η χρηματοδότηση δηλ. πραγματοποιείται συνήθως μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, κατά την οποία δε συμμετέχουν οι υφιστάμενοι μέτοχοι, προκειμένου να συμμετάσχει η εταιρία επιχειρηματικών κεφαλαίων. Οι εταιρίες Venture Capital ή Ε.Π.Ε.Κ. (Εταιρείες Παροχής Επιχειρηματικών Κεφαλαίων) χρησιμοποιούν και διάφορα άλλα εργαλεία για να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις τους, όπως προνομιούχες μετοχές ή μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια. Ως επί το πλείστον, ο κύριος μέτοχος εξακολουθεί να διατηρεί τον έλεγχο της εταιρίας του και μετά την επένδυση (Hellenic Venture Capital Association, HVCA).

Το Σχεδιάγραμμα Β.1 μας δείχνει πώς απεικονίζεται η σχέση ανάμεσα στους επενδυτές που διαθέτουν τα κεφάλαιά τους για εκμετάλλευση, στην εταιρία Venture Capital και στον διαχειριστή της, ο οποίος αναλαμβάνει να διαχειριστεί τα κεφάλαια αυτά και να βρει επιχειρήσεις προς επένδυση (εταιρείες Υ.Ε.Κ. ή Υψηλού Επιχειρηματικού Κινδύνου), νέες κατά κύριο λόγο, οι οποίες θα πληρούν κάποια συγκεκριμένα κριτήρια και θα αναζητούν επιχειρηματικά κεφάλαια.

Διάγραμμα Β.1



Β.2 - ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ VENTURE CAPITAL ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Η πρακτική της χρηματοδότησης με Venture Capital είναι διαφορετική από τη χρηματοδότηση με έκδοση ομολόγων ή από τον τραπεζικό δανεισμό και μερικές από τις βασικές διαφορές είναι οι παρακάτω:

- όσον αφορά στα Venture Capital πρόκειται για μέσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ενώ ο δανεισμός μπορεί να είναι από βραχυπρόθεσμος ως μακροπρόθεσμος
- στην περίπτωση του δανεισμού οι πιστωτές έχουν την απαίτηση, βάσει νόμου, της έντοκης και τακτικής αποπληρωμής του δανείου και της επιστροφής του κεφαλαίου, ανεξάρτητα από την πορεία της επιχείρησης. Αντίθετα, στα Venture Capital οι χρηματοδότες αποκτούν ένα μερίδιο της εταιρίας και κατά συνέπεια ως μέτοχοι εξαρτώνται άμεσα από την ανάπτυξη και την κερδοφορία της επιχείρησης
- τα Venture Capital παρέχουν μία σταθερή αλλά ταυτόχρονα και ευέλικτη βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της εταιρίας. Ο δανεισμός, στον αντίποδα, είναι χρήσιμος όταν η επιχείρηση έχει έναν

ισορροπημένο δείκτη χρέους προς μετοχικό κεφάλαιο (debt/equity ratio) και οι ταμειακές ροές της βρίσκονται σε ικανοποιητικό επίπεδο

- η απόδοση των επενδύσεων στα Venture Capital εξαρτάται από την πορεία και την κερδοφορία της επιχείρησης. Στην περίπτωση του δανεισμού υπάρχει ένα προκαθορισμένο επιτόκιο ή είδος επιτοκίου (π.χ. EURIBOR 1 month + spread), βάσει του οποίου γίνεται η αποπληρωμή του δανείου
- εάν η επιχείρηση για κάποιο λόγο αποτύχει στην εκπλήρωση των στόχων της οι επενδυτές θα έχουν τις ίδιες περίπου απαιτήσεις με τους υπόλοιπους μετόχους, αφού πρώτα έχουν εκπληρωθεί οι υποχρεώσεις της εταιρίας προς το Δημόσιο και τους λοιπούς πιστωτές. Απεναντίας, οι πιστωτές έχουν μία από τις πρωταρχικές θέσεις στη διεκδίκηση των απαιτήσεών τους από τη χρηματοδοτούμενη εταιρία
- εάν η επιχείρηση έχει δυσκολίες στη διαχείρισή της, οι επενδυτές των Venture Capital θα τη βοηθήσουν να τις ξεπεράσει, ενώ οι δανειστές θα προσπαθήσουν να διασφαλίσουν την ομαλή εξυπηρέτηση του δανείου με οποιοδήποτε τρόπο, ακόμη και με τη διεκδίκηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας καθώς και των νόμιμων εκπροσώπων, εφόσον έχουν εγγυηθεί προσωπικά
- ο επενδυτής των Venture Capital συμμετέχει ενεργά στο management της εταιρίας, με την παροχή συμβουλών και τη μετάδοση της πείρας του σε θέματα διαχείρισης της επιχείρησης, ενώ οι δανειστές δεν έχουν καμία υποχρέωση και δεν είναι στην αρμοδιότητά τους η ανάμιξή τους σε τομείς που αφορούν τη διοίκησή της

B.3 - ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ VENTURE CAPITAL

Ο θεσμός του Venture Capital δεν είναι τόσο σύγχρονος όσο πολλοί πιστεύουν. Και για του λόγου το αληθές, να πούμε ότι μία πρώιμη μορφή επιχειρηματικών συμμετοχών έχει τις ρίζες της στην ελληνική αρχαιότητα. Πιο συγκεκριμένα, στα Πολιτικά του Αριστοτέλη γίνεται αναφορά ότι ο Θαλής ο Μιλήσιος χρησιμοποιώντας τις επιστημονικές γνώσεις της εποχής του, θεώρησε ότι η παραγωγή ελιάς θα ήταν ιδιαίτερα αυξημένη στη σοδιά που θα ακολουθούσε. Θέλοντας να επωφεληθεί από αυτή του την πρόβλεψη, αλλά μη έχοντας τα κατάλληλα χρηματικά κεφάλαια για να την υποστηρίξει, απευθύνθηκε σε εύπορους συντοπίτες του, οι οποίοι τον χρηματοδότησαν, δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό το πρώτο ταμείο (fund). Έτσι, ο Θαλής μίσθωσε όλα τα ελαιοτριβεία της Χίου και της Μιλήτου, δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό μία μορφή μονοπωλίου με τα ανάλογα βέβαια κέρδη, τόσο για τον ίδιο τον επιχειρηματία όσο και για τους χρηματοδότες-μετόχους του!!!

Η μετέπειτα εξέλιξη και οργανωμένη πλέον μορφή των Venture Capital συναντάται αρχικά στις Η.Π.Α. μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Μία από τις πρώτες και πλέον καινοτόμες επιχειρήσεις που χρησιμοποίησαν τα επιχειρηματικά κεφάλαια στην κεφαλαιακή της διάρθρωση ήταν η Silicon Valley, αλλά στην πορεία έχουμε πολλά παραδείγματα εταιριών-«κολοσσών», οι οποίες οφείλουν σε μεγάλο βαθμό την ύπαρξη και την μετέπειτα εξέλιξη τους στη Venture Capital χρηματοδότηση, όπως οι Microsoft, Intel, Apple Computer, Cisco, Yahoo!, Google κ.λ.π. Ο θεσμός των Venture Capital στις Η.Π.Α. είναι ευρύτατα διαδεδομένος και τα οφέλη από την υιοθέτηση της πολιτικής αυτής ποικίλα. Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι σύμφωνα με έρευνα που έγινε στις Η.Π.Α. εταιρίες που είχαν δεχθεί επενδύσεις Venture Capital ύψους \$ 273,3 δις., παρείχαν το 5,9% των θέσεων εργασίας στις Η.Π.Α. το 2000 και αποτέλεσαν το 13,1% του Α.Ε.Π. Ο θεσμός των Venture Capital εξαπλώθηκε και σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες, μία εκ των οποίων είναι το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου το έδαφος ήταν πρόσφορο, λόγω του προηγμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και της σύγχρονης αγγλοσαξωνικής κουλτούρας, η οποία είναι άμεσα συνυφασμένη και εξοικειωμένη με τη σχέση απόδοσης-κινδύνου.

Στη Μεγάλη Βρετανία, σύμφωνα με έρευνα που διεξήγαγε το B.V.C.A. (British Venture Capital Association) σε εταιρίες που έχουν χρηματοδοτηθεί με επιχειρηματικά κεφάλαια κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- ✓ ο αριθμός των ατόμων που απασχολείται στις συγκεκριμένες εταιρίες αυξήθηκε (για τα έτη 1995-2002) κατά μέσο όρο 32%, σε σύγκριση με τον αντίστοιχο μέσο δείκτη της χώρας που ήταν 1,5% και 3 ½ φορές περισσότερο από τις εταιρίες που ανήκουν στο Δείκτη FTSE μικρής κεφαλαιοποίησης
- ✓ την ίδια περίοδο που αναφέρθηκε και ανωτέρω διαπιστώθηκε ότι οι πωλήσεις των συγκεκριμένων εταιριών αυξήθηκαν με ένα ρυθμό της τάξης του 38%, τριπλάσια αύξηση σε σχέση με τις εταιρίες του FTSE Small Cap
- ✓ το 85% αυτών των εταιριών πιστεύει ότι χωρίς τη χρηματοοικονομική υποστήριξη των Venture Capital δε θα υπήρχαν ή θα είχαν αναπτυχθεί με βραδύτερους ρυθμούς
- ✓ περίπου 80% των συγκεκριμένων εταιριών πιστεύει ότι η συνεισφορά των εταιριών Venture Capital δε περιορίζεται μόνο στην παροχή κεφαλαίων, αλλά και στην πολύτιμη βοήθεια των μάνατζερς, όπως η παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών, οδηγίες σε θέματα στρατηγικού χειρισμού, οι επαφές και οι πληροφορίες σε θέματα της αγοράς
- ✓ υπολογίζεται ότι το ποσό που συγκεντρώθηκε από τις εταιρίες αυτές υπό τη μορφή άμεσων και έμμεσων φόρων ανέρχεται στο ποσό των £1,7 δις

Έχοντας ως κριτήριο τα οφέλη των Venture Capitals στο ευρύτερο οικονομικοκοινωνικό σύνολο, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει θέσει ως βασική προτεραιότητα την προώθησή τους, γεγονός το οποίο αναφέρθηκε ρητά και στη Σύνοδο της Λισσαβόνας το 2000, καθώς και στο Συμβούλιο της Βαρκελώνης το 2002. Σύμφωνα με το European Venture Capital Association (E.V.C.A.), από τη Σύνοδο της Λισσαβόνας το 2000 μέχρι το τέλος του 2004

πάνω από €140 δις. επιχειρηματικών κεφαλαίων επενδύθηκαν σε 40.000 εταιρίες σε όλη την Ευρώπη, που αντιστοιχούν στην εύρεση 6,5 εκ. νέων θέσεων εργασίας και που πολλές από αυτές απαιτούν άτομα με υψηλά επαγγελματικά προσόντα. Επίσης, είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι ακόμη και κατά τη διάρκεια της οικονομικής επιβράδυνσης το 2000, οι επιχειρήσεις εκείνες που υποστηρίζονταν από επιχειρηματικά κεφάλαια όχι μόνο δεν επηρεάστηκαν, αντιθέτως ξεπέρασαν σε απόδοση πολλούς άλλους τομείς της ιδιωτικής πρωτοβουλίας και συνεισέφεραν σημαντικά στην ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι να καταστήσει την Ευρώπη μέχρι το 2010 μία από τις πιο ανταγωνιστικές τεχνολογικά αγορές και για το λόγο αυτό μία από τις βασικές προτεραιότητες του E.V.C.A. είναι η ταχύτερη εξοικείωση των επενδυτών με την έννοια και το θεσμό των Venture Capital.

Σύμφωνα με τους κ.κ. Ξανθάκη και Τσιπούρη, εάν θα θέλαμε να γενικεύσουμε τα πλεονεκτήματα και τις επιπτώσεις των E.K.Y.K., θα μπορούσαμε να τα χωρίσουμε στις δύο παρακάτω κατηγορίες:

A. Μακροοικονομικές επιπτώσεις

- **πηγή διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας:** πολλοί θεωρούν ότι η διακύμανση στην οικονομική δραστηριότητα προέρχεται από τις καινοτομίες που εισάγουν οι επιχειρήσεις για να διατηρήσουν το μερίδιο αγοράς τους και να αυξήσουν τα κέρδη τους. Σύμφωνα με το Schumpeter, η ανάκαμψη στην οικονομία αρχίζει όταν κάποιοι επιχειρηματίες αποφασίζουν να μιμηθούν το παράδειγμα κάποιων καινοτόμων επιχειρηματιών. Εδώ υπεισέρχεται και η συμβολή των E.K.Y.K. στη χρηματοδότηση των επιχειρηματιών αυτών.
- **αύξηση τεχνολογικών επενδύσεων:** γενικώς τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση των τεχνολογικά προηγμένων προϊόντων. Παρατηρείται δηλαδή μία μετάβαση από τα απλά βιομηχανικά προϊόντα στα τεχνολογικά σύνθετα, ενώ έτσι αυξάνονται και οι ανάγκες για χρηματοδότηση των νέων αυτών τεχνολογιών. Ο παραδοσιακός τραπεζικός δανεισμός ήταν ανέκαθεν επιφυλακτικός σε τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις και έτσι τα E.K.Y.K. είναι από τις λίγες πηγές άντλησης κεφαλαίων σε αυτές τις περιπτώσεις.

- **αύξηση του συνόλου των επενδύσεων:** η ανεύρεση κεφαλαίων για νέες επενδύσεις λειτουργεί κατ' επέκταση ως κινητήρια δύναμη για την οικονομία ως σύνολο, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο το Α.Ε.Π., ενώ όλα τα υπόλοιπα παραμένουν σταθερά, τουλάχιστον για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (π.χ. επιτόκια, κρατικές δαπάνες)
- **αύξηση της απασχόλησης και μείωση της ανεργίας:** η χρηματοδότηση νέων, προηγμένων τεχνολογιών συμβάλλει στην ανάπτυξη νέων βιομηχανικών μονάδων, οι οποίες πολλές φορές αποτελούνται από πολυάριθμα μέλη, επομένως έτσι αυξάνεται ο αριθμός των κενών θέσεων εργασίας και μειώνεται το ποσοστό ανεργίας
- **εξωτερικές οικονομίες:** η ύπαρξη και λειτουργία του θεσμού των Ε.Κ.Υ.Κ. συμβάλλει στη βελτίωση της τεχνολογίας και την αύξηση της παραγωγικότητας πολλών επιχειρήσεων που λειτουργούν ήδη στο χώρο τους, βοηθώντας τις έτσι να αυξήσουν τους ρυθμούς παραγωγής τους και να μειώσουν το κόστος παραγωγής τους

B. Μικροοικονομικές επιπτώσεις

- **βελτίωση οργάνωσης και διοίκησης:** η παροχή συμβουλών υψηλής εξειδίκευσης εκ μέρους των Ε.Π.Ε.Κ. βοηθά τις χρηματοδοτούμενες εταιρείες να οργανωθούν καλύτερα και να λειτουργήσουν πληρέστερα
- **βελτιστοποίηση αποφάσεων:** οι Ε.Π.Ε.Κ. μέσα από τα οργανωμένα δίκτυα πληροφοριών που διαθέτουν βοηθούν την εταιρεία Υ.Ε.Κ. να έχει μία πληρέστερη εικόνα της κατάστασης και να πάρει ορθολογικές αποφάσεις
- **βελτίωση δείκτη ιδίων προς ξένα κεφάλαια:** η χρηματοδότηση με Venture Capital αντί με τον παραδοσιακό τρόπο δανεισμού, συμβάλλει στη μείωση του δείκτη ίδια προς ξένα κεφάλαια της επιχείρησης και στην υγιέστερη απεικόνιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης
- **βελτίωση της φερεγγυότητας:** δεδομένης της βελτίωσης του δείκτη ίδια προς ξένα κεφάλαια, αλλά και λόγω του γεγονότος της συμμετοχής της Ε.Π.Ε.Κ. στη συγκεκριμένη επιχείρηση αυξάνεται η εμπιστοσύνη

που τις δείχνουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, οι προμηθευτές, αλλά και οι πελάτες της, θεωρώντας πολύ πιθανό να έχουν μία επιτυχή πορεία στο χώρο που επέλεξαν

- **μείωση του ανά μονάδα κόστους χρηματοδότησης:** εάν η Υ.Ε.Κ. αντλούσε κεφάλαια μέσω του τραπεζικού δανεισμού για τη χρηματοδότηση των εργασιών της η επιβάρυνση από τους τόκους θα ήταν πολύ υψηλότερη σε σχέση με τη χρηματοδότηση με Venture Capital, στην οποία οι μέτοχοι απλά παίρνουν τα μερίσματα, τα οποία πολλές φορές δε διανέμονται αλλά επανεπενδύονται
- **αύξηση της ανταγωνιστικότητας:** η χρηματοδότηση με Venture Capital δημιουργεί τις προϋποθέσεις για αύξηση της ανταγωνιστικότητας του προϊόντος, μέσω της συμβολής τους σε θέματα προώθησης και προβολής του προϊόντος και βελτίωσης της τιμολόγησης του προϊόντος, λόγω οικονομιών κλίμακας
- **ευκολότερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά:** ο υποστηρικτικός και συμβουλευτικός χαρακτήρας των Venture Capital σε μία εταιρεία Υ.Ε.Κ. τη βοηθάει εκτός των άλλων να έχει ευκολότερη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά, διευκολύνοντας με αυτόν τον τρόπο και τη δική της έξοδο από την επένδυση

B.4 - ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ VENTURE CAPITAL

Ο θεσμός των Ε.Κ.Υ.Κ. προϋποθέτει την εύρεση επιχειρηματικών σχεδίων που αναπτύσσουν νέα, υψηλής τεχνολογίας προϊόντα, με κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα, αλλά παράλληλα και την ύπαρξη των ανάλογων κεφαλαίων που θα υποστηρίξουν τις δραστηριότητες αυτές. Πέρα όμως από αυτά, υπάρχουν και κάποιοι άλλοι παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν την ανάπτυξη και ευημερία του θεσμού των Venture Capital. Θα μπορούσαμε να κάνουμε μία διάκριση και να τους χωρίσουμε σε αυτούς που επηρεάζονται από το μακροπεριβάλλον και σε αυτούς που σχετίζονται με το μικροπεριβάλλον.

1. Μακροπεριβάλλον

- **το κατάλληλο φορολογικό καθεστώς:** η θέσπιση κατάλληλων φορολογικών κινήτρων συμβάλλει στην τόνωση της δραστηριότητας των Venture Capital, ενθαρρύνοντας με αυτό τον τρόπο αυτές τις μορφές επένδυσης, οι οποίες εκτός των άλλων συμβάλλουν στη γενικότερη ευημερία του κοινωνικού συνόλου, όπως έχει ήδη προαναφερθεί. Κάποια από τα κίνητρα αυτά είναι η μειωμένη φορολογία της υπεραξίας των Ε.Κ.Υ.Κ., καθώς και η φορολογική έκπτωση των ζημιών των Ε.Π.Ε.Κ. που δεν είχαν θετική απόδοση
- **ύπαρξη και εύρυθμη λειτουργία ημιεπίσημων κεφαλαιαγορών:** είναι σημαντικός παράγοντας λειτουργίας των Ε.Κ.Υ.Κ., διότι έτσι είναι πιο σίγουρη και εύκολη η ρευστοποίηση της επένδυσης και μείωση της αβεβαιότητας που προκύπτει από το γεγονός αυτό
- **το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο:** σε πολλές χώρες του ΟΟΣΑ υπάρχει ειδική νομοθεσία που αφορά στις Ε.Π.Ε.Κ., η οποία της βοηθά με τη θέσπιση διαφόρων ειδικών κινήτρων, όπως οι επιχορηγήσεις, να τονώσει τη δραστηριότητά τους. Στην Ελλάδα το ποσοστό αυτό επιχορήγησης είναι 20%
- **το επιχειρηματικό κλίμα:** είναι αναμενόμενο σε οικονομίες που υπάρχει ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα να υπάρχουν περισσότερες ευκαιρίες που ευνοούν την ανάπτυξη επενδύσεων
- **το κόστος ευκαιρίας των επενδύσεων Ε.Κ.Υ.Κ.:** οι χαμηλές αποδόσεις των επενδύσεων χωρίς κίνδυνο σε συνδυασμό με τις υψηλές αποδόσεις των Ε.Κ.Υ.Κ. είναι παράγοντας ενθαρρυντικός για τις εναλλακτικές αυτές μορφές επενδύσεων
- **το επίπεδο της τεχνολογίας και το ρεύμα καινοτομιών:** σε οικονομίες που έχουν υψηλό επίπεδο τεχνολογικής ανάπτυξης και προηγμένα ιδρύματα έρευνας και ανάπτυξης, υπάρχει εντονότερη η ανάγκη για Venture Capital, εφόσον όπως έχουμε ήδη αναφέρει ο θεσμός αυτός είναι άμεσα συνυφασμένος με την τεχνολογική πρόοδο και την καινοτομία

- **η πολιτική και οικονομική σταθερότητα:** έτσι μειώνεται η αβεβαιότητα και ευνοούνται οι μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις, καθώς δεν υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των επενδύσεων και με τον τρόπο αυτό το αίσθημα κινδύνου των επενδυτών παραμένει σε χαμηλά επίπεδα

2. Μικροπεριβάλλον

- **προσέγγιση ενεργού συμμετοχής:** η ενεργός συμμετοχή της Ε.Π.Ε.Κ. στη διοίκηση της Υ.Ε.Κ. είναι σημαντικός παράγοντας για την επιτυχή πορεία της χρηματοδοτούμενης εταιρείας μέσα από την εμπειρία και τα δίκτυα πληροφοριών και διασυνδέσεων που έχει στη διάθεσή της η Ε.Π.Ε.Κ.
- **επιλογή των καλύτερων προτάσεων μέσα από ένα ευρύ φάσμα ιδεών:** η ύπαρξη πολλών νέων και δυναμικών ιδεών δίνει στην Ε.Π.Ε.Κ. το πλεονέκτημα της επιλογής μέσα από ένα ευρύ φάσμα ιδεών, που υπόσχονται υψηλές μελλοντικές αποδόσεις
- **εμπειρία:** η εμπειρία των στελεχών της Ε.Π.Ε.Κ., αλλά και οι εξειδικευμένες γνώσεις και η μόρφωσή τους σε θέματα όπως η διοίκηση των επιχειρήσεων, η επεξεργασία επιχειρηματικών σχεδίων, οι χρηματοοικονομικές γνώσεις και το marketing είναι ικανότητες που τις βοηθούν να αντεπεξέλθουν επιτυχώς στις ιδιαιτερότητες κάθε περίπτωσης
- **μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας:** οι επενδυτές του Ε.Κ.Υ.Κ. θα πρέπει να έχουν υπόψιν τους ότι η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης είναι μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, περίπου 8-10 χρόνια, έτσι ώστε να φροντίσουν να κάνουν ένα κατάλληλο χρονοδιάγραμμα

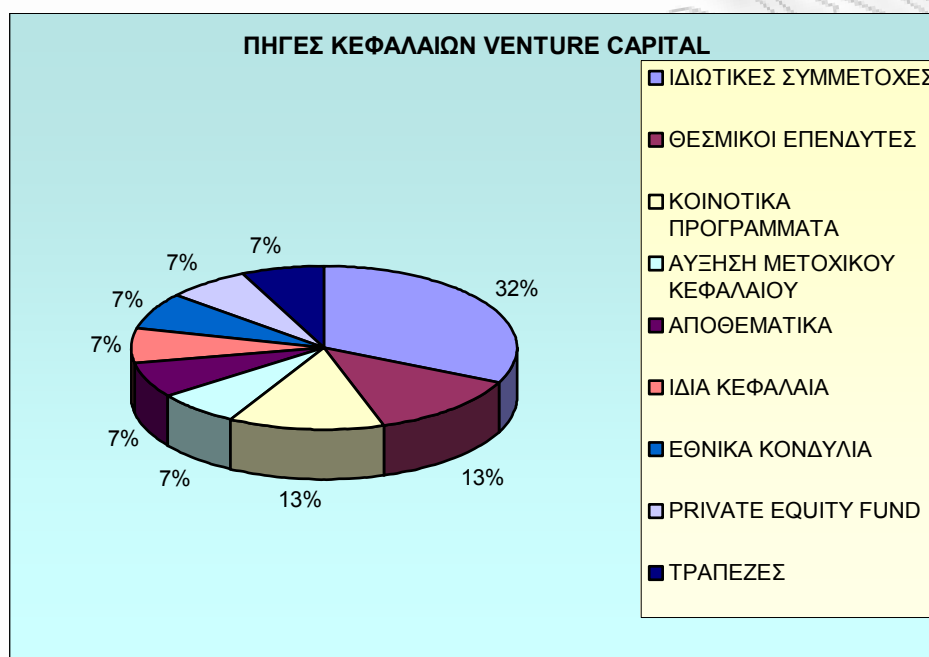
Γ.1 - ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ VENTURE CAPITAL

Όπως οι εταιρίες ανταγωνίζονται για να βρουν χρηματοδότες, έτσι και οι Venture Capital εταιρίες προσπαθούν να συγκεντρώσουν όσο το δυνατόν περισσότερα κεφάλαια από διαφορετικές πηγές. Για να το επιτύχουν αυτό πρέπει να δείξουν όσο το δυνατόν καλύτερες επιδόσεις, έτσι ώστε να προσφέρουν στους επενδυτές μία εναλλακτική μορφή επένδυσης, με υψηλότερο ρίσκο αλλά πολύ υψηλότερες αποδόσεις.

Όταν καθιερώθηκε ο θεσμός των Venture Capital τα κεφάλαια προέρχονταν κυρίως από πλούσιους ιδιώτες. Στην εποχή μας έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον και άλλοι οργανισμοί, όπως τράπεζες, εταιρίες επενδύσεων, ταμεία ασφαλίσεων και συντάξεων, ασφαλιστικές εταιρίες, fund of funds κ.λ.π. Τα κεφάλαια που προέρχονται από εξωτερικές πηγές, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία ονομάζονται «ανεξάρτητα» (independents). Αυτά που προέρχονται από τη θυγατρική εταιρία ονομάζονται «δεσμευμένα» (captives). Και τέλος, στις περιπτώσεις που γίνεται συνδυασμός και των δύο μορφών χρηματοδότησης, ονομάζονται «ημιδεσμευμένα» (semicaptives).

Η πηγή χρηματοδότησης από όπου θα προέρχονται τα κεφάλαια πιθανότατα να επηρεάσει την επιλογή της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Και αυτό διότι εάν για παράδειγμα προέρχονται από ιδιώτες, η διάρκεια της επένδυσης δε θα είναι τόσο μεγάλη σε σχέση με τη χρηματοδότηση από ασφαλιστικά ταμεία, όπου ο χρονικός επενδυτικός ορίζοντας θα είναι μακρύτερος. Επίσης, οι πηγές άντλησης κεφαλαίων διαφέρουν από χώρα σε χώρα και εξαρτάται από την επενδυτική φιλοσοφία του κοινού, το θεσμικό πλαίσιο, το βαθμό της κρατικής παρέμβασης στην προώθηση του συγκεκριμένου θεσμού κ.α.

Σύμφωνα με στοιχεία του BVCA, οι πηγές άντλησης κεφαλαίων Ε.Κ.Υ.Κ. για το Ηνωμένο Βασίλειο προέρχονται κυρίως από ιδιωτικές συμμετοχές και ύστερα από θεσμικούς επενδυτές και απεικονίζονται ως εξής σύμφωνα με το παρακάτω διάγραμμα:



Γ.2 - BUSINESS ANGELS

Οι Business Angels είναι πλούσιοι ιδιώτες, οι οποίοι επενδύουν κατευθείαν σε νέες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, κατά κύριο λόγο μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο που δεν έχουν άμεση πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου. Οι Business Angels παρέχουν χρηματοδότηση με αντάλλαγμα τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να είναι συμπληρωματική σε αυτή των Venture Capital. Συνήθως όμως οι Business Angels παρέχουν μικρότερα ποσά σε πιο πρώιμα στάδια επένδυσης σε σχέση με τη μέθοδο των Venture Capital. Παρέχουν δηλαδή το αρχικό κεφάλαιο, τα πρώτα χρήματα για την ίδρυση της επιχείρησης. Βέβαια, πρέπει να επισημάνουμε ότι η υποστήριξη των Business Angels δεν εναπόκειται μόνο στη χρηματική βοήθεια, αλλά και στη μετάδοση της επιχειρηματικής τους εμπειρίας γενικότερα και επί του γνωστικού αντικειμένου ειδικότερα, καθώς και στην οποιαδήποτε χρησιμότητα μπορεί να έχουν οι διασυνδέσεις και το δίκτυο επαφών που έχουν. Επίσης, η πρόσβασή τους για την εύρεση εταιριών

προς επένδυση γίνεται μέσω των διαπροσωπικών τους σχέσεων και γνωριμιών, καθώς και μέσα από τον επαγγελματικό τους κύκλο.

Οι Sorheim και Landstrom (2001) κατηγοριοποίησαν σε 4 ομάδες τους Business Angels, ανάλογα με την επενδυτική τους δραστηριότητα και τη διοικητική και επιχειρηματική τους ικανότητα, ως εξής:

- ✓ «τυχαίοι» επενδυτές (χαμηλή δραστηριότητα, μικρή ικανότητα)
- ✓ έμποροι (υψηλή δραστηριότητα, μικρή ικανότητα)
- ✓ αναλυτές (χαμηλή δραστηριότητα, μεγάλη ικανότητα)
- ✓ «γνήσιοι» Business Angels (υψηλή δραστηριότητα, μεγάλη ικανότητα)

Σύμφωνα με τα εμπειρικά τους αποτελέσματα, υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις τέσσερις κατηγορίες, σε θέματα όπως οι πηγές των πληροφοριών που χρησιμοποιούν, ο βαθμός διείσδυσης στη χρηματοδοτούμενη εταιρία, συνεργασία με άλλους επενδυτές, επενδυτικός ορίζοντας και γεωγραφικές προτιμήσεις. Για παράδειγμα, η τελευταία κατηγορία θεωρείται ότι χρησιμοποιεί υψηλού επιπέδου διαδικασίες καθώς η επενδυτική της δραστηριότητα βρίσκεται σε αρκετό υψηλό σημείο, διαθέτει ηγετικές ικανότητες, έχει την τάση να συνεργάζεται με άλλους επενδυτές και χρησιμοποιεί τις προσωπικές και επαγγελματικές γνωριμίες ως κύρια πηγή πληροφοριών.

Οι Business Angels δραστηριοποιούνται πλέον μέσω ενός οργανωμένου δικτύου, που αναλαμβάνει να συνδυάσει τις προθέσεις των επενδυτών για χρηματοδότηση με τις ανάγκες των επιχειρήσεων για επιχειρηματικά κεφάλαια. Σύμφωνα με έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής «Benchmarking Business Angels» το Νοέμβριο 2002, η Ελλάδα και το Λουξεμβούργο είναι οι μόνες χώρες μεταξύ των 15 χωρών-μελών της Ε.Ε. που δεν διαθέτουν δίκτυο Business Angels.

Δ. ΕΠΙΛΟΓΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ VENTURE CAPITAL

Όπως προαναφέρθηκε, ανάλογα με την πηγή χρηματοδότησης των Venture Capital, εξαρτάται και ο χαρακτήρας της επένδυσης. Έτσι, μία επιχείρηση που αναζητά επιχειρηματικά κεφάλαια θα πρέπει πάντα να εστιάζει το ενδιαφέρον της σε επιχειρήσεις που ικανοποιούν τις απαιτήσεις και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος για κάποιον επιχειρηματία που αναζητά κεφάλαια θα ήταν να επιλέξει μερικές Venture Capital εταιρίες βάσει κάποιων συγκεκριμένων κριτηρίων που ικανοποιούν τους στόχους του. Τα κριτήρια που θα έπρεπε να λάβει υπόψη του είναι τα εξής:

1. το στάδιο ανάπτυξης της εταιρίας ή ο τύπος του Venture Capital που απαιτείται

Για την ακρίβεια όταν λέμε το στάδιο που βρίσκεται η εταιρία εννοούμε το σκοπό για τον οποίο θα χρησιμοποιηθούν τα χρήματα αυτά. Διότι πρέπει να επισημανθεί ότι δεν είναι όλες οι Ε.Π.Ε.Κ. διατεθειμένες να επενδύσουν σε οποιοδήποτε στάδιο παραγωγικής δραστηριότητας και εάν βρίσκεται μία επιχείρηση. Το διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των διαφόρων σταδίων κυμαίνεται ανάλογα με το εάν η επιχείρηση είναι σε αρχικό στάδιο όπου εκεί είναι μεγαλύτερο ή εάν είναι σε τελικό στάδιο, όπου εκεί είναι μικρότερο. Πιο συγκεκριμένα, τα διάφορα στάδια θα μπορούσαν να διαχωριστούν στις εξής κατηγορίες:

- **στάδιο της σποράς:** εδώ τα χρήματα χρειάζονται για την ανάπτυξη και την επεξεργασία της αρχικής ιδέας, τη διαμόρφωση του επιχειρηματικού σχεδίου, την έρευνα για το σχεδιασμό του νέου προϊόντος ή υπηρεσίας και την έναρξη παραγωγής του σε μεγάλη κλίμακα. Σύμφωνα με το E.V.C.A., είναι το κεφάλαιο που χορηγείται σε κάποιον επιχειρηματία, προκειμένου να αποδείξει τη σκοπιμότητα ενός επιχειρηματικού σχεδίου, ώστε να δικαιούται στη συνέχεια χρηματοδότηση εκκίνησης.

Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται από 7 ως 10 χρόνια. Τα ποσά που επενδύονται στο στάδιο αυτό είναι πολύ μικρότερα σε σχέση με τα υπόλοιπα. Ο λόγος είναι ότι οι χρηματοοικονομικές ανάγκες στο

στάδιο αυτό είναι εκ των πραγμάτων χαμηλότερες σε σχέση με τα υπόλοιπα στάδια, η ανάλυση και ο σχεδιασμός που πρέπει να γίνουν έχουν υψηλό κόστος σε σχέση με τις αποδόσεις που είναι χαμηλές, το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μέχρι τη ρευστοποίηση της επένδυσης είναι μεγάλο, γεγονός που εγκυμονεί διάφορους κινδύνους, όπως η απαξίωση του χρηματοδοτούμενου προϊόντος. Συνήθως, σε αυτό το σημείο εκδηλώνουν ενδιαφέρον οι Business Angels και με τη βοήθεια των άτυπων αυτών επενδυτών οι εταιρίες Υ.Ε.Κ. μπορεί να γίνουν πιο ελκυστικές για τις Ε.Π.Ε.Κ. σε μεταγενέστερο στάδιο.

- **στάδιο εκκίνησης:** εδώ η εταιρία είναι έτοιμη ή έχει ήδη αρχίσει να παράγει τα προϊόντα της, αλλά πιθανότατα να μην έχει αρχίσει να τα διοχετεύει στην αγορά. Δηλ. είναι στο στάδιο της έναρξης της εμπορευσιμότητας του προϊόντος ή της υπηρεσίας. Σύμφωνα με το E.V.C.A., κεφάλαιο εκκίνησης είναι το κεφάλαιο που χρειάζεται για να χρηματοδοτηθεί η ανάπτυξη του προϊόντος, το πρωταρχικό marketing και η αποδοχή των ιδιοτήτων του.

Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται έξι και οχτώ ετών. Στην πράξη, πολλές Ε.Π.Ε.Κ. αποφεύγουν τη χρηματοδότηση σε αυτό το στάδιο, όχι όμως στο βαθμό που συναντάται στο προηγούμενο στάδιο. Παρόλο που οι επιχειρήσεις αυτές βρίσκονται σε αρχικό στάδιο, είναι πολλές από αυτές που ήδη το μέγεθός τους είναι αρκετό μεγάλο και για το λόγο αυτό πολλοί επενδυτές τις συμπεριλαμβάνουν στις επιλογές τους, δεδομένου ότι ικανοποιούν και τα υπόλοιπα κριτήρια. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία του B.V.C.A., περίπου 10% των χρηματοδοτήσεων ετησίως γίνεται σε αυτό το στάδιο.

- **άλλα πρώιμα στάδια:** υπάρχουν πολλές επιχειρήσεις που έχουν ήδη ξεκινήσει την παραγωγή και τις πωλήσεις του προϊόντος τους, αλλά δεν έχουν ακόμη ξεκινήσει να εμφανίζουν κέρδη. Επίσης, σε αυτό το στάδιο εκδηλώνεται μεγάλο ενδιαφέρον από τους επενδυτές, περίπου 10% ετησίως (πηγή B.V.C.A.). Τα στάδια αυτά έχουν χρονικό ορίζοντα 4 ως 6 χρόνια μέχρι τη ρευστοποίησή τους. Δύο βασικοί παράγοντες επηρεάζουν την ανάπτυξη της δραστηριότητας στο στάδιο αυτό: μία πλήρως στελεχωμένη ομάδα διοίκησης και ένα εμπορεύσιμο προϊόν. Ο

κίνδυνος πλέον μετατοπίζεται από το εσωτερικό της εταιρίας στο εξωτερικό της περιβάλλον, όπως ο ανταγωνισμός που αντιμετωπίζει.

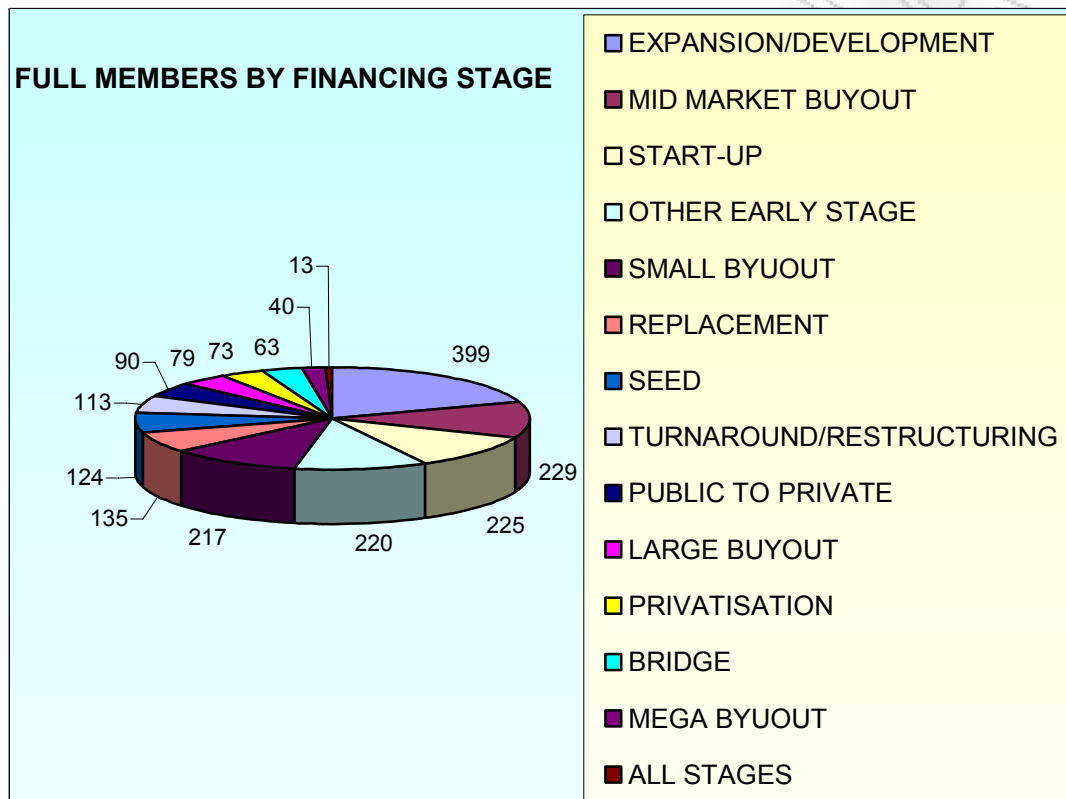
- **στάδιο ανάπτυξης:** Σύμφωνα με το B.V.C.A., είναι η χρηματοδότηση που παρέχεται για να στηριχθεί η επέκταση ή η μεγέθυνση μίας εταιρείας, η οποία λειτουργεί περίπου στο νεκρό σημείο του κύκλου εργασιών της ή εμπορεύεται με χαμηλό κέρδος, δηλ. η περαιτέρω επέκταση της επιχείρησης που έχει ήδη κάποια σημαντική παρουσία στον κλάδο όπου ανήκει. Για παράδειγμα, η χρηματοδότηση αύξησης της παραγωγικής ικανότητας, η βελτίωση κάποιων υφιστάμενων προϊόντων, η αλλαγή στις μεθόδους προώθησης των πωλήσεων (marketing) κ.α. Πρέπει να αναφερθεί ότι σύμφωνα με το B.V.C.A., η πλειονότητα των επιχειρήσεων που λαμβάνουν χρηματοδότηση βρίσκεται σε αυτό το στάδιο (περίπου 50%). Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται μεταξύ 2 και 5 ετών.

Τα χαρακτηριστικά των E.K.Y.K. στα στάδια αυτά είναι ότι οι αποδόσεις είναι σχετικά χαμηλότερες σε σχέση με τα προηγούμενα στάδια, οι χρηματοδοτικές ανάγκες του σταδίου είναι υψηλότερες σε σχέση με τα προηγούμενα στάδια, ενώ οι αποδόσεις θα εμφανισθούν γρηγορότερα στο στάδιο αυτό σε σχέση με τα προηγούμενα.

- **εξαγορά από τη διοίκηση ή management buy-out (EAD ή MBO):** η επιθυμία των υφιστάμενων μετόχων μίας επιχείρησης να αποκτήσουν ένα σημαντικό μέρος της εταιρίας που διοικούν και έτσι να αποκτήσουν την πλειοψηφία. Σύμφωνα με το E.V.C.A., τα MBO είναι κεφάλαια τα οποία χορηγούνται στη διοίκηση μίας εταιρείας, προκειμένου να την καταστήσουν ικανή να εξαγοράσει την παραγωγική γραμμή ή την επιχείρηση. Πρόκειται, συνήθως, για μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, πολλές φορές οικογενειακού χαρακτήρα και τα επιχειρηματικά κεφάλαια που χρειάζονται σε αυτό το στάδιο της επένδυσης είναι τα υψηλότερα και ο λόγος είναι ότι με αυτόν τον τρόπο εξαγοράζεται μία επιχείρηση. Σύμφωνα με το B.V.C.A., πρόκειται για το 20% των ετήσιων χρηματοδοτήσεών τους. Η περίοδος μέχρι τη ρευστοποίηση κυμαίνεται μεταξύ δύο και τριών ετών.

- **εξαγορά της διοίκησης ή management buy-in (ΕΔ ή ΜΒΙ)** : να δώσουν τη δυνατότητα σε μία άλλη ομάδα επενδυτών που δε συμμετέχουν στην εταιρία να αποκτήσουν κάποιο μέρος αυτής. Σύμφωνα με το E.V.C.A., τα ΜΒΙ είναι τα κεφάλαια τα οποία δίδονται σε επιχειρηματικό στέλεχος ή ομάδα επιχειρηματικών στελεχών, που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης, για να την εξαγοράσουν με τη στήριξη και την κάλυψη των επενδυτών Ε.Κ.Υ.Κ.
- **buy-in management buy-out (ΒΙΜΒΟ)** : να βοηθήσουν την υφιστάμενη διοίκηση της εταιρίας να αποκτήσουν την επιχείρηση που διοικούν, με τη βοήθεια κάποιων νέων manager.
- **institutional buy-out (ΙΒΟ)** : η δυνατότητα μίας Venture Capital εταιρίας να αποκτήσει μία άλλη επιχείρηση, αποκτώντας με τον τρόπο αυτό και το management της εταιρίας. Είναι μία σχετικά καινούρια πρακτική εξαγοράς, η οποία προτιμάται από πωλητές μικρού βεληνεκούς έτσι ώστε να μη χρειάζεται να λογοδοτούν σε πολλά άτομα.
- **δευτερεύουσα εξαγορά** : όταν μία Venture Capital εταιρία αποκτά μερίδιο μίας άλλης Venture Capital επιχείρησης.
- **Replacement equity** : να επιτρέψει σε απλούς επενδυτές να επαναγοράσουν ή να ξανακερδίσουν μέρος ή όλες τις μετοχές ενός άλλου επενδυτή.
- **«διάσωση»/αλλαγή πορείας (rescue/turnaround)** : η χρηματοδότηση μίας εταιρίας που έχει δυσκολίες και η «διάσωσή» της από ενδεχόμενη χρεοκοπία
- **επαναχρηματοδότηση τραπεζικού δανεισμού** : η μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μίας επιχείρησης
- **bridge financing** : η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μίας εταιρίας, δεδομένου ότι περίπου σε ένα χρόνο θα μπορεί να υποστηρίξει η ίδια τις ανάγκες της. Για το λόγο αυτό αναφέρεται και ο όρος «γέφυρα», διότι είναι ένα ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ της μετοχικής και της δανειακής χρηματοδότησης σε όρους κινδύνου-απόδοσης και συχνά είναι το τελευταίο στάδιο πριν την πώληση της επιχείρησης ή τη Δημόσια Εγγραφή της. Συνήθως διαρκεί λιγότερο από 2 χρόνια.

Σύμφωνα με στοιχεία του BVCA, τα πλήρη μέλη του οργανισμού διαχωρίζονται ως εξής και ανάλογα με το στάδιο που επενδύουν:



2. ο βιομηχανικός τομέας

Οι περισσότερες εταιρίες Venture Capital επενδύουν σε μία πληθώρα παραγωγικών τομέων, χωρίς ιδιαίτερους περιορισμούς, αρκεί οι απαιτήσεις τους να συμπίπτουν με αυτές της χρηματοδοτούμενης εταιρίας. Υπάρχουν πάλι άλλες εταιρίες, οι οποίες εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους, όπως π.χ. η βιοτεχνολογία, η πληροφορική και οι τηλεπικοινωνίες κ.λ.π. Και τέλος, είναι ορισμένες εταιρίες που απλά αποφεύγουν ορισμένους τομείς, όπως π.χ. οι κινηματογραφικές παραγωγές.

3. ποσά επένδυσης

Η διαδικασία της επένδυσης είναι η ίδια, ανεξαρτήτως του ποσού που θα επενδύσει κάποια εταιρία, όσον αφορά στο χρόνο και στην προσπάθεια που πρέπει να καταβληθεί για την αξιολόγηση της επιχείρησης πριν από τη λήψη της τελικής απόφασης. Αυτό βέβαια καθιστά τις μεσαίου και μεγάλου μεγέθους επενδύσεις επικερδέστερες σε σύγκριση με τις μικρότερου μεγέθους, αναφορικά με τη συνολική απόδοση (ως απόλυτο μέγεθος και όχι ως ποσοστό) και τη δυνατότητα να αποσβεσθεί πιο εύκολα και γρήγορα το αρχικό ποσό επένδυσης. Φυσικά, αυτό δεν αποκλείει το γεγονός ότι και οι επιχειρήσεις που αναζητούν χαμηλότερα ποσά επένδυσης μπορεί να είναι το ίδιο ελκυστικές στις Venture Capital εταιρίες, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν περαιτέρω προοπτικές για χρηματοδότηση σε μεταγενέστερα στάδια. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία από το B.V.C.A., περίπου το 80% των τοποθετήσεων κεφαλαίων των Venture Capital εταιριών αντιστοιχεί σε ποσά άνω των £100.000 ανά χρηματοδοτούμενη εταιρία. Συγκεκριμένα, το έτος 1997 οι επενδύσεις που έγιναν σε εταιρίες που βρίσκονταν στο στάδιο της εκκίνησης ήταν, κατά μέσο όρο, £500.000. Αντίστοιχα, στο στάδιο της επέκτασης κυμάνθηκαν περίπου στο £1.000.000, ενώ στο στάδιο της εξαγοράς ανήλθαν στα £5.000.000. Τα ποσά των επενδύσεων, κατά μέσο όρο, αυξάνονται σταθερά κάθε χρόνο. Υπάρχουν, παρόλα αυτά κάποιες Venture Capital εταιρίες, των οποίων οι επενδύσεις δεν ξεπερνούν τις £100.000 και που συνήθως τοποθετούνται σε πολύ εξειδικευμένους κλάδους ή σε γεωγραφικά οροθετημένες περιοχές.

Συνήθως, οι Business Angels είναι εκείνοι που συμμετέχουν σε επενδύσεις μικρότερου βεληνεκούς, για ποσά που κυμαίνονται από £10.000 ως £100.000 και σε επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο ή που οι προοπτικές ανάπτυξής τους είναι μικρές.

4. γεωγραφική τοποθεσία

Γενικώς, υπάρχει η τάση των Venture Capital εταιριών να επεκτείνονται και σε άλλες περιοχές ή και χώρες, πέρα από αυτές που είχαν αρχικά επιλέξει και ο λόγος είναι ότι τα επιχειρηματικά κεφάλαια είναι ένας θεσμός σχετικά

καινούριος, όπου όμως η δυναμική εξέλιξής του είναι μεγάλη άρα και οι ευκαιρίες για επίτευξη υψηλότερων κερδών πολλές. Δεν είναι, άλλωστε, τυχαίο το γεγονός ότι πολλές εταιρίες διατηρούν ξεχωριστά γραφεία στο εξωτερικό ή σε άλλες πόλεις.

E. ΥΠΟΒΟΛΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ (BUSINESS PLAN)

Ο πρωταρχικός στόχος του επιχειρηματικού σχεδίου μίας εταιρίας όταν πρόκειται να αιτηθεί χρηματοδότησης είναι να διαπραγματευθεί την επιχειρηματική της πρόταση. Θα πρέπει να πείσει τους δυνητικούς επενδυτές ότι αν επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στη συγκεκριμένη επιχείρηση θα έχουν μία μοναδική ευκαιρία πραγματοποίησης υψηλών αποδόσεων. Το επιχειρηματικό σχέδιο θα πρέπει επίσης να θεωρείται ως μία ευκαιρία και για την ίδια την επιχείρηση να κάνει μία αποτίμηση των πραγματικών και ουσιαστικών αναγκών της, καθώς και του ανταγωνισμού που αντιμετωπίζει. Να αναθεωρήσει, κατά κάποιο τρόπο, τα σημεία υπεροχής αλλά και τις αδυναμίες της εταιρίας, να προσδιορίσει τους παράγοντες επιτυχίας και τι πρέπει να κάνει για να έχει μία επιτυχημένη ανάπτυξη. Επίσης, η δημιουργία του επιχειρηματικού σχεδίου δίνει μία ευκαιρία στη διοίκηση της επιχείρησης να υπολογίσει και να διοργανώσει εκ νέου τις χρηματοδοτικές της ανάγκες και για αυτό, επειδή μία επιχείρηση δε μένει στάσιμη στο χρόνο, θα ήταν εύλογο το σχέδιο αυτό να αναθεωρείται σε τακτά χρονικά διαστήματα, έτσι ώστε να γνωρίζει και η ίδια η επιχείρηση ανά πάσα στιγμή τη θέση της.

Το επιχειρηματικό σχέδιο, το οποίο θα πρέπει να ετοιμάζεται υπό την ευθύνη είτε του ιδιοκτήτη είτε του διευθυντή της εταιρίας, είναι γενικά μία μακροχρόνια διαδικασία. Τα διευθυντικά στελέχη, λοιπόν, θα πρέπει να θέσουν ενδιαφέροντες αλλά επιτεύξιμους στόχους και να προσπαθήσουν να μεταδώσουν την πεποίθησή τους για τη μελλοντική, επιτυχή πορεία της επιχείρησης.

Γενικώς, υπάρχουν σύμβουλοι επιχειρήσεων και αναλυτές, οι οποίοι θα μπορούσαν να βοηθήσουν την επιχείρηση να επικεντρώσει το ενδιαφέρον της σε καίρια σημεία. Φυσικά, το σχέδιο αυτό θα πρέπει να πείσει τους επενδυτές ότι δεν είναι απλά μία πρόταση με ωραία διατύπωση, αλλά μία σοβαρή επενδυτική πρόταση, με συγκεκριμένους στόχους και τρόπους πραγματοποίησής των.

Θα ήταν καλό το επιχειρηματικό σχέδιο να είναι ήδη έτοιμο, προτού γίνει η προσέγγιση των επενδυτών. Χωρίς να υπάρχουν κάποιοι συγκεκριμένοι κανόνες, η έκτασή του θα πρέπει να είναι περίπου 2 σελίδες και τα σημεία στα οποία θα πρέπει να επικεντρώνεται είναι τα εξής:

- a) η αγορά
- b) το προϊόν ή η υπηρεσία
- c) η διοίκηση της επιχείρησης
- d) οι λειτουργικές διαδικασίες της εταιρίας
- e) τα χρηματοοικονομικά σχέδια
- f) οι στρατηγικές πωλήσεων
- g) το αιτούμενο ποσό χρηματοδότησης και ο προορισμός του, καθώς και τις πιθανές ευκαιρίες ανάκτησης των κεφαλαίων αυτών

Επίσης, θα πρέπει να γίνει αναφορά στο σκοπό της επιχείρησης, το είδος του πελατολογίου της και ποιο είναι αυτό ακριβώς το σημείο που δίνει στη συγκεκριμένη επιχείρηση το συγκριτικό πλεονέκτημα. Επίσης, θα πρέπει να συνδυασθεί με κάποιο τρόπο η τρέχουσα κατάσταση της επιχείρησης με τις μελλοντικές προοπτικές αυτής. Τέλος, καλό θα ήταν να γίνει μία αναφορά και στο θεσμικό πλαίσιο όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Αλλά, ας δούμε αναλυτικά κάθε ένα από τα βασικά σημεία που πρέπει να προσέξει η επιχείρηση:

a) η αγορά: η Venture Capital εταιρία πρέπει να πεισθεί ότι η επιχείρηση στην οποία πρόκειται να επενδύσει είναι μία ευκαιρία, ως προς το προϊόν και τις υπηρεσίες που παρέχει. Μία ρεαλιστική S.W.O.T. ανάλυση (**S**trengths, **W**eaknesses, **O**pportunities, **T**hreats) θα μπορούσε να ήταν ένας από τους τρόπους κατασκευής του σχεδίου αυτού. Θα πρέπει να καθορισθεί:

- ✓ η αγορά και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία, ποιο είναι το συνολικό μέγεθος της αγοράς σε απόλυτο μέγεθος, σε αριθμό πελατών και σε νούμερο πωλήσεων ετησίως, ποια είναι η γεωγραφική περιοχή στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία, ποιες είναι οι επιδράσεις από εξωτερικούς παράγοντες, σε ποιο στάδιο ανάπτυξης βρίσκεται και ποιες είναι οι προοπτικές ανάπτυξης της αγοράς αυτής
- ✓ ποια είναι η θέση της εταιρίας στην αγορά, ποια είναι η σχέση του προϊόντος ή της υπηρεσίας με τον ανταγωνισμό σε όρους ποιότητας, κόστους, περιθωρίου κέρδους, τιμής κλπ., ποιοι και πόσοι είναι οι ανταγωνιστές, ποιο είναι το μερίδιο αγοράς της εταιρίας, ποια είναι η στρατηγική της θέση, τα δυνατά σημεία και οι αδυναμίες της εταιρίας, η ιστορική εξέλιξη της εταιρίας, ποιοι και εάν υπάρχουν φραγμοί εισόδου στον κλάδο, τα προβλήματα και οι κίνδυνοι που απασχολούν την εταιρία και τον κλάδο όπου ανήκει
- ✓ ποιοι είναι οι πελάτες της επιχείρησης, πόσοι είναι, πού βρίσκονται γεωγραφικά
- ✓ ποιες είναι οι προοπτικές για την εταιρία και τον κλάδο, ποια τα πιθανά μελλοντικά προβλήματα και πώς θα ξεπεραστούν
- ✓ ποια είναι η στρατηγική πωλήσεων που θα ακολουθήσει η εταιρία, ποια τα σχέδια για την επέκταση της επιχείρησης και πώς θα επιτευχθούν οι στόχοι αυτοί, πώς θα αποκτηθεί ή διατηρηθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα

Όλα αυτά τα δεδομένα, για να αιτιολογηθούν επαρκώς θα πρέπει να υποστηριχθούν με κατάλληλα επιχειρήματα και αποδείξεις και για το λόγο αυτό πιθανότατα να χρειαστεί να διεξαχθεί και κάποια έρευνα αγοράς με τη βοήθεια εξωτερικών συνεργατών.

b) το προϊόν ή η υπηρεσία: θα πρέπει να επεξηγηθεί επαρκώς, με απλούς και όχι τεχνικούς όρους, καθώς θα πρέπει να είναι κατανοητό και σε άτομα μη ειδικευμένα στον συγκεκριμένο τομέα, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα του προϊόντος και να δοθούν, κατά κάποιο τρόπο, απαντήσεις σε ερωτήματα όπως:

- ο είναι νέο προϊόν
- ο είναι διαθέσιμο σε χαμηλότερη τιμή σε σχέση με αυτό των ανταγωνιστών
- ο είναι της ίδιας ή υψηλότερης ποιότητας
- ο είναι της ίδιας ή καλύτερης αντοχής
- ο είναι πιο γρήγορο στη λειτουργία
- ο είναι πιο μικρό σε μέγεθος
- ο είναι πιο εύκολο στη συντήρηση
- ο προσφέρει συμπληρωματικά προϊόντα ή υπηρεσίες για την υποστήριξή του

Εάν χρειάζεται, πρέπει να αναφερθεί η νομική προστασία που προστατεύει το προϊόν, όπως οι πατέντες και τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας που πιθανότατα το καλύπτουν. Επίσης, πρέπει να ξεκαθαριστεί εάν το προϊόν είναι έτοιμο προς πώληση και ποια είναι η τιμή και το κόστος του, εάν το προϊόν είναι ευάλωτο σε τεχνολογικά επιτεύγματα και εάν υπάρχει η πιθανότητα και η δυνατότητα να αναπτυχθεί ένα αντίστοιχο προϊόν δεύτερης γενιάς («second generation» product).

c) το management team: το επιχειρηματικό σχέδιο θα πρέπει να παρουσιάζει τα κατάλληλα επιχειρήματα ότι η διοίκηση είναι ικανή να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της σχέδια. Επίσης, θα πρέπει να ξεκαθαρίζονται με ευκρίνεια στο επιχειρηματικό σχέδιο οι αρμοδιότητες και ο ρόλος του κάθε διοικητικού οργάνου. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να προσδιορίζονται με ακρίβεια τα κενά (τρέχοντα ή μελλοντικά) που πιθανότατα θα δημιουργηθούν από την αποχώρηση κάποιου σημαντικού στελέχους της εταιρίας και τα οποία ίσως να μπορούν να καλυφθούν από τη venture capital εταιρία, δεδομένου ότι έχει γίνει δεκτό το σχέδιο στο σύνολό του. Επίσης, θα ήταν καλό να γίνει αναφορά στις μεθόδους μέτρησης της αποδοτικότητας των υπαλλήλων και στον τρόπο ελέγχου της εταιρίας

d) λειτουργικές διαδικασίες: θα πρέπει να γίνει αναφορά στο πώς πρέπει να λειτουργεί η επιχείρηση. Πιο αναλυτικά:

- ✓ επεξήγηση του πώς παράγονται τα προϊόντα ή πώς παρέχονται οι υπηρεσίες
- ✓ η ύπαρξη ή όχι τμήματος έρευνας και ανάπτυξης
- ✓ αναφορά στους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους στόχους της εταιρίας

e) χρηματοοικονομικό πλάνο: Πιθανότατα με τη βοήθεια ενός λογιστή θα πρέπει να γίνει αναφορά στη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Δηλ. να αναλυθούν εκτενέστερα:

- ✓ η πρόβλεψη των πωλήσεων της επιχείρησης, το κόστος (σταθερό και μεταβλητό), οι ταμειακές ροές και το απαιτούμενο κεφάλαιο, η εκτίμηση των μελλοντικών κερδών ή ζημιών και η κατασκευή ενός πιθανού ισολογισμού, καθώς και πώς προέκυψαν τα στοιχεία αυτά
- ✓ οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας σε ένα εύλογο χρονικό διάστημα
- ✓ η αξία των ενσώματων στοιχείων του Ενεργητικού
- ✓ ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης της εταιρίας
- ✓ τα κόστη τα οποία σχετίζονται με τη λειτουργία της επιχείρησης
- ✓ ο προϋπολογισμός για κάθε δραστηριότητα της επιχείρησης
- ✓ διαφορετικά, πιθανά σενάρια για βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες μεταβολές σε διάφορα χρηματοοικονομικά μεγέθη, όπως οι πωλήσεις, τα κόστη και οι ταμειακές ροές και πιθανοί τρόποι αντιμετώπισής τους
- ✓ η πιθανότητα μελλοντικής χρηματοδότησης, το χρονικό σημείο καθώς και το στάδιο που θα βρίσκεται η επιχείρηση τη στιγμή εκείνη
- ✓ η διατήρηση της ρεαλιστικότητας του σχεδίου, ο εντοπισμός των διαφόρων προκλήσεων και η πραγματοποίηση αυτών

f) ποσό και προορισμός της απαιτούμενης χρηματοδότησης και ευκαιρίες εξόδου: θα πρέπει να γίνει αναλυτική περιγραφή του ποσού που θα χρειαστεί η επιχείρηση, σε ποιες πηγές θα αποταθεί και πού θα χρησιμοποιηθεί. Θα πρέπει να αναφερθούν αναλυτικά οι δαπάνες της επιχείρησης, οι παραγγελίες που έχει ήδη σε αναμονή και τα χρονοδιαγράμματα παραγωγής. Εκτός όμως από το περιεχόμενο του επιχειρηματικού σχεδίου, μεγάλη σημασία πρέπει να δίνεται και στην παρουσίασή του. Θα πρέπει καταρχήν να είναι ευανάγνωστο, χρησιμοποιώντας απλή γλώσσα, ειδικά εάν γίνεται επεξήγηση δύσκολων τεχνικών όρων, αποφεύγοντας έτσι τους πλατειασμούς και τις άσκοπες γενικεύσεις. Επίσης, η έκταση της παρουσίασης θα πρέπει να είναι αρκετά μεγάλη ώστε να καλύπτει επαρκώς το θέμα αλλά και να διατηρεί το ενδιαφέρον των δυνητικών επενδυτών. Τέλος, η χρησιμοποίηση πινάκων και σχεδιαγραμμάτων βοηθάει στην πληρέστερη απεικόνιση στατιστικών και άλλων στοιχείων, απλοποιώντας σύνθετες πληροφορίες.

ΣΤ - ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

ΣΤ.1 - ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΣΤ.1.1 - ΑΡΧΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι προτάσεις που υποβάλλονται σε μία εταιρία Venture Capital από νέες κατά κύριο λόγο επιχειρήσεις είναι πολλές, ειδικά στις μέρες μας που υπάρχει έντονη ανάγκη για εύρεση επιχειρηματικών κεφαλαίων. Παρόλα αυτά, μόνο ένα πολύ μικρό μέρος των προτάσεων αυτών γίνονται αποδεκτές και προωθούνται για συνεργασία. Γενικώς, πρέπει να δίδεται μεγάλη προσοχή στα προς χρηματοδότηση σχέδια και στους φορείς τους και γενικότερα σε μία σειρά τόσο ποιοτικών όσο και ποσοτικών κριτηρίων. Τα ποσοτικά κριτήρια βασίζονται στις παρακάτω μεθοδολογίες:

I. Συντελεστές απόδοσης της επένδυσης (ROI και IRR)

Σύμφωνα με τους κ.κ. Ξανθάκη Μανώλη και Τσιπούρη Λένα, ο ROI (Return On Investment) που απαιτείται να έχει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο εξαρτάται από το στάδιο χρηματοδότησης, το χρονικό ορίζοντα μέχρι τη ρευστοποίηση, το είδος της επένδυσης, τη μορφή της συμμετοχής και ως εκ τούτου διαφέρει ανάλογα με τον εμπλεκόμενο κίνδυνο. Ο ROI θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος από εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων χωρίς κίνδυνο, ενώ η αμοιβή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η εταιρία Venture Capital (risk premium) θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλη, ώστε να αντισταθμίζεται ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος. Ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης διαφέρει μεταξύ ευρωπαϊκών και αμερικανικών Venture Capital. Ο ROI επηρεάζεται από τις πληθωριστικές συνθήκες που επικρατούν στη συγκεκριμένη περιοχή, το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, τους προσωπικούς και εταιρικούς φορολογικούς συντελεστές, καθώς και τα διάφορα κρατικά προγράμματα υποστήριξης. Στην Αγγλία οι συντελεστές απόδοσης που απαιτούνται κυμαίνονται από 20% (για χρηματοδοτήσεις ώριμων εταιρειών) έως πάνω από 50% για χρηματοδότηση σποράς ή εκκίνησης. Στις Η.Π.Α. ένας μέσος απαιτούμενος ROI είναι πάνω από 40%, με διάστημα τιμών από 35% ως άνω του 70%.

II. Τιμή Πρόσφατης Επένδυσης

Εάν η συγκεκριμένη επένδυση έγινε πρόσφατα, το κόστος της μας παρέχει μία καλή ένδειξη της αναμενόμενης απόδοσης (Fair Value). Βέβαια, η εγκυρότητα αυτής της μεθόδου «εξασθενεί» όσο περνάει ο καιρός, καθώς η αξία στην οποία έγινε η επένδυση αντικατοπτρίζει τις συνθήκες της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής. Σε ένα δυναμικό περιβάλλον, οι αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς καθώς και σε άλλους παράγοντες τείνουν να μειώσουν την καταλληλότητα της μεθόδου αυτής. Λόγω της συχνότητας των χρηματοδοτήσεων σε νεοϊδρυθείσες εταιρίες ή σε εταιρίες που ασχολούνται με νέες ανακαλύψεις και καινοτομίες, η μέθοδος της τιμής πρόσφατης επένδυσης θα ήταν κατάλληλη στις περιπτώσεις αυτές

III. Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Αυτή η μεθοδολογία είναι κατάλληλη σε επενδύσεις που γίνονται σε ώριμες επιχειρήσεις με μία ευδιάκριτη τάση για επαναλαμβανόμενα κέρδη. Επίσης, μπορεί να εφαρμοστεί σε επιχειρήσεις με αρνητικά έσοδα, εάν θεωρηθεί ότι τα αποτελέσματα αυτά είναι προσωρινά. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι δείκτες είναι ο δείκτης P/E (Price / Earnings), ο δείκτης Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax (EV / EBIT) και ο δείκτης Enterprise Value / Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EV / EBITDA). Ο δείκτης που θα επιλεγεί για την αξιολόγηση της επιχείρησης πρέπει να είναι σύμφωνος με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης, όπως το προφίλ κινδύνου, οι προοπτικές ανάπτυξης κ.λ.π.

Συνήθως, η αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών δεικτών γίνεται σε σύγκριση με τους αντίστοιχους δείκτες της αγοράς, όσον αφορά στον ίδιο κλάδο, την ίδια γεωγραφική θέση, το μέγεθος της επιχείρησης κ.α. Σχετικά με τη χρήση του δείκτη P/E θα πρέπει να ληφθεί υπόψιν ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης και το ποσοστό φορολόγησης της κάθε επιχείρησης. Επίσης, υπάρχει κάποια διαφοροποίηση ως προς την εκτίμηση των εσόδων, εάν δηλαδή θα χρησιμοποιηθούν ιστορικά στοιχεία, τρέχοντα μεγέθη ή μελλοντικές εκτιμήσεις. Πολλοί αξιολογητές υποστηρίζουν ότι τα ιστορικά δεδομένα αντικατοπτρίζουν επαρκέστερα την πορεία της επιχείρησης, ενώ άλλοι θεωρούν ότι εφόσον η αξιολόγηση είναι μία δυναμική διαδικασία πρέπει να ενσωματώνει πρόσφατα δεδομένα. Όσον αφορά στους υπόλοιπους δύο δείκτες, πρέπει να σημειωθεί ότι ενσωματώνουν την αξία των αποσβέσεων των πάγιων στοιχείων και του Goodwill.

IV. Καθαρά Στοιχεία Ενεργητικού

Η μεθοδολογία αυτή εξάγει την αξία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης σε σχέση με τα στοιχεία του Ενεργητικού της και είναι κυρίως χρήσιμη σε εταιρίες που η αξία τους προκύπτει, κατά κύριο λόγο, από τα στοιχεία του Ενεργητικού τους παρά από τα έσοδά τους, όπως παραδείγματος χάριν οι εταιρίες εκμετάλλευσης ακινήτων, καθώς και οι επενδυτικές εταιρίες.

Επίσης, η μέθοδος αυτή είναι κατάλληλη για εταιρίες που η απόδοση του Ενεργητικού τους δεν είναι ικανοποιητική και για τις οποίες η αξία τους μπορεί να προκύψει από τη ρευστοποίηση των απαιτήσεων και την πώληση της εταιρίας. Για να χρησιμοποιήσει κάποιος την ανωτέρω μέθοδο και να αξιολογήσει την αξία κάποιας επιχείρησης πρέπει:

- ✓ να χρησιμοποιήσει κατάλληλες μεθόδους για την αποτίμηση ενεργητικού και παθητικού
- ✓ να αφαιρέσει από την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης όλα τα ποσά που σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της, έτσι ώστε να προκύψει η Μικτή Αποδοτέα Επιχειρηματική Αξία
- ✓ να χρησιμοποιήσει τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης έτσι ώστε να υπολογιστεί η Καθαρή Επιχειρηματική Αξία
- ✓ να κατανείμει την Καθαρή Επιχειρηματική Αξία κατάλληλα ανάμεσα στα διάφορα χρηματοοικονομικά τμήματα

V. Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (της υποκείμενης επιχείρησης)

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την αξία της επιχείρησης βρίσκοντας την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών ή εσόδων. Οι ταμειακές ροές είναι αυτές της επιχείρησης και όχι μόνο της επένδυσης. Είναι μία μέθοδος ευέλικτη από την άποψη ότι μπορεί να εφαρμοστεί σε κάθε είδος ταμειακών ροών, χαρακτηριστικό το οποίο δεν έχουν όλοι οι τρόποι αξιολόγησης. Βέβαια, παρόλο που η παραπάνω μέθοδος μπορεί να εφαρμοστεί σε διαφορετικά στάδια της επιχείρησης, ακόμη και σε περιόδους σημαντικών μεταβολών, έχει το μειονέκτημα του υποκειμενικού υπολογισμού του προεξοφλητικού επιτοκίου και κατά συνέπεια και της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Λόγω της έλλειψης αντικειμενικότητας της ανωτέρω μεθόδου, καλό είναι να χρησιμοποιείται ως μέθοδος διασταύρωσης των εκτιμώμενων αξιών με άλλες μεθόδους, ενώ εάν χρησιμοποιείται αποκλειστικά αυτή, θα πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή.

Για να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα πρέπει:

- ✓ να υπολογίσουμε την επιχειρηματική αξία της εταιρίας, χρησιμοποιώντας αντικειμενικά επιχειρήματα και υπολογισμούς της Μελλοντικής Αξίας, καθώς και του προεξοφλητικού επιτοκίου
- ✓ να αφαιρέσουμε από την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης όλα τα ποσά που σχετίζονται με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της, έτσι ώστε να προκύψει η Μικτή Αποδοτέα Επιχειρηματική Αξία
- ✓ να χρησιμοποιήσουμε τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης έτσι ώστε να υπολογιστεί η Καθαρή Επιχειρηματική Αξία
- ✓ να κατανείμουμε την Καθαρή Επιχειρηματική Αξία κατάλληλα ανάμεσα στα διάφορα χρηματοοικονομικά τμήματα

VI. Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (της επένδυσης)

Αυτή τη φορά η συγκεκριμένη μεθοδολογία προεξοφλεί τις ταμειακές ροές της επένδυσης και όχι της επιχείρησης, όπως η προηγούμενη μέθοδος. Η εφαρμογή της ενδείκνυται όταν η συγκεκριμένη επένδυση επίκειται άμεσα. Λόγω της ευελιξίας της είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στην αξιολόγηση επενδύσεων ιδιωτικής και μη πρωτοβουλίας σε θέματα όπως η χρηματοδότηση μέσω π.χ. δανειοδότησης ή έκδοση ομολογιακού δανείου, διότι η απόδοση στις περιπτώσεις αυτές προέρχεται άμεσα από την επένδυση και όχι από την επιχείρηση ως σύνολο. Για μεγαλύτερη ασφάλεια θα ήταν σκόπιμο η μέθοδος αυτή να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες παρεμφερείς μεθόδους. Όπως και στην προηγούμενη μέθοδο, έτσι και εδώ πρέπει να γίνει πρώτα μία αντικειμενική εκτίμηση των ταμειακών ροών της επένδυσης, καθώς και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, έτσι ώστε η Καθαρή Παρούσα Αξία που θα προκύψει να είναι όσο το δυνατόν πιο κοντά στην πραγματικότητα.

VII. Μέθοδος Βιομηχανικών Δεικτών

Πολλοί κλάδοι έχουν ειδικούς δείκτες αναφοράς (benchmarks), όπως π.χ. τιμή ανά κρεβάτι (για νοσοκομεία), τιμή ανά συνδρομητή (για εταιρείες καλωδιακής τηλεόρασης) κ.α. Άλλες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών οργανισμών και των εταιρειών πληροφοριακών συστημάτων τεχνολογίας, όπου τα μακροπρόθεσμα συμβόλαια επενδύσεων

είναι χαρακτηριστικό δείγμα, χρησιμοποιούν πολλαπλάσια των εσόδων τους ως μέθοδο αξιολόγησης. Οι ανωτέρω μέθοδοι χρησιμοποιούνται σε περιορισμένες περιπτώσεις λόγω της αμφισβητούμενης αντικειμενικότητάς τους και για το λόγο αυτό καλό θα ήταν να διασταυρώνονται με κάποια από τις προηγούμενες μεθόδους.

VIII. Διαθέσιμες Αγοραίες Τιμές

Πολλές φορές, οι εταιρείες μπορεί να έχουν στην κατοχή τους διαπραγματεύσιμα στοιχεία, για τα οποία να υπάρχει μία επίσημα καθορισμένη τιμή και τα οποία θα πρέπει να αποτιμούνται στην τιμή αγοράς του δελτίου, εάν διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Κάποια από αυτά έχουν μόνο μία τιμή διαπραγμάτευσης, αντιπροσωπεύοντας για παράδειγμα την τιμή της τελευταίας πραγματοποιηθείσας συναλλαγής. Για άλλους διαπραγματεύσιμους τίτλους μπορεί να υπάρχουν δύο τιμές, η μικρότερη δηλαδή η τιμή αγοράς και η μεγαλύτερη δηλαδή η τιμή πώλησης (bid and ask price). Σε κάποιες περιπτώσεις υπάρχει μία μέση τιμή, η οποία συνήθως αντιπροσωπεύει το μέσο όρο της bid και ask price και η οποία βοηθά στην αποφυγή της υπερεκτίμησης της αξιολογούμενης επένδυσης.

Πέρα όμως από αυτά, ο αξιολογητής πρέπει να εξετάσει κατά πόσο υπάρχουν στοιχεία που δυσχεραίνουν την αποτίμηση και κατ' επέκταση τη ρευστοποίηση των τίτλων αυτών, οπότε στην περίπτωση αυτή πρέπει να προσαρμοστεί ανάλογα και η αξία του τίτλου.

Παράγοντες που επιδρούν αρνητικά στην εκτιμώμενη αξία τους είναι ο περιορισμός της επίσημης διαπραγμάτευσης των τίτλων αυτών, καθώς και ο κίνδυνος της έλλειψης δυνητικών αγοραστών. Για να καθορίσει ο αξιολογητής το βαθμό κατά τον οποίο θα μειωθεί η αξία του στοιχείου αυτού θα πρέπει να υπολογίσει το βαθμό της αποζημίωσης που θα απαιτήσει ο κάτοχος, συγκρίνοντας τη συγκεκριμένη επένδυση με κάποια αντίστοιχη χωρίς περιορισμούς επένδυση.

ΙΧ. Ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της ΥΕΚ, που δίνεται στην ΕΠΕΚ

Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των μετοχών μίας εταιρείας Υ.Ε.Κ. που αποκτά μία Ε.Π.Ε.Κ. με ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων, τόσο υψηλότερη είναι και η πιθανότητα να γίνει η επένδυση. Παρόλο που οι Ε.Π.Ε.Κ. αφήνουν συνήθως τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου στη διοίκηση της Υ.Ε.Κ., θέλουν να έχουν στην κατοχή τους ένα σημαντικό ποσοστό της εταιρείας όπου έχουν επενδύσει, έτσι ώστε να μπορούν να έχουν ενεργό συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και να αυξηθούν οι πιθανότητες επίτευξης υψηλών κεφαλαιακών κερδών.

Χ. Αναμενόμενος Κίνδυνος

Υπολογίζεται βάσει της εκτιμώμενης αβεβαιότητας της επένδυσης και τη διακύμανση των αποδόσεων της, ανάλογα με τα εναλλακτικά σενάρια προσδοκώμενης δραστηριότητας. Εξαρτάται τόσο από την ικανότητα της διοίκησης να οδηγήσει την επιχείρηση στην επίτευξη των στόχων της, όσο και από τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, όπως η εμφάνιση ενός στενού υποκατάστατου προϊόντος, η αδυναμία του προϊόντος να ικανοποιήσει τις ανάγκες του καταναλωτικού κοινού, η πιθανότητα επιβολής κρατικών περιορισμών και το ενδεχόμενο εμφάνισης οικονομικής ύφεσης, με όλα τα αρνητικά επακόλουθα.

Εκτός όμως από τα ποσοτικά κριτήρια και τους μετρήσιμους δείκτες, υπάρχουν και κάποια ποιοτικά κριτήρια, τα οποία λαμβάνει υπόψιν της μία Ε.Π.Ε.Κ. Κάποια από αυτά είναι τα εξής:

ΧΙ. Η ποιότητα της διοίκησης

Το κριτήριο αυτό θεωρείται από πολλούς πιο σημαντικό σε σχέση με τα προηγούμενα ποσοτικά κριτήρια. Και ο λόγος για αυτό είναι ότι ακόμη και αν μία εταιρεία εγγυάται υψηλούς συντελεστές απόδοσης και κερδοφορίας, παρόλα αυτά η ικανότητα της διοίκησης είναι υπό αμφισβήτηση, τότε πιθανότατα να επιλεγεί κάποια άλλη εταιρεία με μεγαλύτερη αξιοπιστία, έστω και εάν οι αποδόσεις της δεν είναι τόσο υψηλές όσο της πρώτης.

Η προσωπικότητα της διοίκησης της εταιρείας, η προϋπηρεσία στο χώρο που δραστηριοποιείται, η σχετικά νεαρή ηλικία των στελεχών της που εγγυάται κίνητρα και δυναμισμό, το υψηλό επίπεδο μόρφωσης, η διαίσθηση, η υψηλή ενεργητικότητα, οι εμπειρίες, οι ηγετικές ικανότητες, η διάθεση ανάληψης κινδύνων, ο ρεαλισμός, η ικανότητα επίλυσης προβλημάτων, οι σαφείς στόχοι και η ορθολογική σκέψη στη λήψη αποφάσεων είναι παράγοντες που βοηθούν κατά πολύ την εταιρεία να έχει μία επιτυχή πορεία στο χώρο της και επακόλουθα υψηλό ποσοστό κερδών.

XII. Η συμμετοχή της διοίκησης στο κεφάλαιο της Υ.Ε.Κ.

Η συμμετοχή της διοίκησης στο κεφάλαιο της εταιρείας Υ.Ε.Κ. αποτελεί ένδειξη προσωπικών κινήτρων για επίτευξη των εταιρικών στόχων και ταύτιση με την πορεία της επιχείρησης, προς όφελος φυσικά τόσο της Υ.Ε.Κ., όσο και της Ε.Π.Ε.Κ.

XIII. Ο έλεγχος του επενδυτή στην εταιρεία Υ.Ε.Κ.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο έλεγχος που θα έχει η Ε.Π.Ε.Κ. στην Υ.Ε.Κ., τόσο μεγαλύτερη προθυμία δείχνει η Ε.Π.Ε.Κ. να πραγματοποιήσει την επένδυση. Η δυνατότητα αυτή του ελέγχου δεν εξαρτάται μόνο από το ποσοστό συμμετοχής στην Υ.Ε.Κ., αλλά και από τους όρους του συμβολαίου που θα υπογραφεί.

XIV. Η διάρθρωση και το περιεχόμενο της συμφωνίας χρηματοδότησης Ε.Κ.Υ.Κ.

Στη συμφωνία που θα γίνει ανάμεσα στα δύο μέρη, οι Ε.Π.Ε.Κ. δίνουν μεγάλη βαρύτητα στα ακόλουθα θέματα:

- παροχή προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου
- χάραξη μερισματικής πολιτικής
- δικαιώματα ψήφου των μετόχων
- μετατρεψιμότητα άλλων τίτλων σε κοινές μετοχές
- προστασία όρων μετατρεψιμότητας τίτλων
- δικαιώματα ρευστοποίησης
- δικαιώματα επαναγοράς μετοχών από τις εταιρίες Υ.Ε.Κ.
- όροι άσκησης δικαιωμάτων αγοράς μετοχών κ.λ.π.

XV. Χρηματοοικονομικές προβλέψεις για τα δικαιώματα των Ε.Π.Ε.Κ.

Η άποψη μίας Ε.Π.Ε.Κ. για τη χρηματοδότηση μίας εταιρείας Υ.Ε.Κ. επηρεάζεται θετικά από τις αισιόδοξες προβλέψεις και τα ενθαρρυντικά αποτελέσματα της υπό χρηματοδότηση εταιρείας.

XVI. Το στάδιο ανάπτυξης της εταιρείας Υ.Ε.Κ.

Το στάδιο ανάπτυξης στο οποίο βρίσκεται η επιχείρηση αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την επένδυση, ιδιαίτερα σε κράτη όπως η χώρα μας, όπου ο θεσμός των Venture Capital βρίσκεται ακόμη σε εμβρυϊκό στάδιο, άρα υπάρχει κάποια επιφυλακτικότητα στη χρηματοδότηση εταιρειών σε πρώιμη φάση.

XVII. Βαθμός καινοτομίας και επιχειρηματικότητα

Οι Ε.Π.Ε.Κ. ενδιαφέρονται για επιχειρήσεις που διαθέτουν προηγμένα τμήματα Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D) και έχουν την ικανότητα να λανσάρουν στην αγορά προϊόντα νέας τεχνολογίας με υψηλό βαθμό καινοτομίας, τα οποία πολλές φορές προμηνύουν την επίτευξη υψηλής αποδοτικότητας.

XVIII. Το «οικονομικό γίνεσθαι»

Εκτός από τους παράγοντες που προαναφέρθηκαν και τους οποίους καθορίζει κατά κύριο λόγο η Υ.Ε.Κ., υπάρχουν και κάποια άλλα κριτήρια που πρέπει να λάβει υπόψιν της η Ε.Π.Ε.Κ., όπως η μακροοικονομική πορεία της οικονομίας γενικότερα, καθώς και του κλάδου όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση, που μπορούν να έχουν άμεση επιρροή στον οικονομικό κύκλο της Υ.Ε.Κ.

ΣΤ.1.2 - ΕΠΙΛΟΓΗ ΚΑΤΑΛΛΗΛΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Στον υπολογισμό της αξίας της επένδυσης, ο αξιολογητής θα πρέπει να εφαρμόσει μία μεθοδολογία που αρμόζει στη φύση και στις περιστάσεις της επένδυσης και να χρησιμοποιήσει λογικές υποθέσεις και υπολογισμούς για κάθε επένδυση ξεχωριστά. Επίσης, θα πρέπει να εξετάζεται το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης, καθώς και η ικανότητά της να δημιουργεί διατηρήσιμα κέρδη ή έστω θετικές ταμειακές ροές. Η μέθοδος που θα επιλεγεί θα πρέπει να εφαρμόζεται με συνέπεια για κάθε εξεταζόμενη περίοδο και δε

θα πρέπει να γίνονται αλλαγές, παρά μόνο εάν αλλάξει κάτι στις συνθήκες της επένδυσης, για παράδειγμα ο ρυθμός επίτευξης κερδών. Εάν θα θέλαμε να κάνουμε έναν άτυπο διαχωρισμό των επιχειρήσεων ανάλογα με τη μέθοδο αξιολόγησης που πρέπει να ακολουθήσουν είναι ο εξής:

➤ **επιχειρήσεις σε πρώιμο στάδιο, χωρίς σημαντικά έσοδα και χωρίς κέρδη ή θετικές ταμειακές ροές**

Σε αυτού του είδους τις επιχειρήσεις είναι δύσκολο να αποτιμήσει κάποιος την πιθανότητα και τη χρηματοοικονομική επίδραση της επιτυχίας ή της αποτυχίας επέκτασης και να κάνει εύλογες προβλέψεις για την πορεία της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, η πιο κατάλληλη μέθοδος για την περίπτωση αυτή είναι η μέθοδος της Τιμής μίας Πρόσφατης Επένδυσης. Συνήθως, το διάστημα που εφαρμόζεται η μέθοδος αυτή είναι περιορισμένο και στην πράξη κυμαίνεται περίπου στο ένα έτος. Φυσικά μετά το τέλος της αρχικής αυτής περιόδου θα πρέπει να γίνει μία επανεκτίμηση των δεδομένων και να αξιολογηθεί κατά πόσο πρέπει να συνεχιστεί η υφιστάμενη μέθοδος ή να εφαρμοστεί κάποια καινούρια.

➤ **επιχειρήσεις με έσοδα, αλλά χωρίς σημαντικά κέρδη ή θετικές ταμειακές ροές**

Και σε αυτή την περίπτωση, όπως και στην προηγούμενη είναι δύσκολο να υπολογιστεί η μελλοντική πορεία της επιχείρησης και παρατηρείται συνήθως στις επιχειρήσεις σε ανάκαμψη ή υπό ανάπτυξη. Έτσι και εδώ, η πιο κατάλληλη μέθοδος θεωρείται πως είναι η μέθοδος της Τιμής μίας Πρόσφατης Επένδυσης, ειδικά σε συνδυασμό με σχετικούς βιομηχανικούς δείκτες. Στην περίπτωση που η επιχείρηση δημιουργήσει κάποια απόδοση πέρα από τις αναμενόμενες προσδοκίες προερχόμενη από την πώληση κάποιου στοιχείου Ενεργητικού, θα ήταν καλό να χρησιμοποιηθεί και η μέθοδος των Καθαρών Στοιχείων Ενεργητικού.

➤ **επιχειρήσεις με έσοδα και διατηρήσιμα κέρδη ή / και θετικές ταμειακές ροές**

Σε αυτού του είδους των επιχειρήσεων μπορεί να εφαρμοστεί η μέθοδος των Χρηματοοικονομικών Δεικτών, καθώς και οι μέθοδοι των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, έτσι ώστε να έχουμε μία πληρέστερη εικόνα για την πορεία της επιχείρησης, τις ιδιαιτερότητές της, τα αδύνατα και δυνατά σημεία.

ΣΤ.2 - ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Το συμβόλαιο είναι το έγγραφο εκείνο το οποίο αναφέρει τους όρους της συμφωνίας για την επένδυση αναλυτικά. Τα άρθρα του συμβολαίου δε σκοπεύουν απαραίτητα να είναι νομικά δεσμευτικά, με εξαίρεση κάποια συγκεκριμένα θέματα, όπως η εχεμύθεια, η αποκλειστικότητα και το κόστος της επένδυσης. Επίσης, το συμβόλαιο θα πρέπει να περιέχει συγκεκριμένες ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν πριν την ολοκλήρωση της επένδυσης. Συνήθως το συμβόλαιο αυτό περιλαμβάνει το μέρος της αρχικής εγγραφής, τα δικαιώματα των μετόχων ή των επενδυτών και τα άρθρα του συνεταιρισμού. Οι όροι του συμβολαίου αυτού πιθανότατα θα χρησιμοποιηθούν και σε επόμενους χρηματοδοτικούς κύκλους, για το λόγο αυτό πρέπει να καθοριστούν με σαφήνεια και επάρκεια. Μερικοί από τους πιο συνηθισμένους όρους που συνήθως περιλαμβάνονται σε ένα συμβόλαιο είναι οι εξής:

1. ο τύπος της μετοχής

Μία Ε.Π.Ε.Κ. θα δεχθεί να προχωρήσει στην επένδυση μόνο εάν τις παραχωρηθούν προνομιούχες μετοχές, οι οποίες συνεπάγονται συγκεκριμένα δικαιώματα και τα οποία δεν απολαμβάνουν οι κοινοί μέτοχοι. Ο λόγος που οι επενδυτές απαιτούν τα πρόσθετα αυτά δικαιώματα είναι διότι τα ποσά που επενδύουν είναι μεγαλύτερα από αυτά των αρχικών μετόχων, καθώς και διότι ο έλεγχος που θα έχουν πάνω στην εταιρεία θα είναι λιγότερος από αυτόν των αρχικών επενδυτών, οι οποίοι τυπικά παραμένουν στενά συνδεδεμένοι με την εταιρεία.

Εάν μία σειρά προνομιούχων μετοχών υπάρχει ήδη την περίοδο της επένδυσης, ο νέος κύκλος επενδυτών τυπικά θα δημιουργήσει μία νέα σειρά προνομιούχων μετοχών, έτσι ώστε να διαχωρίζονται τα δικαιώματα που πρόσκεινται στο νέο αυτό τύπο μετοχών από αυτά που έχουν σχέση με τις παλιές μετοχές.

2. όρια αξιολόγησης

Η Ε.Π.Ε.Κ. θα συμφωνήσει με την εταιρεία για την εκτίμηση της επιχειρηματικής αξίας, που θα πρέπει να γίνει πριν τη νέα επένδυση (pre-money valuation), έτσι ώστε να καθοριστεί η τιμή ανά μετοχή που θα πρέπει να πληρώσουν οι επενδυτές με την ολοκλήρωση του επενδυτικού κύκλου. Η

τιμή αγοράς υπολογίζεται διαιρώντας την επιχειρηματική αξία που έχει προκύψει από την εκτίμηση με τον αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία εκείνη τη στιγμή. Η αξιολόγηση πριν την επένδυση δε θα πρέπει να συγχέεται με την αξιολόγηση μετά την επένδυση (post-money valuation), η οποία περιλαμβάνει την αξία των παλιών, καθώς και των καινούριων μετοχών. Πολύ συχνά, οι επενδυτές δε θέλουν να πραγματοποιήσουν όλη την επένδυση εξ ολοκλήρου στο τέλος. Αντίθετα, επενδύουν σταδιακά, θέτοντας διάφορα τεχνικά ή / και εμπορικά σημεία, στα οποία γίνεται η επόμενη επένδυση.

3. διανομή μερισμάτων

Οι επενδυτές των Venture Capital συχνά προτιμούν να επενδύουν σε εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο και σε ένα έντονα αναπτυξιακό κύκλο. Απώτερος σκοπός είναι η πραγματοποίηση πολλαπλάσιων κερδών κατά την έξοδο σε σχέση με το ποσό που τοποθετήθηκε αρχικά. Συνήθως, σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εταιρείες επανεπενδύουν όλα τα κέρδη τους για να βοηθήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξη της επιχείρησης και κατά συνέπεια δε διανέμουν μερίσματα στους επενδυτές. Πολλές φορές, απαγορεύεται και από το ίδιο το καταστατικό της εταιρείας η διανομή μερισμάτων για ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα. Αλλά ακόμη και εάν η διανομή μερισμάτων επιτρέπεται, ένας συνηθισμένος τρόπος για να διασφαλίσει η εταιρεία ότι δε θα χρειαστεί να διανείμει μερίσματα είναι να παράσχει στους μετόχους της μετοχές που θα τους δώσουν ένα προνομιακό, σωρευτικό μέρισμα, το οποίο συνήθως καθορίζεται βάσει του ποσού που κατέβαλαν για την αγορά των προνομιούχων μετοχών.

Με τον τρόπο αυτό, αποτρέπεται η διανομή οποιουδήποτε μερίσματος μέχρι την έξοδο της Ε.Π.Ε.Κ. από την επένδυση. Επιπρόσθετα, οι επενδυτές πολλές φορές έχουν το δικαίωμα να ασκήσουν βέτο στην πληρωμή μερίσματος. Εάν το μέρισμα είναι σωρευτικό, εννοείται ότι για κάθε φορά που υπολογίζεται θα πρέπει να προστίθεται και να αποδοθεί στους επενδυτές όταν η επιχείρηση έχει διαθέσιμα χρήματα. Εννοείται ότι θα δοθεί προτεραιότητα στους προνομιούχους μετόχους και κατόπιν στους κοινούς, ενώ εάν οι προνομιούχες μετοχές μετατραπούν σε κοινές, οι προνομιούχοι μέτοχοι θα αναμένουν πρώτα να τους αποδοθούν τα συσσωρευμένα μερίσματα ή διαφορετικά να κεφαλαιοποιηθούν στις κοινές μετοχές.

Κάποιες φορές, οι επενδυτές των Venture Capital έχουν τη δικαιοδοσία να επαυξήσουν το ποσοστό διανομής μερίσματος κατά τη διάρκεια της επένδυσης, ενθαρρύνοντάς τους με αυτό τον τρόπο προς την έξοδο της επένδυσης και βοηθώντας τους να επανακτήσουν ή να διαφυλάξουν τα χρήματα που επένδυσαν, εάν η επιχείρηση δεν είχε την αναμενόμενη απόδοση.

4. δικαίωμα ρευστοποίησης

Το δικαίωμα ρευστοποίησης είναι ένα δικαίωμα που οι μέτοχοι μπορεί να απαιτήσουν ως αναγνώριση του κινδύνου που αναλαμβάνουν στην επένδυση των κεφαλαίων τους. Το συγκεκριμένο δικαίωμα ουσιαστικά εξασφαλίζει τους επενδυτές στην περίπτωση της έκτακτης ρευστοποίησης να λάβουν ένα συγκεκριμένο ποσό πριν από τους υπόλοιπους μετόχους. Το ποσό αυτό μπορεί να είναι ίσο με το επενδυμένο ποσό ή και πολλαπλάσιο αυτού.

Το μέγεθος και η δομή του δικαιώματος προτίμησης θα διαπραγματευτεί έτσι ώστε να αντικατοπτρίζει τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο της επένδυσης: όσο υψηλότερος ο κίνδυνος, τόσο υψηλότερη η απαιτούμενη απόδοση.

5. δικαίωμα εξαγοράς

Το δικαίωμα εξαγοράς είναι το δικαίωμα της Ε.Π.Ε.Κ. να απαιτήσει από την εταιρεία Υ.Ε.Κ., κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, να αγοράσει τις μετοχές της σε μία προκαθορισμένη τιμή. Το δικαίωμα αυτό μπορεί να καλύπτει και την περίπτωση της επαναγοράς των μετοχών από την Υ.Ε.Κ., εφόσον δε γίνει έξοδος των Venture Capital σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή, έτσι ώστε να αποτραπεί η ενδυνάμωσή τους με τη χρήση δικαιωμάτων, όπως τα ενδυναμωμένα δικαιώματα ψήφου.

Το δικαίωμα εξαγοράς μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση που μία Υ.Ε.Κ. προσπαθήσει να καταπατήσει κάποια δικαιώματα της Ε.Π.Ε.Κ., παρέχοντας έτσι στην Ε.Π.Ε.Κ. τη δυνατότητα να απαλλαγεί από την επένδυσή της.

6. δικαίωμα μετατροπής

Όταν οι Venture Capital επενδυτές έχουν στην κατοχή τους ένα πακέτο προνομιούχων μετοχών και επιτρέπεται να το μετατρέψουν σε κοινές μετοχές, απαιτούν να έχουν ανά πάσα στιγμή το δικαίωμα αυτό μετατροπής σε αναλογία 1/1. Συνήθως η μετατροπή αναβάλλεται μέχρι την έξοδο των επενδυτών, έτσι ώστε να μη χάσουν τα δικαιώματα που προκύπτουν από την κατοχή των προνομιούχων μετοχών.

7. αυτόματη μετατροπή των μετοχών

Στις περισσότερες των περιπτώσεων, οι επενδυτές θα χρειαστεί να μετατρέψουν αυτόματα τις προνομιούχες μετοχές τους σε κοινές πριν από μία Δημόσια Εγγραφή (I.P.O.). Οι επενδυτές θέλουν το δικαίωμα αυτό της μετατροπής να ισχύσει όταν θα έχουν τη δυνατότητα να διαθέσουν επαρκώς τις μετοχές τους και για το λόγο αυτό θέτουν εκ των προτέρων κάποια συγκεκριμένα κριτήρια που πρέπει να ικανοποιηθούν για να γίνει η Δημόσια Εγγραφή της εταιρείας, όπως η συνεργασία με διεθνώς αναγνωρισμένους underwriters σε μία αξία που υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο ποσό. Διαφορετικά, θα κινδυνέψουν να ζημιωθούν και να χάσουν όλα τα δικαιώματα που είχαν από τις προνομιούχες μετοχές εάν η είσοδος της εταιρείας στη δημόσια διαπραγμάτευση δε γίνει με τους όρους που αναμένονταν.

8. προστασία της τιμής της μετοχής

Οι Venture Capital επενδυτές συχνά απαιτούν δικαιώματα τέτοια που θα προστατεύσουν την επένδυσή τους από μία έκδοση νέων μετοχών σε τιμή χαμηλότερη από αυτή που αρχικά επένδυσαν. Για το λόγο αυτό, συνήθως εφαρμόζεται μία μαθηματική φόρμουλα που υπολογίζει τον αριθμό των νέων μετοχών που πρέπει να λάβουν οι επενδυτές, με μηδενικό ή πολύ χαμηλό κόστος, έτσι ώστε να αντισταθμιστεί η ζημία από την έκδοση νέων, φθηνότερων μετοχών.

9. πώληση του μεριδίου των ιδρυτών

Οι επενδυτές έχοντας αποφασίσει να κάνουν μία συγκεκριμένη επένδυση με ένα δεδομένο management team, προσπαθούν να διασφαλίσουν με κάθε δυνατό τρόπο την επένδυσή τους και την επιτυχία του επιχειρηματικού σχεδίου. Έτσι, στην περίπτωση που κάποια ιδρυτικά στελέχη θελήσουν να πουλήσουν το μερίδιό τους είναι υποχρεωμένα να το επιστρέψουν στην ίδια την εταιρεία σε μία συγκεκριμένη τιμή, που εξαρτάται από τις περιστάσεις της αναχώρησής τους. Εάν δηλαδή αποχωρούν υπό ευνοϊκές συνθήκες η τιμή μπορεί να είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής, σε διαφορετική περίπτωση μπορεί να είναι πολύ χαμηλότερη.

10. έκδοση νέων μετοχών

Εάν η εταιρεία κάνει μία νέα έκδοση μετοχών, οι Ε.Π.Ε.Κ. θα απαιτήσουν να έχουν το δικαίωμα της διατήρησης του μεριδίου τους συμμετέχοντας στην επένδυση με τους ίδιους όρους και κανόνες, όπως οι υπόλοιποι επενδυτές.

11. δικαίωμα ψήφου

Οι Ε.Π.Ε.Κ. θα έχουν συγκεκριμένα δικαιώματα ψήφου που θα εξαρτώνται από τον τύπο των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους. Ως προνομιούχοι μέτοχοι μπορεί να έχουν περισσότερα δικαιώματα σε σχέση με τους κοινούς μετόχους. Επίσης, καθορίζεται το γεγονός ότι για συγκεκριμένες ενέργειες θα πρέπει να γίνεται ψηφοφορία και να απαιτείται ένα συγκεκριμένο ποσοστό συγκατάθεσης που θα επιτρέπει να προχωρήσουν σε περαιτέρω διαδικασίες.

12. διοικητικό συμβούλιο

Οι Ε.Π.Ε.Κ. επιθυμούν να υπάρχει ένα αρμόδιο Διοικητικό Συμβούλιο, κατά προτίμηση όχι εκτελεστικών οργάνων όπως π.χ. υπάλληλοι της εταιρείας, ικανό να πραγματοποιήσει τα επιχειρηματικά σχέδια της εταιρείας. Για το λόγο αυτό, πολύ επενδυτές προτιμούν να διορίζουν κάποιο διοικητικό όργανο που δε θα έχει καμία σχέση με την εταιρεία, θα παρακολουθεί όλα τα διοικητικά συμβούλια, αλλά δε θα μπορεί να συμμετάσχει.

13. δικαίωμα τακτικής ενημέρωσης για την πορεία της επιχείρησης

Είναι σημαντικό για τους επενδυτές να έχουν το δικαίωμα της στενής παρακολούθησης της επιχείρησης και κατά συνέπεια της επένδυσής τους, μέσω της τακτικής παροχής πληροφοριών για τη χρηματοοικονομική της κατάσταση και τον προϋπολογισμό, καθώς και το ελεύθερο να επισκέπτονται την επιχείρηση και να εξετάζουν τα βιβλία της όποτε επιθυμούν.

14. δικαίωμα εξόδου

Όπως προαναφέρθηκε, πρέπει να καθοριστούν εξ αρχής τα δικαιώματα της Ε.Π.Ε.Κ. κατά την έξοδό της από την επιχείρηση, όπως π.χ. στην περίπτωση της Δημόσιας Εγγραφής (Ι.Ρ.Ο.) ή την πώληση της επιχείρησης.

15. εμπιστευτικότητα

Όλες οι πληροφορίες που παρέχονται σχετικά με την επιχείρηση πρέπει να αντιμετωπίζονται με απόλυτη εχεμύθεια.

Z. ΟΙ ΜΕΤΑΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Z.1 - Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ

Z.1.1 - Ο ρόλος των λογιστών-ελεγκτών

❖ Ο λογιστής της Ε.Π.Ε.Κ.

Ο πρωταρχικός ρόλος του λογιστή της Ε.Π.Ε.Κ. είναι η παροχή συμβουλών λογιστικού περιεχομένου. Συνήθως όμως δε σταματάει εκεί, αλλά επεκτείνεται και στις διαπραγματεύσεις με τους πωλητές, τη διοίκηση της εταιρείας ή τους συμβούλους της και στο συντονισμό της ολοκλήρωσης της επενδυτικής διαδικασίας.

❖ Ο λογιστής της εταιρείας Υ.Ε.Κ.

Ο λογιστής της ίδιας της εταιρείας θα παράσχει συμβουλές, ανεξάρτητες από την Ε.Π.Ε.Κ. και τους συμβούλους της. Επίσης, θα πρέπει να είναι ικανός να βοηθήσει στους ακόλουθους τομείς, ενεργώντας ως επιχειρηματικός σύμβουλος:

- συμβουλές επί του επιχειρηματικού σχεδίου
- διαμόρφωση του χρηματοοικονομικού τομέα
- επίσημη αναφορά επί των υλοποιημένων σχεδίων
- τακτική αποτίμηση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης
- εκτίμηση / αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας
- αναθεώρηση προτάσεων για χρηματοδότηση
- βοήθεια στις διαπραγματεύσεις με τις Ε.Π.Ε.Κ. και τις πιστωτικούς οργανισμούς
- τακτοποίηση των φορολογικών θεμάτων

Z.1.2 - Ο ρόλος των νομικών συμβούλων

❖ Ο νομικός σύμβουλος της Ε.Π.Ε.Κ.

Βασικό μέλημα του νομικού της Ε.Π.Ε.Κ. είναι να διασφαλίσει ότι η εταιρεία στην οποία πρόκειται να γίνει η επένδυση είναι επαρκώς καλυμμένη από νομικής πλευράς. Θα ασχοληθεί με τις διάφορες συμφωνίες για επένδυση, περιλαμβάνοντας τα ακόλουθα:

- συμφωνίες μεταξύ μετόχων και επενδυτών
- εγγυήσεις και αποζημιώσεις
- δανεισμός ή έκδοση ομολογιακού δανείου
- παροχή υπηρεσιών
- κοινοποίηση της συμφωνίας

Κάποια στιγμή, ανάλογα με το στάδιο επένδυσης, η Ε.Π.Ε.Κ. θα θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή της, είτε διότι έχουν πραγματοποιηθεί οι απαιτούμενες αποδόσεις, είτε διότι η πορεία της επιχείρησης δεν είναι καλή και δε διαφαίνονται προοπτικές βελτίωσης. Οι μέθοδοι με τις οποίες η Ε.Π.Ε.Κ. μπορεί να ρευστοποιήσει την επένδυσή της είναι οι εξής:

- ο **Εισαγωγή τίτλων σε χρηματιστηριακή αγορά (δευτερεύουσα κλπ)**

Σε μελέτη των Soya και Reyes (1990), για την περίοδο 1970-1982, που αφορούσε τη ρευστοποίηση της επένδυσης 24 Ε.Π.Ε.Κ. από 442 Υ.Ε.Κ. προέκυψαν τα εξής αποτελέσματα: το 30% πραγματοποιήθηκε, μέσω Δημόσιας Εγγραφής, εισαγωγή στο χρηματιστήριο, το 23% με εξαγορά από άλλη εταιρεία, το 15% με αγορά από την ίδια την εταιρεία Υ.Ε.Κ., το 6% με ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού και το 24% με διαγραφή των απαιτήσεων. Παρατηρούμε δηλαδή ότι υπάρχει μία σαφής προτίμηση των μετόχων προς τη Δημόσια Εγγραφή, η οποία είναι διαδεδομένη τόσο από την πλευρά της Ε.Π.Ε.Κ., όσο και από την πλευρά της Υ.Ε.Κ. Και αυτό διότι με την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, παρέχεται η δυνατότητα στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια από τους νέους μετόχους, τα οποία θα χρησιμοποιηθούν είτε για νέες επενδύσεις, είτε για κεφάλαιο κίνησης. Ταυτόχρονα θα αποδεσμευτεί από τις υποχρεώσεις της απέναντι στην Ε.Π.Ε.Κ., ενώ θα μπορεί πλέον ανενόχλητα να αποφασίζει η ίδια για τα θέματα που την απασχολούν, χωρίς να δέχεται τις επεμβάσεις της Ε.Π.Ε.Κ. και χωρίς να χρειάζεται τη βοήθεια και την υποστήριξή της, εφόσον θα είναι μία ώριμη παρουσία στο χώρο που δραστηριοποιείται.

Επίσης, σε αυτές τις περιπτώσεις είναι ιδιαίτερα σημαντικό να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην επιλογή του αναδόχου και αυτό διότι είναι πολύ σημαντική η συμβολή του στη διάθεση στο δίκτυο, καθώς και στην τιμολόγηση που θα επιλεγεί για την εισαγωγή. Και βέβαια δεν πρέπει να παραγνωρίσουμε το γεγονός του κόστους που θα έχει η Δημόσια Εγγραφή, το οποίο ποικίλει σε κάθε περίπτωση.

Επίσης, πρέπει να επισημανθεί ότι η επιτυχία μίας Δημόσιας Εγγραφής εξαρτάται από την κινητικότητα που υπάρχει στο ίδιο Χρηματιστήριο. Έχουμε δηλαδή παρατηρήσει και από το δικό μας Χρηματιστήριο ότι σε περιόδους μεγάλου όγκου συναλλαγών και υψηλών αποδόσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.), οι Δημόσιες Εγγραφές ήταν, κατά κύριο λόγο, επιτυχείς, ενώ όταν η απόδοση του Γ.Δ.Χ.Α. άρχισε να μειώνεται, η ζήτηση στις Δημόσιες Εγγραφές άρχισε να πέφτει κατακόρυφα.

○ **πώληση σε τρίτη εταιρεία**

Η μέθοδος αυτή έχει επίσης αρκετά πλεονεκτήματα, εάν σκεφτούμε ότι είναι ταχύτερη μέθοδος σε σχέση με τη Δημόσια Εγγραφή, διότι δεν απαιτούνται ιδιαίτερα πολύπλοκες διαδικασίες, αλλά και φθηνότερη εάν σκεφτούμε ότι δεν υπάρχουν τα κόστη της αναδοχής. Επίσης, η εκδήλωση ενδιαφέροντος από μία ξένη εταιρεία μπορεί να γίνει πολύ προτού να είναι έτοιμη για την επίσημη διαπραγμάτευσή της, ιδιαίτερα όταν μία επιχείρηση παρουσιάζει εντυπωσιακές προοπτικές ανόδου ή όταν εφαρμόζει κάποια καινοτομική διαδικασία ή παράγει κάποιο νέο προϊόν με συγκριτικό πλεονέκτημα, το οποίο θέλουν να οικειοποιηθούν. Ένα αρνητικό σημείο στις περιπτώσεις αυτές είναι ότι η εταιρεία Υ.Ε.Κ. πιθανότατα να χάσει τον έλεγχο της διοίκησής της, δεδομένου ότι μία ξένη εταιρεία θα αποκτήσει ένα σημαντικό κομμάτι της.

○ **πώληση στους μετόχους της εταιρείας Υ.Ε.Κ.**

Πολλές φορές έχει καθοριστεί από το αρχικό συμβόλαιο συνεργασίας η υποχρέωση ή επιλογή της Υ.Ε.Κ. να αγοράσει το μερίδιο της Ε.Π.Ε.Κ. σε μία προκαθορισμένη τιμή, που μπορεί να εξαρτάται για παράδειγμα από τις πωλήσεις της εταιρείας ή τα καθαρά κέρδη του προηγούμενου έτους.

○ **πώληση μετοχών σε άλλο επενδυτή Ε.Κ.Υ.Κ.**

Είναι η μεταβίβαση του μεριδίου της Ε.Π.Ε.Κ. σε μία άλλη Ε.Π.Ε.Κ., η οποία αναλαμβάνει της υποχρεώσεις της πρώτης και ουσιαστικά η μορφή για την Υ.Ε.Κ. είναι η ίδια. Η μόνη διαφορά μπορεί να είναι ότι η νέα εταιρεία ίσως έχει κάποιο θετικό στοιχείο που δεν είχε η παλαιά, όπως η παροχή εξειδικευμένων συμβουλών, το διευρυμένο δίκτυο επαφών κ.α.

ο εκκαθάριση

Η εκκαθάριση των περιουσιακών στοιχείων της Υ.Ε.Κ. πιθανότατα να επιβάλλεται, βάσει των όρων του συμβολαίου του Venture Capital, σε περίπτωση που η χρηματοδοτούμενη εταιρεία δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Με την εκκαθάριση, τα περιουσιακά στοιχεία της Υ.Ε.Κ. τα οποία έχουν περιέλθει στην κυριότητα της Ε.Π.Ε.Κ. με δικαστική απόφαση, προωθούνται προς πώληση, έτσι ώστε να μειωθεί, όσο το δυνατόν περισσότερο, η ζημία από τη συγκεκριμένη επένδυση. Πρέπει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη μέθοδος πρέπει να αποτελεί την έσχατη λύση, διότι έτσι ζημιώνονται και τα δύο μέρη και αντί αυτού θα πρέπει να έχουν καταβληθεί μεγάλες προσπάθειες για την επίτευξη των αρχικών στόχων.

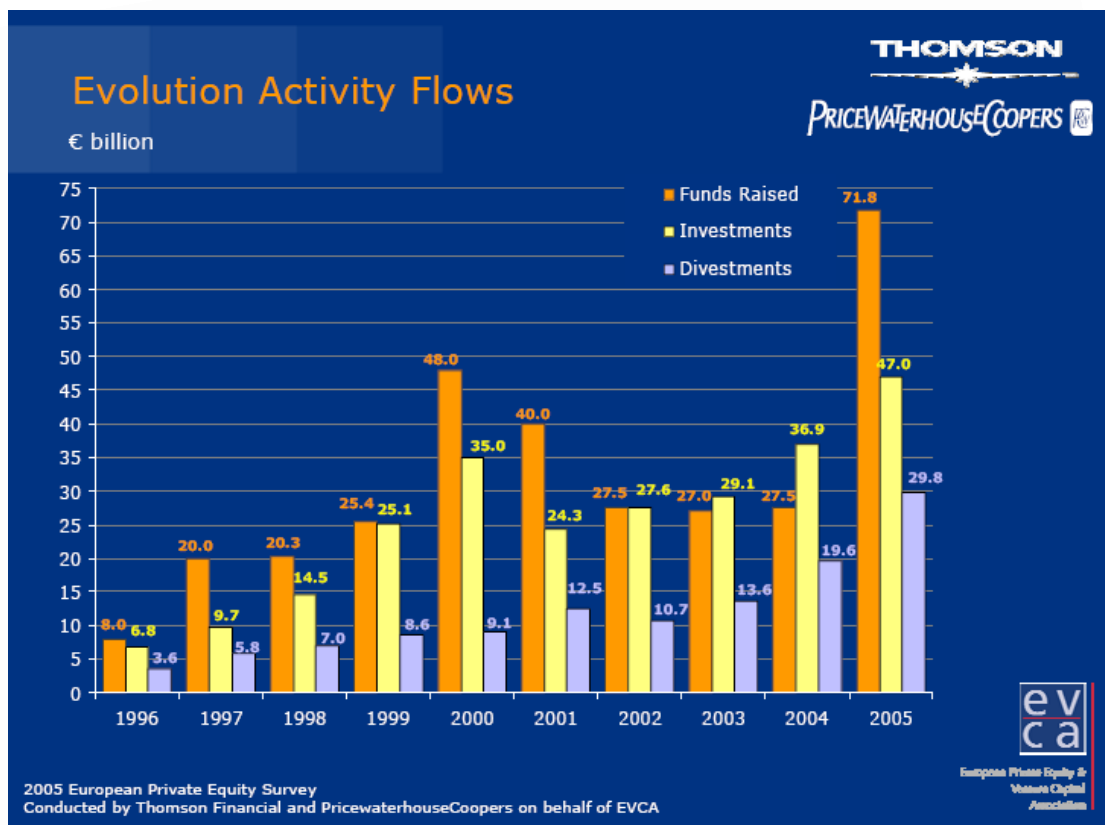
ο αποπληρωμή δανειακής χρηματοδότησης

Εάν η χρηματοδότηση δεν είναι υπό τη μορφή συμμετοχής στο κεφάλαιο της Υ.Ε.Κ. αλλά με τη μορφή δανεισμού, τότε έχει καθοριστεί ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο οποίο πρέπει να γίνει αποπληρωμή του δανείου, οπότε έτσι θα ρευστοποιηθεί σταδιακά και η επένδυση. Με τον τρόπο αυτό μειώνεται ο κίνδυνος που υπάρχει από την επένδυση, αλλά μειώνονται έτσι και οι δυνατότητες που υπάρχουν για επίτευξη υψηλών αποδόσεων.

Θ - Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ VENTURE CAPITAL ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Θ.1 - Η έκτασή τους στην ελληνική πραγματικότητα

Ο θεσμός των Venture Capital γνωρίζει παγκόσμια αναγνώριση. Όπως φαίνεται και από τους παρακάτω πίνακες, υπάρχουν χώρες οι οποίες συγκεντρώνουν υψηλά ποσά κεφαλαίων, η διαχείριση όμως γίνεται σε άλλες χώρες, όπως για παράδειγμα στην Ολλανδία και σε χώρες της Ασίας, όπου πιθανότατα λόγω έλλειψης εξειδικευμένων γνώσεων περί διοίκησης επιχειρήσεων και διαχείρισης καινοτόμων τεχνολογικά διαδικασιών και προϊόντων. Να σημειωθεί ότι τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν συνολικά σε ευρωπαϊκό επίπεδο για το 2005 ανήλθαν σε 71,8 δις €, ενώ για το 2004 ήταν 27,5 δις €, υπήρξε δηλαδή έντονο ενδιαφέρον από μέρους των επενδυτών και για το λόγο αυτό παρουσιάστηκε αύξηση της τάξης του 261%!!!



Βλέπουμε από το παραπάνω διάγραμμα ότι υπάρχει μία έντονη, διαχρονική ανάγκη για εύρεση επιχειρηματικών κεφαλαίων και την πραγματοποίηση επενδύσεων, αλλά και ότι καθώς ωριμάζει ο θεσμός των Ε.Κ.Υ.Κ., αυξάνεται και το ποσό των αποχωρήσεων που πραγματοποιούνται από τις συγκεκριμένες επενδύσεις.

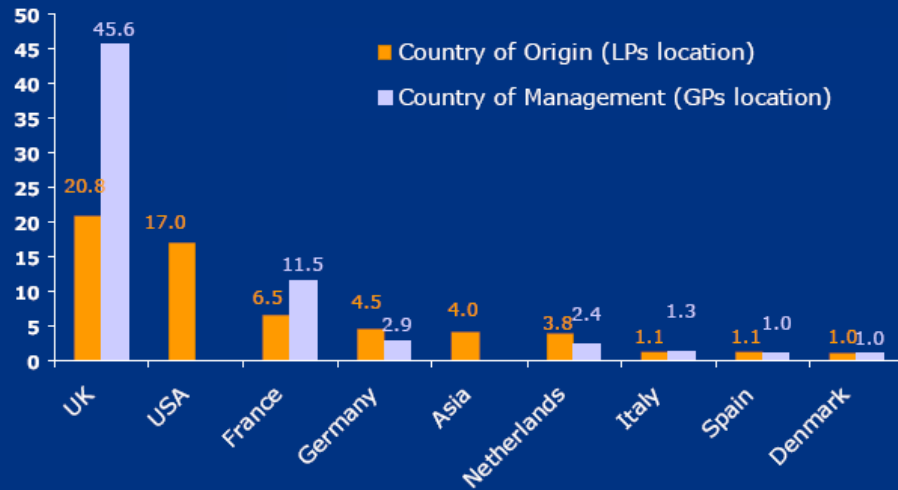
2005 Funds Raised

Country of Origin and Country of Management of European Funds Raised

THOMSON

PRICEWATERHOUSECOOPERS

€ billion



Note: US amount of € 17 billion comprises fundraising from US LPs to European funds

2005 European Private Equity Survey
Conducted by Thomson Financial and PricewaterhouseCoopers on behalf of EVCA



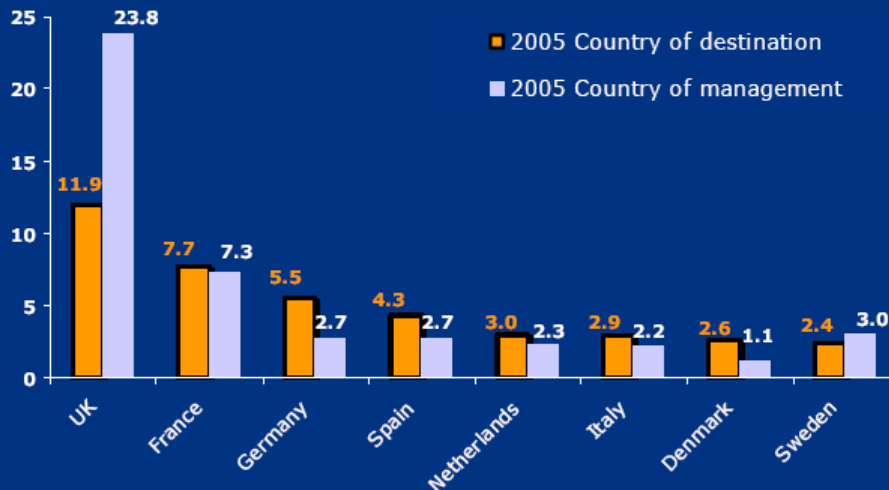
2005 Investments

Country of Destination and Country of Management

THOMSON

PRICEWATERHOUSECOOPERS

€ billion



2005 European Private Equity Survey
Conducted by Thomson Financial and PricewaterhouseCoopers on behalf of EVCA



Δυστυχώς βέβαια, τα πράγματα για την Ελλάδα δεν είναι τόσο ευχάριστα όπως υποδηλώνουν και οι παρακάτω πίνακες, από τους οποίους συμπεραίνουμε ότι βρισκόμαστε πολύ πίσω από το μέσο ευρωπαϊκό επίπεδο.

European Activity Statistics in € billion			
Year	Funds Raised	Investments	Divestments at cost
1996	8.0	6.8	3.6
1997	20.0	9.7	5.8
1998	20.3	14.5	7.0
1999	25.4	25.1	8.6
2000	48.0	35.0	9.1
2001	40.0	24.3	12.5
2002	27.5	27.6	10.7
2003	27.0	29.1	13.6
2004	27.5	36.9	19.6
2005	71.8	47.0	29.8

Source: EVCA/Thomson Financial/PricewaterhouseCoopers

European PE Funds Raised		
in € million		
Country	Country of Origin (LPs location)	Country of Management (GPs location)
United Kingdom	20,768	45,644
US LP commitments to European funds	17,016	n.a.
France	6,543	11,451
Germany	4,479	2,875
Asian LP commitments to European funds	4,043	n.a.
Netherlands	3,848	2,444
Italy	1,139	1,345
Spain	1,056	1,020
Denmark	997	1,002
Sweden	609	1,919
Finland	526	626
Switzerland	439	1,495
Norway	424	681
Canadian LP commitments to European Funds	372	n.a.
Belgium	324	353
Austria	191	217
Portugal	98	294
Ireland	90	74
Greece	27	27
Hungary	15	75
Israel LP commitments to European funds	10	n.a.
Slovakia	7	8
Poland	3	59
Czech Republic	-	162
Unknown European LP commitments to European funds	5,467	-
Other Rest of the World LP commitments to European funds	3,281	n.a.
Total	71,771	71,771

Source: EVCA/Thomson Financial/PricewaterhouseCoopers

TABLE

European PE Flows with Portfolio Companies			
in € million			
Country	Investments by Country of Destination (Portfolio Company location)	Investments by Country of Management (GPs location)	Divestments at Cost by Country of Management (GPs location)
United Kingdom	11,860	23,832	16,737
France	7,654	7,294	4,253
Germany	5,540	2,695	1,863
Spain	4,299	2,662	1,491
Netherlands	3,011	2,336	1,287
Italy	2,882	2,186	906
Denmark	2,553	1,057	151
Sweden	2,434	3,001	1,373
US	1,529	n.a.	n.a.
Switzerland	897	362	265
Finland	732	230	245
Norway	577	427	362
Belgium	475	193	357
Greece	389	8	-
Portugal	266	243	177
Austria	204	143	124
Hungary	143	47	33
Ireland	127	107	23
Poland	120	154	116
Czech Republic	91	21	29
Asia	54	n.a.	n.a.
Israel	40	n.a.	n.a.
Slovakia	19	1	4
Canada	7	n.a.	n.a.
Other Europe	1,021	n.a.	n.a.
Rest of the World	76	n.a.	n.a.
Total	47,000	47,000	29,796

Source: EVCA/Thomson Financial/PricewaterhouseCoopers

Επίσης, πρέπει να αναφερθεί το γεγονός ότι για το έτος 2002 το 3,6% των ευρωπαϊκών ταμείων συντάξεων, ιδρυμάτων και κληροδοτημάτων έχει επενδυθεί σε Venture Capital, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 1,9% το 1996 και 2,5% το 1999. Το αντίστοιχο ποσοστό για τα ταμεία συντάξεων στις Η.Π.Α. είναι 7,5%, με άλλα λόγια το 46% των αμερικανικών Venture Capital προέρχεται από ασφαλιστικά ταμεία έναντι 24% στην Ευρώπη.

Στην Ελλάδα, επειδή ακριβώς τα Venture Capital δε θεωρούνται εισηγμένα αξιόγραφα, δεν επιτρέπεται από το Νόμο στα ασφαλιστικά ταμεία να τοποθετήσουν τα αποθέματά τους στη συγκεκριμένη επένδυση, γεγονός από το οποίο προκύπτουν μεγάλες απώλειες κεφαλαίων προς επένδυση, αν αναλογιστούμε ότι η κινητή περιουσία τους βάσει αποτίμησης 2002 ανήλθε στα €17,120 δις. Επίσης, μέσω πιο αποδοτικών επενδύσεων, θα μπορούσαν τα ελλείμματα των ταμείων αυτών να μειωθούν.

Ο χαρακτήρας των Venture Capital θα μπορούσε να καλύψει τις ανάγκες των ασφαλιστικών ταμείων, καθώς αποτελούν μακροχρόνια τοποθέτηση, υπάρχει μεγάλη διασπορά κινδύνου στα διαθέσιμα και οι αποδόσεις είναι αρκετά υψηλές σε σχέση με τις υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης, το οποίο είναι πολύ σημαντικό για τα ταμεία μας τα οποία παρουσιάζουν μεγάλα ελλείμματα. Αρνητικό στοιχείο είναι η έλλειψη ρευστότητας από την επένδυση αυτή. Εδώ πρέπει να αναφερθεί ότι εταιρείες που έχουν σημαντική παρουσία στην ελληνική αγορά, όπως η «Chipita», τα «Goody's», ο «Γερμανός», τα Masticha Shop ξεκίνησαν τη χρηματοδότησή τους με Ε.Κ.Υ.Κ.

Θ.2 - Το θεσμικό πλαίσιο

Το θεσμικό πλαίσιο των Venture Capital ή αλλιώς όπως ορίζονται στο νομοθετικό διάταγμα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) καθορίστηκε για πρώτη φορά με το Ν.1775/88, ακολούθησε ο Ν.2789/2000 και οι τελευταίες τροποποιήσεις έγιναν με το Ν.2992/2002 (ΦΕΚ Α'54 20-03-2002) (Παράρτημα 2, σελ.118). Σύμφωνα με το Νόμο αυτό καθορίζονται τα εξής:

- ο το Α.Κ.Ε.Σ. είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, ενσώματες ή άυλες, εταιρικά μερίδια και μετρητά. Συνιστάται για ορισμένη χρονική διάρκεια, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 15 έτη
- ο το Α.Κ.Ε.Σ. ιδρύεται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Ο θεματοφύλακας έχει την υποχρέωση να ελέγχει κατά πόσο εφαρμόζονται όσα ορίζονται στη σύμβαση και κυρίως τους όρους φύλαξης των στοιχείων του Ενεργητικού
- ο το Α.Κ.Ε.Σ. δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και οι μεριδιούχοι ευθύνονται μέχρι του ποσού που συμμετέχουν σε αυτό. Η έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. είναι υποχρεωτικά στην Ελλάδα, ως έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. θεωρείται η έδρα του θεματοφύλακα, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα
- ο το Α.Κ.Ε.Σ. επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας

- ο διαχειριστής Α.Κ.Ε.Σ. είναι ανώνυμη εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο € 100.000, καθώς και επιχείρηση που έχει λάβει την άδεια για τη διαχείριση αντίστοιχων σχημάτων παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου από τις αρμόδιες αρχές άλλου κράτους-μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου
- ο η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε ίσα μερίδια και η συμμετοχή σε αυτό αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από το διαχειριστή και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα
- ο το ελάχιστο ύψος του Ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. κατά τη σύστασή του είναι € 3.000.000 και η ελάχιστη αξία της συμμετοχής κάθε μεριδιούχου κατά τη σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη από € 150.000. Επιτρέπεται η τμηματική καταβολή του ποσού αυτού, πάντα με μετρητά και σε κάθε περίπτωση το ποσό της πρώτης καταβολής δεν μπορεί να είναι κατώτερο από € 50.000
- ο απαγορεύεται δια του τύπου και των λοιπών Μ.Μ.Ε. διαφήμιση περί δημιουργίας Α.Κ.Ε.Σ.
- ο η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. από τη διαχειρίστρια εταιρεία γίνεται κατά τους ακόλουθους κανόνες:
 - a) η αξία των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την αξία κτήσης τους
 - b) η αξία κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας
 - c) εάν δεν έχει πραγματοποιηθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης λαμβάνεται υπόψιν η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου
 - d) εάν στο χρηματιστήριο, στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες του Α.Κ.Ε.Σ. ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψιν η ενιαία τιμή

- ο οι πρόσοδοι του Α.Κ.Ε.Σ. από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο, καθώς και το προϊόν της ρευστοποίησης των επενδύσεων του μπορούν να διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους σύμφωνα με όσα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης

Θ.3 - Τ.Α.Ν.Ε.Ο.

Θ.3.1 - Σκοπός του Τ.Α.Ν.Ε.Ο.

Το Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε. (Τ.Α.Ν.Ε.Ο.) συστάθηκε με το αρ.28 του Ν. 2843/2000. Σκοπός της εταιρείας είναι η συγχρηματοδότηση σχημάτων παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων, τα οποία θα αναλαμβάνουν να επενδύουν σε καινοτόμες επιχειρηματικές δραστηριότητες που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης. Το έτος 2005 εντάχθηκε για χρηματοδότηση στο επιχειρησιακό πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» και στο Γ΄ Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης. Με τον τρόπο αυτό η Ευρωπαϊκή Ένωση συμμετέχει στη χρηματοδότηση του έργου, αυξάνεται η αποτελεσματικότητα του Ταμείου και η χώρα μας πραγματοποιεί ένα σημαντικό βήμα προς την επίτευξη των στόχων της στρατηγικής της Λισσαβώνας.

Τα επενδυτικά σχήματα στα οποία θα συμμετάσχει το Τ.Α.Ν.Ε.Ο. θα πρέπει να επενδύουν σε εταιρικά μερίδια περιορισμένης ευθύνης ή σε μετοχές ή σε μετατρέψιμες ομολογίες μικρών ή μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες κατά προτίμηση βρίσκονται στα αρχικά στάδια ανάπτυξής τους και η πραγματική και καταστατική τους έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.

Το Τ.Α.Ν.Ε.Ο. προτίθεται να αναλαμβάνει μειοψηφικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών, στις οποίες θα επενδύει και των οποίων η διαχείριση θα γίνεται από τον ιδιωτικό τομέα.

Στόχος της εταιρείας είναι η στήριξη της αγοράς κεφαλαίου, ώστε αυτή να καταστεί περισσότερο αποτελεσματική, καθώς και η ανάπτυξη και εδραίωση της επιχειρηματικής κουλτούρας στη χώρα μας. Επομένως, κύρια προϋπόθεση για τη συμμετοχή του Τ.Α.Ν.Ε.Ο. στις εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι καταρχήν η αξιοπιστία τους, καθώς και η συμβολή τους στην ανάπτυξη τομέων Νέας Οικονομίας, όπως η πληροφορική, η βιοτεχνολογία, laser, μικροηλεκτρονική, ηλεκτρονικό εμπόριο κ.α.

Το Τ.Α.Ν.Ε.Ο. έχει μέχρι στιγμής αναλώσει € 35 εκ. από τα € 150 εκ. που διαθέτει για τη δημιουργία Venture Capital. Τα € 105,45 εκ. εκ του συνόλου των κεφαλαίων του προήλθαν από ομολογιακό που εξέδωσε και στην πλειονότητά του καλύφθηκε από επενδυτές του εξωτερικού (34 ιδιώτες θεσμικοί επενδυτές, εκ των οποίων 18 Έλληνες και 16 ξένοι), ενώ η κρατική συμμετοχή ανήλθε στα € 45 εκ. περίπου.

Θ.3.2 - Επενδυτική Πολιτική του Τ.Α.Ν.Ε.Ο.

Τα επενδυτικά σχήματα στα οποία θα συμμετέχει το Τ.Α.Ν.Ε.Ο. θα πρέπει να επενδύουν σε μετοχές ή εταιρικά μερίδια ή μετατρέψιμες ομολογίες ή σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα προς απόληψη, πέραν του τόκου και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών του εκδότη ή προς λήψη οποιασδήποτε άλλης πρόσθετης παροχής εξαρτημένης από το ύψος της παραγωγής ή του εν γένει επιπέδου δραστηριότητας του εκδότη, οι οποίες εκδίδονται από μικρές ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται, κατά προτίμηση, στο στάδιο της εκκίνησης ή στο αρχικό στάδιο λειτουργίας και των οποίων η πραγματική και καταστατική έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα.

Ως μικρή επιχείρηση (κατά την έννοια του κοινοτικού ορισμού που αναφέρεται στη Σύσταση της Επιτροπής της 3^{ης} Απριλίου 1996 (96/280/ΕΚ), ΕΕ L 107 της 30/04/1996, σ.4) ορίζεται η επιχείρηση, η οποία:

- απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζόμενους
- έχει ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα € 7 εκ. ή έχει ετήσιο συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα € 5 εκ.
- πληροί το κριτήριο της ανεξαρτησίας

Ως μικρομεσαία επιχείρηση (κατά την έννοια του κοινοτικού ορισμού που αναφέρεται στη Σύσταση της Επιτροπής της 3^{ης} Απριλίου 1996 (96/280/ΕΚ), ΕΕ L 107 της 30/04/1996, σ.4) ορίζεται η επιχείρηση η οποία:

- απασχολεί λιγότερους από 250 εργαζόμενους
- έχει ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα € 40 εκ. ή έχει ετήσιο συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα € 27 εκ.
- πληροί το κριτήριο της ανεξαρτησίας

Ως ανεξάρτητες επιχειρήσεις είναι εκείνες που δεν ανήκουν, κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου, σε μία επιχείρηση ή, από κοινού, σε περισσότερες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται, κατά περίπτωση, στους ορισμούς της μικρομεσαίας ή μικρής επιχείρησης.

Τα επενδυτικά αυτά σχήματα θα πρέπει να επενδύουν κατά ανώτατο € 1 εκ. ανά εταιρεία και ανά γύρο χρηματοδότησης. Επίσης, θα πρέπει να επενδύουν κατά ανώτατο όριο € 3 εκ. συνολικά ανά εταιρεία, εφόσον πρόκειται για μικρομεσαία εταιρεία σε στάδιο μεταγενέστερο από το στάδιο της εκκίνησης ή το αρχικό στάδιο λειτουργίας σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό. Σύμφωνα με τους όρους συμμετοχής του T.A.N.E.O., η ανώτατη διάρκεια των επενδυτικών σχημάτων πρέπει να είναι 12 χρόνια και θα πρέπει να συμμετέχει στα τμήματα αυτά με ποσοστό μικρότερο του 50% του κεφαλαίου και των αντίστοιχων δικαιωμάτων ψήφου. Επίσης, θα εφαρμόζει παντού τους ίδιους όρους και θα κατατάσσεται συμμέτρως με τους λοιπούς επενδυτές. (Παράρτημα 1, σελ. 72)

Θ.4 – ΑΛΛΕΣ ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ VENTURE CAPITAL

Θ.4.1 – GLOBAL FINANCE

Η Global Finance έχει ένα σημαντικό ρόλο στην υποστήριξη διακεκριμένων επιχειρηματιών, παρέχοντας κεφάλαια σε εταιρείες με προοπτική σημαντικής ανάπτυξης. Τα κεφάλαιά της προέρχονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές και η έξοδός της από την επένδυση γίνεται περίπου 3-6 χρόνια μετά την αρχική επένδυση, ενώ ο συνήθης τρόπος ρευστοποίησής της είναι είτε μέσω Δημόσιας Εγγραφής (I.P.O.), είτε μέσω της πώλησης του μεριδίου της σε άλλη επιχείρηση του κλάδου.

Οι κλάδοι στους οποίους εκδηλώνει συνήθως ενδιαφέρον είναι ο κατασκευαστικός, τα πληροφοριακά συστήματα, τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης, οι τηλεπικοινωνίες και οι εταιρείες παροχής υπηρεσιών.

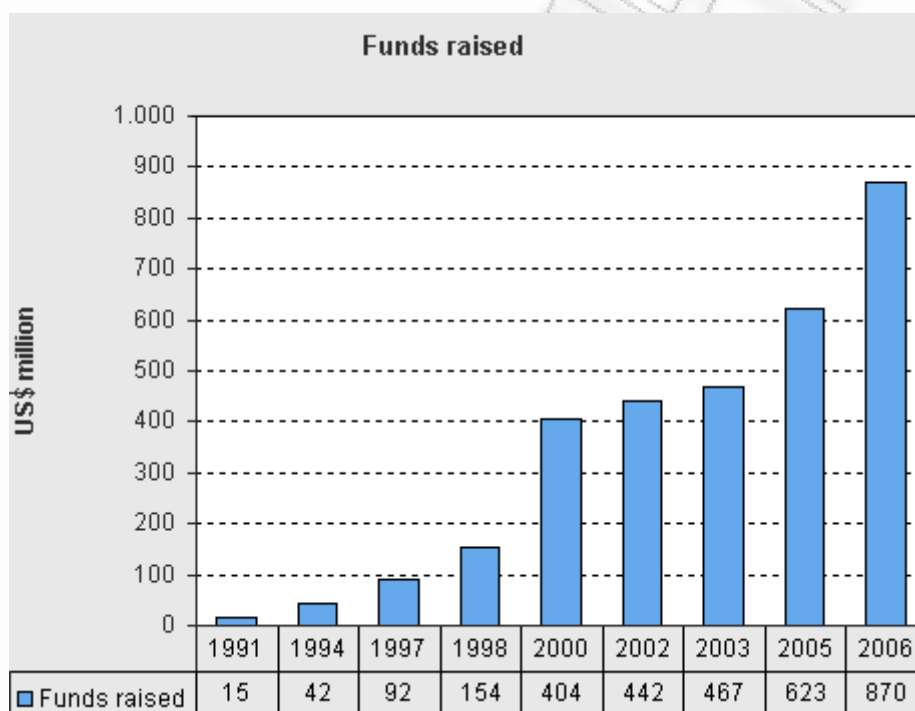
Η Global Finance είναι μία από τις μεγαλύτερες και πιο έμπειρες εταιρείες Venture Capital σε ευρωπαϊκό επίπεδο, έχοντας ολοκληρώσει επενδύσεις σε περισσότερες από 50 εταιρείες σε 10 χώρες, με μία συνολική αξία κτήσης πάνω από \$ 300 εκ. σε ποικίλα οικονομικά και πολιτικά μέρη. Η Global Finance είναι θυγατρική εταιρεία του Ομίλου EFG Eurobank και μία εξέχουσα θέση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Το κεντρικό γραφείο της εταιρείας είναι στην Αθήνα και ταυτόχρονα διατηρεί γραφεία στη Σόφια και στο Βουκουρέστι. Προσεγγίζουν κάθε πρόταση έχοντας κατά νου εάν μπορούν να δώσουν καταρχήν στον πωλητή την αξία που ζητάει, κατά δεύτερον στο management της επιχείρησης την ευκαιρία για περαιτέρω ανάπτυξη και τέλος στους μετόχους της εταιρείας την προοπτική επίτευξης υψηλών αποδόσεων. Τα είδη των κεφαλαίων που παρέχονται από τη Global Finance έχουν χωριστεί στις παρακάτω κατηγορίες:

Funds advised by Global Finance

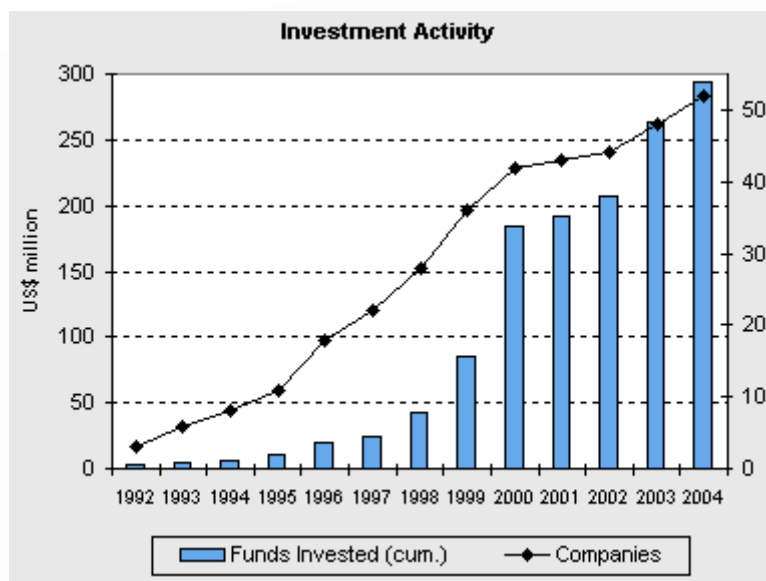
Fund	Raised in	Size	Investment profile
<u>South Eastern Europe Fund (SEEF)</u>	2006	€197m (first closing)	Investments in regional mid-market buy-outs mainly in Greece, Bulgaria and Romania
<u>Global Emerging Property Fund (GEPF)</u>	2005	€125m (first closing)	Investments in commercial real estate projects mainly in Romania, Bulgaria and Serbia
<u>Global Romania & Bulgaria Growth Fund</u>	2003	€20m	Investments in small and medium sized companies in Bulgaria and Romania
<u>Global Capital Investors (II)</u>	2000	€200m	Investments in growing companies in Greece and abroad
<u>Black Sea Fund</u>	1998	\$ 100m	Investments in companies in the Black Sea region
<u>Global Capital Investors</u>	1997	\$ 50m	Investments in fast growing companies in Greece and abroad
<u>Euromerchant Balkan Fund</u>	1994	\$ 27m	Co-investments with Greek companies expanding in Bulgaria and Romania
<u>Baring Hellenic Ventures</u>	1991	\$ 14m	Investments in fast growing companies in Greece

Αντιπροσωπευτικές εταιρείες στις οποίες η Global Finance έχει επενδύσει είναι τα Goody's, η Chipita, ο Γερμανός, η Δωδώνη, τα Jumbo, ο Νίκας, η Net Med, η United Milk Company (Bulgaria), η Sicomed (Romania), η Temenos (Switzerland), η Corporation Dermoaesthetica (Spain), η Mobiltel (Bulgaria) και η Orange (Romania).

Η διαχρονική πορεία της ανεύρεσης κεφαλαίων και της σημαντικής ανόδου τους από το έτος 1991 ως το 2006 αντικατοπτρίζεται από τον παρακάτω πίνακα:



Η Global Finance κατάφερε να αυξήσει το επίπεδο της επενδυτικής δραστηριότητας και κατά τη διάρκεια των ετών 2003 και 2004 επένδυσε πάνω από \$ 80 εκ. σε 9 εταιρείες. Το όνομα της Global Finance έχει συνδεθεί με πολλές επιτυχημένες εταιρείες, τόσο από άποψη χρηματοοικονομικής όσο και από εμπορικής επιτυχίας και αναγνώρισης. Ο παρακάτω πίνακας μας συνδέει την πορεία της Global Finance με την πορεία των επιχειρήσεων όπου έχει επενδύσει.



Θ.4.2 – ALPHA VENTURES

Από το 2001 έχει αναλάβει τη διαχείριση των επενδύσεων της Alpha A.E. Equity Fund, μέσω της οποίας διενεργούνται οι νέες επενδύσεις Venture Capital στον όμιλο. Η οικονομική απόδοση της Alpha Ventures το 2004 ανήλθαν σε € 13 χιλιάδες και προέρχονται κυρίως από τη ρευστοποίηση επενδύσεων του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου.

Θ.4.3 – ATTICA VENTURES



Η Attica Ventures είναι θυγατρική εταιρεία της Τράπεζας Αττικής και έχει σαν αντικείμενο τη διαχείριση Α.Κ.Ε.Σ. (Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών). Η Attica Ventures διαχειρίζεται σήμερα το Zaitech Fund, ένα Α.Κ.Ε.Σ. με κεφάλαιο € 30 εκ. και μεριδιούχους την Τράπεζα Αττικής και Τ.Α.Ν.Ε.Ο.

Το Zaitech Fund επενδύει κατά ανώτατο ποσό ένα εκατομμύριο € ανά εταιρεία ανά γύρο χρηματοδότησης. Κάθε γύρος χρηματοδότησης διαρκεί όχι λιγότερο από 6 μήνες. Επίσης, επενδύει κατά ανώτατο όριο € 3.000.000 συνολικά ανά εταιρεία, εφόσον πρόκειται για μικρομεσαία εταιρεία σε στάδιο μεταγενέστερο από το στάδιο εκκίνησης ή το αρχικό στάδιο λειτουργίας. Δεν επιτρέπεται η επένδυση στην ίδια την επιχείρηση ποσού μεγαλύτερου από το 15% του ύψους του κεφαλαίου του Zaitech Fund. Η συμμετοχή του Zaitech Fund στο μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας διαρκεί από 3 ως 5 χρόνια.

Θ.4.4 – VECTIS CAPITAL

Η Vectis Capital είναι εταιρεία διαχείρισης Επιχειρηματικών Κεφαλαίων και παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, μέλος του Ομίλου Λεβέντη. Διαχειρίζεται συνολικά € 26,5 εκ. και στους επενδυτές των κεφαλαίων αυτών περιλαμβάνονται, εκτός του Ομίλου Λεβέντη, η Alpha Τράπεζα και ο Όμιλος Μαρτίνου. Τα ποσά επένδυσης κυμαίνονται από από € 1 εκ. ως € 2,5 εκ. Εταιρείες στις οποίες έχει επενδύσει η Vectis Capital είναι οι εξής:

Εταιρία	Κλάδος / Δραστηριότητα
A. ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΕΣ	
	ΚΟΥ-ΚΟΥ Α.Ε. Αλυσίδα καταστημάτων λιανικής πώλησης παιχνιδιών και ειδών βρεφανάπτυξης
	DD-Synergy Α.Ε. Σύμβουλοι εγκατάστασης συστημάτων ERP της SAP
	IDEAL SYSTEMS Α.Ε. Παροχή ολοκληρωμένων τεχνολογικών λύσεων
	Ελληνικός Γύρος Α.Ε. Πρότυπη μονάδα παραγωγής κρεατοσκευασμάτων και γύρων
	Αίολος Logistics Services Α.Ε. Διανομή και εμπορία Α ύλων και τροφίμων σε εταιρίες μαζικής εστίασης
	Pizza Fan Α.Ε. Καταστήματα παρασκευής και διάθεσης έτοιμου φαγητού.
	Mantis Πληροφορική Α.Ε. Α.Ε. Λύσεις Warehouse Management Software, Front Line Solutions και Customer Interaction Solutions.
	SafeDoc Α.Ε. Εταιρία που παρέχει επαγγελματική διαχείριση αρχείων εταιριών.
	Kiosky's Α.Ε. Αλυσίδα καταστημάτων ψιλικών και περιπτέρων.

	<p>INTERSTAR CHIM SA A.E. Βιομηχανία καθαριστικών με παραγωγή στην Ρουμανία και Ουκρανία.</p>
<p>Β. ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ</p>	
	<p>Iven A.E. Θερμοκοιτίδα επιχειρήσεων και επιχειρηματικών ιδεών</p>

Θ.4.5 – NBG VENTURE CAPITAL

Το NBG V.C. επενδύει κατά κύριο λόγο στην Ελλάδα, αλλά και στην Νοτιοανατολική Ευρώπη. Διαχειρίζεται συνολικά τρία Αμοιβαία Κεφάλαια με συνολικές δεσμεύσεις κεφαλαίων € 135 εκ.:

- το € 45 εκ. NBG Greek Fund Limited, για επενδύσεις στην Ελλάδα και κατ' εξαίρεση στη Δυτική Ευρώπη
- το € 30 εκ. NBG Emerging Europe Fund L.P., για επενδύσεις κυρίως στις αναδυόμενες οικονομίες της Ευρώπης και στα Βαλκάνια, αλλά και σε χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου
- το € 60 εκ. NBG Technology L.P. για επενδύσεις σε υψηλής τεχνολογίας προϊόντα στην Ελλάδα, αλλά και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

I. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Είδαμε ότι τις τελευταίες δεκαετίες στο επιχειρηματικό περιβάλλον επικρατεί το πρότυπο των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ), με συγκεκριμένο αριθμό απασχολούμενων ατόμων, περιορισμένο κύκλο εργασιών σε σχέση με μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες και μία τάση να χρησιμοποιούν όσο το δυνατόν πιο προηγμένη τεχνολογία, έτσι ώστε να συμβαδίσουν με τις εξελίξεις στην αγορά. Πράγματι, είναι γεγονός ότι οι επιτυχημένες ΜΜΕ έχουν το χαρακτηριστικό ότι προσπαθούν να προωθήσουν στην αγορά νέα προϊόντα, προτού τα προηγούμενα περάσουν σε φάση ωριμότητας, έτσι ώστε να μην επηρεαστεί η παραγωγική τους δραστηριότητα.

Τα νέα αυτά προϊόντα για να ανταγωνιστούν τα υπόλοιπα πρέπει να έχουν κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα και για να γίνει αυτό θα πρέπει να διακρίνονται για την υψηλή εξειδίκευσή τους σε τεχνολογία αιχμής. Αυτό συνεπάγεται τις υψηλές αμοιβές μεγάλων στελεχών, την ανάπτυξη τμήματος έρευνας και ανάπτυξης και γενικότερα την εφαρμογή ενός διαφορετικού μοντέλου διοίκησης, που θα μπορέσει να προβάλει τη μοναδικότητα της συγκεκριμένης επιχείρησης και την αποκλειστικότητα του προϊόντος ή υπηρεσίας που παρέχει. Για να επιτευχθούν όμως όλα αυτά, θα πρέπει να υπάρχει επάρκεια κεφαλαίων έτσι ώστε να μπορεί η επιχείρηση να καλύπτει τις ανάγκες της, αλλά ιδιαίτερα να ξεφεύγει από οριακές καταστάσεις.

Σε αυτό το σημείο έγκειται και η σημασία των Venture Capital, ως μία νέα, πρωτοπόρα χρηματοδοτική μέθοδος, με όλα τα πλεονεκτήματα που προαναφέραμε σε σχέση με τους παραδοσιακούς τρόπους δανεισμού. Χρησιμοποιούνται, κατά κόρον, στις Η.Π.Α. αλλά και σε μεγάλες ευρωπαϊκές χώρες και τρανό παράδειγμα επιτυχίας τους αποτελούν οι περιπτώσεις εταιρειών που ξεκίνησαν την πορεία τους με τη βοήθεια των Venture Capital ή τα χρησιμοποίησαν σε κάποιο στάδιο ανάπτυξής τους και τώρα κατέχουν ηγετικές θέσεις στον κλάδο τους, όπως η Microsoft, η Google, η Silicon Valley κ.α.

Στην Ελλάδα, ο συγκεκριμένος θεσμός βρίσκεται ακόμη στα σπάργανα και η σειρά κατάταξης που έχουμε σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι πολύ πιο πίσω από το μέσο όρο. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι γίνονται σημαντικές προσπάθειες από την Πολιτεία για την προώθηση και προβολή του θεσμού αυτού, σε συγχρηματοδότηση με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Ένα σημαντικό κομμάτι στο οποίο υστερούμε, είναι ότι η νομοθεσία μας δεν επιτρέπει την τοποθέτηση των αποθεμάτων των ασφαλιστικών ταμείων σε τέτοιου είδους μορφές επένδυσης, ενώ σε ξένες χώρες δεν υπάρχει κάποιος περιορισμός. Με αυτό τον τρόπο, χάνεται η ευκαιρία εκμετάλλευσης ενός αξιοσημείωτου όγκου κεφαλαίων, τα οποία προς το παρόν μένουν ανεκμετάλλευτα.

Θα πρέπει λοιπόν να γίνει κάποιο χρονοδιάγραμμα προώθησης του θεσμού των Venture Capital, έτσι ώστε να καταλάβουμε τη σημαντικότητά τους και να τα ενσωματώσουμε στην επενδυτική μας φιλοσοφία και κουλτούρα και κατά συνέπεια στην καθημερινή μας πρακτική.

Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε. (ΤΑΝΕΟ)

*Οικονομικές καταστάσεις για τη χρήση
που έληξε 31/12/2005*



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
ΕΤΗΣΙΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΛΗΞΑΝ ΤΗΝ 31 ^η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005 & 2004	1
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΤΗΣ 31 ^{ης} ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005 & 2004	2
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ 1 ^η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ – 31 ^η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005 & 2004	3
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 1 ^η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ – 31 ^η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005 & 2004	4
ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	5
ΕΚΘΕΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ	42

Οι παρούσες Οικονομικές Καταστάσεις της Εταιρίας, σελ. 1 έως και 41 εγκρίθηκαν κατά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρίας την 24^η Ιουλίου 2006 και τελούν υπό την έγκριση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων. Υπογράφηκαν κατ' εντολή του Διοικητικού Συμβουλίου από τους κάτωθι:

Αθήνα, 24 Ιουλίου 2006

Ο Πρόεδρος του Δ.Σ.

Ο Γενικός Διευθυντής -
Οικονομικός Διευθυντής -
Μέλος Δ.Σ.

Ο επί του Λογιστηρίου

Ιωάννης Ροντήρης
Α.Δ.Τ.
Π 641390

Χαράλαμπος Παππάς
Α.Δ.Τ.
Σ 172266

Άμεσες Υπηρεσίες Συμβούλων
Συναλλαγών Ανώνυμη Εταιρία
ΑΦΜ: 999215515
Αριθμός Αδείας: 436

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005

	Σημειώσεις	31.12.05	31.12.04
		Ευρώ 000	
Παροχές στο προσωπικό		(311)	(286)
Αποσβέσεις		(36)	(58)
Μείωση εύλογης αξίας επενδύσεων καταταχθεισών στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		(833)	(1.322)
Άλλα λειτουργικά έξοδα		<u>(744)</u>	<u>(673)</u>
Λειτουργικά αποτελέσματα		(1.924)	(2.339)
Έσοδα από επενδύσεις	4	2.388	2.264
Άλλα κέρδη και ζημίες		1	(3)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	5	<u>(2.859)</u>	<u>(2.865)</u>
Ζημίες προ φόρων		(2.394)	(2.943)
Φόρος εισοδήματος	6	<u>(133)</u>	<u>(51)</u>
Ζημίες χρήσεως		<u>(2.527)</u>	<u>(2.994)</u>

Σημείωση : Οι σημειώσεις που αναφέρονται στις σελίδες 5 - 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005

	Σημειώσεις	31.12.05	31.12.04
		Ευρώ 000	
Περιουσιακά στοιχεία			
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	7	28	52
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	8	1	4
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	9	116.993	121.050
Επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	10	6.232	4.365
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		<u>14</u>	<u>16</u>
		123.268	125.487
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Λοιπές απαιτήσεις	11	288	295
Ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα	12	<u>16.468</u>	<u>996</u>
		16.756	1.291
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων		<u>140.024</u>	<u>126.778</u>
Καθαρή θέση			
Κεφάλαιο και Συσσωρευμένες ζημιές			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.000	1000
Συσσωρευμένες ζημιές	14	<u>(7.875)</u>	<u>(5.348)</u>
Σύνολο καθαρής θέσης		<u>(6.875)</u>	<u>(4.348)</u>
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προνομιούχες μετοχές	15	45.000	30.000
Ομολογιακό δάνειο	16	100.997	100.463
Υποχρεώσεις για παροχές στο προσωπικό λόγω αποχώρησης	23	1	1
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	472	338
Προβλέψεις	19	<u>9</u>	<u>5</u>
		146.479	130.807
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες και άλλες υποχρεώσεις	18	<u>420</u>	<u>319</u>
		420	319
Σύνολο υποχρεώσεων		<u>146.899</u>	<u>131.126</u>
Σύνολο καθαρής θέσης και υποχρεώσεων		<u>140.024</u>	<u>126.778</u>

Σημείωση : Οι σημειώσεις που αναφέρονται στις σελίδες 5 - 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ
ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

2004	Μετοχικό κεφάλαιο	Αποτελέσματα (κέρδη/ ζημιές) εις νέον Ευρώ 000	Σύνολο ιδίων κεφαλαίων
Υπόλοιπο την 31 ^η Δεκεμβρίου 2003	1.000	(2.354)	(1.354)
Καθαρά αποτελέσματα	-	<u>(2.994)</u>	<u>(2.994)</u>
Υπόλοιπο την 31 ^η Δεκεμβρίου 2004	<u>1.000</u>	<u>(5.348)</u>	<u>(4.348)</u>
2005			
Υπόλοιπο την 31 ^η Δεκεμβρίου 2004	1.000	(5.348)	(4.348)
Καθαρά αποτελέσματα	-	<u>(2.527)</u>	<u>(2.527)</u>
Υπόλοιπο την 31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>1.000</u>	<u>(7.875)</u>	<u>(6.875)</u>

Σημείωση : Οι σημειώσεις που αναφέρονται στις σελίδες 5 - 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ ΤΗΝ
31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Λειτουργικές δραστηριότητες		
Ζημίες χρήσεως	(2.527)	(2.994)
Προσαρμογές:		
Έσοδα από επενδύσεις	(2.388)	(2.264)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	2.859	2.865
Απόσβεση ενσώματων ακινητοποιήσεων	33	51
Απόσβεση άλλων άυλων περιουσιακών στοιχείων	3	7
Αύξηση/(Μείωση) εύλογης αξίας επενδύσεων καταταχθεισών στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	833	1.322
Αύξηση/(Μείωση) προβλέψεων	<u>5</u>	<u>4</u>
Λειτουργικές ταμιακές ροές από τις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης	(1.182)	(1.009)
Μείωση/(Αύξηση) απαιτήσεων	6	(11)
Αύξηση υποχρεώσεων	<u>214</u>	<u>36</u>
Εισροές διαθεσίμων από λειτουργικές δραστηριότητες προ φόρου εισοδήματος και τόκων	(962)	(984)
Τόκοι πληρωθέντες	<u>(2.305)</u>	<u>(2.335)</u>
Καθαρές ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	<u>(3.267)</u>	<u>(3.319)</u>
Επενδυτικές δραστηριότητες		
Τόκοι εισπραχθέντες	2.391	2.388
Προϊόν από πώληση επενδύσεων διαθέσιμων προς πώληση	4.057	-
Αγορά επενδύσεων διαθέσιμων προς πώληση	-	(21.105)
Αγορά επενδύσεων καταταχθεισών στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	(2.700)	(3.529)
Αγορές ακινήτων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	<u>(9)</u>	<u>(5)</u>
Καθαρές ταμιακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	<u>3.739</u>	<u>(22.251)</u>
Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες		
Εισπράξεις από έκδοση προνομιούχων μετοχών	15.000	8.000
Καθαρές ταμιακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες	15.000	8.000
Καθαρή αύξηση/(μείωση) σε ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα	15.472	(17.570)
Ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα στην αρχή της χρήσεως	<u>996</u>	<u>18.566</u>
Ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα στο τέλος της χρήσεως		
Τραπεζικοί λογαριασμοί και ταμείο	<u>16.468</u>	<u>996</u>

Σημείωση : Οι σημειώσεις που αναφέρονται στις σελίδες 5 - 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

1. Γενικές πληροφορίες

Σύσταση και Επωνυμία

Η Εταιρία συστάθηκε την 18^η Μαΐου 2001 με την επωνυμία 'Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας Α.Ε.' και διακριτικό τίτλο 'TANEO Α.Ε.'. Για τις συναλλαγές της με το εξωτερικό χρησιμοποιείται η επωνυμία σε πιστή μετάφραση σε ξένη γλώσσα ή με λατινικά στοιχεία.

Έδρα

Έδρα της Εταιρίας ορίστηκε ο Δήμος Αθηναίων.

Σκοπός

Από το καταστατικό της Εταιρίας προβλέπεται ότι:

Σκοπός της Εταιρίας είναι η μειοψηφική συμμετοχή σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.), εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ) και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (στο εξής: «επενδυτικά σχήματα») που θα ιδρυθούν ειδικά για το σκοπό αυτό και θα διέπονται από τη νομοθεσία κράτους – μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα εν λόγω επενδυτικά σχήματα θα πρέπει να είναι αντικείμενο διαχείρισης φορέων του ιδιωτικού τομέα με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια και να επενδύουν αποκλειστικά σε καινοτόμες μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα.

Οι ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις της συμμετοχής αυτής, καθώς και κάθε άλλο στοιχείο που είναι απαραίτητο για την εφαρμογή της παρούσας διάταξης ορίζονται με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.

Επίσης, η διαχείριση επιχειρήσεων και κεφαλαίων προορισμένων για συμμετοχή σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (Α.Κ.Ε.Σ.) του άρθρου 7 του Ν. 2992/2002 (ΦΕΚ. 54/Α'), εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ) του άρθρου 5 του Ν. 2367/1995 (ΦΕΚ/261 Α') και αντίστοιχα σχήματα παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου που θα διέπονται από τη νομοθεσία αλλοδαπού κράτους και θα επενδύουν στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, η διαχείριση επενδυτικών σχημάτων, και η παροχή συμβουλών για τη διαχείριση τους.

Η Εταιρία μπορεί να αναπτύσσει οποιαδήποτε δραστηριότητα σχετική με τους ανωτέρω σκοπούς και με την εν γένει προαγωγή του θεσμού των επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ελλάδα και την αλλοδαπή, περιλαμβανομένης της διοργάνωσης εκδηλώσεων κάθε μορφής. Η Εταιρία μπορεί να ιδρύει και γενικά να συμμετέχει σε νομικά πρόσωπα που έχουν παρεμφερείς σκοπούς.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

1. Γενικές πληροφορίες - Συνέχεια

Σκοπός - Συνέχεια

Για την εκπλήρωση των σκοπών της η Εταιρία μπορεί να επιχορηγείται από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων.

Μεταβολή του σκοπού της Εταιρίας επιτρέπεται μόνο με διάταξη νόμου.

Διάρκεια

Η διάρκεια της Εταιρίας ορίζεται πενήντα (50) έτη και αρχίζει από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών από την αρμόδια Αρχή και λήγει την αντίστοιχη ημερομηνία του έτους 2051. Η διάρκεια μπορεί να συντημηθεί ή παραταθεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων και τροποποίηση του καταστατικού.

Μετοχικό κεφάλαιο

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας σύμφωνα με το καταστατικό της ανέρχεται σε σαράντα έξι εκατομμύρια (46.000.000) Ευρώ διαιρούμενο σε εννιακόσιες είκοσι χιλιάδες (920.000) ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας (50) Ευρώ εκάστη, από τις οποίες είκοσι χιλιάδες (20.000) μετοχές είναι κοινές με δικαίωμα ψήφου και εννιακόσιες χιλιάδες (900.000) μετοχές είναι προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου. Τα προνόμια των προνομιούχων μετοχών καθώς και η λογιστική αντιμετώπιση αυτών παρέχονται στη σημείωση υπ' αριθμό 15.

2Α. Υιοθέτηση νέων και αναθεωρημένων Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

Στην τρέχουσα χρήση, η Εταιρία υιοθέτησε όλα τα νέα και αναθεωρημένα Πρότυπα και τις Διερμηνείες οι οποίες εκδόθηκαν από το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) και από την Επιτροπή Διερμηνειών των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (IFRIC) του Συμβουλίου Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) τα οποία είναι σχετικά με τις δραστηριότητές της και ισχύουν για λογιστικές περιόδους οι οποίες αρχίζουν την 1^η Ιανουαρίου 2005.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

2B. Νέα πρότυπα, διερμηνείες και τροποποίηση υφισταμένων προτύπων

Έχει γίνει έκδοση νέων ΔΠΧΠ, τροποποιήσεων και διερμηνειών, τα οποία είναι υποχρεωτικά για λογιστικές χρήσεις που αρχίζουν την 1^η Ιανουαρίου 2006 ή μεταγενέστερα και παρατίθενται παρακάτω:

- ΔΛΠ 19 (τροποποίηση) Παροχές Προσωπικού (ισχύει από 1.1.2006)
- ΔΛΠ 39 (τροποποίηση) Λογιστική Αντιστάθμισης Ταμειακών Ροών για προβλεπόμενες ενδοομιλικές συναλλαγές (ισχύει από 1.1.2006)
- ΔΛΠ 39 (τροποποίηση) Επιλογή Εύλογης Αξίας (ισχύει από 1.1.2006)
- ΔΛΠ 39 και ΔΠΧΠ 4 (τροποποίηση) Συμβόλαια Χρηματοοικονομικής Εγγύησης (ισχύει από 1.1.2006)
- ΔΠΧΠ 1 (τροποποίηση) Πρώτη Εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης και ΔΠΧΠ 6, Έρευνα και Αξιολόγηση Ορυκτών Πόρων (ισχύουν από 1.1.2006)
- ΔΠΧΠ 7 Χρηματοοικονομικά μέσα: Γνωστοποιήσεις και συμπληρωματική προσαρμογή στο ΔΛΠ 1, Παρουσίαση των Οικονομικών Καταστάσεων, Γνωστοποιήσεις Κεφαλαίου (ισχύει από 1.1.2007)
- Διερμηνεία 4, Προσδιορισμός επιχειρηματικών συμφωνιών που περιλαμβάνουν χρηματοδοτική μίσθωση (ισχύει από 1.1.2006)
- Διερμηνεία 5, Δικαιώματα σε Συμμετοχές σε Ταμεία Θέσης Εκτός Λειτουργίας Αποκατάστασης και Περιβαλλοντικής Αποκατάστασης (ισχύει από 1.1.2006)

Η εκτίμηση της Διοίκησης της Εταιρίας σχετικά με την επίδραση από την εφαρμογή αυτών των νέων προτύπων και διερμηνειών είναι ότι δεν θα έχουν σημαντική επίδραση στις οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας είτε διότι δεν είναι σχετικά με τη λειτουργία της Εταιρίας είτε διότι αφορούν μόνο επιπλέον παροχή πληροφόρησης.

2Γ. Τα ποσά που αναγράφονται στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων αναφέρονται σε χιλιάδες Ευρώ εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης «Δ.Π.Χ.Π.» (International Financial Reporting Standards).

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν καταρτιστεί σύμφωνα με την αρχή του ιστορικού κόστους, με εξαίρεση την αναπροσαρμογή των επενδύσεων καταταχθεισών στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων και των επενδύσεων διαθέσιμων προς πώληση. Οι βασικές λογιστικές πολιτικές που ακολουθήθηκαν είναι οι παρακάτω:

Αναγνώριση εσόδων

Τα έσοδα επιμετρούνται στην εύλογη αξία του τιμήματος που εισπράχθηκε ή θα εισπραχθεί και αντιπροσωπεύουν ποσά εισπρακτέα για πωληθέντα αγαθά και παρασχεθείσες υπηρεσίες κατά την κανονική ροή της λειτουργίας της Εταιρίας, καθαρά από εκπτώσεις και φόρους που σχετίζονται με τις πωλήσεις.

Οι πωλήσεις των αγαθών αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα όταν τα αγαθά έχουν παραδοθεί και ο τίτλος ιδιοκτησίας τους έχει μεταβιβαστεί.

Τα έσοδα από τόκους καταχωρούνται βάσει μιας χρονικής αναλογίας σε σχέση με το ανεξόφλητο κεφάλαιο και το κατάλληλο πραγματικό επιτόκιο το οποίο είναι το επιτόκιο που ακριβώς προεξοφλεί τις εκτιμώμενες μελλοντικές ταμιακές εισπράξεις οι οποίες αναμένεται να εισρεύσουν καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου ώστε να εξισώνονται με την καθαρή λογιστική αξία του περιουσιακού στοιχείου.

Τα έσοδα από μερίσματα αναγνωρίζονται όταν τα δικαιώματα των μετόχων έχουν οριστικοποιηθεί.

Μισθώσεις

Οι μισθώσεις ταξινομούνται ως χρηματοδοτικές μισθώσεις όταν σύμφωνα με τους όρους της μίσθωσης μεταφέρονται ουσιαστικά όλοι οι κίνδυνοι και τα οφέλη της ιδιοκτησίας του μισθίου στον μισθωτή. Όλες οι υπόλοιπες μισθώσεις ταξινομούνται ως λειτουργικές μισθώσεις.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Η Εταιρία ως μισθωτής

Τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται στα πλαίσια χρηματοδοτικής μίσθωσης αναγνωρίζονται ως περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας στην εύλογη αξία τους κατά την έναρξη της μίσθωσης ή, αν είναι μικρότερη, στην παρούσα αξία των ελάχιστων καταβολών μισθωμάτων. Η αντίστοιχη υποχρέωση προς τον εκμισθωτή συμπεριλαμβάνεται στον Ισολογισμό ως υποχρέωση από χρηματοδοτική μίσθωση.

Οι πληρωμές μισθωμάτων διαχωρίζονται σε κόστος χρηματοδότησης και στη μείωση της υποχρέωσης της μίσθωσης έτσι ώστε να επιτευχθεί μια σταθερή επιβάρυνση από τόκους στο εναπομένον υπόλοιπο της υποχρέωσης. Το κόστος χρηματοδότησης επιβαρύνει τα αποτελέσματα.

Τα πληρωτέα μισθώματα σε περίπτωση λειτουργικής μίσθωσης επιβαρύνουν τα αποτελέσματα με βάση τη σταθερή μέθοδο κατά τη διάρκεια της σχετικής μίσθωσης. Τα οφέλη που έχουν ληφθεί ή θα ληφθούν ως κίνητρο για να συναφθεί μια λειτουργική μίσθωση επίσης κατανέμονται με τη σταθερή μέθοδο κατά τη διάρκεια της σχετικής μίσθωσης.

Κόστος Δανεισμού

Το κόστος δανεισμού επιβαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσης μέσα στην οποία πραγματοποιείται.

Κόστος παροχών αποχώρησης προς το προσωπικό

Οι εισφορές σε προγράμματα αποχώρησης καθορισμένων **εισφορών**, εξοδοποιούνται όταν καθίστανται καταβλητέες. Οι εισφορές σε κρατικά προγράμματα ή οργανισμούς συνταξιοδότησης αντιμετωπίζονται όπως οι εισφορές σε προγράμματα καθορισμένων εισφορών, όταν οι υποχρεώσεις της Εταιρίας προς τους οργανισμούς αυτούς είναι ισοδύναμες με αυτές που προκύπτουν από τα προγράμματα καθορισμένων εισφορών λόγω αποχώρησης.

Η υποχρέωση για καθορισμένες **παροχές**, που αναγνωρίζεται στον Ισολογισμό, αντιπροσωπεύει την παρούσα αξία της υποχρέωσης καθορισμένων παροχών.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Φορολογία

Το έξοδο του φόρου αντιπροσωπεύει το άθροισμα του τρέχοντος πληρωτέου φόρου και του αναβαλλόμενου φόρου.

Ο τρέχων καταβλητέος φόρος βασίζεται στο φορολογητέο κέρδος της χρήσης. Το φορολογητέο κέρδος διαφέρει από το κέρδος που εμφανίζεται στα αποτελέσματα διότι το φορολογητέο κέρδος δεν συμπεριλαμβάνει έσοδα ή έξοδα που φορολογούνται ή εκπίπτονται, σε άλλες χρήσεις και επιπλέον δεν συμπεριλαμβάνει κονδύλια τα οποία ουδέποτε φορολογούνται ή εκπίπτονται. Η υποχρέωση της Εταιρίας για τον τρέχοντα φόρο υπολογίζεται σύμφωνα με τους ισχύοντες φορολογικούς συντελεστές ή αυτούς που ουσιαστικά έχουν θεσπιστεί κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού.

Αναβαλλόμενος φόρος αναγνωρίζεται σε διαφορές μεταξύ της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων στις οικονομικές καταστάσεις και των αντίστοιχων φορολογικών τους βάσεων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών και λογιστικοποιείται με τη χρήση της μεθόδου της υποχρέωσης στον Ισολογισμό. Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις γενικά αναγνωρίζονται για όλες τις φορολογικές προσωρινές διαφορές και αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις αναγνωρίζονται στην έκταση που είναι πιθανό ότι φορολογητέα κέρδη θα είναι διαθέσιμα έναντι των οποίων θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν εκπεστέες προσωρινές διαφορές. Τέτοιες απαιτήσεις και υποχρεώσεις δεν αναγνωρίζονται αν οι προσωρινές διαφορές προκύπτουν από υπεραξία ή από την αρχική αναγνώριση (εκτός από μία συνένωση επιχειρήσεων) περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, από συναλλαγές που δεν επηρεάζουν ούτε τα φορολογητέα ούτε τα λογιστικά κέρδη.

Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις αναγνωρίζονται για όλες τις φορολογικές προσωρινές διαφορές που προκύπτουν από επενδύσεις σε θυγατρικές, συγγενείς, και συμμετοχές σε κοινοπραξίες με εξαίρεση τις περιπτώσεις όπου η Εταιρία μπορεί να ελέγξει την αναστροφή των προσωρινών διαφορών και είναι πιθανό ότι οι διαφορές αυτές δεν θα αναστραφούν στο ορατό μέλλον.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Φορολογία - Συνέχεια

Η λογιστική αξία της αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης εξετάζεται σε κάθε ημερομηνία Ισολογισμού και μειώνεται στην έκταση που δεν είναι πλέον πιθανό ότι επαρκή φορολογητέα κέρδη θα είναι διαθέσιμα έτσι ώστε να επιτρέψουν την ανάκτηση αυτού του περιουσιακού στοιχείου εξ' ολοκλήρου ή εν μέρει.

Η αναβαλλόμενη φορολογία υπολογίζεται σύμφωνα με τους φορολογικούς συντελεστές που αναμένεται να βρίσκονται σε ισχύ την περίοδο που θα ρευστοποιηθεί το περιουσιακό στοιχείο ή θα διακανονιστεί η υποχρέωση. Η αναβαλλόμενη φορολογία επιβαρύνει ή επωφελεί τα αποτελέσματα της χρήσης, με εξαίρεση τις περιπτώσεις εκείνες που αφορούν κονδύλια που επιβαρύνουν ή επωφελούν απευθείας την καθαρή θέση, περίπτωση κατά την οποία οι αναβαλλόμενοι φόροι επίσης καταχωρούνται στην καθαρή θέση.

Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις συμψηφίζονται όταν υπάρχει ένα νομικά εκτελεστό δικαίωμα να συμψηφισθούν τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις με τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις και όταν αυτές σχετίζονται με φόρους εισοδήματος επιβαλλόμενους από την ίδια φορολογική αρχή και επί πλέον η Εταιρία προτίθεται να διακανονίσει το καθαρό ποσό που προκύπτει από τις τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις της.

Ενσώματες ακινητοποιήσεις

Οι κτιριακές εγκαταστάσεις σε ακίνητα τρίτων που κατέχονται με σκοπό τη χρήση τους στην παροχή υπηρεσιών ή για διοικητικούς σκοπούς, παρουσιάζονται στον Ισολογισμό στο κόστος τους μειωμένες κατά το ποσό των συσσωρευμένων αποσβέσεων και με κάθε αναγνωρισθείσα ζημία απομείωσης.

Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός εμφανίζονται στο κόστος μειωμένα κατά το ποσό των συσσωρευμένων αποσβέσεων και τις οποιεσδήποτε συσσωρευμένες ζημίες απομείωσης.

Η απόσβεση των προαναφερόμενων περιουσιακών στοιχείων επιβαρύνει τα αποτελέσματα ώστε να μειώνει το κόστος των περιουσιακών στοιχείων, κατά την διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής τους, χρησιμοποιώντας την σταθερή μέθοδο.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Ενσώματες ακινητοποιήσεις - Συνέχεια

Τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται με χρηματοδοτικές μισθώσεις αποσβένονται με βάση την εκτιμώμενη ωφέλιμη ζωή τους στην ίδια βάση όπως και τα περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας, ή με βάση τη διάρκεια της σχετικής μίσθωσης εάν είναι συντομότερη.

Το κέρδος ή η ζημιά που προκύπτει από την πώληση ή την απόσυρση ενσώματων ακινητοποιήσεων καθορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των εσόδων από την πώληση και της αναπόσβεστης αξίας του περιουσιακού στοιχείου και αναγνωρίζεται στα αποτελέσματα.

Άυλα περιουσιακά στοιχεία

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία εμφανίζονται στο κόστος μειωμένα κατά το ποσό των συσσωρευμένων αποσβέσεων και τις οποιεσδήποτε συσσωρευμένες ζημίες απομείωσης.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Απομείωση αξίας ενσώματων και άυλων περιουσιακών στοιχείων

Σε κάθε ημερομηνία Ισολογισμού, η Εταιρία εξετάζει τη λογιστική αξία των ενσώματων και άυλων περιουσιακών στοιχείων για να προσδιορίσει αν υπάρχει ένδειξη ότι αυτά τα περιουσιακά στοιχεία έχουν υποστεί ζημία απομείωσης. Αν υπάρχει οποιαδήποτε τέτοια ένδειξη, το ανακτήσιμο ποσό του περιουσιακού στοιχείου εκτιμάται για να καθορισθεί ο βαθμός της ζημιάς απομείωσης (αν υπάρχει). Όταν δεν είναι δυνατό να εκτιμηθεί η ανακτήσιμη αξία ενός επί μέρους περιουσιακού στοιχείου, η Εταιρία εκτιμά την ανακτήσιμη αξία της μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών στην οποία ανήκει το περιουσιακό στοιχείο.

Το ανακτήσιμο ποσό είναι το μεγαλύτερο μεταξύ της εύλογης αξίας μειωμένης κατά τα έξοδα πώλησης και της αξίας χρήσης του. Για τον υπολογισμό της αξίας χρήσης (του περιουσιακού στοιχείου), οι εκτιμώμενες μελλοντικές ταμιακές ροές προεξοφλούνται στην παρούσα αξία τους, χρησιμοποιώντας ένα προ-φόρου προεξοφλητικό επιτόκιο που αντανακλά τις παρούσες εκτιμήσεις της αγοράς της διαχρονικής αξίας του χρήματος και τους κινδύνους που σχετίζονται με το περιουσιακό στοιχείο.

Αν το ανακτήσιμο ποσό ενός περιουσιακού στοιχείου (ή μιας μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών) εκτιμάται ότι είναι μικρότερο από τη λογιστική αξία του, η λογιστική αξία του περιουσιακού στοιχείου (μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών) μειώνεται μέχρι το ανακτήσιμο ποσό αυτού. Μια ζημιά απομείωσης αναγνωρίζεται αμέσως στα αποτελέσματα, εκτός αν το περιουσιακό στοιχείο απεικονίζεται στην αναπροσαρμοσμένη αξία, οπότε στην περίπτωση αυτή η ζημιά απομείωσης αναγνωρίζεται σε μείωση του ποσού της αναπροσαρμογής.

Όταν, μεταγενέστερα, μία ζημιά απομείωσης αναστραφεί, η λογιστική αξία του περιουσιακού στοιχείου (της μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών) αυξάνεται μέχρι την αναθεωρημένη εκτιμώμενη ανακτήσιμη αξία του, έτσι ώστε η αυξημένη λογιστική αξία να μην υπερβαίνει τη λογιστική αξία που θα είχε προσδιορισθεί αν δεν είχε αναγνωρισθεί καμία ζημιά απομείωσης της αξίας του περιουσιακού στοιχείου (μονάδας δημιουργίας ταμιακών ροών) στα προηγούμενα έτη. Η αναστροφή της ζημιάς απομείωσης αναγνωρίζεται αμέσως στα αποτελέσματα, εκτός αν το περιουσιακό στοιχείο απεικονίζεται σε αναπροσαρμοσμένη αξία, οπότε στην περίπτωση αυτή η αναστροφή της ζημιάς απομείωσης αντιμετωπίζεται ως αύξηση αναπροσαρμογής.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Χρηματοοικονομικά μέσα

Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις καταχωρούνται στον Ισολογισμό της Εταιρίας, από τη στιγμή που η Εταιρία καθίσταται ένα μέρος εκ των συμβαλλομένων του χρηματοοικονομικού μέσου.

Απαιτήσεις από εμπορικές δραστηριότητες

Οι απαιτήσεις από εμπορικές δραστηριότητες αρχικά επιμετρώνται στην εύλογη αξία και μεταγενέστερα επιμετρώνται στο αναπόσβεστο κόστος με τη χρήση της μεθόδου του πραγματικού επιτοκίου. Κατάλληλες προβλέψεις για εκτιμώμενα μη ανακτήσιμα ποσά αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα χρήσεως όταν υπάρχει αντικειμενική απόδειξη ότι το περιουσιακό στοιχείο έχει απομειωθεί. Η αναγνωριζόμενη πρόβλεψη επιμετράται ως η διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας του περιουσιακού στοιχείου και της παρούσας αξίας των εκτιμώμενων μελλοντικών ταμιακών ροών προεξοφλημένων με το πραγματικό επιτόκιο που ίσχυε κατά την αρχική αναγνώριση.

Επενδύσεις

Οι επενδύσεις αναγνωρίζονται και διαγράφονται κατά την ημερομηνία της εμπορικής συναλλαγής όταν η αγορά ή η πώληση της επένδυσης γίνεται βάσει συμβολαίου του οποίου οι όροι απαιτούν παράδοση της επένδυσης μέσα στο καθιερωμένο από την σχετιζόμενη αγορά χρονοδιάγραμμα, και αρχικά επιμετρώνται στην εύλογη αξία τους, συμπεριλαμβανομένων και των άμεσων εξόδων που αποδίδονται στην συναλλαγή.

Επενδύσεις, ταξινομούνται είτε ως επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων, είτε ως διαθέσιμες προς πώληση και επιμετρώνται σε μεταγενέστερες ημερομηνίες σύνταξης οικονομικών καταστάσεων στην εύλογη αξία. Για διαθέσιμες προς πώληση επενδύσεις, τα κέρδη και οι ζημιές που προκύπτουν από μεταβολές στην εύλογη αξία αναγνωρίζονται απευθείας στην καθαρή θέση έως ότου οι επενδύσεις διατεθούν ή αποφασισθεί ότι πρέπει να απομειωθούν, χρόνος κατά τον οποίο τα προηγούμενα συσσωρευμένα κέρδη ή ζημιές που είχαν αναγνωρισθεί στην καθαρή θέση θα περιληφθούν στα αποτελέσματα της περιόδου. Για επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων τα κέρδη και οι ζημιές που προκύπτουν από μεταβολές στην εύλογη αξία αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα της περιόδου.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Χρηματοοικονομικά μέσα - Συνέχεια

Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα

Το ταμείο και τα ταμειακά ισοδύναμα περιλαμβάνουν μετρητά και καταθέσεις όψεως και άλλες βραχυπρόθεσμες υψηλής ρευστότητας επενδύσεις οι οποίες είναι εύκολα μετατρέψιμες σε ένα γνωστό ποσό μετρητών και υπόκεινται σε ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής στην αξία.

Χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και καθαρή θέση

Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και οι συμμετοχικοί τίτλοι που εκδίδονται από την Εταιρία ταξινομούνται σύμφωνα με την ουσία των συμβατικών υπεισερχομένων ρυθμίσεων και τους ορισμούς μιας χρηματοοικονομικής υποχρέωσης και ενός συμμετοχικού τίτλου. Ένας συμμετοχικός τίτλος είναι οποιαδήποτε σύμβαση η οποία αποδεικνύει μία εναπομένουσα συμμετοχή στα περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας μετά την έκπτωση όλων των υποχρεώσεών της.

Προνομιούχες Μετοχές

Οι προνομιούχες μετοχές περιέχουν ενσωματωμένο παράγωγο καθώς η πληρωμή της επιπρόσθετης απόδοσης εξαρτάται από την απόδοση των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στα οποία έχει επενδυθεί μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων. Η Εταιρία δεν δύναται να αποτιμήσει το ενσωματωμένο παράγωγο καθώς το τελευταίο δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά περίπτωση κατά την οποία θα αποτιμούσε διακεκριμένα το παράγωγο και τις Προνομιούχες Μετοχές (κύριο συμβόλαιο).

Επειδή το ενσωματωμένο παράγωγο όπως προαναφέρεται δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά και επί πλέον δεν μπορεί να γίνει μια αξιόπιστη εκτίμηση για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό μέσο, (δηλαδή τις Προνομιούχες Μετοχές συμπεριλαμβανομένου και του παραγώγου) το σύνολο του χρηματοοικονομικού μέσου απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις στο ιστορικό του κόστος.

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Χρηματοοικονομικά μέσα - Συνέχεια

Ομολογιακό Δάνειο

Το Ομολογιακό Δάνειο περιέχει ενσωματωμένο παράγωγο καθώς η πληρωμή της επιπρόσθετης απόδοσης εξαρτάται από την απόδοση των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στα οποία έχει επενδυθεί μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων. Η Εταιρία δεν δύναται να αποτιμήσει το ενσωματωμένο παράγωγο καθώς το τελευταίο δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά περίπτωση κατά την οποία θα αποτιμούσε διακεκριμένα το παράγωγο και το Ομολογιακό Δάνειο (κύριο συμβόλαιο).

Επειδή το ενσωματωμένο παράγωγο όπως προαναφέρεται δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά και επί πλέον δεν μπορεί να γίνει μια αξιόπιστη εκτίμηση για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό μέσο, (δηλαδή το Ομολογιακό Δάνειο συμπεριλαμβανομένου και του παραγώγου) το σύνολο του χρηματοοικονομικού μέσου απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις στο ιστορικό του κόστος.

Υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες

Οι υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες αρχικά επιμετρώνται στην εύλογη αξία τους και μεταγενέστερα επιμετρώνται στο αναπόσβεστο κόστος με την χρησιμοποίηση της μεθόδου του πραγματικού επιτοκίου.

Συμμετοχικοί τίτλοι

Συμμετοχικοί τίτλοι που εκδόθηκαν από την Εταιρία αναγνωρίζονται με το προϊόν της είσπραξης μειωμένο με τα άμεσα κόστη της έκδοσης.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

3. Σημαντικές λογιστικές πολιτικές - Συνέχεια

Προβλέψεις

Οι προβλέψεις αναγνωρίζονται όταν η Εταιρία έχει μία παρούσα υποχρέωση ως αποτέλεσμα γεγονότος του παρελθόντος και είναι πιθανό ότι θα απαιτηθεί η Εταιρία να διακανονίσει αυτή την υποχρέωση. Οι προβλέψεις επιμετρώνται από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου στην καλύτερη δυνατή εκτίμηση της απαιτούμενης δαπάνης για να διακανονιστεί η υποχρέωση κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού και προεξοφλούνται στην παρούσα αξία όταν το αποτέλεσμα είναι σημαντικό.

4. Έσοδα από επενδύσεις

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Τόκοι χρεογράφων (Money market funds)	2.370	2.139
Άλλα έσοδα από επενδύσεις	<u>18</u>	<u>125</u>
	<u>2.388</u>	<u>2.264</u>

Οι παραπάνω τόκοι Ευρώ 2.370 προέρχονται από επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού. Περισσότερες πληροφορίες παρέχονται στη σημείωση 9.

5. Χρηματοοικονομικά έξοδα

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Τόκοι Ομολογιακού Δανείου	<u>2.859</u>	<u>2.865</u>

Το κόστος δανειοδότησης κατά τη διάρκεια της χρήσεως προέκυψε κυρίως από το Ομολογιακό Δάνειο. Ειδικότερα οι τόκοι έξοδα ανέρχονται σε Ευρώ 2.311 (χρήση 2004: Ευρώ 2.320) η απόσβεση εξόδων δανείου ανέρχεται σε Ευρώ 537 (χρήση 2004: Ευρώ 537) και τα άλλα χρηματοοικονομικά έξοδα ανέρχονται σε Ευρώ 11 (χρήση 2004: Ευρώ 8)

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

6. Φόρος εισοδήματος

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Τρέχων φόρος	-	-
Αναβαλλόμενος φόρος	<u>133</u>	<u>51</u>
Φόρος εισοδήματος για την χρήση	<u>133</u>	<u>51</u>

Η συνολική επιβάρυνση για τη χρήση μπορεί να συμφωνηθεί με τα λογιστικά κέρδη / ζημιές ως ακολούθως:

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Ζημιές προ φόρων:	2.394	2.943
Φορολογία εισοδήματος της Εταιρίας με το συντελεστή φόρου εισοδήματος 32% (2004: 35%)	<u>(766)</u>	<u>(1.030)</u>
Φορολογική επιβάρυνση των μη εκπιπτόμενων δαπανών από το φορολογητέο εισόδημα	<u>293</u>	<u>464</u>
Φόρος επί μη αναγνωριζόμενης αναβαλλόμενης φορολογικής απαίτησης επί ζημιών	<u>643</u>	<u>753</u>
Φόρος από αλλαγή φορολογικών συντελεστών	<u>(37)</u>	<u>(136)</u>
Φορολογική επιβάρυνση και πραγματικός φορολογικός συντελεστής, επί των κερδών / ζημιών της χρήσης	<u>133</u>	<u>51</u>

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

7. Ενσώματες ακινητοποιήσεις: κτιριακές εγκαταστάσεις σε ακίνητα τρίτων, έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός

	Κτιριακές εγκαταστάσεις σε ακίνητα τρίτων	Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός Ευρώ 000	Σύνολο
Κόστος			
1 ^η Ιανουαρίου 2004	63	124	187
Προσθήκες	<u>-</u>	<u>3</u>	<u>3</u>
1 ^η Ιανουαρίου 2005	63	127	190
Προσθήκες	<u>-</u>	<u>10</u>	<u>10</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>63</u>	<u>137</u>	<u>200</u>
Συσσωρευμένες αποσβέσεις			
1 ^η Ιανουαρίου 2004	31	57	88
Αποσβέσεις χρήσεως	<u>21</u>	<u>29</u>	<u>50</u>
1 ^η Ιανουαρίου 2005	52	86	138
Αποσβέσεις χρήσεως	<u>11</u>	<u>22</u>	<u>33</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>63</u>	<u>109</u>	<u>172</u>
Αναπόσβεστη αξία			
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>-</u>	<u>28</u>	<u>28</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2004	<u>11</u>	<u>41</u>	<u>52</u>

Οι ακόλουθοι συντελεστές χρησιμοποιούνται για την απόσβεση των ενσώματων ακινητοποιήσεων:

Κτιριακές εγκαταστάσεις σε ακίνητα τρίτων 33,33%.
Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός 20-30%.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

8. Άυλα περιουσιακά στοιχεία

	Λογισμικά Προγράμματα	Σύνολο
	Ευρώ 000	
Κόστος		
1 ^η Ιανουαρίου 2004	22	22
Προσθήκες	<u>2</u>	<u>2</u>
1 ^η Ιανουαρίου 2005	24	24
Προσθήκες	<u>-</u>	<u>-</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>24</u>	<u>24</u>
Απόσβεση		
1 ^η Ιανουαρίου 2004	13	13
Αποσβέσεις χρήσεως	<u>7</u>	<u>7</u>
1 ^η Ιανουαρίου 2005	20	20
Αποσβέσεις χρήσεως	<u>3</u>	<u>3</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>23</u>	<u>23</u>
Αναπόσβεστη αξία		
31 ^η Δεκεμβρίου 2005	<u>1</u>	<u>1</u>
31 ^η Δεκεμβρίου 2004	<u>4</u>	<u>4</u>

Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αφορούν λογισμικά προγράμματα τα οποία έχουν περιορισμένη ωφέλιμη ζωή (40 μήνες), μέσα στην οποία και αποσβένονται.

9. Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση

Οι επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση αφορούν:

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Συμμετοχές σε αμοιβαία κεφάλαια (Money market funds)	<u>116.993</u>	<u>121.050</u>

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

9. Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση – Συνέχεια

Οι συμμετοχές σε αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσωπεύουν:

- α) συμμετοχή ποσού Ευρώ 100.493 η οποία είναι εισηγμένη σε χρηματιστηριακή αγορά του εξωτερικού αλλά δεν διαπραγματεύεται. Το προαναφερόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σε τίτλους σταθερής απόδοσης με συνέπεια η απόδοση της Εταιρίας από αυτό το αμοιβαίο κεφάλαιο να μην υπόκειται σε σημαντικές διακυμάνσεις.
- β) συμμετοχή ποσού Ευρώ 16.500 η οποία είναι εισηγμένη σε χρηματιστηριακή αγορά του εξωτερικού η οποία επίσης δεν διαπραγματεύεται. Το προαναφερόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σε τίτλους σταθερής απόδοσης με συνέπεια η απόδοση της Εταιρίας από αυτό το αμοιβαίο κεφάλαιο να μην υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις. Η συμμετοχή αυτή πραγματοποιείται με διαθέσιμα που αναλαμβάνονται από τραπεζικό λογαριασμό της Εταιρίας, το υπόλοιπο του οποίου είναι δεσμευμένο προς κάλυψη πληρωμών που προκύπτουν στα πλαίσια της έκδοσης των ομολογιών ύψους Ευρώ 105 εκατ. που εξέδωσε η Εταιρία στις 03.06.03.

Οι παραπάνω επενδύσεις δίνουν την δυνατότητα στην Εταιρία να αποκομίσει έσοδα από τόκους. Αυτές έχουν προκαθορισμένη λήξη και δικαίωμα είσπραξης τόκου. Οι εύλογες αξίες αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται σε τιμές διαπραγματεύσιμες σε οργανωμένη αγορά.

Η αποτίμηση των παραπάνω αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται στην αξία κτήσεως η οποία προσεγγίζει την εύλογη αξία. Οι δεδουλευμένες αποδόσεις των παραπάνω αμοιβαίων απεικονίζονται στον λογαριασμό των λοιπών απαιτήσεων.

10. Επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Συμμετοχές σε ΑΚΕΣ	<u>6.232</u>	<u>4.365</u>

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

10. Επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων – Συνέχεια

Κατωτέρω παρατίθεται ανάλυση των συμμετοχών σε ΑΚΕΣ:

Επωνυμία ΑΚΕΣ	Τόπος σύστασης και λειτουργίας	Ποσοστό συμμετοχής	Αρχική αξία κτήσης	Μείωση Εύλογης αξίας ΑΚΕΣ	Υπόλοιπο 31.12.05	Υπόλοιπο για καταβολή
Ευρώ 000						
Capital Connect Venture Partners	Κηφισιά	49,999583%	2.400	(1.271)	1.129	9.600
Zaitech Fund	Αθήνα	49,999833%	4.500	(750)	3.750	10.500
IBG HELLENIC FUND II	Μαρούσι Αττικής	49,999707%	1.280	(316)	964	7.250
ΠΑΓΚΡΗΤΙΟ	Ηράκλειο	<u>49,999707%</u>	<u>450</u>	<u>(61)</u>	<u>389</u>	<u>2.550</u>
			<u>8.630</u>	<u>(2.398)</u>	<u>6.232</u>	<u>29.900</u>

Το ανωτέρω ποσό Ευρώ 6.232 αφορά συμμετοχές σε Α.Κ.Ε.Σ. κατά την έννοια του άρθρου 7 Ν. 2992/2002, τα οποία έχουν περιορισμένη διάρκεια.

Σκοπός του Α.Κ.Ε.Σ. είναι η επένδυση σε καινοτόμες κεφαλαιουχικές εταιρείες που έχουν καταστατική και πραγματική έδρα στην Ελλάδα, κατά προτίμηση σε εταιρείες που θα δραστηριοποιούνται στους κατεξοχήν τομείς της νέας οικονομίας και σε εταιρείες που θα στηρίζουν την ανταγωνιστικότητα τους σε εφαρμογές τεχνολογιών που προέρχονται από τη νέα οικονομία.

Οι επενδύσεις θα πραγματοποιούνται αποκλειστικά σε μικρές ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται, κατά προτίμηση αλλά όχι αποκλειστικά, στο στάδιο της εκκίνησης ή στο αρχικό στάδιο λειτουργίας.

Δεν επιτρέπεται η επένδυση σε εταιρίες που έχουν εκδώσει κινητές αξίες εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια του άρθρου 1 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ. Επιτρέπεται η συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, εφόσον αυτό είναι αποτέλεσμα επένδυσης που έγινε πριν την έγκριση της εισαγωγής από τις αρμόδιες αρχές και το ΑΚΕΣ μεταβιβάσει την συμμετοχή του αυτή εντός πέντε (5) το πολύ ετών από την εισαγωγή των αξιών της επιχείρησης προς διαπραγμάτευση.

10. Επενδύσεις καταταχθείσες στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων – Συνέχεια

Η επενδυτική πολιτική του Α.Κ.Ε.Σ αποβλέπει στην αποκόμιση από τους μεριδιούχους κέρδους, ιδίως με την απόληψη σταθερού εισοδήματος από τόκους επί των επενδυόμενων κεφαλαίων, μέρους των κερδών των επιχειρήσεων στις οποίες θα πραγματοποιούνται επενδύσεις και υπεραξιών από τη ρευστοποίηση των επενδύσεων αυτών.

Η περιουσία του Α.Κ.Ε.Σ διαιρείται σε ίσα μερίδια.

Η καταβολή της συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. γίνεται σταδιακά και καταβάλλεται σε μετρητά τα οποία κατατίθενται στο θεματοφύλακα.

Οι μεριδιούχοι αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν το υπόλοιπο της συμμετοχής τους σε μετρητά μέσα σε προθεσμία δέκα (10) εργάσιμων ημερών από την έγγραφη προς τούτο πρόσκληση του διαχειριστή.

Το ΤΑΝΕΟ θα καταβάλλει το ποσό συμμετοχής που εκάστοτε του αναλογεί μόνο μετά την καταβολή εκ μέρους των λοιπών μεριδιούχων του ποσού συμμετοχής που τους έχει εκάστοτε ζητηθεί από τον διαχειριστή, όπως αυτή θα αποδεικνύεται από σχετική έγγραφη βεβαίωση του θεματοφύλακα, η οποία θα υποβάλλεται στο ΤΑΝΕΟ από τον διαχειριστή.

Το ΤΑΝΕΟ θα συμμετέχει υποχρεωτικά σε κάθε αύξηση του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. με συμμετοχή υφισταμένων ή νέων μεριδιούχων με ποσό συμμετοχής ίσο με το ποσό αύξησης της συμμετοχής υφισταμένων μεριδιούχων ή συμμετοχής νέων μεριδιούχων μειωμένο κατά ένα Ευρώ (€1).

Τα μερίδια που κατέχουν οι μεριδιούχοι στο Α.Κ.Ε.Σ. είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμα υπό προϋποθέσεις.

Ως ποινική ρήτρα ότι, σε περίπτωση υπερημερίας μεριδιούχου περί την καταβολή του συνόλου ή μέρους του υπολοίπου της συμμετοχής του στο Α.Κ.Ε.Σ. για διάστημα μεγαλύτερο των τριάντα (30) ημερών από την κοινοποίηση αντιγράφου της πρόσκλησης στο θεματοφύλακα, τα μερίδιά του περιέρχονται χωρίς αντάλλαγμα στους λοιπούς μεριδιούχους κατά τον λόγο του ποσοστού συμμετοχής τους στο Α.Κ.Ε.Σ.

Οι παραπάνω επενδύσεις κατατάσσονται στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων κατά την αρχική καταχώριση αλλά και μεταγενέστερα και επιμετρούνται στην εύλογη αξία τους. Επειδή οι παραπάνω επενδύσεις δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά η Εταιρία για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας χρησιμοποιεί μια τεχνική αποτίμησης που κατά κανόνα χρησιμοποιείται από του συμμετέχοντες στην αγορά για την τιμολόγηση του μέσου.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

11. Λοιπές Απαιτήσεις

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Δεδουλευμένοι τόκοι	200	204
Έξοδα επόμενων χρήσεων	<u>88</u>	<u>91</u>
	<u>288</u>	<u>295</u>

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θεωρούν ότι η λογιστική αξία των προαναφερόμενων υπολοίπων προσεγγίζει την εύλογη αξία τους.

12. Ταμείο και ταμειακά ισοδύναμα

Τα ταμειακά ισοδύναμα και το ταμείο περιλαμβάνουν κυρίως βραχυπρόθεσμες τραπεζικές καταθέσεις (όψεως) ποσού Ευρώ 15.668 και βραχυπρόθεσμες τραπεζικές καταθέσεις ποσού Ευρώ 800 με αρχική περίοδο προθεσμίας τριών μηνών ή λιγότερο. Η λογιστική αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων προσεγγίζει την εύλογη αξία τους.

Πιστωτικός κίνδυνος

Τα κυριότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία της Εταιρίας είναι τα τραπεζικά υπόλοιπα και οι απαιτήσεις από τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού (money market funds).

Ο πιστωτικός κίνδυνος σε ρευστοποιήσιμα κεφάλαια είναι περιορισμένος, επειδή οι αντισυμβαλλόμενοι, είτε είναι τράπεζες με υψηλό δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας, προσδιορισμένο από διεθνείς οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, είτε είναι αμοιβαία κεφάλαια εισηγμένα σε χρηματιστηριακή αγορά.

Κατά συνέπεια η Εταιρία δεν έχει σημαντική συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου.

Τα παρουσιαζόμενα ποσά στον Ισολογισμό είναι καθαρά από προβλέψεις για αμφιβόλου εισπράξεως απαιτήσεις. Πρόβλεψη για απομείωση γίνεται όταν υπάρχει αναγνωριζόμενο γεγονός ζημιάς, το οποίο βασιζόμενο στην προηγούμενη εμπειρία, συνιστά απόδειξη μείωσης στην ανακτησιμότητα των ταμειακών ροών.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

13. Μετοχικό κεφάλαιο

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Εγκεκριμένο:		
20.000 κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας		
Ευρώ 50 η κάθε μια	1.000	1.000
Εκδοθέν και πλήρως καταβλημένο:		
Στην έναρξη της χρήσης	1.000	1.000
Στο τέλος της χρήσης	1.000	1.000

Κατωτέρω παρατίθεται ανάλυση του Μετοχικού Κεφαλαίου όπως αυτή προκύπτει από το Καταστατικό της Εταιρίας.

1. Το μετοχικό κεφάλαιο ορίστηκε κατά τη σύσταση της Εταιρίας σε δραχμές εκατό εκατομμύρια (100.000.000), κατανεμημένο σε δέκα χιλιάδες (10.000) μετοχές ονομαστικής αξίας δραχμών δέκα χιλιάδων (10.000) κάθε μιας, το οποίο αναλήφθηκε και καταβλήθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο.
2. Με την από 22/1/2002 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης αποφασίστηκε:
 - (α) η μετατροπή της ονομαστικής αξίας της μετοχής και του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας σε Ευρώ σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 12 Ν. 2842/2000 με παράλληλη αύξηση της ονομαστικής αξίας εκάστης μετοχής κατά 20,652972 Ευρώ με την καταβολή μετρητών.
 - (β) η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας με την καταβολή μετρητών κατά πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) Ευρώ, με την έκδοση δέκα χιλιάδων (10.000) νέων ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας πενήντα (50) Ευρώ εκάστης.

Έτσι το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας ανήλθε σε ένα εκατομμύριο (1.000.000) Ευρώ διαιρούμενο σε είκοσι χιλιάδες (20.000) μετοχές ονομαστικής αξίας 50 Ευρώ εκάστης.

3. Με την από 3/6/2003 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της Εταιρίας, αποφασίστηκε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της κατά το ποσό των Ευρώ σαράντα πέντε εκατομμυρίων (45.000.000) σε μετρητά με την έκδοση εννιακοσίων χιλιάδων (900.000) νέων προνομιούχων ονομαστικών μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου ονομαστικής αξίας (50) Ευρώ εκάστης. Πληροφορίες για την λογιστική αντιμετώπιση των προνομιούχων μετοχών παρέχονται στη σημείωση υπ' αριθμό 15.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

13. Μετοχικό κεφάλαιο - Συνέχεια

4. Έτσι το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας ανέρχεται σήμερα σε σαράντα έξι εκατομμύρια (46.000.000) Ευρώ διαιρούμενο σε εννιακόσιες είκοσι χιλιάδες (920.000) μετοχές ονομαστικής αξίας (50) Ευρώ εκάστη, από τις οποίες είκοσι χιλιάδες (20.000) μετοχές είναι κοινές με δικαίωμα ψήφου. Τα προνόμια των προνομιούχων μετοχών ορίζονται στο άρθρο 5^α του καταστατικού της Εταιρίας.

14. Συσσωρευμένες ζημίες

	Ευρώ 000
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2004	2.354
Ζημίες χρήσεως	<u>2.994</u>
Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2005	5.348
Ζημίες χρήσεως	<u>2.527</u>
Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2005	<u>7.875</u>

Λόγω της εφαρμογής των Δ.Λ.Π.-Δ.Π.Χ.Π., οι προνομιούχες μετοχές που έχει εκδώσει η εταιρεία, ονομαστικής αξίας €45.000.000, κατετάγησαν στις υποχρεώσεις, αντί στο κεφάλαιο της εταιρείας (βλ. κατωτέρω, σημείωση υπ' αριθ. 15) και, ως εκ τούτου, το σύνολο της καθαρής θέσης της εταιρείας διαμορφώνεται αρνητικά. Εν όψει τούτου, η εταιρεία εξέτασε κατά πόσον τίθεται θέμα εφαρμογής των άρθρων 47 και 48 § 1 στ. γ' του Κ.Ν. 2190/1920 περί υποχρεωτικής συγκλήσεως γενικής συνελεύσεως των μετόχων προς λήψη μέτρων και περί ανακλήσεως της αδειας συστάσεως της εταιρείας από τη Διοίκηση. Κατά την άποψη της εταιρείας και σύμφωνα με γνωμοδότηση Καθηγητή της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών, για τους σκοπούς των άρθρων 47 και 48 § 1 στ. γ' του Κ.Ν. 2190/1920, στα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να υπαχθούν οι προνομιούχες μετοχές, έστω και αν, σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. – Δ.Π.Χ.Π., οι μετοχές αυτές πρέπει, κατά την κατάρτιση των ετήσιων καταστάσεων, να υπαχθούν στις υποχρεώσεις. Συνεπώς, ο υπολογισμός των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας για τους σκοπούς της εφαρμογής των άρθρων 47 και 48 § 1 στ. γ' του Κ.Ν. 2190/1920 θα πρέπει να γίνει με συνυπολογισμό των προνομιούχων μετοχών της στα κεφάλαια αυτά. Με δεδομένο ότι το καταβεβλημένο και πιστοποιημένο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται σε €46.000.000 (ήτοι €1.000.000, διαιρεμένο σε είκοσι χιλιάδες (20.000) κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €50 εκάστη, και €45.000.000, διαιρεμένο σε 900.000 προνομιούχες ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €50 εκάστη), τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας κατά την 31.12.2005 δεν υπολείπονται του ημίσεος του μετοχικού κεφαλαίου ούτε του ενός δεκάτου αυτού. Κατά συνέπεια, δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις υποχρεωτικής συγκλήσεως γενικής συνελεύσεως των μετόχων προς λήψη μέτρων, κατ' εφαρμογή του άρθρου 47 του Κ.Ν. 2190/1920, ούτε τίθεται θέμα ανακλήσεως

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

της αδείας συστάσεως της εταιρείας από τη Διοίκηση κατ' εφαρμογή του άρθ. 48 § 1 στ. γ' του ίδιου νόμου. Η εταιρεία επισημαίνει ότι, σε κάθε περίπτωση, έχει επαρκή ρευστότητα για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και, επομένως, δεν υφίσταται θέμα μη συνέχισης της δραστηριότητάς της.

15. Προνομιούχες μετοχές

1. Οι εννιακόσιες χιλιάδες (900.000) προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου που εκδόθηκαν με την απόφαση της από 3/6/2003 Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της Εταιρίας (εφεξής: οι «Προνομιούχες Μετοχές») ορίστηκε να διατεθούν στην ονομαστική τους αξία και να αποπληρωθούν τμηματικώς, σύμφωνα με το άρθρο 12 κ.ν. 2190/1920 ως εξής:

- (α) Ποσό Ευρώ δύο εκατομμυρίων εξακοσίων χιλιάδων (2.600.000) κατά την έκδοση των προνομιούχων μετοχών.
- (β) Το υπόλοιπο ποσό Ευρώ σαράντα δύο εκατομμυρίων τετρακοσίων χιλιάδων (42.400.000) ορίστηκε καταβλητέο σε δόσεις ως εξής:
 - (i) ποσό Ευρώ δέκα εννέα εκατομμυρίων τετρακοσίων χιλιάδων (19.400.000) μέχρι την 30 Ιουνίου 2003,
 - (ii) ποσό Ευρώ οκτώ εκατομμυρίων (8.000.000) μέχρι την 30 Ιουνίου 2004 και
 - (iii) ποσό Ευρώ δέκα πέντε εκατομμυρίων (15.000.000) μέχρι την 30 Ιουνίου 2005.

Το σύνολο της ονομαστικής αξίας των προνομιούχων μετοχών έχει καταβληθεί από το Ελληνικό Δημόσιο.

2. Τα προνόμια των Προνομιούχων Μετοχών έχουν ως εξής:

(α) Οι Προνομιούχες Μετοχές έχουν δικαίωμα απόληψης τόκου που θα υπολογίζεται ετησίως βάσει ποσοστού επί της καταβεβλημένης ονομαστικής αξίας της προνομιούχου μετοχής (δηλ. του ποσού που θα έχει εκάστοτε καταβληθεί σύμφωνα με τους όρους περί τμηματικής καταβολής της αξίας της Προνομιούχου Μετοχής). Το ως άνω ποσοστό θα αποτελείται από το άθροισμα των εξής:

- (i) επιτοκίου ίσου με το Εγγυημένο Επιτόκιο και
- (ii) επιτοκίου ίσου με το Επιτόκιο Πρόσθετης Απόδοσης.

Το εν λόγω ποσό τόκου θα είναι καταβλητέο σωρευτικώς την Οριστική Ημερομηνία Λήξης ή την Ημερομηνία Πρόωρης Εξόφλησης, υπό την προϋπόθεση ότι υφίστανται επαρκή διαθέσιμα κατά τον Όρο 3 του Ομολογιακού Δανείου.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

15. Προνομιούχες μετοχές - Συνέχεια

- (β) Επιπλέον, οι Προνομιούχες Μετοχές έχουν δικαίωμα απόληψης μέρους (όπως προσδιορίζεται στη σύμβαση του Ομολογιακού Δανείου) του συνόλου των καθαρών εσόδων, οποιασδήποτε φύσεως, από τη συμμετοχή της Εταιρίας σε επενδυτικά σχήματα (όπως αυτά ορίζονται στο άρθρο 3 του καταστατικού και στο άρθρο 28 παράγραφος 2 του ν. 2843/2000), συμπεριλαμβανομένων και των εσόδων από τη ρευστοποίηση των σχετικών επενδύσεων. Τα εν λόγω έσοδα ορίζονται καταβλητέα σε κάθε Ημερομηνία Πληρωμής.
3. Κατά το χρονικό διάστημα που θα δικαιούνται απόληψης των εσόδων που αναφέρονται στην προηγούμενη υποπαράγραφο 2(β), οι Προνομιούχες Μετοχές δεν θα συμμετέχουν στα κέρδη της Εταιρίας εκτός από τα έσοδα που αναφέρονται στην παραπάνω υποπαράγραφο 2(β).
4. Η Εταιρία θα προβεί σε μείωση του κεφαλαίου κατά το ποσό των Ευρώ σαράντα πέντε εκατομμυρίων (45.000.000) με απόκτηση του συνόλου των εννιακοσίων χιλιάδων (900.000) Προνομιούχων Μετοχών με καταβολή της ονομαστικής Αξίας τους, την Οριστική Ημερομηνία Λήξης ή την Ημερομηνία Πρόωρης Εξόφλησης, υπό την προϋπόθεση ότι υφίστανται επαρκή διαθέσιμα κατά τον Όρο 3 του Ομολογιακού Δανείου.
5. Για τους σκοπούς κατανόησης των ανωτέρω παρατίθενται οι ακόλουθοι ορισμοί:
- (α) «Ομολογιακό Δάνειο»: Το ομολογιακό δάνειο ποσού Ευρώ εκατόν πέντε εκατομμυρίων (105.000.000) το οποίο εκδόθηκε από την Εταιρία με βάση την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων της που ελήφθη την 3 Ιουνίου 2003, καταρτίστηκε στο Λονδίνο με την από 3 Ιουνίου 2003 σύμβαση με τίτλο «Trust Deed» μεταξύ της Εταιρίας με την επωνυμία «Deutsche Trustee Company Limited» και έδρα στο Λονδίνο (ως trustee) και του Ελληνικού Δημοσίου (ως εγγυητή).
- (β) «Εγγυημένο επιτόκιο»: Είναι το επιτόκιο το οποίο αναφέρεται με τον ίδιο όρο, («Guarantee Interest Rate») στον όρο 5 του Ομολογιακού Δανείου και ήταν την 3^η Ιουνίου 2003 ίσο με (i) EURIBOR επί καταθέσεων έξι μηνών μείον (ii) 0,02% ετησίως, όπως θα προσδιορίζεται ειδικότερα από την τράπεζα που ορίζεται ως Αντιπρόσωπος Τράπεζα («Agent Bank») βάσει του όρου 5 του Ομολογιακού Δανείου.
- (γ) «Επιτόκιο Πρόσθετης Απόδοσης»: Είναι το επιτόκιο το οποίο αναφέρεται με τον ίδιο όρο («Additional Return Rate») στον όρο 3 του Ομολογιακού Δανείου και είναι ίσο με 0,2%.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

15. Προνομιούχες μετοχές - Συνέχεια

- (δ) «Ημερομηνία Πληρωμής»: Είναι κάθε ημερομηνία η οποία αναφέρεται με τον ίδιο όρο («Payment Date») στους όρους του Ομολογιακού Δανείου και ορίζονται ως η 3 Ιουνίου και η 3 Δεκεμβρίου εκάστου έτους μέχρι και την Οριστική Ημερομηνία Λήξης ή σε περίπτωση έκδοσης Συμπληρωματικών Τίτλων, μέχρι και την Οριστική Ημερομηνία Λήξης των Συμπληρωματικών Τίτλων.
- (ε) «Οριστική Ημερομηνία Λήξης»: Η 3^η Ιουνίου 2013, ή σε περίπτωση που η εν λόγω ημερομηνία δεν είναι Εργάσιμη Ημέρα, η αμέσως επόμενη Εργάσιμη Ημέρα.
- (στ) «Ημερομηνία Πρόωρης Εξόφλησης»: Η ημερομηνία η οποία, βάσει των όρων του Ομολογιακού Δανείου, στους οποίους αναφέρεται ως «Early Redemption Date» προηγείται της Ημερομηνίας Οριστικής Εξόφλησης εφόσον λάβουν χώρα ορισμένα έκτακτα γεγονότα.
- (ζ) «Συμπληρωματικοί Τίτλοι»: Είναι ομολογίες που αναφέρονται με τον όρο «Residual Certificates» στον Όρο 8 του Ομολογιακού Δανείου και οι οποίες ενδέχεται να εκδοθούν από την Εταιρία σύμφωνα με τον Όρο 8 του Ομολογιακού Δανείου.
- (η) «Οριστική Ημερομηνίας Λήξης των Συμπληρωματικών Τίτλων»: Είναι η ημερομηνία η οποία αναφέρεται με τον ίδιο όρο (αγγλιστί: «Residual Certificates Final Maturity Date») στον Όρο 8 του Ομολογιακού Δανείου και ορίζεται η 3 Ιουνίου 2017.

Οι προνομιούχες μετοχές περιέχουν ενσωματωμένο παράγωγο καθώς η πληρωμή της πρόσθετης απόδοσης εξαρτάται από την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων στα οποία έχει επενδυθεί μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων. Η Εταιρία δεν δύναται να αποτιμήσει το ενσωματωμένο παράγωγο καθώς το τελευταίο δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά περίπτωση κατά την οποία θα αποτιμούσε διακεκριμένα το παράγωγο και τις προνομιούχες μετοχές (κύριο συμβόλαιο).

Επειδή το ενσωματωμένο παράγωγο όπως προαναφέρεται δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά και επί πλέον δεν μπορεί να γίνει μια αξιόπιστη εκτίμηση για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό μέσο, (δηλαδή την ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών συμπεριλαμβανομένου και του παραγώγου) το σύνολο του χρηματοοικονομικού μέσου απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις στο ιστορικό του κόστος.

16. Ομολογιακό Δάνειο

Στις 30 Ιουνίου 2003, η Εταιρία εξέδωσε Ομολογιακό Δάνειο Ονομαστικής αξίας € 105 εκ. διάρκειας δέκα ετών, το οποίο διαιρείται σε 10.500 ομολογίες με ονομαστική αξία €10.000 έκαστη.

Το Ομολογιακό Δάνειο είναι εγγυημένο από το Ελληνικό Δημόσιο και οι ομολογίες έχουν την δυνατότητα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο του Δουβλίνου. Το εγγυημένο επιτόκιο του δανείου είναι κυμαινόμενο και συνεπώς η Εταιρία είναι εκτεθειμένη σε κίνδυνο επιτοκίων ταμειακών ροών.

Η απόδοση που δικαιούνται οι κάτοχοι των ομολογιών απαρτίζεται από (i) το εγγυημένο από το Ελληνικό Δημόσιο επιτόκιο ίσο με το EURIBOR εξαμήνου μειωμένο κατά 0,02%, (ii) την επιπρόσθετη απόδοση, η οποία υπολογίζεται με βάση το 0,2% της ονομαστικής αξίας, υπό τον όρο ότι θα υπάρχουν επαρκή διαθέσιμα σύμφωνα με τον Όρο 3 της σύμβασης του Ομολογιακού Δανείου και (iii) από πληρωμή που θα καταβληθεί από την Εταιρία κατά την ημερομηνία λήξης ή την ημερομηνία πρόωρης επαναγοράς, υπό τον όρο ότι θα υπάρχουν επαρκή διαθέσιμα σύμφωνα με τον Όρο 3 της σύμβασης του Ομολογιακού Δανείου. Ο Όρος 3 της σύμβασης του Ομολογιακού Δανείου αφορά στην προτεραιότητα πληρωμών της Εταιρίας.

Το Ομολογιακό Δάνειο περιέχει ενσωματωμένο παράγωγο καθώς η πληρωμή της επιπρόσθετης απόδοσης εξαρτάται από την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στα οποία έχει επενδυθεί μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων. Η Εταιρία δεν δύναται να αποτιμήσει το ενσωματωμένο παράγωγο καθώς το τελευταίο δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά περίπτωση κατά την οποία θα αποτιμούσε διακεκριμένα το παράγωγο και το Ομολογιακό Δάνειο (κύριο συμβόλαιο).

Επειδή το ενσωματωμένο παράγωγο όπως προαναφέρουμε δεν εξαρτάται από την απόδοση οικονομικών μονάδων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματαγορά και επί πλέον δεν μπορεί να γίνει μια αξιόπιστη εκτίμηση για ολόκληρο το χρηματοοικονομικό μέσο, (δηλαδή το Ομολογιακό Δάνειο συμπεριλαμβανομένου και του παραγώγου) το σύνολο του χρηματοοικονομικού μέσου απεικονίζεται στις οικονομικές καταστάσεις στο ιστορικό του κόστος.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

16. Ομολογιακό Δάνειο- Συνέχεια

Το συνολικό ύψος των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε Επενδυτικά Σχήματα και δεσμεύσεων κατά την 30^η Δεκεμβρίου 2005 τελική ημερομηνία ανάληψης δεσμεύσεων για επενδύσεις, ανέρχονται σε Ευρώ 38,5 εκατ. Το ποσό αυτό είναι σημαντικά κατώτερο των διαθέσιμων προς επένδυση κεφαλαίων της Εταιρίας και ως εκ τούτου, η Διοίκηση της Εταιρίας βρίσκεται σε διαδικασία υποβολής προτάσεων προς τους ομολογιούχους του ΤΑΝΕΟ, τον Εμπιστευματοδόχο των ομολογιούχων και τον κάτοχο των προνομιούχων μετοχών του ΤΑΝΕΟ προκειμένου να επιτευχθεί αποτελεσματική αναδιάρθρωση του ΤΑΝΕΟ. Πιθανή υιοθέτηση αυτών των προτάσεων θα οδηγήσει στη συνέχεια στις ανάλογες, όπου απαιτείται, τροποποιήσεις των όρων του Ομολογιακού Δανείου και των συμβάσεων που υπογράφηκαν στα πλαίσια της έκδοσης των Ομολογιών τον Ιούνιο 2003.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η Εταιρία δεν μπορεί να πραγματοποιήσει νέες επενδύσεις σε επενδυτικά σχήματα καθώς έχει επέλθει η λήξη της επενδυτικής περιόδου που διαρκούσε έως 30/12/05.

Οι τόκοι έξοδα επί του παραπάνω Ομολογιακού Δανείου, εκτός της μεταφοράς των εξόδων των δανείων στα αποτελέσματα, στις χρήσεις 2005 και 2004 ανέρχονται σε Ευρώ 2.311 και Ευρώ 2.320 αντίστοιχα.

Η ονομαστική αξία του Ομολογιακού Δανείου καθώς και τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν κατά την έκδοση αυτού μειωμένα κατά τα ποσά που μεταφέρθηκαν στα αποτελέσματα χρήσεως με βάση την χρονική διάρκεια του Ομολογιακού Δανείου, κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2004 και 2005, έχουν ως ακολούθως:

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Ονομαστική αξία	105.000	105.000
Έξοδα δανείων	<u>4.003</u>	<u>4.537</u>
Λογιστική αξία	<u>100.997</u>	<u>100.463</u>

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

17. Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις

Οι ακόλουθες είναι οι κυριότερες αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις που αναγνωρίστηκαν από την Εταιρία και οι κινήσεις κατά την διάρκεια της τρέχουσας και της προηγούμενης περιόδου.

	Αναγνωριζόμενες φορολογικές αποσβέσεις	Έξοδα Ομολογιακού Δανείου	Σύνολο
	Ευρώ 000		
1 Ιανουαρίου 2004	1.488	(1.775)	(287)
Επιβάρυνση (βελτίωση) των αποτελεσμάτων στη χρήση	<u>(692)</u>	<u>641</u>	<u>(51)</u>
1 Ιανουαρίου 2005	796	(1.134)	(338)
Επιβάρυνση (βελτίωση) των αποτελεσμάτων στη χρήση	<u>(267)</u>	<u>133</u>	<u>(134)</u>
31 Δεκεμβρίου 2005	<u>529</u>	<u>(1.001)</u>	<u>(472)</u>

Οι παραπάνω αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις έχουν συμψηφισθεί σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές της Εταιρίας.

Κατά την ημερομηνία του ισολογισμού, η Εταιρία είχε αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημιές ύψους Ευρώ 4.793 (2004: Ευρώ 2.642) διαθέσιμες προς συμψηφισμό έναντι μελλοντικών κερδών. Καμία αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση δεν έχει αναγνωρισθεί για τις παραπάνω ζημιές επειδή δεν είναι βέβαιο ότι θα υπάρξει μελλοντικό φορολογητέο κέρδος έναντι του οποίου οι αχρησιμοποίητες φορολογικές ζημιές μπορεί να χρησιμοποιηθούν. Σημειώνουμε ότι οι αναγνωριζόμενες φορολογικές ζημιές μπορεί να μεταφέρονται για συμψηφισμό στα επόμενα πέντε έτη.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

18. Υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες και άλλες υποχρεώσεις

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες και δεδουλευμένα έξοδα	<u>420</u>	<u>319</u>
	<u>420</u>	<u>319</u>

Οι υποχρεώσεις από εμπορικές δραστηριότητες και τα δεδουλευμένα έξοδα αποτελούνται από εκκρεμή ποσά για τόκους ομολογιούχων, υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς, υποχρεώσεις από παρακρατούμενους φόρους προς το Ελληνικό Δημόσιο και συνεχιζόμενα κόστη.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θεωρούν ότι η λογιστική αξία των υποχρεώσεων από εμπορικές δραστηριότητες προσεγγίζει την εύλογη αξία τους.

19. Προβλέψεις

	Ευρώ 000
1 Ιανουαρίου 2005	5
Πρόσθετη πρόβλεψη χρήσεως	9
Χρησιμοποίηση πρόβλεψης	(5)
31 Δεκεμβρίου 2005	<u>9</u>

Η πρόβλεψη αφορά αποζημίωση για μη ληφθείσα άδεια απασχολούμενου προσωπικού.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

20. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις

Υποχρεώσεις πιθανόν να προκύψουν από τα ενσωματωμένα παράγωγα στις προνομιούχες μετοχές και το Ομολογιακό Δάνειο σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στις σχετικές σημειώσεις.

Επιπλέον οι εργαζόμενοι στην Εταιρία παραμένοντες και αποχωρήσαντες καθώς και ο Σύμβουλος Επενδύσεων δικαιούνται αμοιβής συνδεδεμένης με την απόδοση της Εταιρίας σύμφωνα με τα όσα προσδιορίζονται στην «προτεραιότητα των πληρωμών» όπως αυτή περιγράφεται στις σχετικές συμβάσεις που υπογράφηκαν στα πλαίσια της διαδικασίας ιδιωτικής τοποθέτησης μέσω της έκδοσης ομολογιών ύψους Ευρώ 105 εκατ. και προνομιούχων μετοχών ύψους Ευρώ 45 εκατ. Η ενδεχόμενη υποχρέωση θα καταχωρηθεί όταν θα προκύψουν και τα σχετικά οφέλη από τις συμμετοχές στα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών.

21. Δεσμεύσεις

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Δεσμεύσεις για την συμμετοχή σε Α.Κ.Ε.Σ.	<u>29.900</u>	<u>27.350</u>

Η ανάλυση των δεσμεύσεων της Εταιρίας για αύξηση της συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. παρέχεται στην σημείωση υπ' αριθμό 10.

22. Συμφωνίες λειτουργικών μισθώσεων

Η Εταιρία ως μισθωτής

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Μισθώματα από συμβάσεις λειτουργικών μισθώσεων που αναγνωρίστηκαν ως έξοδα της χρήσεως	<u>45</u>	<u>43</u>

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

22. Συμφωνίες λειτουργικών μισθώσεων – Συνέχεια

Κατά την ημερομηνία σύνταξης του Ισολογισμού, η Εταιρία είχε αναληφθείσες δεσμεύσεις από συμβάσεις λειτουργικών μισθώσεων, χωρίς την δυνατότητα ακύρωσης των σχετικών μισθωτηρίων άνευ ποινών, οι οποίες είναι πληρωτέες ως εξής:

	31.12.05		31.12.04	
	Ακινήτων	Αυτοκινήτων	Ακινήτων	Αυτοκινήτων
Εντός ενός έτους	48	29	45	32
Από δύο έως και 5 έτη	281	-	267	29
Μετά από 5 έτη	<u>32</u>	<u>-</u>	<u>94</u>	<u>-</u>
	<u>361</u>	<u>29</u>	<u>406</u>	<u>61</u>

Οι λειτουργικές μισθώσεις των ακινήτων αφορούν μισθώματα πληρωτέα από την Εταιρία για ακίνητο στο οποίο αυτή στεγάζεται. Οι συμβάσεις μίσθωσης καταρτίζονται για 3 συν 9 χρόνια και απομένουν μετά τις 31.12.2005 έξι χρόνια και έξι μήνες. Τα μισθώματα θα αυξάνονται ετήσια με το ποσοστό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή συν 2 ποσοστιαίες μονάδες. Για τους παραπάνω υπολογισμούς το ετήσιο ποσοστό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή έγινε με 3%.

23. Προγράμματα παροχών αποχώρησης

Προγράμματα καθορισμένων εισφορών

Η Εταιρία διατηρεί πρόγραμμα καθορισμένων εισφορών (ΙΚΑ). Οι εισφορές εξοδοποιούνται όταν καθίστανται καταβλητέες. Η συνολική δαπάνη που αναγνωρίστηκε στα αποτελέσματα του 2005 Ευρώ 30 χιλιάδες (2004 : Ευρώ 29 χιλιάδες) αντιπροσωπεύει πληρωτέες εισφορές στο ΙΚΑ με συντελεστές που καθορίζονται από αυτό. Την 31 Δεκεμβρίου 2005, εισφορές των Ευρώ 14 χιλιάδες (2004: Ευρώ 8 χιλιάδες), οφειλόμενες σε σχέση με το 2005, δεν είχαν πληρωθεί στο ΙΚΑ. Τα ποσά πληρώθηκαν σε ημερομηνία μεταγενέστερη του Ισολογισμού.

Προγράμματα καθορισμένων παροχών

Η Εταιρία υποχρεούται να διατηρεί ένα πρόγραμμα καθορισμένων παροχών. Σύμφωνα με το πρόγραμμα, οι εργαζόμενοι δικαιούνται παροχές αποχώρησης κατά τον χρόνο της συνταξιοδότησής τους.

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
ΤΗΣ ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΟΥ ΕΛΗΞΕ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005**

23. Προγράμματα παροχών αποχώρησης – Συνέχεια

Προγράμματα καθορισμένων παροχών – Συνέχεια

Το ποσό της υποχρέωσης για παροχές προς το προσωπικό ανέρχεται σε Ευρώ 1 χιλιάδες. Η σχετική δαπάνη βάρυνε τις προηγούμενες χρήσεις. Επειδή η υποχρέωση του προγράμματος είναι ασήμαντη δεν χρησιμοποιήθηκε αναλογιστική μελέτη.

24. Συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων μερών

Αμοιβές βασικών διοικητικών στελεχών

Οι αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και άλλων βασικών διοικητικών στελεχών κατά την διάρκεια της χρήσεως είχαν ως ακολούθως:

	31.12.05	31.12.04
	Ευρώ 000	
Βραχυπρόθεσμες παροχές	<u>255</u>	<u>259</u>

ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

**ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΤΩΝ ΚΟΝΔΥΛΙΩΝ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ 1η
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2004**

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ	Δ.Π.Χ.Π	ΔΙΑΦΟΡΕΣ
	ΠΡΟΤΥΠΑ		
	Ευρώ 000		
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	15.000	0,00	15.000
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	4.260	9	4.251
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	100	100	0,00
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ & ΆΛΛΕΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	2.173	2.173	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	21.533	2.282	19.251
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	8.000		8.000
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	99.946	99.946	0,00
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	18.566	18.566	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	126.512	118.512	8.000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	407	407	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	148.452	121.201	27.251
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	46.000	1.000	45.000
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	1	1	0,00
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	105.000	99.930	5.070
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,00	22.000	-22.000
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ	0,00	286	-286
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	148	148	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	151.149	123.365	27.784
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ & ΜΕΤΑΒ.ΛΟΓ/ΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	151.338	123.554	27.784
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΙΟΝ ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ & ΜΕΤΑΒ.ΛΟΓ/ΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	-2.886	-2.353	-533
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	-2.886	-2.353	-533

ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 01.01.2004

1. Τα έξοδα εκδόσεως του Ομολογιακού Δανείου βάσει των προηγούμενων Λογιστικών Προτύπων (εφεξής: Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα ή Ε.Λ.Π.) είχαν καταχωρηθεί στα έξοδα εγκατάστασης ενώ σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ή Δ.Λ.Π.) καταχωρούνται σε χρέωση του Ομολογιακού Δανείου. Περαιτέρω και λόγω της διαφοροποίησης των συντελεστών απόσβεσης, των παραπάνω εξόδων των Ε.Λ.Π. με τα Δ.Λ.Π. μειώθηκαν τα έξοδα εγκατάστασης κατά Ευρώ 4.251 και το Ομολογιακό Δάνειο κατά Ευρώ 5.070 ενώ βελτιώθηκαν τα συσσωρευμένα αποτελέσματα κατά Ευρώ 819.
2. Επειδή η μείωση της λογιστικής αξίας του Ομολογιακού Δανείου Ευρώ 5.070 διαφέρει από την φορολογική βάση των εξόδων εγκατάστασης Ευρώ 4.251 υπολογίστηκε και απεικονίστηκε στις οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση Ευρώ 286 (819X35%)
3. Διεγράφει, ποσό Ευρώ 15.000 από το Οφειλόμενο Κεφάλαιο καθώς και ποσό Ευρώ 8.000 από τις Απαιτήσεις που αφορούσαν την μη καταβληθείσα ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών και ποσό Ευρώ 23.000 από το Μετοχικό Κεφάλαιο διότι από τα Δ.Λ.Π. δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις αναγνώρισης των προαναφερόμενων απαιτήσεων και του Μετοχικού Κεφαλαίου.
4. Μεταφέρθηκε ποσό Ευρώ 22.000 από το Μετοχικό Κεφάλαιο στις Υποχρεώσεις επειδή σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. η ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών αποτελεί υποχρέωση και όχι Ίδια Κεφάλαια.

ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΤΩΝ ΚΟΝΔΥΛΙΩΝ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ 1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2005

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ	Δ.Π.Χ.Π	ΔΙΑΦΟΡΕΣ
	ΠΡΟΤΥΠΑ		
	Ευρώ 000		
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	3.187	4	3.183
ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ	52	52	0,00
ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ & ΆΛΛΕΣ			
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘ.ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	4.476	4.381	95
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΜΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ			
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	7.715	4.437	3.278
ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	15.000		15.000
ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	121.050	121.050	0,00
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	996	996	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΑ			
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	137.046	122.046	15.000
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	295	295	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	145.056	126.778	18.278
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	46.000	1.000	45.000
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	6	6	0,00
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ	105.000	100.463	4.537
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,00	30.000	-30.000
ΑΝΑΒΑΛΛΟΜΕΝΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ			
ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ	0,00	338	-338
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	136	136	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	151.142	131.943	19.199
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ			
ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	183	183	0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ &			
ΜΕΤΑΒ.ΛΟΓ/ΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	151.325	132.126	19.199
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
ΜΕΙΟΝ			
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ &			
ΜΕΤΑΒ.ΛΟΓ/ΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	-6.269	-5.348	-921
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟΝ	-6.269	-5.348	-921

ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 01.01.2005

1. Τα έξοδα εκδόσεως του Ομολογιακού Δανείου βάσει των προηγούμενων Λογιστικών Προτύπων (εφεξής: Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα ή Ε.Λ.Π.) είχαν καταχωρηθεί στα έξοδα εγκατάστασης ενώ σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ή Δ.Λ.Π.) καταχωρούνται σε χρέωση του Ομολογιακού Δανείου. Περαιτέρω και λόγω της διαφοροποίησης των συντελεστών απόσβεσης των παραπάνω εξόδων των Ε.Λ.Π. με τα Δ.Λ.Π. μειώθηκαν τα έξοδα εγκατάστασης κατά Ευρώ 3.183 και το Ομολογιακό Δάνειο κατά Ευρώ 4.537 ενώ βελτιώθηκαν τα συσσωρευμένα αποτελέσματα κατά Ευρώ 1.354.
2. Επειδή η μείωση της λογιστικής αξίας του Ομολογιακού Δανείου Ευρώ 4.537 διαφέρει από την φορολογική βάση των εξόδων εγκατάστασης Ευρώ 3.183 υπολογίστηκε και απεικονίστηκε στις οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. αναβαλλόμενη φορολογική υποχρέωση Ευρώ 338.
($4.537 - 3.183 = 1.354 \times 25\%$)
3. Διεγράφει, ποσό Ευρώ 15.000 από τις Απαιτήσεις που αφορούσαν την μη καταβληθείσα ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών και ποσό Ευρώ 15.000 από το Μετοχικό Κεφάλαιο διότι από τα Δ.Λ.Π. δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις αναγνώρισης των προαναφερόμενων απαιτήσεων και του Μετοχικού Κεφαλαίου.
4. Μεταφέρθηκε ποσό Ευρώ 30.000 από το Μετοχικό Κεφάλαιο στις Υποχρεώσεις επειδή σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. η ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών αποτελεί υποχρέωση και όχι Ίδια Κεφάλαια.
5. Μειώθηκε η αξία των συμμετοχών σε ΑΚΕΣ κατά Ευρώ 95 επειδή αυτές αποτιμήθηκαν στα Δ.Λ.Π. στην εύλογη αξία τους, πέραν από την μείωση που είχε πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π.

ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2004

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ	Δ.Π.Χ.Π	ΔΙΑΦΟΡΕΣ
	ΠΡΟΤΥΠΑ		
	Ευρώ 000		
ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ			
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	-2.085	-1.018	-1.067
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	2.265	2.265	0,00
ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	-1.227	-1.322	95
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	-2.332	-2.865	533
ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	-3	-3	0,00
ΖΗΜΙΑ ΠΡΟ ΦΟΡΟΥ	-3.382	-2.943	-439
ΕΞΟΔΟ ΦΟΡΟΥ	0,00	-51	51
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΛΟΣ (ΖΗΜΙΑ)	-3.382	-2.994	-388

1. Τα έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας μειώθηκαν κατά το ποσό των διενεργηθεισών αποσβέσεων επί των εξόδων εγκατάστασης που αφορούσαν έξοδα εκδόσεως Ομολογιακού Δανείου και είχαν κατά τα Ε.Λ.Π. καταχωρηθεί στον προαναφερόμενο λογαριασμό.
2. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα αυξήθηκαν κατά το ποσό των διενεργηθεισών αποσβέσεων που αφορούσαν έξοδα εκδόσεως Ομολογιακού Δανείου και καταχωρούνται σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π. αφαιρετικά του λογαριασμού του Ομολογιακού Δανείου.
3. Η δαπάνη του φόρου Ευρώ 51 αφορά αναβαλλόμενη φορολογία λόγω της διαφοροποίησης των συντελεστών απόσβεσης των εξόδων εκδόσεως του Ομολογιακού Δανείου κατά τα Ε.Λ.Π. και τα Δ.Λ.Π. καθώς και αλλαγή στο συντελεστή φορολογίας των ανωνύμων εταιριών.
4. Πέρα από το ποσό Ευρώ 1.227 που μειώθηκαν οι συμμετοχές στα ΑΚΕΣ στα Ε.Λ.Π. μειώθηκαν περαιτέρω στα Δ.Λ.Π. κατά Ευρώ 95 επειδή αυτές αποτιμήθηκαν στην εύλογη αξία τους.

ΕΚΘΕΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΟΡΚΩΤΟΥ ΕΛΕΓΚΤΗ ΛΟΓΙΣΤΗ

**Προς τους κ.κ. Μετόχους της Ανώνυμης Εταιρείας «ΤΑΜΕΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ Α.Ε. »**

Ελέγξαμε τις συνημμένες οικονομικές καταστάσεις της Ανώνυμης Εταιρείας «ΤΑΜΕΙΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ Α.Ε.», της εταιρικής χρήσεως που έληξε την 31 Δεκεμβρίου 2005. Η ευθύνη της σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων βαρύνει τη διοίκηση της Εταιρείας. Η δική μας ευθύνη περιορίζεται στη διαμόρφωση και τη διατύπωση γνώμης επί των οικονομικών καταστάσεων, εδραιωμένης στο διενεργηθέντα έλεγχο.

Με εξαίρεση το θέμα που πραγματεύεται η επόμενη παράγραφος ο έλεγχος μας διενεργήθηκε σύμφωνα με τα Ελληνικά Ελεγκτικά Πρότυπα, που είναι εναρμονισμένα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Τα Πρότυπα αυτά απαιτούν το σχεδιασμό και την εκτέλεση του ελεγκτικού έργου κατά τρόπο που να διασφαλίζει εύλογη βεβαιότητα ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι απαλλαγμένες από ουσιώδεις ανακρίβειες και παραλείψεις. Ο έλεγχος περιλαμβάνει την εξέταση, σε δειγματοληπτική βάση, αποδεικτικών στοιχείων που να στηρίζουν τα ποσά και τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις. Ο έλεγχος επίσης περιλαμβάνει την αξιολόγηση των λογιστικών αρχών που ακολουθήθηκαν, των εκτιμήσεων της διοίκησης της Εταιρείας και, γενικότερα, της παρουσίας των δεδομένων στις οικονομικές καταστάσεις καθώς και την αξιολόγηση της συνέπειας της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου με τις οικονομικές καταστάσεις. Πιστεύουμε ότι ο έλεγχος που διενεργήθηκε παρέχει επαρκή βάση για την διαμόρφωση της έκθεσής μας.

Από τον παραπάνω έλεγχο μας προέκυψε ότι η Εταιρία κατατάσσει τις συμμετοχές της στα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών ως χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων. Για την ανωτέρω κατάταξη προϋπόθεση αποτελεί ο αξιόπιστος προσδιορισμός της εύλογης αξίας αυτών. Η Εταιρία χρησιμοποιεί για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας εκείνη την τεχνική αποτίμησης που κατά κανόνα χρησιμοποιείται από τους συμμετέχοντες στην αγορά για την τιμολόγηση του μέσου. Επειδή δεν μπορεί να αποδειχθεί ότι η προαναφερόμενη τεχνική παρέχει αξιόπιστες εκτιμήσεις τιμών δεδομένου ότι οι παραπάνω συμμετοχές δεν διαπραγματεύονται σε ενεργό χρηματιστηριακή αγορά και ως εκ τούτου δεν έχουν χρηματιστηριακή αξία δεν είμαστε σε θέση να ελέγξουμε την ακρίβεια του ποσού και την κατάταξη των συμμετοχών στα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών.

Με εξαίρεση τις προσαρμογές που ενδεχόμενα θα απαιτούντο με βάση τα προαναφερόμενα στην παραπάνω παράγραφο, κατά τη γνώμη μας οι προαναφερόμενες οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν ακριβδίκαια την οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την 31 Δεκεμβρίου 2005 και τα αποτελέσματα των εργασιών της καθώς και τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων και τις ταμειακές ροές της Εταιρείας της χρήσεως που έληξε αυτή την ημερομηνία, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το περιεχόμενο της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου είναι συνεπές με τις προαναφερόμενες οικονομικές καταστάσεις.

Πέραν των αναφερομένων στα συμπεράσματα του ελέγχου μας, επιστούμε την προσοχή σας στα εξής:

- α) το συνολικό ύψος των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε Επενδυτικά Σχήματα και οι συνολικές δεσμεύσεις κατά την 30^η Δεκεμβρίου 2005, τελική ημερομηνία ανάληψης δεσμεύσεων για επενδύσεις, ανέρχονται σε Ευρώ 38,5 εκατ. Καθώς τα προαναφερόμενα επενδεδυμένα κεφάλαια και δεσμεύσεις κατά την 30^η Δεκεμβρίου 2005 υπολείπονται σημαντικά των διαθέσιμων προς επένδυση κεφαλαίων η Διοίκηση της Εταιρίας βρίσκεται σε διαδικασία υποβολής προτάσεων προς τους ομολογιούχους του ΤΑΝΕΟ, τον Εμπιστευματοδόχο των ομολογιούχων και τον κάτοχο των προνομιούχων μετοχών του ΤΑΝΕΟ για την αναδιάρθρωση του ΤΑΝΕΟ. Περισσότερες πληροφορίες για το ανωτέρω θέμα παρέχονται στην σημείωση υπ' αριθμό 16 των οικονομικών καταστάσεων,
- β) λόγω της εφαρμογής των Δ.Λ.Π. – Δ.Π.Χ.Π. και της κατάταξης των προνομιούχων μετοχών στις υποχρεώσεις ανακύπτει ζήτημα εφαρμογής των διατάξεων των άρθρων 47 του Κ.Ν. 2190/1920 περί λήψης μέτρων από την Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρίας και 48 του Κ.Ν. 2190/1920 περί της συνέχισης της δραστηριότητάς της. Σύμφωνα με γνωμοδότηση Καθηγητή της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών, την οποία επικαλείται η Εταιρία, οι προνομιούχες μετοχές υπάγονται στα ίδια κεφάλαια για σκοπούς εφαρμογής των άρθρων 47 και 48 του Κ.Ν. 2190/1920 ανεξάρτητα από το λογιστικό χειρισμό που υπαγορεύουν τα Δ.Λ.Π. – Δ.Π.Χ.Π. Όπως προκύπτει από το καταστατικό της Εταιρίας το μετοχικό κεφάλαιο αυτής ανέρχεται σε € 46.000.000 (ήτοι € 1.000.000, διαιρεμένο σε είκοσι χιλιάδες (20.000) κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας € 50 εκάστη, και € 45.000.000, διαιρεμένο σε εννιακόσιες χιλιάδες (900.000) προνομιούχες ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας € 50 εκάστη). Περαιτέρω, η Διοίκηση της Εταιρίας πιστεύει ότι λόγω των ανωτέρω και της υπάρχουσας ρευστότητας δεν υφίσταται θέμα μη συνέχισης της δραστηριότητάς της,
- γ) στο γεγονός ότι οι φορολογικές δηλώσεις για τις χρήσεις που έληξαν την 31 Δεκεμβρίου 2002 έως και 31 Δεκεμβρίου 2005 δεν έχουν εξετασθεί από τις Φορολογικές Αρχές, με συνέπεια να υπάρχει το ενδεχόμενο επιβολής πρόσθετων φόρων και προσανξήσεων κατά το χρόνο που θα εξετασθούν και θα οριστικοποιηθούν. Η έκβαση του φορολογικού ελέγχου δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί στο παρόν στάδιο και, ως εκ τούτου, δεν έχει γίνει οποιαδήποτε πρόβλεψη στις οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με το θέμα αυτό.

Αθήνα, 25 Ιουλίου 2006

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Επαμεινώνδας Γιουρούκος
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ.: 10351

Deloitte.

Χατζηπαύλου Σοφιανός & Καμπάνης Α.Ε.
Ορκωτοί Ελεγκτές & Επιχειρηματικοί Σύμβουλοι
Λεωφ. Κηφισίας 250-254
152 31 Χαλάνδρι
Αθήνα
Α.Μ. ΣΟΕΛ: Ε120

**ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 2992
(ΦΕΚ Α' 54 20.3.2002)**

Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις.

Άρθρο 7

Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.)

1. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες ενσώματες ή άυλες, εταιρικά μερίδια και μετρητά. Συνιστάται για ορισμένη χρονική διάρκεια με αποκλεισμό του δικαιώματος απόκτησης και μεταβίβασης στοιχείων του ενεργητικού υπό όρους άλλους από τους οριζόμενους στην παράγραφο 8 του παρόντος άρθρου και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεριδιούχους). Η διάρκεια του Α.Κ.Ε.Σ. δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από δεκαπέντε (15) χρόνια.

2. Το Α.Κ.Ε.Σ. ιδρύεται με σύμβαση σύστασης και διαχείρισης που συνάπτεται μεταξύ των μεριδιούχων, ενός θεματοφύλακα και ενός διαχειριστή. Η σύμβαση αυτή καταρτίζεται εγγράφως και κατατίθεται, όπως και κάθε τροποποίησή της στο θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας τηρεί αρχείο και υποχρεώνεται να ελέγξει ότι περιέχονται στη σύμβαση τα ελάχιστα στοιχεία που προβλέπονται από την παράγραφο 12 του παρόντος άρθρου και ότι οι όροι της δεν είναι αντίθετοι με τις διατάξεις του. Οι όροι της φύλαξης των στοιχείων του ενεργητικού από το θεματοφύλακα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και διέπονται επικουρικά από τις διατάξεις των άρθρων 822-829 του Αστικού Κώδικα.

3. Το Α.Κ.Ε.Σ. δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για υποχρεώσεις του Α.Κ.Ε.Σ. πέραν της αξίας του μεριδίου της συμμετοχής τους σε αυτό. Με την επιφύλαξη της παραγράφου 6, οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως αποκλειστικά από το διαχειριστή, ως προς τις έννομες σχέσεις που προκύπτουν από τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του. Οι μεριδιούχοι δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της διαχειρίστριας εταιρίας και του θεματοφύλακα κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Η έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. βρίσκεται υποχρεωτικά στην Ελλάδα. Ως έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. με την επιφύλαξη του επόμενου εδαφίου, θεωρείται έδρα του διαχειριστή. Στην περίπτωση που διαχειριστής σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 5, είναι εταιρία που δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ως έδρα του Α.Κ.Ε.Σ. θεωρείται η έδρα του θεματοφύλακα, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται στην Ελλάδα ή η έδρα του υποκαταστήματος που λειτουργεί στην Ελλάδα, εφόσον η καταστατική του έδρα βρίσκεται σε άλλο κράτος - μέλος της Ε.Ε. Στην περίπτωση αυτή ο θεματοφύλακας θεωρείται ως εκ του νόμου αντίκλητος της διαχειρίστριας εταιρίας. Με απόφαση του Υπουργού Εθνικής οικονομίας και Οικονομικών καθορίζεται ο φορέας στην εποπτεία του οποίου θα υπάγεται το Α.Κ.Ε.Σ. και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή της. Η μη έκδοση της πιο πάνω απόφασης δεν κωλύει τη σύσταση και τη λειτουργία του Α.Κ.Ε.Σ.

4. Το Α.Κ.Ε.Σ. επενδύει αποκλειστικά σε συμμετοχές σε κεφαλαιουχικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα, οι οποίες δεν είναι εκδότες κινητών αξιών εισηγμένων προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Επιτρέπεται η επένδυση σε ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές και σε ομολογίες που παρέχουν δικαίωμα προς απόληψη, πέραν του τόκου, και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών του εκδότη ή προς λήψη οποιασδήποτε άλλης πρόσθετης παροχής εξαρτώμενης από το ύψος της παραγωγής ή του εν γένει επιπέδου δραστηριότητας του εκδότη, οι οποίες εκδίδονται από τις επιχειρήσεις που αναφέρονται στο προηγούμενο εδάφιο. Το Α.Κ.Ε.Σ. μπορεί να συμμετέχει στο κεφάλαιο επιχειρήσεων των οποίων κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, εφόσον αυτό είναι αποτέλεσμα επένδυσης που έγινε πριν την έγκριση της εισαγωγής από τις αρμόδιες αρχές και το Α.Κ.Ε.Σ. μεταβιβάσει τη συμμετοχή του αυτή εντός πέντε (5) το πολύ ετών από την εισαγωγή των αξιών της επιχείρησης προς διαπραγμάτευση.

5. Διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου είναι ανώνυμη εταιρία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου. Διαχειριστής μπορεί να είναι και επιχείρηση η οποία έχει λάβει άδεια για τη διαχείριση αντίστοιχων σχημάτων παροχής του επιχειρηματικού κεφαλαίου από τις αρμόδιες αρχές άλλου κράτους - μέλους του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, καθώς και εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών του Ν. 2396/1996. Ως προς το θεματοφύλακα εφαρμόζονται ανάλογα οι διατάξεις των άρθρων 30 παράγραφοι 1-3, 5-6 και 30α του Ν. 1969/1991.

6. Παραίτηση της διαχειρίστριας εταιρίας ή του θεματοφύλακα, ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους, θέση τους σε πτώχευση, αναγκαστική διαχείριση ή άλλη αντίστοιχη διαδικασία που συνεπάγεται ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους αποτελούν λόγο λύσης του Α.Κ.Ε.Σ., εφόσον η διαχειρίστρια εταιρία ή ο θεματοφύλακας δεν αντικατασταθούν εντός εξήντα (60) ημερών από τη με οποιονδήποτε τρόπο γνωστοποίηση της επέλευσης ενός από τα παραπάνω γεγονότα στους μεριδιούχους. Η διαδικασία αντικατάστασης ορίζεται υποχρεωτικά στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης μπορεί να προβλέπει τους λόγους καταγγελίας της σύμβασης ως προς τη διαχειρίστρια εταιρία και το θεματοφύλακα. Στην περίπτωση αυτή, η αντικατάστασή τους θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί εντός τριάντα (30) ημερών από την κοινοποίηση της καταγγελίας. Σε περίπτωση που η αντικατάσταση δεν γίνει εμπρόθεσμα, οποιοσδήποτε έχει έννομο συμφέρον μπορεί να ζητήσει τη λύση του Α.Κ.Ε.Σ. από το αρμόδιο δικαστήριο της έδρας της διαχειρίστριας εταιρίας, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 739 επ. του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας. Με τη δικαστική απόφαση με την οποία διατάσσεται η λύση του Α.Κ.Ε.Σ. ορίζεται και ο εκκαθαριστής, εφόσον αυτό δεν προβλέπεται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης ή όταν ο σχετικός όρος της σύμβασης δεν μπορεί να τύχει εφαρμογής. Η λύση γίνεται σύμφωνα με τη διαδικασία που ορίζεται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και εφαρμόζονται επικουρικά οι διατάξεις των άρθρων 798-804 του Αστικού Κώδικα.

7. Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ίσα μερίδια. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από το διαχειριστή και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίων). Ο διαχειριστής δικαιούται, με τη ρητή συναίνεση του μεριδιούχου, να μην εκδίδει τίτλο μεριδίων, να καταχωρεί τα μερίδια σε ειδικό μητρώο μεριδιούχων που θα τηρεί με ηλεκτρονικό αρχείο και να τα παρακολουθεί με σχετικές εγγραφές σε αυτό το αρχείο. Ο μεριδιούχος πάντως δύναται, με την υποβολή σχετικού αιτήματός του, να απαιτήσει την έκδοση τίτλου μεριδίων, ο οποίος θα μπορεί να φυλάσσεται από το θεματοφύλακα. Εφόσον ο διαχειριστής δεν εκδίδει τίτλο, χορηγεί στο μεριδιούχο βεβαίωση που αναγράφει τα στοιχεία τα οποία μνημονεύονται στο επόμενο εδάφιο αυτής της παραγράφου. Οι τίτλοι μεριδίων μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και πρέπει να περιέχουν: α) Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου. β) Τις επωνυμίες του διαχειριστή και του θεματοφύλακα. γ) Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο. δ) Το ονοματεπώνυμο ή επωνυμία και τη διεύθυνση της κατοικίας ή έδρας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων. Οι διατάξεις του Ν. 5638/1932 "περί καταθέσεως εις κοινόν λογαριασμόν" εφαρμόζονται αναλόγως και επί μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Σε περιπτώσεις απώλειας τίτλων μεριδίων εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις του άρθρου 12α του Κ.Ν. 2190/1920. Η απώλεια, κλοπή ή καταστροφή της βεβαίωσης συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο δεν παράγει καμία έννομη συνέπεια, ως προς τις σχέσεις του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων με το διαχειριστή. Ο διαχειριστής, ύστερα από σχετική αίτηση του μεριδιούχου ή ενός από τους συνδικαιούχους μεριδιούχους, εκδίδει νέα βεβαίωση, σε αντικατάσταση της παλαιάς. Με τη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης επιτρέπεται να τίθενται περιορισμοί στη μεταβίβαση, επιβάρυνση και γενικά διάθεση των δικαιωμάτων επί μεριδίων Α.Κ.Ε.Σ. Οι περιορισμοί ισχύουν έναντι τρίτων, εφόσον μνημονεύονται συνοπτικά στον τίτλο ή στη βεβαίωση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε περίπτωση μεταβίβασης μέρους ή ολόκληρου μεριδίου συμμετοχής, ο αποκτών υπεισέρχεται στα δικαιώματα και υποχρεώσεις του δικαιοπαρόχου του από τη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Η μεταβίβαση ισχύει έναντι του διαχειριστή και των μεριδιούχων από τη γνωστοποίησή της στο διαχειριστή και η σχετική δήλωση προσαρτάται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης και αποτελεί παράρτημά της. Τα μερίδια Α.Κ.Ε.Σ. δύνανται να ενεχυράζονται κατά τις διατάξεις των άρθρων 1244 επ. του Αστικού Κώδικα και της κατά περίπτωση ισχύουσας νομοθεσίας για την ενεχύραση ενσώματων ή άυλων τίτλων. Η ενεχύραση ισχύει έναντι του διαχειριστή από τη στιγμή που θα

ανακοινωθεί σε αυτόν. Για την εφαρμογή των διατάξεων που προβλέπουν την υποχρέωση ή τη δυνατότητα ορισμένων προσώπων να επενδύουν σε κινητές αξίες, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος άρθρου θεωρούνται ισοδύναμα με κινητές αξίες μη εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κατά την έννοια της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

8. Το ελάχιστο ύψος του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. κατά τη σύστασή του είναι 3.000.000 ευρώ. Η ελάχιστη αξία της συμμετοχής κάθε μεριδιούχου κατά τη σύσταση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ. Επιτρέπεται η τμηματική καταβολή της συμμετοχής του μεριδιούχου σύμφωνα με όρους που θα προβλέπονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης. Σε κάθε περίπτωση το ποσό της πρώτης καταβολής δεν μπορεί να είναι κατώτερο από 50.000 ευρώ. Η σύμβαση μπορεί να προβλέπει τις προϋποθέσεις και τη διαδικασία αύξησης του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. με εισφορές των μεριδιούχων ή με συμμετοχή νέων μεριδιούχων σε αυτό.

9. Η καταβολή του τιμήματος συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. γίνεται μόνο με μετρητά.

10. Απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 20% του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη. Απαγορεύεται η επένδυση σε κινητές αξίες: α) εκδότη που είναι συνδεδεμένη επιχείρηση κάποιου από τους μεριδιούχους με την έννοια του άρθρου 42ε του Ν. 2190/1920, β) εκδότη του οποίου το μετοχικό ή εταιρικό κεφάλαιο ανήκει σε ποσοστό άνω του 25% σε μεριδιούχο φυσικό πρόσωπο ή τη σύζυγό του ή συγγενικό του πρόσωπο με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού ή από κοινού σε μεριδιούχους, συζύγους τους και συγγενικά τους πρόσωπα με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού ή από κοινού σε συγγενικά πρόσωπα μεριδιούχου με βαθμό συγγένειας μέχρι 3ου βαθμού.

11. Εάν στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης δεν ορίζεται διαφορετικά, την εφαρμογή του άρθρου 790 του Αστικού Κώδικα μπορούν να ζητήσουν μεριδιούχοι που κατέχουν ιδανικά μερίδια συμμετοχής τα οποία αντιστοιχούν αθροιστικά στο 1/3 του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ.

12. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ. περιλαμβάνει υποχρεωτικά:

- α. την ονομασία, τη διάρκεια και το ύψος του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ.,
- β. το σκοπό και την επενδυτική του πολιτική,
- γ. την ταυτότητα κάθε μεριδιούχου, την αξία και το αντίστοιχο ιδανικό μερίδιο συμμετοχής του,
- δ. τον τρόπο καταβολής της αξίας του μεριδίου συμμετοχής εκ μέρους των μεριδιούχων, τη διαδικασία μεταβολής του κεφαλαίου του Α.Κ.Ε.Σ. και τους όρους συμμετοχής νέων μεριδιούχων που προβλέπονται στην παράγραφο 8,
- ε. την ταυτότητα του διαχειριστή και τους όρους άσκησης της διαχείρισης και ιδίως τη διαδικασία επιλογής επενδύσεων και την εξουσία της διαχειρίστριας εταιρίας να συνάπτει δάνεια και να παρέχει εγγυήσεις στο όνομα και για λογαριασμό του Α.Κ.Ε.Σ. και ενδεχόμενους περιορισμούς της εξουσίας αυτής,
- στ. την αμοιβή του διαχειριστή,
- ζ. την ταυτότητα του θεματοφύλακα και τους όρους φύλαξης του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ., καθώς και την αμοιβή του θεματοφύλακα,
- η. τον τρόπο διανομής των κερδών και του προϊόντος της ρευστοποίησης των επενδύσεων,
- θ. τη διαδικασία τροποποίησης και λύσης της σύμβασης, τους λόγους καταγγελίας της σύμβασης, καθώς και τη διαδικασία αντικατάστασης του διαχειριστή και του θεματοφύλακα,
- ι. τη διαδικασία μεταβίβασης των μεριδίων,
- ια. τα δικαιώματα των μεριδιούχων και τον τρόπο άσκησής τους, καθώς και τη διαδικασία ελέγχου του διαχειριστή και του θεματοφύλακα,
- ιβ. τη διαδικασία λύσης και ρευστοποίησης του Α.Κ.Ε.Σ.

Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών επιτρέπεται να αναπροσαρμόζεται το ελάχιστο περιεχόμενο της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ.

13. Όποιος προβαίνει σε ανακριβείς ή παραπλανητικές δηλώσεις, γνωστοποιήσεις ή χρησιμοποιεί οποιαδήποτε μέθοδο για να δημιουργήσει σε τρίτους την εσφαλμένη εντύπωση ότι επιχείρηση ή επενδυτική πρόταση αποτελεί Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών κατά την έννοια του παρόντος νόμου, τιμωρείται με φυλάκιση και χρηματική ποινή μέχρι 300.000 ευρώ.

14. Για τη δημιουργία Α.Κ.Ε.Σ. δεν απαιτείται η ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία προβλέπεται από τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 10 του Ν. 876/1979, όπως ισχύει

Απαγορεύεται οποιαδήποτε δια του τύπου και των λοιπών Μ.Μ.Ε. διαφήμιση περί δημιουργίας Α.Κ.Ε.Σ.

Απαγορεύεται επίσης η είσπραξη εκ μέρους του θεματοφύλακα και της εταιρίας διαχείρισης της αξίας του μεριδίου συμμετοχής των μεριδιούχων πριν την υπογραφή από αυτούς της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης και την κατάθεσή της στο θεματοφύλακα.

Η παράβαση των απαγορεύσεων των προηγούμενων εδαφίων 2 και 3 τιμωρείται με την ποινή που προβλέπεται από τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 10 του Ν. 876/1979.

15. Η διαχειριστική χρήση του αμοιβαίου κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ετήσια, αρχίζει την 1η Ιανουαρίου και λήγει την 31η Δεκεμβρίου κάθε χρόνου. Κατ' εξαίρεση η πρώτη διαχειριστική χρήση μπορεί να ορισθεί για διάστημα μεγαλύτερο του ημερολογιακού έτους, με λήξη την 31η Δεκεμβρίου.

16. Στο τέλος του πρώτου εξαμήνου κάθε διαχειριστικής χρήσης, καθώς και στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η διαχειρίστρια εταιρία συντάσσει την εξαμηνιαία και ετήσια, αντίστοιχα, έκθεση του Α.Κ.Ε.Σ.

17. Η ετήσια έκθεση για το Α.Κ.Ε.Σ. περιλαμβάνει τουλάχιστον: α. Την καταγραφή της περιουσιακής κατάστασης του Α.Κ.Ε.Σ., η οποία περιέχει αναλυτικά το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, την τιμή κτήσης τους, τη συνολική αξία των κινητών αξιών, το διαθέσιμο ενεργητικό σε καταθέσεις, τις απαιτήσεις, τις υποχρεώσεις και την καθαρή αξία του ενεργητικού. β. Αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων της χρήσης, που περιλαμβάνει τις προσόδους κατά κατηγορία, τα κέρδη ή ζημίες από την πώληση κινητών αξιών και τις δαπάνες κατά κατηγορία. γ. Τα διανεμόμενα και επανεπενδυόμενα κέρδη. δ. Τις ενδεχόμενες μεταβολές στην ταυτότητα των μεριδιούχων. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών δύναται να διευρύνεται το πληροφοριακό περιεχόμενο της ετήσιας έκθεσης του Α.Κ.Ε.Σ. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ. μπορεί επίσης να διευρύνει το περιεχόμενο της ετήσιας αυτής έκθεσης. Η έκθεση αυτή διανέμεται από τη διαχειρίστρια εταιρία στους μεριδιούχους εντός τριών μηνών από τη λήξη της διαχειριστικής περιόδου. Η εξαμηνιαία έκθεση για το Α.Κ.Ε.Σ. περιλαμβάνει τουλάχιστον τα στοιχεία που αναφέρονται στην παραπάνω περίπτωση α'.

18. Η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Α.Κ.Ε.Σ. από τη διαχειρίστρια εταιρία γίνεται κατά τους ακόλουθους κανόνες:

α. Η αξία των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την αξία κτήσης τους.

β. Η αξία κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της ίδιας ημέρας. Όταν οι κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε αλλοδαπά χρηματιστήρια και αυτό δεν είναι εφικτό για λόγους διαφοράς ώρας, η αξία αποτιμάται με βάση την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας των ως άνω χρηματιστηρίων.

γ. Εάν δεν έχει καταρτισθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης ημέρας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου και, εάν δεν έχει γίνει ούτε και εκείνη την ημέρα χρηματιστηριακή συναλλαγή, η τιμή της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης. Εάν ούτε και εκείνη την ημέρα δεν έχει γίνει χρηματιστηριακή συναλλαγή, λαμβάνεται υπόψη η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησεως.

δ. Εάν στο χρηματιστήριο, στο οποίο είναι εισηγμένες οι κινητές αξίες του Α.Κ.Ε.Σ. ισχύει το σύστημα της ενιαίας τιμής, για τον προσδιορισμό της αξίας τους λαμβάνεται υπόψη η ενιαία τιμή.

19. Οι πρόσοδοι του Α.Κ.Ε.Σ. από τόκους, μερίσματα και κέρδη από κλήρωση υπέρ το άρτιο, καθώς και το προϊόν της ρευστοποίησης των επενδύσεών του, μπορούν να διανέμονται ετησίως στους μεριδιούχους σύμφωνα με όσα ορίζονται στη σύμβαση σύστασης και διαχείρισης.

20. Αντίγραφο της σύμβασης σύστασης και διαχείρισης και κάθε τροποποίησή της κατατίθενται στην Δ.Ο.Υ. στην οποία υπάγεται η διαχειρίστρια εταιρία, εντός 15 ημερών από την κατάθεσή τους στο θεματοφύλακα.

21. Τα αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών του παρόντος νόμου δεν είναι υποκείμενα οποιουδήποτε φόρου. Η φορολόγηση των μεριδιούχων Α.Κ.Ε.Σ. για το κάθε μορφής εισόδημα που αποκτούν από την ιδιότητα αυτή γίνεται στο πρόσωπό τους ως εξ αδιαιρέτου συγκυρίων, κοινωνιών και γενικά συνδικαιούχων των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το Α.Κ.Ε.Σ. Η μεταβίβαση ή άλλη συναλλαγή επί μεριδίων Α.Κ.Ε.Σ. εξομοιώνεται φορολογικά με την αντίστοιχη συναλλαγή επί του αναλογούντος εξ αδιαιρέτου μεριδίου των κατ' ιδίαν περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το Α.Κ.Ε.Σ. Η απόκτηση μεριδίων συμμετοχής σε Α.Κ.Ε.Σ. δεν συνεπάγεται αφ' εαυτής την απόκτηση από τον μεριδιούχο της ιδιότητας κατοίκου Ελλάδας ή μονίμως εγκατεστημένης στην Ελλάδα αλλοδαπής επιχείρησης ή οργανισμού για την εφαρμογή φορολογικών διατάξεων.

22. Η σύμβαση σύστασης και διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου, καθώς και η καταβολή της συμμετοχής των μεριδιούχων, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και τρίτων.

23. Οι διατάξεις της περίπτωσης κβ' της παραγράφου 1 του άρθρου 22 του Ν. 2859/2000 (ΦΕΚ 248 Α') εφαρμόζονται και για τη διαχείριση των Α.Κ.Ε.Σ.

24. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, που λαμβάνεται μέσα σε ένα έτος από τη δημοσίευση του παρόντος και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2 του Κ.Ν. 2190/1920, είναι δυνατόν Εταιρία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.), που διέπεται από τις διατάξεις του Ν. 2367/1995 και λειτουργεί ήδη κατά τη δημοσίευση του νόμου αυτού να μετατραπεί σε Α.Κ.Ε.Σ. Για τη μετατροπή συντάσσεται έκθεση από ορκωτό ελεγκτή, σύμφωνα με τους κανόνες αποτίμησης που προβλέπονται στην παραπάνω παράγραφο 18, η οποία τίθεται στη διάθεση των μετόχων, στην έδρα ης εταιρίας, τουλάχιστον τριάντα (30) ημέρες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης που θα αποφασίσει τη μετατροπή. Τριάντα (30) ημέρες πριν από τη γενική συνέλευση που θα αποφασίσει τη μετατροπή, τίθεται στη διάθεση των μετόχων σχέδιο σύμβασης σύστασης και διαχείρισης του Α.Κ.Ε.Σ., το οποίο περιλαμβάνει κατ' ελάχιστον όλα τα στοιχεία που προβλέπονται από την παράγραφο 12. Η απόφαση περί μετατροπής πρέπει να περιλαμβάνει, επί ποινή ακυρότητας, τους όρους με τους οποίους οι μέτοχοι που δεν επιθυμούν τη μετατροπή αυτή θα μεταβιβάσουν τις μετοχές τους στους μετόχους οι οποίοι επιθυμούν τη μετατροπή αυτή. Η τιμή για τη μεταβίβαση δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να είναι μικρότερη από αυτήν που προκύπτει με βάση την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή. Το Α.Κ.Ε.Σ. που θα συσταθεί με αυτόν τον τρόπο θεωρείται έναντι των τρίτων καθολικός διάδοχος της Ε.Κ.Ε.Σ. που μετατράπηκε. Στην περίπτωση της μετατροπής, μπορεί, κατ' εξαίρεση και κατά παρέκκλιση των διατάξεων της παραπάνω παραγράφου 8, η ελάχιστη αξία κάθε μεριδίου να είναι μικρότερη από 150.000 ευρώ.

Από τη μετατροπή της Ε.Κ.Ε.Σ. σε Α.Κ.Ε.Σ. δεν δημιουργείται καμία φορολογική υποχρέωση, σε βάρος της Ε.Κ.Ε.Σ. ή του Α.Κ.Ε.Σ. που προκύπτει από τη μετατροπή ή σε βάρος των μεριδιούχων του.

Βιβλιογραφία

- Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 26, Ιανουάριος 2006
- Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τεύχος 92, Φεβρουάριος 2006
- Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2005-2006, Φεβρουάριος 2006
- William A. Sahlman, “The structure and Governance of Venture Capital organizations”, Journal of Financial Economics, December 1990
- Roger Sorheim, “The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach”, Venture Capital, October 2003
- Soja T.A. – Reyes J.E., “Investment Benchmarks: Venture Capital”, Venture Economics, 1990
- N.V.C.A. (National Venture Capital Association), Mature Growth, 2005-2006
- E.V.C.A. (European Venture Capital Association), E.V.C.A. Annual Report, 2004
- E.V.C.A., Public Policy Priorities
- E.V.C.A., Strategic Priorities
- E.V.C.A. & B.V.C.A., International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, January 2005
- B.V.C.A. (British Venture Capital Association), A guide to Private Equity, October 2004
- B.V.C.A., A Guide to Venture Capital, June 1998

- B.V.C.A., A Guide to Venture Capital Term Sheets, May 2004
- B.V.C.A., The Economic Impact of Venture Capital in the U.K., February 2003
- B.V.C.A., U.K. Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Insurance Companies, August 2000
- B.V.C.A., U.K. Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors, January 2000
- Ξανθάκης Μανώλης – Τσιπούρη Λένα, “Διαχείριση Τεχνολογίας και Venture Capital – Η περίπτωση της Ελλάδας”, Αθήνα 2001, Εκδόσεις Παπαζήση
- Ηλεκτρονική Διεύθυνση www.taneo.gr, «Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας»
- Ηλεκτρονική Διεύθυνση www.taneo.gr, «Ταμείο Ανάπτυξης Νέας Οικονομίας»