



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
Π.Μ.Σ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

## **SMALL FIRM FINANCING**

## **OBTAINING FUNDS**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΚΑΡΑΚΙΤΗ ΠΑΥΛΙΝΑ**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Εμ. Τσιριτάκης**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b> .....	<b>2</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>4</b>
<b>ΜΕΡΟΣ Ι</b> .....	<b>7</b>
<b>ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	<b>7</b>
<b>ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΝΟΜΙΚΗ ΤΟΥΣ ΜΟΡΦΗ</b> .....	<b>7</b>
<i>ΑΤΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</i> .....	<b>7</b>
<i>ΟΜΟΡΡΥΘΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Ο.Ε.)</i> .....	<b>8</b>
<i>ΕΤΕΡΟΡΡΥΘΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Ε.Ε.)</i> .....	<b>9</b>
<i>ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ (Ε.Π.Ε.)</i> .....	<b>9</b>
<i>ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ</i> .....	<b>11</b>
<i>ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Α.Ε.)</i> .....	<b>11</b>
<b>ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΟΥΣ</b> .....	<b>12</b>
<b>ΜΕΡΟΣ ΙΙ</b> .....	<b>15</b>
<b>ΘΕΩΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ</b> .....	<b>15</b>
<b>Η ΔΥΣΚΟΛΙΑ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΒΕΛΤΙΣΤΟΥ ΣΥΝΔΙΑΣΜΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΞΕΝΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b> .....	<b>16</b>
<b>ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ MODIGLIANI – MILLER (MM)</b> .....	<b>17</b>
<i>M.M. ΧΩΡΙΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ</i> .....	<b>17</b>
<i>M.M. ΜΕ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ</i> .....	<b>21</b>
<b>ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MILLER: Η ΕΠΙΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ</b> .....	<b>22</b>
<b>TRADE-OFF THEORY:</b> .....	<b>23</b>
<b>ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΕΚΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ MM ΚΑΙ MILLER ΠΟΥ ΑΝΤΑΝΑΚΛΑ FINANCIAL DISTRESS (ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΔΥΣΧΕΡΙΑ)</b> .....	<b>23</b>
<b>PECKING ORDER THEORY ΚΑΙ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ</b> .....	<b>26</b>
<b>ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ</b> .....	<b>29</b>
<b>ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ</b> .....	<b>29</b>
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΕΝΑΝΤΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</b> .....	<b>29</b>
<b>ΓΙΑΤΙ ΧΡΕΙΑΖΕΤΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΙΑ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</b> .....	<b>32</b>
<b>ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	<b>34</b>
<b>ΜΕΡΟΣ ΙV</b> .....	<b>38</b>
<b>ΕΝΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ</b> .....	<b>38</b>
<b>(ON BALANCE SHEET FINANCING)</b> .....	<b>38</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΡΑΩΝ</b> .....	<b>38</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΑΥΞΗΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b> .....	<b>38</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ</b> .....	<b>39</b>
<b>ΜΕΣΟΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ</b> .....	<b>40</b>
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΜΟΝΙΜΟΤΕΡΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ</i> .....	<b>43</b>
<i>ΔΑΝΕΙΑ ΠΑΓΙΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ</i> .....	<b>44</b>
<i>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΡΓΩΝ</i> .....	<b>44</b>
<b>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ</b> .....	<b>45</b>
<b>ΑΝΟΙΚΤΟΙ ΑΛΛΗΛΟΧΡΕΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ</b> .....	<b>45</b>
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</i> .....	<b>45</b>
<i>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΙΣΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΥΣΤΕΡΗΣΕΩΝ</i> .....	<b>46</b>
<i>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ – ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ</i> .....	<b>46</b>
<i>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ – ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΙΣΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ Η/ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ</i> .....	<b>47</b>
<b>ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ</b> .....	<b>48</b>
<b>(OFF BALANCE SHEET FINANCING)</b> .....	<b>48</b>

<b>Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΕΓΓΥΟΛΟΣΙΩΝ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΕΜΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</b> .....	48
<i>ΕΓΓΥΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΣΤΟΛΕΣ: ΟΙ ΕΓΓΥΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΣΤΟΛΕΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</i> .....	48
<i>ΕΝΕΓΓΥΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ: ΟΙ ΕΝΕΓΓΥΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ</i> .....	51
<b>ΆΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</b> .....	52
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING)</b> .....	52
<i>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (OPERATING LEASES)</i> .....	53
<i>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (FINANCIAL / CAPITAL LEASES)</i> .....	53
<i>DIRECT LEASING</i> .....	54
<i>SALE &amp; LEASE BACK</i> .....	54
<i>VENDOR LEASING</i> .....	54
<i>ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕΣΩ LEASING</i> .....	54
<b>ΠΡΑΚΤΟΡΕΥΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FACTORING)</b> .....	55
<i>ΜΟΡΦΕΣ FACTORING</i> .....	56
<i>ΕΓΧΩΡΙΟ FACTORING ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΝΑΓΩΓΗΣ / ΧΩΡΙΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΝΑΓΩΓΗΣ</i> .....	57
<i>ΑΜΙΓΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ FACTORING (ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΙΩΝ)</i> .....	58
<i>ΕΙΣΠΡΑΞΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ</i> .....	58
<i>ΕΞΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING</i> .....	58
<i>ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING</i> .....	59
<b>ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ</b> .....	60
<b>ΠΑΡΟΧΗ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ</b> .....	60
<i>ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ</i> .....	60
<i>ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ</i> .....	61
<i>ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΜΕΤΑΧΡΟΝΟΛΟΓΗΜΕΝΩΝ ΕΠΙΤΑΓΩΝ</i> .....	61
<i>ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΙΩΝ</i> .....	62
<i>ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ / ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ</i> .....	62
<i>ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΟΛΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ</i> .....	63
<i>ΠΡΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΗΚΕΣ</i> .....	63
<i>ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΦΟΡΤΩΤΙΚΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ</i> .....	64
<i>ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΕΓΓΥΗΣΕΙΣ</i> .....	65
<b>ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ</b> .....	65
<i>ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ</i> .....	65
<b>ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> ..	68
<b>ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</b> .....	68
<i>ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΝΑΝΤΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ</i> .....	69
<i>ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ FACTORING</i> .....	70
<i>ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ LEASING</i> .....	71
<b>ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΜΕΣΩ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	72
<i>ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</i> .....	73
<i>ΤΑΜΕΙΟ ΕΓΓΥΟΛΟΣΙΑΣ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΤΕΜΠΜΕ)</i> .....	74
<b>ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ</b> .....	77
<i>ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ</i> .....	77
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b> .....	79
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	80

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιπροσωπεύουν το 90% της ευρωπαϊκής αγοράς, σύμφωνα με τις προδιαγραφές που ορίζει η Ευρωπαϊκή Ένωση για τον χαρακτηρισμό μιας επιχείρησης ως μικρομεσαία. Στην ελληνική αγορά οι 800.000 περίπου μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν επίσης το 90% της ελληνικής οικονομίας. Ως εκ τούτου συμβάλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας, στην αύξηση της παραγωγικότητας και στην δημιουργία θέσεων απασχόλησης.

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν ιδιαίτερο μέρος της οικονομίας υπό την έννοια ότι, ανεξαρτήτως του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται και εκτός από το μέγεθός τους, που προκύπτει άλλωστε και από τον χαρακτηρισμό τους ως μικρομεσαίες, έχουν έναν ιδιαίτερο χαρακτήρα. Είναι πολλές φορές οικογενειακές επιχειρήσεις, με την διοίκησή τους να ασκείται από τους ιδιοκτήτες τους, γεγονός που τις κάνει αρκετά ευέλικτες στη λήψη αποφάσεων. Επίσης εξαιτίας του μικρού τους μεγέθους και συχνά του οικογενειακού τους χαρακτήρα έχουν την δυνατότητα να μην είναι απρόσωπες, πράγμα που αποτελεί και το συγκριτικό τους πλεονέκτημα έναντι των μεγάλων επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου μπορούν να αναπτύξουν στενές και σταθερές σχέσεις με όσους συνεργάζονται, είτε σε επίπεδο πελατών, είτε υπαλλήλων είτε προμηθευτών. Το γεγονός αυτό αποτελεί ένα πολύ σημαντικό στοιχείο για την σταθερότητα της λειτουργίας τους.

Το μικρό τους μέγεθος όμως αποτελεί ταυτόχρονα και το μεγαλύτερό τους πρόβλημα. Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι η εύρεση χρηματοδοτικών πόρων. Εξαιτίας του μεγέθους τους οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν τις ίδιες εξασφαλίσεις, ούτε να παρουσιάσουν τα κέρδη και την βεβαιότητα της ασφαλούς πορείας στο μέλλον όπως οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα να έχουν πιο περιορισμένη πρόσβαση στον τραπεζικό δανεισμό. Ταυτόχρονα οι περιορισμένες εξασφαλίσεις που είναι σε θέση να παρέχουν για τα δάνειά τους σε συνδιασμό με την μεγαλύτερη «επικινδυνότητά» τους από πλευράς πιστωτικού κινδύνου, σε σχέση με τις μεγάλες και γνωστές εταιρείες, συνεπάγεται την αυξημένη τιμολόγησή τους σε επιτόκια και προμήθειες από την πλευρά των τραπεζών. Αυτό σημαίνει με απλά λόγια ότι τα δάνειά τους τους κοστίζουν ακριβότερα. Αποτέλεσμα αυτών είναι να περιορίζεται η ανάπτυξή τους και να υφίστανται τις συνέπειες της μεγάλης ανταγωνιστικής αγοράς της Ευρώπης, με περισσότερους χρηματοδοτικούς πόρους και κεφάλαια επένδυσης.

Σύμφωνα με τα στοιχεία έρευνας σε μικρομεσαίες μεταποιητικές επιχειρήσεις όλων των κλάδων παραγωγής για την τετραετία 1999 – 2002 σχετικά με την αξιολόγηση της επίδοσής τους, αυτές που χαρακτηρίστηκαν ως καλύτερες ήταν οι παλαιότερες από τις επιχειρήσεις αυτές, με μακροχρόνια παρουσία στο χώρο δραστηριότητάς του, είχαν υψηλούς δείκτες ρευστότητας, σχετικά χαμηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης (21% - 38%) και κυρίως τα περιουσιακά τους στοιχεία δεν χρηματοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Επίσης ήταν και οι μεγαλύτερες σε μέγεθος από πλευράς απασχολούμενου προσωπικού. Τα ακριβώς αντίθετα ισχύουν για τις χειρότερες εταιρείες της έρευνας, από άποψη επίδοσης: χαμηλή ρευστότητα, υψηλή δανειακή επιβάρυνση που βασίζεται κυρίως σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό, τον οποίο χρησιμοποιούν και για χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων.

Γενικό συμπέρασμα της έρευνας, για όλες τις επιχειρήσεις, ο περιορισμένος μακροπρόθεσμος δανεισμός, που οφείλεται κυρίως, όπως αναφέραμε και παραπάνω, στην μη δυνατότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων να παρέχουν ικανές εξασφαλίσεις για τα δάνειά τους.

Το μέρος αυτό της ελληνικής οικονομίας, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, έχει κεντρίσει τα τελευταία χρόνια το ενδιαφέρον των τραπεζών, ιδιαίτερα στο βαθμό που οι επιχειρήσεις αυτές προσφέρουν μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου τους και αποτελεσματικότερη διαχείριση των κεφαλαίων τους, γεγονός που συμβάλει στην προσπάθεια προσαρμογής των τραπεζών στους νέους κανόνες της Βασιλείας. Έτσι οι τράπεζες έχουν αρχίσει να βλέπουν πιο ευνοϊκά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και προσπαθούν πλέον να καλύψουν τις ανάγκες τους για ρευστότητα μέσω κεφαλαίων κίνησης, αλλά και τις ανάγκες τους για ανάπτυξη και εκσυγχρονισμό μέσω μακροπρόθεσμων δανείων για αγορά επαγγελματικής στέγης και εξοπλισμού. Επίσης δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αυτών υπάρχει μέσω υπηρεσιών leasing και factoring. Επιπλέον, οι περισσότερες τράπεζες τα τελευταία χρόνια έχουν δημιουργήσει εξειδικευμένα προϊόντα χρηματοδότησης για συγκεκριμένες ομάδες ελευθέρων επαγγελματιών όπως γιατροί, φαρμακοποιοί, μηχανικοί, κ.α. Επιπλέον οι τράπεζες προσπαθούν να προσελκύσουν την κατηγορία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων παρέχοντας και άλλες παράλληλες εργασίες, ώστε να καλύψουν τις ανάγκες λειτουργίας τους πιο σφαιρικά, μέσω διαφόρων τραπεζικών εργασιών, όπως η παροχή έμμεσης χρηματοδότησης μέσω εγγυητικών επιστολών και ενεργύων πιστώσεων, αλλά και μέσω μη δανειακών προϊόντων όπως η χορήγηση μπλοκ επιταγών από λογαριασμούς όψεως, πληρωμές προς το δημόσιο, διαχείριση της

μισθοδοσίας τους, καθώς και η παροχή υπηρεσιών ηλεκτρονικής τραπεζικής προς διευκόλυνση της λειτουργίας τους.

Γεγονός είναι όμως ότι η περιορισμένη ρευστότητα της αγοράς, που έχει επεκτείνει την περίοδο πίστωσης των προμηθευτών των μικρομεσαίων επιχειρήσεων έως και τους 12 μήνες, αντανακλά τις αυξημένες ανάγκες των επιχειρήσεων αυτών για κεφάλαια κίνησης. Η ανάγκη αυτή για άμεση ρευστότητα οδηγεί πολλές φορές τις επιχειρήσεις αυτές σε υπερδανεισμό κυρίως μέσω βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων, γεγονός που για την συγκεκριμένη ομάδα επιχειρήσεων σημαίνει υψηλά έξοδα και προμήθειες και γενικά υψηλό κόστος δανεισμού, μιας και η τιμολόγηση έχει να κάνει με την παροχή εξασφαλίσεων, δυνατότητα που όπως είπαμε είναι περιορισμένη για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

## ΜΕΡΟΣ Ι

### **ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Επιχείρηση θεωρείται κάθε μονάδα, ανεξάρτητα από τη νομική της μορφή, που ασκεί οικονομική δραστηριότητα. Στον όρο λοιπόν συμπεριλαμβάνονται προσωπικές ή οικογενειακές επιχειρήσεις ή ενώσεις προσώπων που ασκούν οικονομική δραστηριότητα καθώς και εμπορικές, βιοτεχνικές ή άλλης μορφής επιχειρήσεις.

Διάκριση των επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με δύο κυρίως τρόπους: είτε με βάση την νομική του μορφή, είτε με βάση το μέγεθός τους.

#### **ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΝΟΜΙΚΗ ΤΟΥΣ ΜΟΡΦΗ**

Υπάρχουν πέντε βασικές νομικές μορφές εταιρειών: οι ατομικές επιχειρήσεις, οι Ομόρρυθμες Εταιρείες, οι Ετερόρρυθμες Εταιρείες, οι Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης και οι Ανώνυμες Εταιρείες. Η διάκριση και οι διαφοροποιήσεις τους βασίζονται τόσο στον αριθμό και στους τίτλους ιδιοκτησίας των ατόμων που τις αποτελούν, όσο και στην ευθύνη και τις υποχρεώσεις που συνεπάγεται η κάθε μία νομική μορφή.

#### **ΑΤΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Η πιο απλή μορφή επιχείρησης είναι η ατομική. Αποτελείται από ένα μόνο άτομο, το οποίο κατέχει το σύνολο της επιχείρησης, έχει την αποκλειστική διοίκηση και διαχείριση και είναι δυνατόν να απασχολεί ή όχι υπαλλήλους. Είναι εξαιρετικά ευέλικτη μορφή εταιρείας, ακριβώς λόγω του ενός και μόνο εμπλεκόμενου στην συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα, ο οποίος διοικεί και λαμβάνει τις αποφάσεις για λογαριασμό της επιχείρησης, ελέγχει την πορεία της και καθορίζει τους στόχους της.

Μια ατομική επιχείρηση θα αναγκαστεί να αλλάξει νομική μορφή λόγω πιθανής διεύρυνσης και ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της, οι οποίες δεν θα είναι πλέον δυνατόν να καλυφθούν είτε οικονομικά είτε λόγω έλλειψης επαρκούς χρόνου από ένα και μόνο άτομο.

### ΟΜΟΡΡΥΘΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Ο.Ε.)

Η Ομόρρυθμη Εταιρεία (Ο.Ε.), όπως και όλες οι άλλες νομικές μορφές εταιρειών, πλην της ατομικής επιχείρησης, έχουν δική τους νομική υπόσταση, διαφορετική από την υπόσταση των εταίρων της, αποτελούν δηλαδή ξεχωριστά νομικά πρόσωπα. Η ύπαρξή της ως ξεχωριστό νομικό πρόσωπο ξεκινά με την δημοσίευση του καταστατικού στα ειδικά βιβλία του αρμόδιου πρωτοδικείου, όπου αναφέρεται η έδρα της εταιρείας, ο σκοπός της, οι διαχειριστές της.

Ο χαρακτήρας και ο σκοπός μιας ομόρρυθμης εταιρείας είναι κατά βάση εμπορικός και η ιδιότητα αυτή χαρακτηρίζει και τους ομόρρυθμους εταίρους. Κύριο χαρακτηριστικό της συγκεκριμένης μορφής εταιρείας είναι η απεριόριστη ευθύνη των ομόρρυθμων εταίρων. «Οι ομόρρυθμοι συνεταίροι, οι αναφερόμενοι εις το καταστατικόν της εταιρείας έγγραφον, υπόκεινται αλληλεγγύως εις όλας τας υποχρεώσεις της εταιρείας, αν και υπογεγραμμένος παρ' ενός μόνου των συνεταίρων, υπό την εταιρικήν όμως επωνυμίαν»<sup>1</sup>. Αυτό σημαίνει ότι τόσο η εταιρεία όσο και οι ομόρρυθμοι εταίροι φέρουν εξολοκλήρου την ευθύνη για τις υποχρεώσεις της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα:

- οι ομόρρυθμοι εταίροι δεσμεύονται με το σύνολο της περιουσίας τους για τις υποχρεώσεις της εταιρείας μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων αυτών, ακόμα και κατόπιν λύσεως της εταιρείας, σε περίπτωση που υπάρχουν εκκρεμείς υποχρεώσεις.
- Η ευθύνη αυτή επεκτείνεται και σε τυχόν νέους ομόρρυθμους εταίρους που θα συμμετάσχουν στην εταιρεία κατά τη διάρκεια λειτουργίας της, είτε πρόκειται για υποχρεώσεις που δημιουργήθηκαν μεταγενέστερα της συμμετοχής τους είτε προγενέστερα.

Το χαρακτηριστικό αυτό της απεριόριστης ευθύνης συνεπάγεται ότι δίνεται το δικαίωμα στους δανειστές να διεκδικήσουν τις απαιτήσεις τους από οποιονδήποτε από τους ομόρρυθμους εταίρους ακόμα και δεσμεύοντας την προσωπική περιουσία τους.

1. ΒΑΣΙΛΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ ΤΗΣ 19<sup>ης</sup> ΑΠΡΙΛΙΟΥ/1 ΜΑΪΟΥ 1835 (ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΝΟΜΟΣ) άρθρο 22.



### **ΕΤΕΡΟΡΡΥΘΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Ε.Ε.)**

Σύμφωνα με τον Εμπορικό Νόμο σε μια ετερόρρυθμη εταιρεία υπάρχουν ομόρρυθμοι εταίροι, οι οποίοι, όπως και στην ομόρρυθμη εταιρεία ευθύνονται απεριόριστα για τις υποχρεώσεις της εταιρείας και ετερόρρυθμοι εταίροι, των οποίων η ευθύνη περιορίζεται στο ποσό της εισφοράς τους στην επιχείρησή<sup>2</sup>.

Ο σκοπός της ετερόρρυθμης εταιρείας είναι, όπως και στην ομόρρυθμη, εμπορικός. Η σύστασή της γίνεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο, όπως ακριβώς αναφέρθηκε και για την ομόρρυθμη. Η ετερόρρυθμη εταιρεία φέρει στην επωνυμία της το όνομα τουλάχιστον ενός εκ των ομορρύθμων εταίρων της, ενώ μπορεί να υπάρχει και η προσθήκη του «και Σια» η οποία συνήθως αναφέρεται στους υπόλοιπους συμμετέχοντες.

Υπάρχουν δύο είδη ετερόρρυθμης εταιρείας: η απλή ετερόρρυθμη και η κατά μετοχές ετερόρρυθμη εταιρεία. Στην πρώτη περίπτωση η εισφορά των ετερορρύθμων εταίρων διαιρείται σε μερίδια, τα οποία δεν είναι τίτλοι, είναι αμεταβίβαστα και ανεκχώρητα, ενώ στην περίπτωση ετερόρρυθμης εταιρείας κατά μετοχές η εισφορά των ετερορρύθμων εταίρων διαιρείται σε μετοχικούς τίτλους, οι οποίοι είναι μεταβιβάσιμοι.

Ενώ ο ομόρρυθμος εταίρος ευθύνεται προσωπικά και απεριόριστα για την εταιρεία, ο ετερόρρυθμος εταίρος είναι απλός χρηματοδότης στην ετερόρρυθμη εταιρεία, χωρίς αυτό να τον καθιστά δανειστή, μιας και με την συμμετοχή του αυτή αποκτά μερίδιο στα κέρδη της επιχείρησης ή υφίσταται της ζημιάς της, περιορίζοντας βέβαια πάντα την υποχρέωσή του στο ποσό της εισφοράς του. Η εισφορά του ετερόρρυθμου εταίρου μπορεί να μην συνίσταται σε κεφάλαιο, αλλά και σε προσωπική του ακίνητη περιουσία ή ακόμα και σε προσωπική εργασία. Εύλογο είναι ότι αφού οι ομόρρυθμοι εταίροι ευθύνονται απεριόριστα έναντι των υποχρεώσεων της εταιρείας, θα έχουν και την αποκλειστική διαχείρισή της.

### **ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ (Ε.Π.Ε.)**

Η Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.) είναι ο εταιρικός τύπος που βρίσκεται ανάμεσα στην ανώνυμη και την προσωπική εταιρεία, υπό την έννοια ότι δεν έχει την ανάγκη των μεγάλων κεφαλαίων μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας, όπως είναι η Α.Ε. ούτε την περιορισμένη συμμετοχή των μετόχων στη διοίκηση, αλλά ούτε και το μειονέκτημα της απεριόριστης ευθύνης των ομορρύθμων εταίρων.

<sup>2</sup> ΒΑΣΙΛΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ ΤΗΣ 19<sup>η</sup> ΑΠΡΙΛΙΟΥ/1 ΜΑΪΟΥ 1835 (ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΝΟΜΟΣ) άρθρο 23.

Η Ε.Π.Ε. είναι εμπορική εταιρεία κατά το τυπικό κριτήριο, έστω και αν ο σκοπός αυτής δεν είναι εμπορική επιχείρηση.<sup>3</sup> Ο σκοπός της μπορεί να είναι οποιοσδήποτε με τον μόνο περιορισμό να μην ασκεί δραστηριότητα για την οποία έχει ορισθεί από το νόμο άλλος εταιρικός τύπος (π.χ. τραπεζικές εργασίες για τις οποίες προβλέπεται μόνο για Ανώνυμες Εταιρείες).

Για την σύστασή της απαιτείται δημοσίευση του καταστατικού στο αρμόδιο πρωτοδικείο και καταχώρησή του στο μητρώο Ε.Π.Ε., καθώς και περίληψή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Η επωνυμία της σχηματίζεται είτε από το όνομα ενός ή περισσότερων εταίρων, είτε από την δραστηριότητα της επιχείρησης, είτε και τα δύο μαζί, όπως συμβαίνει συνήθως. Σε κάθε περίπτωση όμως πρέπει βάσει νόμου στην επωνυμία να περιλαμβάνονται ολογράφως οι λέξεις «Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης».

Το βασικότερο χαρακτηριστικό και ταυτόχρονα πλεονέκτημα για τους όλους ανεξαιρέτως τους εταίρους της Ε.Π.Ε. είναι ότι η ευθύνη τους έναντι της εταιρείας περιορίζεται στο ύψος της εισφοράς τους. Για τις εταιρικές υποχρεώσεις ευθύνεται μόνο η εταιρεία με την περιουσία της.

Το ελάχιστο κεφάλαιο για την ίδρυση Ε.Π.Ε. από 1/1/2002 ορίζεται στα δεκαοκτώ χιλιάδες ευρώ (18.000 €) και απαγορεύεται να μειωθεί καθ'όλη τη διάρκεια λειτουργίας της εταιρείας. Το σύνολο του κεφαλαίου πρέπει να καταβληθεί κατά την κατάρτιση της εταιρικής συμβάσεως και μάλιστα τουλάχιστον το μισό θα πρέπει να είναι καταβλημένο σε μετρητά.

Το εταιρικό κεφάλαιο διαιρείται σε εταιρικά μερίδια ελάχιστης ονομαστικής αξίας 30 ευρώ. Κάθε εταίρος μπορεί να συμμετέχει στο σχηματισμό του εταιρικού κεφαλαίου με περισσότερα μερίδια, τα οποία αποτελούν την μερίδα συμμετοχής του (εταιρική μερίδα).

Η εταιρεία περιορισμένης διοικείται από δύο όργανα: την Γενική Συνέλευση των εταίρων και τους διαχειριστές. Η συνέλευση των εταίρων είναι το ανώτατο όργανο της εταιρείας και αποφασίζει για όλες τις εταιρικές υποθέσεις, οι δε αποφάσεις της δεσμεύουν όλους τους εταίρους. Συγκαλείται υποχρεωτικά τουλάχιστον μία φορά το χρόνο και εντός τριών μηνών από της λήξης της εταιρικής χρήσεως. Κάθε εταίρος έχει δικαίωμα ψήφου, ενώ ο αριθμός των ψήφων του είναι ανάλογος του αριθμού των εταιρικών μεριδίων που διαθέτει.

---

<sup>3</sup> Άρθρο 3 § 1 Ν. 3190/55

### **ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ**

Η εταιρεία περιορισμένης ευθύνης μπορεί να συσταθεί από ένα πρόσωπο ή να καταστεί μονοπρόσωπη, οπότε στην επωνυμία της συμπεριλαμβάνεται ολογράφως οι λέξεις «ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ». Φυσικό ή νομικό πρόσωπο δεν μπορεί, με ποινή ακυρότητας, να είναι μοναδικός εταίρος σε περισσότερες από μία εταιρείες περιορισμένης ευθύνης. Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης δεν μπορεί, με ποινή ακυρότητας, να έχει ως μοναδικό εταίρο μονοπρόσωπη εταιρεία περιορισμένης ευθύνης.

Οι εξουσίες της συνέλευσης των εταίρων ασκούνται από τον μοναδικό εταίρο.

### **ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (Α.Ε.)**

Η Ανώνυμη Εταιρεία είναι εμπορική, έστω κι αν ο σκοπός της δεν είναι εμπορικός και έχει ως επί το πλείστον κερδοσκοπικό χαρακτήρα. Για την σύσταση της Ανώνυμης Εταιρείας πρέπει να καταρτιστεί καταστατικό, το οποίο γίνεται με συμβολαιογραφικό έγγραφο, υπογράφεται από τους ιδρυτές της και εγκρίνεται με απόφαση του Υπουργού Εμπορίου (τώρα Υπουργού Ανάπτυξης). Η επωνυμία της εταιρείας λαμβάνεται από την δραστηριότητά της ή από τις κυριότερες δραστηριότητές της, στην περίπτωση πολλαπλών αντικειμένων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο λαμβάνει όλες τις αποφάσεις που αφορούν την διοίκηση της εταιρείας, την διαχείριση της περιουσίας της και την επίτευξη των σκοπών της. Τα μέλη του Δ.Σ. είναι επανεκλέγξιμα και ελεύθερα ανακλητά. Τα μέλη του Δ.Σ. έχουν ευθύνη έναντι της εταιρείας για τις αποφάσεις τους. Ευθυνονται επίσης για τους ισολογισμούς της εταιρείας, στην περίπτωση παραποίησης, παράλειψης ή απόκρυψης στοιχείων.

Το κατώτατο μετοχικό κεφάλαιο που απαιτείται για την ίδρυση της Ανώνυμης Εταιρείας είναι εξήντα χιλιάδες ευρώ (60.000 €) στην περίπτωση που καλύπτεται εξολοκλήρου από τους ιδρυτές της και πρέπει να είναι ολοσχερώς καταβεβλημένο κατά τη σύσταση της εταιρείας. Αν η κάλυψη του κεφαλαίου γίνεται με δημόσια εγγραφή το ποσό είναι ενάμισι εκατομμύριο ευρώ (1.500.000 €).

Το κεφάλαιο της Ανώνυμης Εταιρείας διαιρείται σε μετοχές. Η ονομαστική αξία κάθε μετοχής δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τριάντα λεπτών (0,30€) και μεγαλύτερη των εκατό ευρώ (100€). Οι μετοχές μπορεί να είναι ανώνυμες ή ονομαστικές, σε ορισμένες περιπτώσεις όμως, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση επενδύσεων ιδίων

κεφαλαίων σε αστικά ακίνητα, οι μετοχές είναι υποχρεωτικά ονομαστικές βάσει Νόμου. Οι μετοχές μπορεί επίσης να είναι κοινές ή προνομιούχες με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται στην διανομή μερίσματος σε σχέση με τις κοινές μετοχές, ακόμα και για τις χρήσεις που δεν έγινε διανομή μερίσματος. Οι μέτοχοι ευθύνονται έναντι της εταιρείας μόνο μέχρι του ύψους της συμμετοχής τους. Απαγορεύεται η απόκτηση ιδίων μετοχών από την Α.Ε.

Η Γενική Συνέλευση των μετόχων συνέρχεται υποχρεωτικά μία φορά το χρόνο και ενός έξι μηνών από τη λήξη της χρήσεως. Όλοι οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη Γενική Συνέλευση καθώς και δικαίωμα ψήφου. Οι αποφάσεις της Γενικής Συνελεύσεως λαμβάνονται κατά πλειοψηφία των εκπροσωπούμενων σε αυτήν ψήφων.<sup>4</sup>

### **ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΟΥΣ**

Ένας άλλος τρόπος διάκρισης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων σε σχέση με τις μεγάλες, εκτός από την νομική τους μορφή, είναι το μέγεθός τους. Τα βασικότερα στοιχεία που καθορίζουν το μέγεθος της επιχείρησης είναι ο κύκλος εργασιών της και ο αριθμός ατόμων που απασχολεί. Η διάκριση αυτή είναι περισσότερο εμπειρική, υπάρχει όμως και επίσημος καθορισμός των διακριτικών αυτών ορίων, τα οποία δημιουργήθηκαν περισσότερο προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα ανομοιογενούς μεταχείρισης στην προσπάθεια στήριξης των επιχειρήσεων αυτών, στα πλαίσια μια ενιαίας αγοράς.

Το κριτήριο των απασχολούμενων ατόμων είναι πολύ βασικό για τον καθορισμό του μεγέθους μιας εταιρείας. Αναφέρεται στους εργαζομένους πλήρους απασχόλησης και για ολόκληρο έτος. Περιλαμβάνει δηλαδή τους ιδιοκτήτες της εταιρείας, τους μισθωτούς, τα άτομα που εργάζονται για την εταιρεία, τα οποία σύμφωνα με το εθνικό δίκαιο εξομοιώνονται με τους μισθωτούς και τους εταίρους που δραστηριοποιούνται στην εταιρεία και εξαρτώνται οικονομικά απ'αυτή. Από τον όρο των «απασχολούμενων ατόμων» εξαιρούνται τα άτομα μερικής απασχόλησης ή όσοι δεν συμπλήρωσαν ολόκληρο το έτος ως εργαζόμενοι, καθώς και τυχόν φοιτητές/σπουδαστές που εργάζονται ως εκπαιδευόμενοι στα πλαίσια συμβάσεων επαγγελματικής κατάρτισης.

<sup>4</sup> ΝΟΜΟΣ 2190 / 1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών»

Για τον προσδιορισμό του μεγέθους μιας εταιρείας, εκτός από το κριτήριο των ατόμων που απασχολεί, υιοθετείται και το κριτήριο του κύκλου εργασιών προκειμένου η κατηγοριοποίησή της στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται να είναι πιο πλήρης και σφαιρική. Το στοιχείο των απασχολούμενων ατόμων από μόνο του δεν επαρκεί για να δώσει σαφή εικόνα για το οικονομικό μέγεθος της εταιρείας. Από την άλλη ο χαρακτηρισμός της με αποκλειστικό γνώμονα τον κύκλο εργασιών της δεν επιτρέπει την δίκαιη σύγκριση μεταξύ εταιρειών διαφορετικής φύσεως δραστηριότητας. Για παράδειγμα οι εμπορικές επιχειρήσεις έχουν κατ'ανάγκη, λόγω της δραστηριότητάς τους, μεγαλύτερο κύκλο εργασιών από τις μεταποιητικές. Για τον ίδιο λόγο και ο κύκλος εργασιών θα πρέπει να εξετάζεται στα πλαίσια του συνολικού ισολογισμού της εταιρείας.

Στην κατηγορία των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων δεν συμπεριλαμβάνονται οι Όμιλοι εταιρειών, των οποίων το οικονομικό μέγεθος υπερβαίνει το μέγεθος μιας μικρομεσαίας επιχείρησης. Επίσης οι εταιρείες των οποίων το κεφάλαιο ανήκει στο δημόσιο κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο δεν αποτελούν μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια για να χαρακτηριστεί μια επιχείρηση ως μικρομεσαία θα πρέπει να είναι:

- § Ανεξάρτητη, να μην χαρακτηρίζεται δηλαδή ως συνδεδεμένη ή συνεργαζόμενη.
- § Συνεργαζόμενη, να μην χαρακτηρίζεται δηλαδή ως συνδεδεμένη (όπου ως συνδεδεμένη επιχείρηση νοείται η επιχείρηση η οποία κατέχει μόνη της ή μαζί με άλλες συνδεδεμένες επιχειρήσεις το 25% των δικαιωμάτων ψήφου άλλης επιχείρησης).
- § Επιχείρηση η οποία, αν και κατέχει το 25% ή παραπάνω των δικαιωμάτων ψήφου άλλης επιχείρησης, μπορεί να χαρακτηριστεί ανεξάρτητη αν το ποσοστό αυτό κατοχής της ελέγχεται από συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών, όπως π.χ. δημόσιες εταιρείες συμμετοχών, φυσικά πρόσωπα που επενδύουν ίδια κεφάλαια σε μη εισηγμένες επιχειρήσεις, πανεπιστήμια ή ερευνητικά κέντρα μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, θεσμικούς επενδυτές.

Σύμφωνα με τα παραπάνω οι κατηγορίες των επιχειρήσεων με βάση τα άτομα που απασχολούν, τον κύκλο εργασιών τους και τον ετήσιο ισολογισμό τους είναι οι εξής<sup>5</sup>:

**Πολύ μικρή επιχείρηση** νοείται η επιχείρηση η οποία απασχολεί λιγότερους από δέκα εργαζομένους και της οποίας ο ετήσιος κύκλος εργασιών ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 2 εκατομμύρια ευρώ.

**Μικρή επιχείρηση** θεωρείται η επιχείρηση η οποία απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζομένους και της οποίας ο ετήσιος κύκλος εργασιών ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 10 εκατομμύρια ευρώ.

**Μεσαία επιχείρηση** ορίζεται η επιχείρηση η οποία απασχολεί λιγότερους από 250 εργαζομένους και της οποίας ο ετήσιος κύκλος εργασιών δεν υπερβαίνει τα 50 εκατομμύρια ευρώ ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού δεν υπερβαίνει τα 43 εκατομμύρια ευρώ.

---

<sup>5</sup> Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ, ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΕΠΙΤΡΟΠΗ της 6ης Μαΐου 2003 [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2003) 1422]

## ΜΕΡΟΣ ΙΙ

### ΘΕΩΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

Όλες οι εταιρείες χρειάζονται κεφάλαια για να ξεκινήσουν και για να συνεχίσουν να λειτουργούν. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να προέρχεται είτε από ίδια κεφάλαια, κεφάλαια δηλαδή που οι μέτοχοι της εταιρείας έχουν επενδύσει σ'αυτή, είτε από εξωτερικό δανεισμό. Συνήθως οι εταιρείες χρησιμοποιούν κάποιο συνδυασμό αυτών των πηγών χρηματοδότησης. Ο συνδυασμός αυτός ονομάζεται **κεφαλαιακή διάρθρωση**. Η επιλογή του ποσοστού χρηματοδότησης από την μία ή την άλλη πηγή είναι ξεχωριστή για κάθε εταιρεία και εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ενδεικτικά κάποιοι απ' αυτούς είναι: οι ιδιαίτερες ανάγκες της, το κόστος των επενδυτικών σχεδίων που θέλει να χρηματοδοτήσει, τα στοιχεία του ισολογισμού της όπως το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της και το ύψος του δανεισμού που έχει ήδη χρησιμοποιήσει, τα κέρδη της και τί μέρος αυτών παρακρατεί, την μερισματική της πολιτική, τα επίπεδα των επιτοκίων.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας είναι απόφαση της διοίκησής της, η οποία έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η διοίκηση λοιπόν θέτει μια κεφαλαιακή διάρθρωση – στόχο, την οποία προσπαθεί να διατηρεί. Σε κάθε περίπτωση, η σημασία της σωστής επιλογής κεφαλαιακής διάρθρωσης έγκειται στο γεγονός ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από αυτή. Δεδομένου ότι η αξία της επιχείρησης προκύπτει από:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

δηλαδή από την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών της, προεξοφλημένες με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων της, πιο ευρέως γνωστό ως WACC (Weighted Average Cost of Capital) και δεδομένου ότι το WACC προκύπτει από τα ποσοστά ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού που χρησιμοποιεί η επιχείρηση επί το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης, δηλαδή:

$$WACC = w_d(1-T)r_d + w_e r_s$$

μπορούμε να καταλάβουμε πόσο σημαντική είναι η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας.

## **Η ΔΥΣΚΟΛΙΑ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΒΕΛΤΙΣΤΟΥ ΣΥΝΔΙΑΣΜΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΞΕΝΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Ο προσδιορισμός του βέλτιστου συνδιασμού χρηματοδότησης δεν είναι εύκολη υπόθεση. Και αυτό γιατί αυξάνοντας τη στάθμιση της μίας ή της άλλης πηγής επηρεάζονται όλοι οι άλλοι παράγοντες που καθορίζουν την αξία της επιχείρησης.

Έτσι, αυξάνοντας τα επίπεδα δανεισμού μειώνονται οι φόροι που πληρώνει η επιχείρηση στο κράτος, γιατί οι τόκοι εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημά της, οπότε αυξάνονται οι ελεύθερες χρηματικές ροές υπέρ των μετόχων της. Όμως η χρήση δανεισμού από την εταιρεία αυξάνει το κόστος δανεισμού ( $r_d$ ), το οποίο αντανακλάται στο επιτόκιο που απαιτούν οι δανειστές, διότι η αύξηση του δανεισμού αυξάνει τον κίνδυνο χρεωκοπίας της.

Επίσης όταν μια επιχείρηση δανείζεται αναλαμβάνει την υποχρέωση απέναντι στους δανειστές της να πραγματοποιεί τακτές καταβολές προς αποπληρωμή του δανείου της και των τόκων. Οι δανειστές έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων στην είσπραξη των απαιτήσεών τους σε περίπτωση χρεωκοπίας ή μη καλής εξυπηρέτησης του δανείου. Αυτό σημαίνει ότι τα όποια κέρδη από την λειτουργία της επιχείρησης μειώνονται εξαιτίας του δανεισμού και μικρότερο εισόδημα απομένει πλέον για τους μετόχους. Κατά συνέπεια, η αύξηση των επιπέδων δανεισμού αυξάνει και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ( $r_s$ ) καθώς οι μέτοχοι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση από την επένδυσή τους στην εταιρεία, γιατί θεωρούν ότι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν είναι μεγαλύτερος.

Επομένως δεν είναι πάντα εύκολο να προβλέψει κανείς με βεβαιότητα, πώς μια αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση θα επηρεάσει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων (WACC), καθώς όλες οι μεταβλητές του αλληλοεπηρεάζονται.

Ένα μέρος της χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων προέρχεται από παρακρατηθέντα κέρδη, δηλαδή από κέρδη που η διοίκηση της επιχείρησης επέλεξε να παρακρατήσει για μελλοντικές επενδύσεις αντί να διανύμει μέρισμα. Η χρηματοδότηση μέσω παρακρατηθέντων κερδών έχει το πλεονέκτημα ότι έχει μικρότερο κόστος σε σχέση με τον δανεισμό ή την έκδοση νέων μετοχών (η οποία επιπλέον εκλαμβάνεται και ως αρνητικό μήνυμα για την εταιρεία). Παρ'όλα αυτά δεν είναι δυνατόν μια επιχείρηση να χρηματοδοτείται εξολοκλήρου με εσωτερικά κεφάλαια. Η λύση του δανεισμού ακολουθείται από όλες σχεδόν τις επιχειρήσεις. Τα ποσοστά



διαφέρουν ανάλογα με την μερισματική πολιτική της και τις αποφάσεις για τα επίπεδα δανεισμού.

### **ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ MODIGLIANI – MILLER (MM)**

Την απάντηση στον προβληματισμό για την επιλογή της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης για την εταιρεία προσπαθούν να δώσουν οι Franco Modigliani και Merton Miller, οι οποίοι με τις εργασίες τους το 1958, 1963 και αργότερα το 1977 (μόνο από τον Miller), θεμελίωσαν την θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης και τιμήθηκαν με βραβείο Nobel στα Οικονομικά. Με τις εργασίες τους αυτές και κάτω από μία σειρά αυστηρών προϋποθέσεων, υποστήριξαν ότι, σε αποτελεσματικές αγορές, η αξία της επιχείρησης παραμένει ανεπηρέαστη από τις αποφάσεις σχετικά με την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Η πραγματική αξία της επιχείρησης καθορίζεται από τα πραγματικά περιουσιακά της στοιχεία, οπότε μια εταιρεία δεν μπορεί να αλλάξει την αξία της απλά αλλάζοντας την στάθμιση του δανεισμού και των μετοχών της.

### **M.M. ΧΩΡΙΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ**

#### Πρόταση 1

Η πρώτη πρόταση των Modigliani – Miller (proposition 1) λέει ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση και γενικά η κεφαλαιακή διάρθρωση, δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης<sup>6</sup>. Κατ'επέκταση και ο πλούτος των μετόχων της παραμένει αμετάβλητος. Για να καταλήξουν στο συμπέρασμα αυτό βασίστηκαν σε μια σειρά υποθέσεων. Οι υποθέσεις αυτές είναι αρκετά αυστηρές και μη ρεαλιστικές. Παρ'όλα αυτά όμως, καταλήγοντας στο συμπέρασμα της αδυναμίας της κεφαλαιακής διάρθρωσης να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης κάτω από αυτές τις υποθέσεις, μας δίνουν κάποιους υπαινιγμούς σχετικά με το πώς η κεφαλαιακή διάρθρωση τελικά θα επηρέαζε την αξία της εταιρείας υπό πιο ρεαλιστικές συνθήκες. Γι'αυτό και πολλές μεταγενέστερες μελέτες σχετικά με το θέμα βασίζονται στην εργασία των Modigliani - Miller και προσπαθούν να την προσαρμόσουν σε πιο ρεαλιστικές συνθήκες «χαλαρώνοντας» κάποιες απ'αυτές τις υποθέσεις. Οι υποθέσεις πάνω στις οποίες βασίστηκαν οι Modigliani – Miller για να αποδείξουν τη θεωρία τους είναι οι εξής:

<sup>6</sup> F. Modigliani and M.H. Miller "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" American Economic Review (June 1958).

- § Δεν υπάρχουν φόροι (στην πρώτη εργασία τους οι Modigliani – Miller υποθέτουν την μη ύπαρξη φορολογίας, ενώ στις επόμενες την λαμβάνουν υπόψη τους).
- § Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών.
- § Δεν υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης.
- § Δεν υπάρχει κόστος χρωκοπίας.
- § Οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν απεριόριστα στο ίδιο επιτόκιο, που είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.
- § Όλοι οι επενδυτές έχουν την ίδια πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη και τις επενδυτικές ευκαιρίες των επιχειρήσεων.
- § Τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων δεν επηρεάζονται από τη χρήση δανεισμού.

Σύμφωνα λοιπόν με την πρώτη πρόταση των Modigliani – Miller η αξία μίας επιχείρησης που δεν χρησιμοποιεί καθόλου δανεισμό ( $V_U$  – Unlevered) θα είναι ακριβώς ίδια με την αξία μιας άλλης επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανεισμό ( $V_L$  – Levered), αν όλα τα υπόλοιπα στοιχεία τους είναι ίδια. Αυτό εξηγείται ως εξής:

Η αξία της επιχείρησης χωρίς δανεισμό θα ισούται με την αξία των ιδίων κεφαλαίων της:

$$V_U = E_U$$

Η αξία της επιχείρησης με δανεισμό θα ισούται με την αξία των ιδίων κεφαλαίων της συν την αξία των δανείων της:

$$V_L = E_L + D_L$$

Αν ένας επενδυτής που επενδύσει στο 10% των μετοχών της πρώτης εταιρείας, θα δικαιούται το 10% των μικτών κερδών της:

Επένδυση	Απόδοση
0.10 $V_U$	0.10 X Κέρδη

Αν ο επενδυτής αγοράσει το 10% των δανείων και 10% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας που χρησιμοποιεί δανεισμό τότε η απόδοση από την επένδυσή είναι πάλι η ίδια, δηλαδή το 10% των κερδών της:

	Επένδυση	Απόδοση
Δάνεια	0.10 DL	0.10 X Τόκοι
Ίδια Κεφάλαια	0.10 EL	0.10 X (Κέρδη – Τόκοι)
Καθαρό αποτέλεσμα	0.10 (EL + DL) = 0.10 VU	0.10 X Κέρδη

Σε αποτελεσματικές αγορές, δύο επενδύσεις που έχουν την ίδια απόδοση πρέπει να αξίζουν το ίδιο, κατά συνέπεια:

$$0.10 V_U = 0.10 V_L \text{ και } V_U = V_L$$

Σε ένα εναλλακτικό σενάριο ο επενδυτής αγοράζει το 10% των μετοχών της εταιρείας με δανεισμό. Τώρα η απόδοσή του έχει ως εξής:

Επένδυση	Απόδοση
0.10 EL = 0,10 (VL – DL)	0.10 (Κέρδη – Τόκοι)

Αν ο επενδυτής αντί να αγοράσει μετοχές της μοχλευμένης εταιρείας, δανειστεί ο ίδιος για λογαριασμό του 0,10 DL (δεδομένου ότι μπορεί να δανειστεί με τους ίδιους όρους, βάσει υποθέσεων) και με τα χρήματα αυτά αγοράσει 10% των μετοχών της εταιρείας που δεν έχει δανεισμό. Σ'αυτή την περίπτωση η απόδοση έχει ως εξής:

	Επένδυση	Απόδοση
Δάνεια	-0.10 DL	-0.10 X Τόκοι
Ίδια Κεφάλαια	0.10 V <sub>U</sub>	0.10 X Κέρδη
Καθαρό αποτέλεσμα	0.10 (V <sub>U</sub> - DL)	0.10 X (Κέρδη – Τόκοι)

Και πάλι το καθαρό αποτέλεσμα για τον επενδυτή είναι το ίδιο και στις περιπτώσεις, πράγμα που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι αξίες των δύο εταιρειών είναι ίδιες.

Ουσιαστικά οι Modigliani – Miller έχουν στο μυαλό τους δύο χαρτοφυλάκιο: το ένα περιέχει μετοχές της μη μοχλευμένης επιχείρησης και το άλλο περιέχει σταθμίσεις των δανείων και των ιδίων κεφαλαίων της μοχλευμένης επιχείρησης. Αν οι αξίες των δύο χαρτοφυλακίων (που στην περίπτωσή μας είναι οι αξίες των δύο εταιρειών) δεν ήταν ίδιες, αυτό θα δημιουργούσε ευκαιρίες arbitrage και οι επενδυτές θα μπορούσαν να πουλήσουν το ένα και να αγοράσουν το άλλο και να αποκομίσουν κέρδος από αυτή τη στρατηγική χωρίς κανέναν κίνδυνο. Σε αυτή την περίπτωση όλοι οι επενδυτές θα έκαναν το ίδιο οπότε οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης της αγοράς θα εξισορροπούσαν τις τιμές μέχρις ότου αυτές εξισωθούν, ώστε να μην υπάρχουν πλέον ευκαιρίες arbitrage.

Πρόταση 2

Η δεύτερη πρόταση των Modigliani – Miller λέει ότι η αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας που χρησιμοποιεί δανεισμό αυξάνεται ανάλογα προς τον

λόγο  $\frac{\text{Δάνεια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$ . Αυτή η πρόταση δεν έρχεται σε αντίφαση με την πρώτη

πρόταση, η οποία λέει ότι η αξία της επιχείρησης και κατ'επέκταση ο πλούτος των μετόχων μένει ανεπηρέαστος από την χρήση ή όχι δανεισμού, γιατί η αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης αντισταθμίζεται ακριβώς από την αύξηση του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι, οπότε η αναμενόμενη απόδοση είναι απαιτούμενη απόδοση.

Η αναμενόμενη απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού μιας εταιρείας είναι:

$$r_A = \frac{\text{Αναμενόμενα Λειτουργικά Έσοδα}}{\text{Τρέχουσα Αξία Μετοχών}}$$

Εφόσον οι αποφάσεις για την χρήση δανεισμού δεν επηρεάζουν ούτε τα λειτουργικά έσοδα ούτε την αξία των μετοχών, άρα και η αναμενόμενη απόδοση μένει ανεπηρέαστη. Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή που έχει επενδύσει σε μια μοχλευμένη εταιρεία θα ισούται με την σταθμισμένη αναμενόμενη απόδοση των δανείων της συν την σταθμισμένη αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της:

$$r_A = \frac{D}{V} \times r_D + \frac{E}{V} \times r_E$$

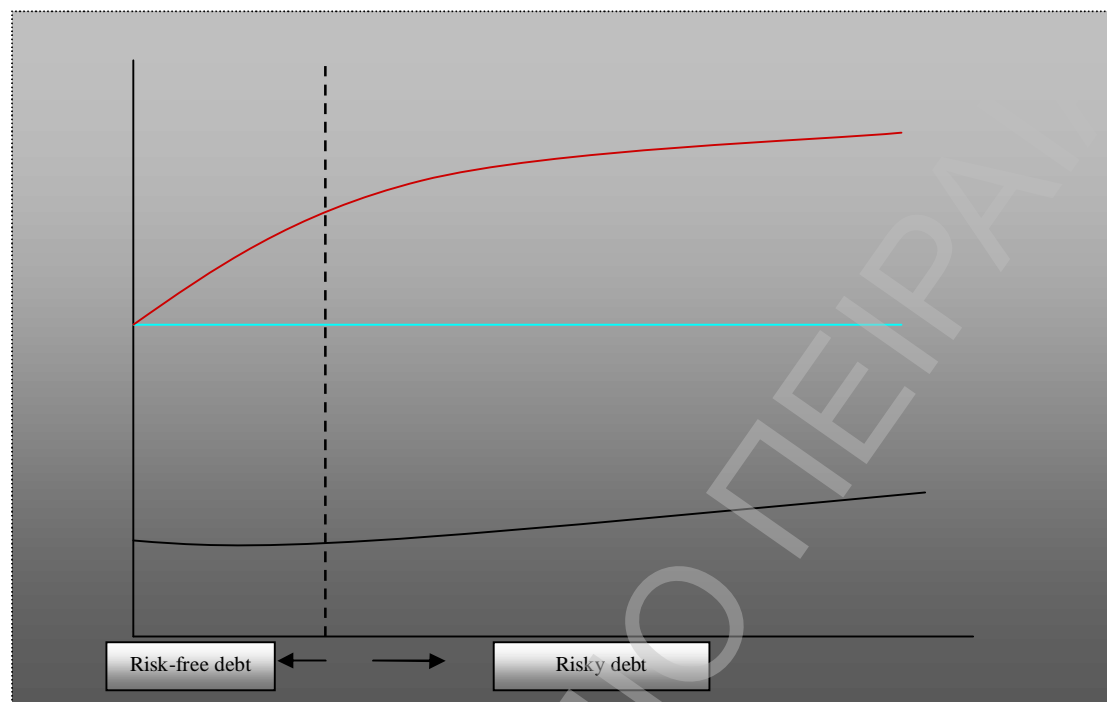
Η αναμενόμενη απόδοση όλων των στοιχείων της εταιρείας, δεν είναι τίποτα άλλο από το γνωστό Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων της εταιρείας (WACC). Αν λύσουμε ως προς  $r_E$ :

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

Δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται ανάλογα προς τον

λόγο  $\frac{D}{E}$ . Το ποσοστό της αύξησης εξαρτάται από την διαφορά της αναμενόμενης

απόδοσης όλων των στοιχείων της εταιρείας ( $r_A$ ) και της αναμενόμενης απόδοσης των δανείων της ( $r_D$ ). Οι μέτοχοι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση γιατί αυξάνεται ο κίνδυνος της επιχείρησης.

Σχήμα 1: Modigliani – Miller Πρόταση 2<sup>7</sup>

Ο κάθετος άξονας είναι τα ποσοστά αναμενόμενης απόδοσης και ο οριζόντιος άξονας αναπαριστά τον δανεισμό της επιχείρησης, ο οποίος διαχωρίζεται από την κάθετη διακεκομμένη γραμμή σε δανεισμό χωρίς κίνδυνο (αριστερά της διακεκομμένης γραμμής) και σε δανεισμό με κίνδυνο (δεξιά της διακεκομμένης γραμμής).

Η κόκκινη γραμμή πάνω είναι η αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων ( $r_E$ ), αυξάνεται γραμμικά όσο ο δανεισμός είναι χωρίς κίνδυνο, αλλά όταν ο δανεισμός αυξάνει τον κίνδυνο των δανείων οι δανειστές απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση ( $r_D^*$ ) (μαύρη γραμμή κάτω) και αυτό κάνει τον ρυθμός αύξησης του  $r_E$  να επιβραδύνεται. Η αναμενόμενη απόδοση όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας ( $r_A$ ) παραμένει σταθερή (μεσαία γαλάζια γραμμή).

### M.M. ΜΕ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ

Στη δεύτερη εργασία τους το 1963 οι Modigliani – Miller αναθεώρησαν μία από τις προϋποθέσεις που είχαν αρχικά θέσει: την μη ύπαρξη εταιρικής φορολόγησης. Οι τόκοι που πληρώνουν οι εταιρείες για τα δάνειά τους εκπίπτουν από το φορολογητέο τους εισόδημα, σε αντίθεση με τις πληρωμές μερισμάτων που δεν εκπίπτουν. Το γεγονός αυτό δίνει κίνητρο στις επιχειρήσεις να εκδώσουν δάνεια αυξάνοντας την στάθμιση των δανείων στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση, γιατί οι τόκοι που πληρώνουν μειώνουν τους φόρους που πληρώνουν οι εταιρείες στο κράτος. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι μεγαλύτερο μέρος από τα κέρδη μένει στη διάθεση των μετόχων. Έτσι αν η φορολόγηση των επιχειρήσεων γίνεται με έναν συντελεστή

<sup>7</sup> Corporate Finance –8<sup>th</sup> edition, Chapter 17: Does debt policy matter?

περίπου 40%, αυτό σημαίνει ότι για κάθε ευρώ που η επιχείρηση δανείζεται «κερδίζει» 0,40 ευρώ από το φορολογητέο της εισόδημα.

Σύμφωνα λοιπόν με την άρση αυτής της προϋπόθεσης σχετικά με την φορολόγηση των επιχειρήσεων οι αξίες δύο επιχειρήσεων που έχουν τα ίδια ακριβώς στοιχεία και η μία χρησιμοποιεί δανεισμό ενώ η άλλη δεν χρησιμοποιεί, δεν είναι πλέον ίσες (όπως ίσχυε στην πρόταση 1 των Modigliani – Miller). Πλέον η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης ισούται με την αξία της μη μοχλευμένης σύν τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από την χρήση δανεισμού. Τα φορολογικά αυτά οφέλη συνοψίζονται στην έννοια της λεγόμενης «φορολογικής ασπίδας» (Tax Shield):

$$V_L = V_U + \text{Tax Shield}$$

Η φορολογική ασπίδα ισούται με τον εκάστοτε συντελεστή φορολόγησης των επιχειρήσεων (T) επί το ποσό δναείων που χρησιμοποιεί η επιχείρηση (D). Άρα:

$$V_L = V_U + TD$$

Συνεπώς με βάση τις προϋποθέσεις των Modigliani – Miller με εταιρική φορολόγηση, όσο αυξάνεται ο δανεισμός της επιχείρησης τόσο αυξάνεται η αξία της. Οπότε μια επιχείρηση μεγιστοποιεί την αξία της όταν χρησιμοποιεί 100% δανεισμό στην κεφαλαιακή της διάρθρωση.

### **ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MILLER: Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ**

Ο Miller τροποποιώντας την προηγούμενη πρόταση εισήγαγε την επίδραση της προσωπικής φορολογίας στην αξία της επιχείρησης. Ενώ η νομοθεσία σχετικά με την φορολογία των επιχειρήσεων ευνοεί την χρηματοδότηση με δανεισμό, η νομοθεσία σχετικά με την προσωπική φορολόγηση ευνοεί τις μετοχές. Το εισόδημα από ομολογίες φορολογείται γενικά με υψηλότερο συντελεστή σε σχέση με τα κέρδη από μετοχές. Έτσι ένας επενδυτής θα δεχόταν μια χαμηλότερη απαιτούμενη απόδοση από τις μετοχές που έχει αγοράσει εξαιτίας της ευνοϊκότερης φορολόγησης τους, σε σχέση με την απόδοση που θα απαιτούσε αν η φορολόγηση των ομολογιών και των μετοχών ήταν ίδια. Η παράμετρος αυτή ευνοεί την χρηματοδότηση με μετοχές.

Η επίδραση της εταιρικής και της προσωπικής φορολόγησης στην αξία της επιχείρησης συνοψίζεται κατά τον Miller στην παρακάτω σχέση:

$$V_L = V_U + \left[ 1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_s)}{(1 - T_d)} \right] D$$

όπου:

$T_c$  = ο εταιρικός συντελεστής φορολόγησης

$T_s$  = ο συντελεστής προσωπικής φορολόγησης για τις μετοχές

$T_d$  = ο συντελεστής φορολόγησης σε εισόδημα από δάνεια

Άρα η ύπαρξη προσωπικής φορολόγησης μειώνει τα πλεονεκτήματα από την χρήση δανεισμού, αλλά δεν τα εξαφανίζει τελείως.

### **TRADE-OFF THEORY:**

#### **Τροποποιημένη έκδοση των μοντέλων MM και Miller που αντανακλά financial distress (χρηματοδοτική δυσχέρια)**

Τα συμπεράσματα των Modigliani – Miller καθώς και τα συμπεράσματα της εργασίας του Miller σχετικά με τον δανεισμό των επιχειρήσεων βασίζονται μεταξύ άλλων και στην υπόθεση ότι δεν υπάρχει κόστος χρεωκοπίας. Παρ'όλα αυτά ξέρουμε ότι κόστος χρεωκοπίας υπάρχει, όπως υπάρχει και πιθανότητα χρεωκοπίας. Το κόστος αυτό είναι πολύ υψηλό για μια επιχείρηση, αφορά άμεσες εκροές ή και έμμεσα κόστη που δεν σχετίζονται μόνο με το γεγονός της χρεωκοπίας αυτό καθαυτ'ο, αλλά μπορούν να προκύψουν ακόμα και με την απειλή της χρεωκοπίας, το λεγόμενο financial distress (χρηματοδοτική δυσχέρια).

Financial distress υπάρχει όταν μια εταιρεία αδυνατεί ή δυσκολεύεται να εξυπηρετήσει τα δάνειά της και πολλές φορές μπορεί να οδηγήσει στην χρεωκοπία. Τα κόστη που σχετίζονται με αυτή την κατάσταση αφορούν υψηλά έξοδα δικηγόρων και λογιστών που συνεπάγονται μεγάλες εκροές από την εταιρεία, εσπευσμένη πώληση περιουσιακών στοιχείων σε τιμές χαμηλότερες από αυτές που η εταιρεία θα μπορούσε να τα πουλήσει αν εξακολουθούσε ομαλά την λειτουργία της, αλλά και έμμεσα κόστη όπως υψηλά επιτόκια δανεισμού και γενικά δυσμενέστεροι όροι δανεισμού, δυσκολία

από την πλευρά των προμηθευτών να παραχωρήσουν πίστωση, διατάραξη σχέσεων με πελάτες, κλπ.

Η χρεωκοπία είναι το ακριβώς επόμενο στάδιο του financial distress, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι όλες οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικές δυσχέρειες οδηγούνται κατ'ανάγκη στη χρεωκοπία. Η χρεωκοπία είναι ουσιαστικά ο μηχανισμός που θέτει σε λειτουργία μια επιχείρηση που αντιμετωπίζει δυσχέρειες, στις οποίες δεν μπορεί πλέον να συνεχίσει να ανταπεξέρχεται, ώστε οι πιστωτές της να αναλάβουν την διαχείρισή της. Η χρεωκοπία είναι το αποτέλεσμα της απαξίωσης των περιουσιακών στοιχείων μια επιχείρησης, όχι η αιτία. Στις περιπτώσεις που οι ιδιοκτήτες της εταιρείας έχουν περιορισμένη ευθύνη έναντι των δανείων της, όπως αναφέρθηκε αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο, δεν έχουν καμμία υποχρέωση και απλώς χάνουν το μερίδιο που έχουν επενδύσει. Αυτό βέβαια, όπως επίσης αναφέραμε, δεν συμβαίνει στην περίπτωση των εταιρών που έχουν απεριόριστη ευθύνη. Μετά την κήρυξη χρεωκοπίας οι δανειστές αναλαμβάνουν να διεκδικήσουν τις απαιτήσεις τους με σειρά προτεραιότητας.

Με βάση τα παραπάνω και λαμβάνοντας πλέον υπόψη το κόστος του financial distress, αναπτύχθηκε η **trade-off theory** στην κεφαλαιακή διάρθρωση, σύμφωνα με την οποία η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανεισμό θα ισούται με την αξία μιας μη μοχλευμένης επιχείρησης (με όλα τα υπόλοιπα στοιχεία ίδια) συν τα φορολογικά οφέλη από την χρήση δανεισμού (Tax Shield – Φορολογική Ασπίδα) μείον το κόστος του financial distress. Σημειώνουμε ότι αναφερόμαστε σε όρους παρούσας αξίας. Άρα:

$$V_L = V_U + PV (\text{Tax Shield}) - PV (\text{Cost Financial Distress})$$

Αυτό που ουσιαστικά λέει η trade-off theory είναι ότι για μια επιχείρηση η επίτευξη του βέλτιστου επιπέδου δανεισμού στην κεφαλαιακή της διάρθρωση είναι μια «ανταλλαγή» (trade-off) μεταξύ των φορολογικών οφελειών από την χρήση δανεισμού και του κόστους του financial distress. Το βέλτιστο επίπεδο επιτυγχάνεται όταν η παρούσα αξία από τα φορολογικά οφέλη αντισταθμίζεται ακριβώς από το κόστος του financial distress.

Συμπερασματικά, ενώ κατά τους Modigliani – Miller με εταιρική φορολόγηση, η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης επιτυγχάνεται με την χρήση 100% δανεισμού στην κεφαλαιακή διάρθρωση, η trade-off theory παρουσιάζει μια πιο ρεαλιστική και ορθολογιστική προσέγγιση περιορίζοντας τον δανεισμό σε χαμηλότερα επίπεδα.

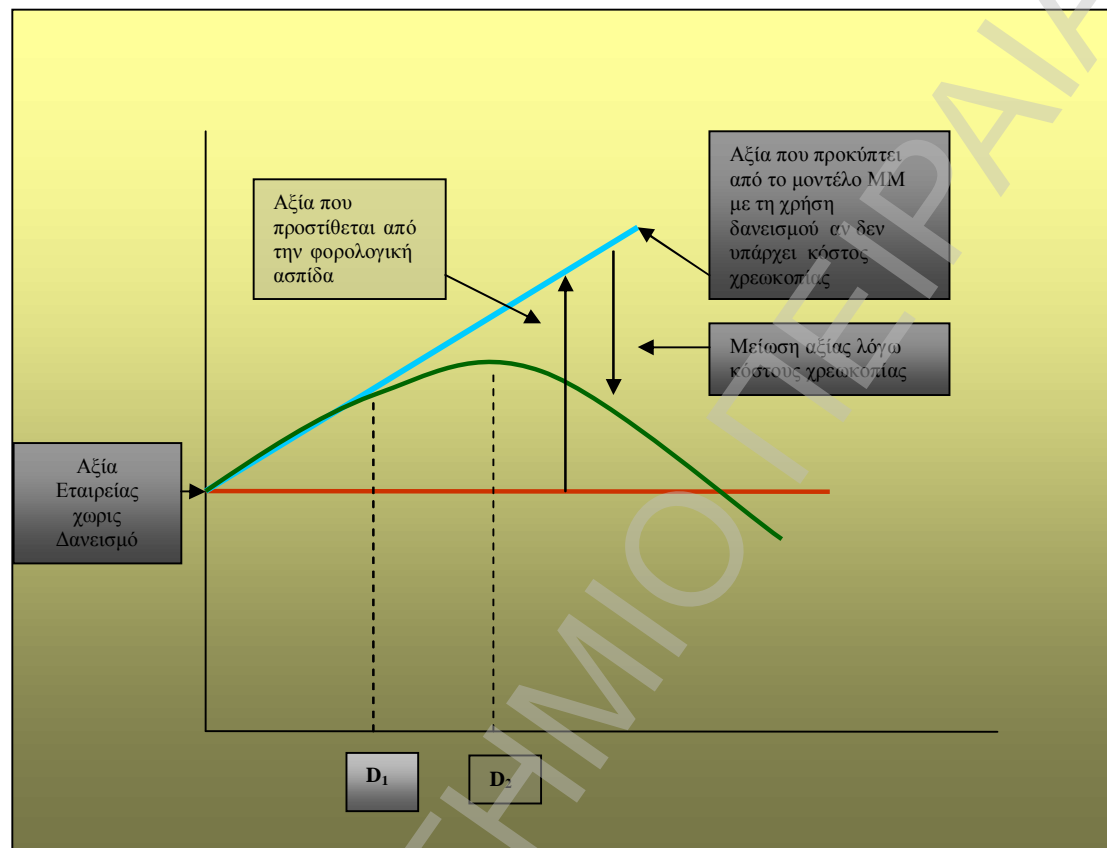


Συμφωνα με αυτή υπάρχει κάποιο επίπεδο δανεισμού από το οποίο και κάτω η πιθανότητα χρεωκοπίας είναι αμελητέα . Πάνω από το σημείο αυτό τα αναμενόμενα κόστη του financial distress αρχίζουν και γίνονται σταδιακά όλο και πιο σημαντικά και πιο πιθανά περιορίζοντας τα φορολογικά οφέλη από τον δανεισμό, χωρίς όμως να τα εξαφανίζουν. Τέλος υπάρχει κάποιο άλλο επίπεδο δανεισμού που τα αναμενόμενα κόστη χρεωκοπίας υπερκαλύπτουν κατά πολύ τα φορολογικά οφέλη και η αύξηση του δανεισμού πάνω από το σημείο αυτό μειώνει την αξία της επιχείρησης. Το τελευταίο αυτό σημείο είναι το άριστο επίπεδο δανεισμού της επιχείρησης.

Ευνόητο είναι ότι τα επίπεδα αυτά δανεισμού που προαναφέραμε διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Οι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος αυτών των σημείων είναι πολλοί. Κερδοφόρες επιχειρήσεις με υψηλό φορολογητέο εισόδημα και αρκετά πάγια περιουσιακά στοιχεία έχουν υψηλό βέλτιστο επίπεδο δανεισμού. Αντιθέτως εταιρείες με χαμηλά κέρδη ή με άυλα και χωρίς σταθερή αξία περιουσιακά στοιχεία έχουν χαμηλό βέλτιστο επίπεδο δανεισμού στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Παρ'όλα αυτά γεγονός είναι ότι η αναπροσαρμογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά στην αγορά και στην επιχείρηση δεν είναι κάτι που γίνεται εύκολα και χωρίς κόστος, διαφορετικά όλες οι επιχειρήσεις θα βρίσκονταν πάντα κοντά στον στόχο τους. Υπάρχει όμως για όλες τις επιχειρήσεις κάποιο επιθυμητό επίπεδο δανεισμού, ένας στόχος κεφαλαιακής διάρθρωσης που γενικά προσπαθούν να προσεγγίζουν.

Σχήμα 2: Trade-off theory: Η επίδραση της μόχλευσης στην αξία της επιχείρησης<sup>8</sup>



Το σημείο  $D_1$  είναι το επίπεδο δανεισμού κάτω από το οποίο η πιθανότητα χρεωκοπίας είναι μηδαμινή.

Το σημείο  $D_2$  είναι το επίπεδο δανεισμού, από το οποίο και πέρα η πιθανότητα χρεωκοπίας είναι μεγάλη και τα οφέλη από τον δανεισμό υπερκαλύπτονται από το κόστος χρεωκοπίας, οπότε η αύξηση του δανεισμού από σημείο αυτό και μετά μειώνει την αξία της εταιρείας.

Τα επίπεδα αυτά δανεισμού διαφέρουν από εταιρεία σε εταιρεία.

## PECKING ORDER THEORY ΚΑΙ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

Ο όρος «ασύμμετρη πληροφόρηση» χρησιμοποιείται για να δηλώσει ότι οι managers μιας εταιρείας γνωρίζουν πολύ περισσότερα σχετικά με όλα τα θέματα που σχετίζονται με την εταιρεία, όπως τα επενδυτικά της σχέδια, τα μειονεκτήματά της και κυρίως η πραγματική της αξία. Έτσι οποιαδήποτε ανακοίνωση από την πλευρά της εταιρείας έχει κάποιο θετικό ή αρνητικό αντίκτυπο στους επενδυτές, οι οποίοι τείνουν να

<sup>8</sup> Financial Management – Theory & Practice - Eugene F. Brigham, Michael C. Erhardt: Chapter 16: Capital Structure Theory

πιστεύουν ότι η διοίκηση της εταιρείας που έχει την καλύτερη δυνατή πληροφόρηση σχετικά με αυτή επιδιώκει κάποιους σκοπούς με την κίνηση που ανακοινώνει.

Πιο συγκεκριμένα και ειδικά στο θέμα μιας ανακοίνωσης έκδοσης νέων μετοχών, οι επενδυτές συνήθως εκλαμβάνουν αυτή την κίνηση αρνητικά, γεγονός που λειτουργεί αρνητικά στην τιμή της μετοχής. Η αρνητική αυτή στάση των επενδυτών σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών οφείλεται στο γεγονός ότι πιστεύουν ότι κανένας λογικός manager δεν θα προσέφερε μετοχές της εταιρείας σε τιμή χαμηλότερη από αυτή που πραγματικά αξίζουν, αλλά θα προτιμούσε να τις πουλήσει ακριβότερα. Αρα θεωρούν ότι η τιμή στην οποία πωλούνται είναι μεγαλύτερη από αυτή που πραγματικά αξίζουν.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση μας οδηγεί στην pecking order theory, η οποία περιγράφει την σειρά προτίμησης με την οποία οι εταιρείες επιλέγουν να χρηματοδοτούνται. Σύμφωνα μ'αυτή τη θεωρία η σειρά επιλογής είναι η εξής:

1. Εσωτερική χρηματοδότηση: μέσω επανεπένδυσης των παρακρατηθέντων κερδών.
2. Τραπεζικός δανεισμός: Αν τα παρακρατηθέντα κέρδη δεν επαρκούν η επόμενη ακριβώς επιλογή είναι να δανειστούν.
3. Έκδοση νέων μετοχών: Αυτού του είδους η χρηματοδότηση είναι η τελευταία επιλογή της επιχείρησης ακριβώς λόγω των επιπτώσεων που μπορεί να επιφέρει στην αντίληψη για την πραγματική αξία της μετοχής.

Η θεωρία αυτή αιτιολογεί και τους λόγους για τους οποίους οι κερδοφόρες επιχειρήσεις δεν έχουν υψηλούς δείκτες δανεισμού. Ο λόγος είναι ότι έχουν τη δυνατότητα μέσω των παρακρατηθέντων κερδών τους να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους και τα σχέδιά τους για ανάπτυξη. Αντιθέτως οι υπερδανεισμένες εταιρείες είναι εκείνες οι οποίες δεν έχουν επαρκή κερδοφορία για να χρηματοδοτηθούν εσωτερικά, οπότε καταφεύγουν στην αμέσως επόμενη λύση που είναι ο δανεισμός.

Θα πρέπει να σημειώσουμε κάποιες εξαιρέσεις στη θεωρία, όπως για παράδειγμα υπερδανεισμένες εταιρείες, οι οποίες δεν έχουν επαρκή εσωτερικά κεφάλαια (γιατί αν είχαν θα αποπλήρωναν μέρος του δανεισμού) οι οποίες δεν επιθυμούν να δανειστούν ακόμα περισσότερο, αναγκαστικά θα εκδώσουν μετοχές. Σ'αυτή την περίπτωση μια τέτοια κίνηση δεν εκλαμβάνεται αρνητικά από τους επενδυτές καθώς ουσιαστικά

υποδηλώνει μια σωστή ενέργεια από την πλευρά της διοίκησης να μην επιβαρύνει επιπλέον την εταιρεία με δανεικά κεφάλαια, τα οποία θα την έθεταν σε κίνδυνο.

Επίσης, εταιρείες οι οποίες δεν διαθέτουν πολλά πάγια περιουσιακά στοιχεία, όπως π.χ. εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, είναι λογικό να προτιμήσουν την έκδοση μετοχών έναντι του δανεισμού, ο οποίος στην περίπτωση τους θα κόστιζε πολύ λόγω την έλλειψης εξασφαλίσεων.

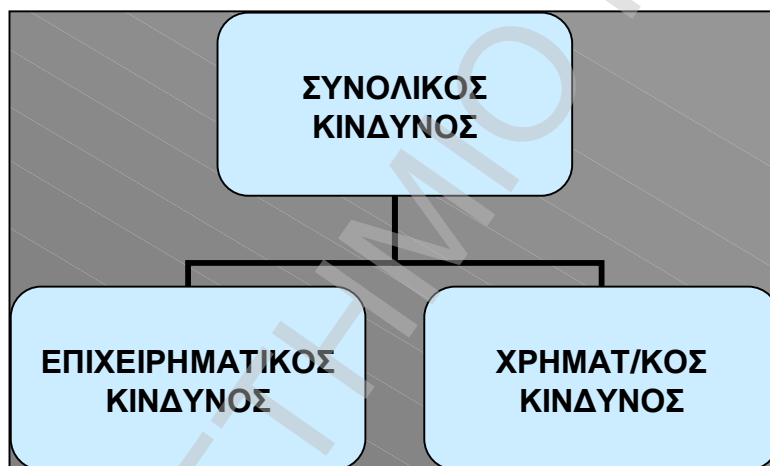
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ

### ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

#### ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΕΝΑΝΤΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Μια επιχείρηση αντιμετωπίζει δύο βασικές κατηγορίες κινδύνων κατά την λειτουργία της: τον επιχειρηματικό κίνδυνο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Οι δυο αυτές κατηγορίες κινδύνου αποτελούν τον συνολικό κίνδυνο της εταιρείας, τον οποίο ουσιαστικά αντιμετωπίζουν οι μέτοχοί της.



Ο **επιχειρηματικός κίνδυνος** είναι ο κίνδυνος που ενυπάρχει στις δραστηριότητες μιας εταιρείας. Είναι ο κίνδυνος που ούτως ή άλλως αντιμετωπίζει μια επιχείρηση με μηδενικό δανεισμό από την λειτουργία της και μόνο και αντανακλά την αβεβαιότητά της σχετικά με τις μελλοντικές χρηματοροές. Επιχειρηματικό κίνδυνο αντιμετωπίζουν όλες ανεξαιρέτως οι επιχειρήσεις. Αυτό που διαφέρει είναι ο βαθμός, ο οποίος εξαρτάται από την αβεβαιότητα σχετικά με την ζήτηση του προϊόντος της, την αβεβαιότητα σχετικά με το κόστος παραγωγής της και τις τιμές πώλησης των προϊόντων της και από την λειτουργική της μόχλευση, δηλαδή το κατά πόσο υψηλό ή χαμηλό είναι το σταθερό κόστος λειτουργίας της. Οι παράγοντες που διαφοροποιούν το βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η κάθε εταιρεία σε σχέση με τις άλλες έχουν να κάνουν με την ικανότητά της να αναπροσαρμόζει τις τιμές πώλησης των προϊόντων της ανάλογα με τις μεταβολές στο κόστος παραγωγής της, με το κατά πόσο

η παραγωγή των προϊόντων της απαιτεί υψηλά ή χαμηλά σταθερά λειτουργικά έξοδα, με το αν η παραγωγή της επηρεάζεται από συναλλαγματικές διακυμάνσεις λόγω συναλλαγών στο εξωτερικό, καθώς και με την ικανότητά της επιχείρησης να αναπτύσει νέα ή καινοτόμα προϊόντα.

Με άλλα λόγια, μια επιχείρηση και κατ'επέκταση οι μέτοχοί της δεν ξέρουν εκ των προτέρων κατά πόσο το κεφάλαιο που επένδυσαν στην εταιρεία θα έχει την αναμενόμενη απόδοση. Η αβεβαιότητα αυτή αντανακλά τον επιχειρηματικό κίνδυνο της εταιρείας. Ένας τρόπος μέτρησης του επιχειρηματικού κινδύνου είναι το ROIC (Return On Invested Capital – Απόδοση επενδεδυμένων κεφαλαίων):

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital}} = \frac{\text{Net Operating Profit After Tax}}{\text{Κεφάλαιο που απαιτείται για τη λειτουργία}}$$

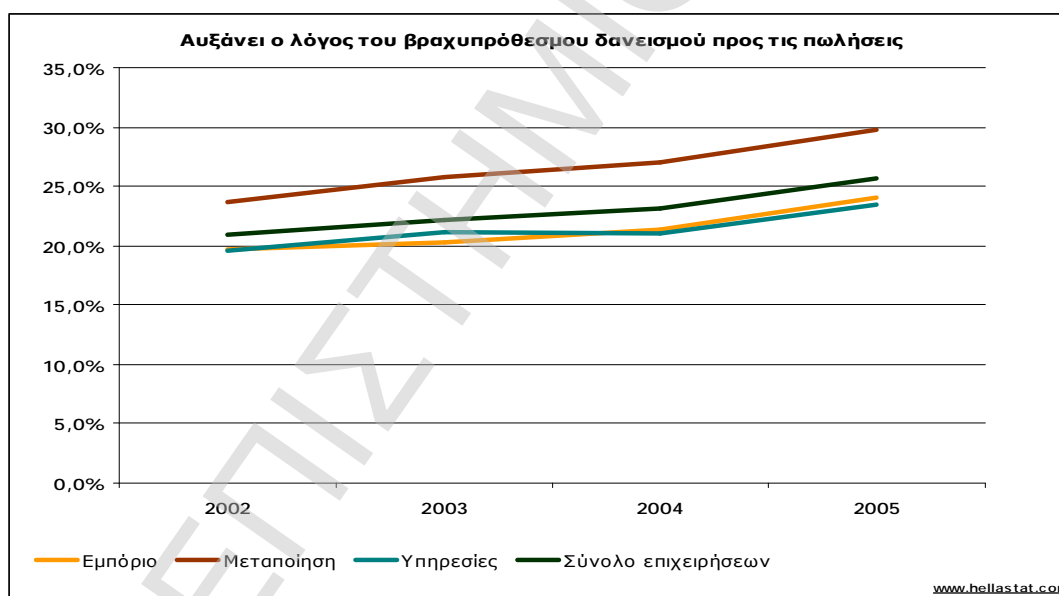
Τονίζεται ότι για την μέτρηση του επιχειρηματικού κινδύνου υπολογίζονται τα λειτουργικά κέρδη, χωρίς την επίδραση δανεισμού. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι ουσιαστικά η τυπική απόκλιση του ROIC από τα αναμενόμενα λειτουργικά κέρδη.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, σε κάθε περίπτωση εξαρτάται στον μεγαλύτερο βαθμό του από τον κλάδο μέσα στον οποίο δραστηριοποιείται μια επιχείρηση και είναι αυτή κυρίως η παράμετρος που κάνει της εταιρείες να αντιμετωπίζουν διαφορετικό βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου, αλλά και διαφορετικά ποσοστά δανεισμού.

Ο **χρηματοοικονομικός κίνδυνος** είναι ο επιπλέον κίνδυνος που αντιμετωπίζει μια εταιρεία όταν χρησιμοποιεί τραπεζικό δανεισμό, ή όπως λέμε χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage). Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αυξάνει τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Αυτό, με απλά λόγια, συμβαίνει γιατί ενώ οι χρηματοδότηση της επιχείρησης μοιράζεται μεταξύ μετόχων και δανειστών, οι δανειστές δεν αναλαμβάνουν καθόλου μερίδιο του επιχειρηματικού κινδύνου, αφού όλη η κερδία γίνεται λαμβάνουν σταθερές πληρωμές από την επιχείρηση και έχουν προτεραιότητα στην είσπραξη των απαιτήσεων τους σε σχέση με τους μετόχους, με αποτέλεσμα ολόκληρος ο επιχειρηματικός κίνδυνος να εστιάζεται στους μετόχους. Η αύξηση του ρίσκου των μετόχων εξαιτίας του δανεισμού για τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει στην εταιρεία, έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης από την πλευρά τους και κατά συνέπεια την αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων για την εταιρεία.

Όπως ο βαθμός επιχειρηματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει μια εταιρεία, έτσι και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος σχετίζεται άμεσα με την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται και τον κλάδο δραστηριότητάς της. Οι ανάγκες δανεισμού διαφέρουν σημαντικά τόσο μεταξύ των κλάδων όσο και μεταξύ των επιχειρήσεων εντός του ίδιου κλάδου.

Από ανάλυση της Hellastat (Ελληνική Εταιρεία Στατιστικών και Οικονομικών Πληροφοριών)<sup>9</sup> προκύπτει ότι ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (όσων έχουν χρηματοδοτηθεί από τράπεζες) είναι υψηλός σε σχέση με τα ετήσια έσοδά τους, ενώ μετά βίας καλύπτουν τις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις από τα λειτουργικά τους κέρδη. Παρ'όλα αυτά μόνο οι 2 στις 10 επιχειρήσεις με έσοδα έως € 300.000 χρησιμοποιεί βραχυπρόθεσμο δανεισμό, γεγονός που, εξαιτίας του μεγάλου αριθμού τους (για τις Α.Ε. και Ε.Π.Ε. αγγίζει τις 12.000 επιχειρήσεις) τις καθιστά μια ιδιαίτερα ελκυστική αγορά για τις τράπεζες με μεγάλες δυνατότητες ανάπτυξης.



Όσον αφορά στην δανειακή επιβάρυνση των κλάδων, πάλι με βάση στοιχεία της ίδιας ανάλυσης, τον υψηλότερο βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με τις πωλήσεις έχει ο κλάδος του εμπορίου ένδυσης και υπόδησης (41%, 3 φορές κάλυψη τόκων), το εμπόριο κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων (53%, 2 φορές κάλυψη τόκων), η επεξεργασία και τα προϊόντα ξύλου (44,4%, 2,8 φορές κάλυψη τόκων) και η οινοποίηση (58,9%, 3,4 φορές κάλυψη τόκων). Μεταξύ των λιγότερο δανεισμένων κλάδων,

<sup>9</sup> Hellastat (Ελληνική Εταιρεία Στατιστικών και Οικονομικών Πληροφοριών) – Οκτώβριος 2006.

συγκριτικά με τον κύκλο εργασιών, είναι οι υπηρεσίες χερσαίων μεταφορών (8,2%), τα super market (6,6%), οι επιχειρήσεις εστίασης (13%), οι μεταλλικές κατασκευές (16,8%), οι τηλεπικοινωνίες (15,1%) και οι τουριστικές υπηρεσίες (12,7%).

### **ΓΙΑΤΙ ΧΡΕΙΑΖΕΤΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΙΑ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ**

Όλες οι επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως μεγέθους χρειάζονται χρηματοδότηση. Αυτή μπορεί να προέλθει είτε εκ των έσω είτε μέσω δανεισμού. Η ιδιαιτερότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σχετικά με το θέμα της χρηματοδότησης έγκειται στην απουσία ορισμένων πηγών χρηματοδότησης, οι οποίες είναι διαθέσιμες για τις μεγάλες εταιρείες. Έτσι, ενώ μια μεγάλη επιχείρηση μπορεί να απευθυνθεί στις μεγάλες αγορές χρήματος για την χρηματοδότησή, όπως το χρηματιστήριο ή σε έκδοση ομολογιακών δανείων, μια μικρή επιχείρηση δεν έχει αυτή τη δυνατότητα. Στην περίπτωση της μικρής επιχείρησης τα ίδια κεφάλαια προέρχονται από τους ιδιοκτήτες της, που συνήθως εξαντλούνται στο μεγαλύτερο μέρος τους για τα έξοδα πρώτης εγκατάστασης. Κατά συνέπεια αν μια μικρή επιχείρηση θέλει να αναπτυχθεί θα αναγκαστεί να αναζητήσει εξωτερική χρηματοδότηση. Η λόγοι για τους οποίους μια μικρομεσαία επιχείρηση χρειάζεται χρηματοδότηση είναι οι εξής:

- § **Έξοδα εγκατάστασης και αγοράς επαγγελματικού εξοπλισμού:** Η αγορά επαγγελματικής στέγης, αν δεν υπάρχει κάποιος διαθέσιμος χώρος για την εγκατάσταση της επιχείρησης, είναι ένα από τα πρώτα μεγάλα έξοδα που αντιμετωπίζει μια μικρομεσαία επιχείρηση. Επίσης η αγορά επαγγελματικού εξοπλισμού αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να ξεκινήσει η επιχείρηση τη λειτουργία της. Αυτές οι επενδύσεις απαιτούν σχετικά μεγάλα ποσά και δημιουργούν την ανάγκη για μεσομακροπρόθεσμα κεφάλαια.
- § **Έξοδα αγοράς αποθεμάτων:** Προϋπόθεση για να αρχίσει η επιχείρηση τη λειτουργία της είναι και η αγορά εμπορευμάτων για να καλύψει τις ανάγκες ζήτησης του προϊόντος της. Η επιχείρηση πρέπει να κάνει μια αρχική εκτίμηση για την αναμενόμενη ζήτηση του προϊόντος της και να δημιουργήσει το κατάλληλο απόθεμα. Το έξοδο αυτό είναι αρκετά μεγάλο στην αρχή λειτουργίας της επιχείρησης, όπου πρέπει να δημιουργήσει αποθέματα εκ του μηδενός, οπότε χρειάζεται κεφάλαια. Στα επόμενα χρόνια δραστηριότητάς της είναι μικρότερο καθώς αποθέματα δημιουργούνται από τη λειτουργία της.



- § **Κεφάλαια κίνησης για την λειτουργία της επιχείρησης:** Και μετά την έναρξη λειτουργίας της μικρομεσαίας επιχείρησης οι ανάγκες για χρηματοδότησή της δεν σταματούν. Μπορεί κάποια από τα έξοδα να καλύπτονται από έσοδα που προέρχονται από την δραστηριότητά της, παρ'όλα αυτά πολλές φορές υπάρχει έλλειψη ρευστότητας που μπορεί να οφείλεται είτε στην ανάγκη πληρωμής υποχρεώσεων πριν από την είσπραξη των απαιτήσεων τους είτε λόγω εποχικότητας του προϊόντος τους.
- § **Έξοδα χρηματοδότησης μελλοντικής ανάπτυξης και εκσυγχρονισμού:** Η αύξηση των πωλήσεων και γενικά η καλή πορεία μια επιχείρησης, αλλά και ο έντονος ανταγωνισμός δημιουργούν την ανάγκη στην επιχείρηση να αναπτυχθεί και να εκσυγχρονιστεί. Αυτό μπορεί να σημαίνει είτε επέκταση των εγκαταστάσεών της, είτε μετεγκατάσταση σε άλλους πιο μεγάλους και λειτουργικούς χώρους, είτε ανανέωση του εξοπλισμού της. Δημιουργείται λοιπόν και πάλι η ανάγκη εύρεσης πηγών χρηματοδότησης.

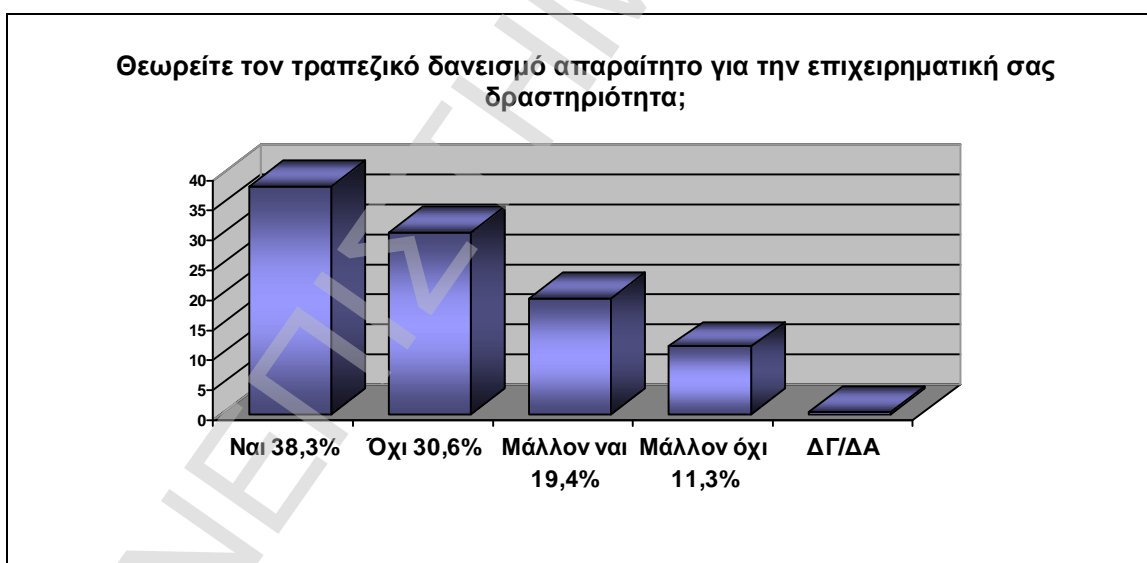
Σε κάθε περίπτωση στόχος κάθε επιχείρησης είναι τα κέρδη τα οποία πραγματοποιούνται κυρίως μέσω των πωλήσεων των προϊόντων της. Συνεπώς κάθε επιχείρηση στοχεύει στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεών της. Η αύξηση των πωλήσεων συνεπάγεται ανάπτυξη της επιχείρησης και επιπλέον επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία, άρα και απαιτούμενα κεφάλαια χρηματοδότησης. Επειδή όμως οι χρηματοδότηση δημιουργεί υποχρεώσεις είτε με τη μορφή τόκων και εξόδων είτε με τη μορφή μερισμάτων, η επιχείρηση θα πρέπει να είναι πάντα σε θέση να κάνει σωστές προβλέψεις σχετικά με τις ανάγκες της σε κεφάλαια χρηματοδότησης. Θα πρέπει να είναι δηλαδή σε θέση να απαντήσει σε δύο βασικά ερωτήματα: α) τί ποσοστό της αύξησης των πωλήσεων θα καλυφθεί με εξωτερικά κεφάλαια και β) πόσα είναι τα απαιτούμενα αυτά κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επιπλέον περιουσιακών στοιχείων.

Τα ερωτήματα αυτά μπορούν να απαντηθούν μέσω της ανάλυσης του ισολογισμού. Μέθοδοι όπως αυτή του «ποσοστού των πωλήσεων» βοηθάει στην απάντηση αυτών των ερωτημάτων. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή οι χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης εκφράζονται ως ποσοστό των ετήσιων πωλήσεων σε όλα τα στοιχεία του ισολογισμού που επηρεάζονται από αυτές. Έτσι η αύξηση των πωλήσεων θα επηρεάσει στοιχεία του ενεργητικού όπως πάγια περιουσιακά στοιχεία, αποθέματα, ρευστά διαθέσιμα. Στην πλευρά του παθητικού η αύξηση των πωλήσεων δεν επηρεάζει αναγκαστικά το μετοχικό κεφάλαιο, ενώ τα παρακρατηθέντα κέρδη αυξάνονται στην περίπτωση που η εταιρεία αποφασίσει να μη διανέμει τα κέρδη της.

## ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟ ΤΩΝ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησε (8/5/2007-23/5/2007) το Κέντρο Μελετών και Έρευνας του Εμπορικού και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών (ΕΒΕΑ), σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την εταιρεία Kara Research, σε δείγμα 1.803 μικρομεσαίων επιχειρήσεων του λεκανοπεδίου Αττικής<sup>10</sup>, ενώ περισσότερες από τις μισές επιχειρήσεις θεωρούν τον δανεισμό απαραίτητο για την λειτουργία της επιχείρησής τους, εν τούτοις επιδεικνύουν διστακτικότητα στη χρήση δανεισμού για δύο κυρίως λόγους:

- § Φόβος που σχετίζεται γενικά με την χρήση δανεισμού, εξαιτίας του ρίσκου που συνεπάγεται αυτός.
- § Δυσμενέστερη αντιμετώπιση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων από τις τράπεζες σε σχέση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, εξαιτίας ακριβώς του μεγέθους τους, που περιορίζει την δυνατότητα πρόσβασής τους σε δανεισμό.



Πιο αναλυτικά φαίνεται να υπάρχει μια εκατέρωθεν δυσπιστία μεταξύ τραπεζών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων: Οι μεν πρώτες παρουσιάζονται επιφυλακτικές στο να δανείσουν χρήματα σε μια μικρομεσαία επιχείρηση, ο δε φόβος των επιχειρήσεων που

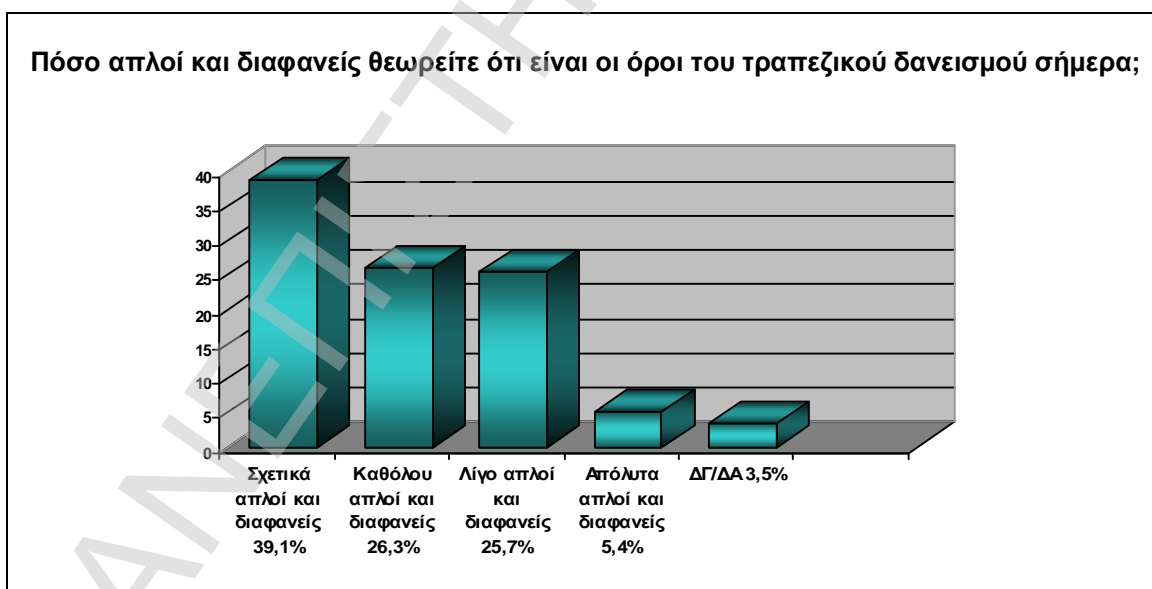
<sup>10</sup> ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΟΝ LINE – 28/7/2007: «Φοβούνται τα δάνεια οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις» - Έρευνα του Κέντρου Μελετών και Έρευνας του ΕΒΕΑ, σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την εταιρεία Kara Research.

σχετίζεται με το αναλαμβανόμενο ρίσκο του δανεισμού έχει να κάνει με την δυσπιστία τους απέναντι στις τράπεζες σχετικά με την διαφάνεια και τους όρους δανεισμού.

Έτσι, ενώ οι επιχειρήσεις που έχουν χρησιμοποιήσει δανεισμό παρουσιάζονται κατά βάση ωφελημένες (γεγονός που αγγίζει το ποσοστό του 80% σε κάποιους κλάδους εταιρειών, όπως στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας ή ακόμα και το 85,3% σε μεγάλες επιχειρήσεις) η αντίληψη που υπάρχει στους μικρομεσαίους επιχειρηματίες ότι η χρήση δανεισμού ενέχει μεγάλο κίνδυνο για την επιχείρησή τους δεν έχει αρθεί.

Το 46% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων δεν έχουν πάρει ποτέ δάνειο, ποσοστό που για τις ατομικές επιχειρήσεις φτάνει το 53%, για στις ομόρρυθμες το 52% και για τις επιχειρήσεις με προσωπικό από 0-9 εργαζόμενους το 50%. Συγκεκριμένα, στον κλάδο των εμπορικών επιχειρήσεων το 48,1% δεν έχει πάρει ποτέ δάνειο, καθώς και το 47,4% των επιχειρήσεων το κλάδου της ακίνητης περιουσίας

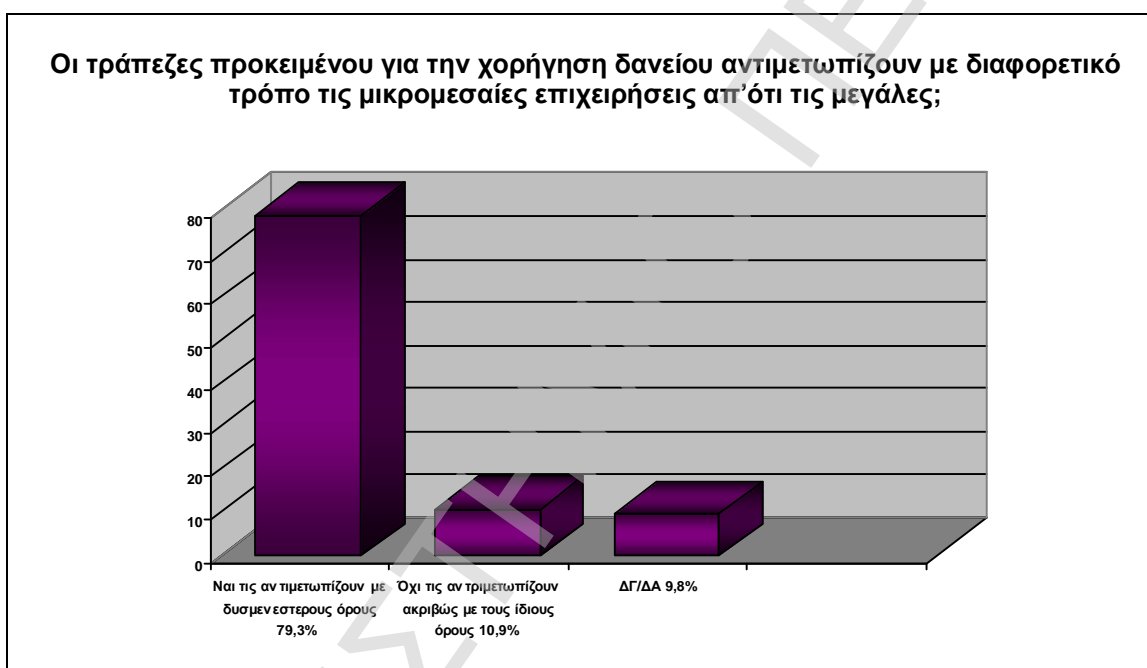
Οι μικρές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δανεισμό κατά κύριο λόγο για να καλύψουν τρέχουσες ανάγκες της επιχείρησης, αποφεύγοντας να προσφύγουν σ'αυτή τη λύση για μεγαλύτερες επενδύσεις με σκοπό τον εκσυγχρονισμό. Από τις επιχειρήσεις που έχουν δανεισμό το 70% δηλώνει ότι έχει δάνειο για κεφάλαιο κίνησης και μόνο το 27% για αγορά παγίων και το 15,7% για leasing.



Η αύξηση του τραπεζικού ανταγωνισμού τα τελευταία χρόνια ωφέλησε τα 2/3 των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Όμως ενώ το 60% των επιχειρήσεων θεωρεί ότι η πρόσβαση προς τις τράπεζες έχει γίνει πιο εύκολη στις μέρες μας, το 36% πιστεύει ακριβώς το αντίθετο.

Η προαναφερθείσα διστακτικότητα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων να προσφύγουν σε δανεικά κεφάλαια ενισχύεται από την άποψη ότι οι επιχειρήσεις αυτές τυγχάνουν δυσμενέστερης αντιμετώπισης από την πλευρά των τραπεζών σε σχέση με τις μεγαλύτερες εταιρείες. Η αντίληψη αυτή, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, επικρατεί στα  $\frac{3}{4}$  των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (76,3%) και συνίσταται σε:

- § Υψηλότερα επιτόκια δανεισμού
- § Απαίτηση για περισσότερες και ισχυρότερες εξασφαλίσεις
- § Μεγαλύτερες προμήθειες



Αποτέλεσμα αυτών των αντιλήψεων σχετικά με την αντιμετώπιση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα είναι να καταφεύγουν οι μικρομεσαίοι επιχειρηματίες σε άλλους, εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης:

- § Αυτοχρηματοδότηση 71,7%.
- § Αναπτυξιακοί νόμοι 13,4%.
- § Χρήση αφορολόγητων αποθεματικών 13,1%.
- § Χρηματιστηριακή αγορά 7,7%.
- § Άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί (πλην των τραπεζών) 6,6%.
- § Ανορθόδοξοι τρόποι χρηματοδότησης 3,5%.

Τα κυριότερα συμπεράσματα που προκύπτουν από την εν λόγω έρευνα είναι ότι ενώ όλες σχεδόν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνεργάζονται με τράπεζες για τις καθημερινές τους δραστηριότητες, με τα μεγαλύτερα ποσοστά να συγκεντρώνονται στις μεγαλύτερες από αυτές (όσες δηλαδή απασχολούν προσωπικό 50-250 άτομα), παρ'όλα αυτά μόνο το 70% των Ανωνύμων Εταιρειών χρησιμοποιεί τραπεζικό δανεισμό. Το ποσοστό είναι ακόμα μικρότερο (μόνο 51%) για τις μικρότερες από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Έχουμε ήδη περιγράψει το πώς μια μικρομεσαία επιχείρηση αποφασίζει για τα κεφάλαια που χρειάζεται για τη λειτουργία και τις επενδύσεις της και τους τρόπους με τους οποίους αποφασίζει σχετικά με τις πηγές άντλησής τους (εσωτερικά ή εξωτερικά κεφάλαια). Επίσης αναφερθήκαμε στους λόγους για τους οποίους η μικρομεσαία επιχείρηση χρειάζεται αυτά τα κεφάλαια καθώς και στις δυσκολίες που αντιμετωπίζει για την εξεύρεσή τους.

Στη συνέχεια της εργασίας μας θα αναφερθούμε στις μορφές χρηματοδότησης στις οποίες έχει πρόσβαση μια μικρομεσαία επιχείρηση, οι οποίες μπορεί να είναι είτε άμεσες (εντός ισολογισμού) που αφορούν εκταμιεύσεις χρηματοδοτικών κεφαλαίων προς την επιχείρηση, είτε έμμεσες (εκτός ισολογισμού) που σχετίζονται με την παροχή πιστωτικής διευκόλυνσης. Για ευνόητους λόγους, επειδή αναφερόμαστε σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, δεν θα αναφερθούμε καθόλου σε μορφές δανεισμού όπως ομολογιακά ή κοινοπρακτικά δάνεια στα οποία δεν έχουν πρόσβαση επιχειρήσεις της τάξεως αυτής. Τέλος θα αναφερθούμε στους παράγοντες που καθιστούν τις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις των μικρομεσαίων επιχειρήσεων πολύ ή λιγότερο ακριβές.

## ΜΕΡΟΣ IV

### **ΕΝΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ (ON BALANCE SHEET FINANCING)**

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

Ένα μεγάλο μέρος των αναγκών των επιχειρήσεων για χρηματοδότηση καλύπτεται εσωτερικά από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Αυτά είναι τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων, για τα οποία η επιχείρηση προτίμησε την μη διανομή τους, ακριβώς για να τα χρησιμοποιήσει για μελλοντικές χρηματοδοτικές ανάγκες. Η παρακράτηση κερδών υπονοεί θετικές προοπτικές για την επιχείρηση αφ'ενός γιατί σημαίνει ότι έχει αρκετά κέρδη ώστε να είναι σε θέση να παρακρατήσει μέρος από αυτά και αφ'ετέρου είναι μια πολύ σωστή επιλογή της εταιρείας γιατί συνεπάγεται ότι έχει επενδυτικά σχέδια που θα επιφέρουν μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον, καθώς και μια σχετική αυτονομία για την χρηματοδότηση αυτών των μελλοντικών επενδύσεων .

Αν και το αντικείμενο αυτής της μελέτης δεν είναι οι μεγάλες εταιρίες, αλλά οι μικρομεσαίες, αξίζει παρ'όλα αυτά να σημειωθεί ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη είναι και ο λόγος που οι πολύ μεγάλες και κερδοφόρες εταιρείες δεν έχουν πολύ υψηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και δεν εξαρτώνται σε πολύ μεγάλο βαθμό από εξωτερικό δανεισμό, ακριβώς γιατί παρακρατούν μέρος των κερδών τους ώστε να καλύψουν μελλοντικές επενδυτικές ανάγκες τους με εσωτερική χρηματοδότηση. Μ'αυτό τον τρόπο αποφεύγουν τόσο το μεγάλο κόστος της έκδοσης νέων μετοχών, όσο και την μετάδοση αρνητικού σήματος στην αγορά που συνεπάγεται η ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών.

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΑΥΞΗΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Όταν η επιχείρηση δεν θέλει να καταφύγει σε τραπεζικό δανεισμό κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εκδίδοντας νέες μετοχές είτε προς τους υπάρχοντες μετόχους, οι οποίοι σ'αυτή την περίπτωση καλύπτουν και την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου προς

χρηματοδότηση των νέων αναγκών της εταιρείας, είτε προς νέους μετόχους, επιτρέποντας μ'αυτό τον τρόπο σ'αυτούς την συμμετοχή τους στην λήψη αποφάσεων για την επιχείρηση καθώς βέβαια και μερίδιο από τα κέρδη.

Όπως αναφέραμε και στην αρχή της παρούσας εργασίας οι μετοχές μιας εταιρείας μπορεί να είναι κοινές ή προνομιούχες με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου. Αρα το δικαίωμα ψήφου είναι αυτό που καθορίζει κατά πόσο οι νέοι μέτοχοι θα έχουν λόγο στις αποφάσεις που σχετίζονται με την διοίκηση της εταιρείας. Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται στην διανομή μερίσματος σε σχέση με τις κοινές μετοχές, ακόμα και για τις χρήσεις που δεν έγινε διανομή μερίσματος. Στην περίπτωση μεγάλων επιχειρήσεων η διανομή μερίσματος, που δεν είναι τίποτα άλλο από την ανταμοιβή των μετόχων για τα κεφάλαια που τοποθέτησαν στην εταιρεία, είναι σχετικά ξεκάθαρη. Στην περίπτωση όμως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων το μέρισμα μπορεί να έχει διάφορες άλλες μορφές, όπως μισθοί ή κάποια ιδιαίτερα προνόμια και αμοιβές. Αυτό εξαρτάται από τις ιδιαίτερες ανάγκες των ενεχομένων στην μικρομεσαία επιχείρηση, καθώς και από το πόσο ενεργή ή όχι είναι η συμμετοχή τους σ'αυτή.

Επειδή όμως στην περίπτωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων οι μέτοχοι της εταιρείας δεν είναι άλλοι από τους ιδιοκτήτες τους καθώς και ίσως κάποια πρόσωπα του στενού περιβάλλοντός τους, η συνεχής τοποθέτηση των χρημάτων τους στην εταιρεία για να καλυφθούν οι ανάγκες που προκύπτουν από την ανάπτυξή της δεν είναι πάντα εφικτή. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η επιχείρηση να επιλέγει τελικά τον τραπεζικό δανεισμό.

### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ**

Ο τραπεζικός δανεισμός, ανάλογα με την διάρκειά του και τους σκοπούς τους οποίους εξυπηρετεί διακρίνεται σε μεσομακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο. Η διάρκεια και το είδος του δανείου που θα επιλέξει η επιχείρηση εξαρτάται από τις ανάγκες που η επιχείρηση επιδιώκει να καλύψει μέσω αυτού.

### **ΜΕΣΟΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ**

Σαν μεσομακροπρόθεσμες (Term Loans) θεωρούνται οι πιστοδοτήσεις οι οποίες έχουν χρονική διάρκεια πάνω από 12 μήνες και έχουν:

- § συγκεκριμένη χρονική διάρκεια
- § συγκεκριμένο πρόγραμμα αποπληρωμής με συγκεκριμένες δόσεις κεφαλαίου και τόκων.

Οι ανάγκες που καλύπτουν οι μεσομακροπρόθεσμες πιστοδοτήσεις είναι ανάγκες μονιμότερου χαρακτήρα και μεγαλύτερου χρονικού διαστήματος σε σχέση με τις ανάγκες που καλύπτουν οι βραχυπρόθεσμες πιστοδοτήσεις. Ο μεσομακροπρόθεσμος τοκοφόρος δανεισμός προορίζεται κατά κύριο λόγο για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, ώστε να «ταιριάζουν» χρονικά τα μέσομακροπρόθεσμα οφέλη / έσοδα της επένδυσης με το πλάνο καταβολής των τόκων και αποπληρωμής του κεφαλαίου. Θα μπορούσε να γίνει ένας επιπλέον διαχωρισμός ονομάζοντας μεσοπρόθεσμες τις πιστοδοτήσεις που διαρκούν 1-3 έτη και μακροπρόθεσμες εκείνες που έχουν διάρκεια πάνω από 3 έτη. Η μέγιστη διάρκεια για μεσομακροπρόθεσμες επιχειρηματικές πιστοδοτήσεις εκτείνεται συνήθως μέχρι 15-20 έτη.

Ανάλογα με το είδος των δόσεων, αν δηλαδή αφορούν μόνο κεφάλαιο ή μόνο τόκους ή και τα δύο, οι μεσομακροπρόθεσμες πιστοδοτήσεις χαρακτηρίζονται ως **χρεολυτικά** ή **τοκοχρεολυτικά** δάνεια:

**Χρεολυτικό** ονομάζεται το δάνειο για το οποίο υπάρχουν ξεχωριστές καταβολές κεφαλαίου και τόκων: οι δόσεις που αφορούν αποπληρωμή κεφαλαίου είναι ισόποσες ή ανισόποσες και καθορίζονται συμβατικά σε συγκεκριμένες ημερομηνίες ανά μήνα, τρίμηνο, εξάμηνο, χρόνο, ενώ το ποσό των τόκων καταβάλλεται ξεχωριστά σε προκαθορισμένες ημερομηνίες εκτοκισμού. Συχνά, για πρακτικούς λόγους, οι ημερομηνίες καταβολής δόσης κεφαλαίου συμπίπτουν με τις ημερομηνίες εκτοκισμού, αποτελούν όμως ξεχωριστές καταβολές.

Υπάρχει συχνά η ευελιξία καθορισμού ανισόποσων δόσεων κεφαλαίου, ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης, π.χ. αρχικά μια άτοκη περίοδος χωρίς καμμία υποχρέωση καταβολής δόσεων κεφαλαίου, ως περίοδος χάριτος, χαμηλές δόσεις για τα 2 επόμενα χρόνια και υψηλότερες καταβολές για το υπόλοιπο διάστημα του δανείου. Εναλλακτικά υπάρχει η δυνατότητα να καταβόλονται από την επιχείρηση μόνο τα ποσά των τόκων κατά τις περιόδους εκτοκισμού για όλη τη διάρκεια του δανείου και το σύνολο του χορηγηθέντος κεφαλαίου να αποπληρωθεί σε μια δόση στη λήξη του δανείου (balloon payment). Χρηματοδοτήσεις αυτής της μορφής αφορούν συνήθως την χρηματοδότηση



κάποιου επενδυτικού σχεδίου, από το οποίο η επιχείρηση αναμένεται να έχει έσοδα μετά την ολοκλήρωσή του, οπότε θα είναι και σε θέση να αποπληρώσει το κεφάλαιο.

**Παράδειγμα 5-ετούς χρεολυτικού δανείου ποσού € 432.510 με σταθερό επιτόκιο 6,76% (συμπεριλαμβανομένης εισφοράς) με τριμηνιαίες ισόποσες δόσεις κεφαλαίου και τρίμηναίο εκτοκισμό:**

	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΠΛΗΡΩΜΗ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΤΟΚΟΙ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ
1	26/06/2007	-432.510,00			432.510,00
2	26/09/2007	29.097,35	21.625,50	7.471,85	410.884,50
3	27/12/2007	28.723,76	21.625,50	7.098,26	389.259,00
4	26/03/2008	28.203,98	21.625,50	6.578,48	367.633,50
5	26/06/2008	27.976,57	21.625,50	6.351,07	346.008,00
6	26/09/2008	27.602,98	21.625,50	5.977,48	324.382,50
7	29/12/2008	27.351,21	21.625,50	5.725,71	302.757,00
8	26/03/2009	26.571,54	21.625,50	4.946,04	281.131,50
9	26/06/2009	26.482,20	21.625,50	4.856,70	259.506,00
10	28/09/2009	26.206,07	21.625,50	4.580,57	237.880,50
11	28/12/2009	25.690,35	21.625,50	4.064,85	216.255,00
12	26/03/2010	25.198,99	21.625,50	3.573,49	194.629,50
13	28/06/2010	25.060,93	21.625,50	3.435,43	173.004,00
14	27/09/2010	24.581,75	21.625,50	2.956,25	151.378,50
15	27/12/2010	24.212,22	21.625,50	2.586,72	129.753,00
16	28/03/2011	23.842,69	21.625,50	2.217,19	108.127,50
17	27/06/2011	23.473,16	21.625,50	1.847,66	86.502,00
18	26/09/2011	23.103,63	21.625,50	1.478,13	64.876,50
19	27/12/2011	22.746,28	21.625,50	1.120,78	43.251,00
20	26/03/2012	22.356,44	21.625,50	730,94	21.625,50
21	26/06/2012	21.999,09	21.625,50	373,59	0,00

**Τοκοχρεολυτικό** ονομάζεται ένα δάνειο με ισόποσες δόσεις, οι οποίες αποτελούνται από μέρος κεφαλαίου και τους δεδουλευμένους τόκους από την προηγούμενη δόση (ή από την έναρξη του δανείου αν πρόκειται για την πρώτη δόση) έως τη στιγμή πληρωμής της δόσης. Αυτό συνεπάγεται ότι ο εκτοκισμός του δανείου καθορίζεται από την συχνότητα πληρωμής δόσεων (π.χ. μηνιαίες τοκοχρεολυτικές δόσεις σημαίνει

μηνιαίο εκτοκισμό). Κάθε δόση, καθώς προχωρά η αποπληρωμή του κεφαλαίου, συμπεριλαμβάνει αναλογικά όλο και μεγαλύτερο μέρος κεφαλαίου και όλο και μικρότερο ποσό τόκων. Η τελευταία δόση θα περιλαμβάνει σχεδόν αποκλειστικά κεφάλαιο. Η πρακτική χρησιμότητα αυτής της μορφής της αποπληρωμής έγκειται στο γεγονός ότι η επιχείρηση, έχει να αντιμετωπίσει μια σταθερή δόση καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου και ίσως αυτό βοηθά καλύτερα στον προγραμματισμό των ταμειακών της ροών.

**Παράδειγμα 5-ετούς τοκοχρεολυτικού δανείου ποσού € 432.510 με σταθερό επιτόκιο 6,76% (συμπεριλαμβανομένης εισφοράς) με τρίμηνα εκτοκισμό:**

	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ποσο δοσης	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΤΟΚΟΙ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ
1	26/06/2007	-432.510,00			432.510,00
2	26/09/2007	25.666,00	18.357,00	7.309,00	414.153,00
3	27/12/2007	25.666,00	18.667,00	6.999,00	395.486,00
4	26/03/2008	25.666,00	18.982,00	6.684,00	376.504,00
5	26/06/2008	25.666,00	19.303,00	6.363,00	357.201,00
6	26/09/2008	25.666,00	19.630,00	6.037,00	337.571,00
7	29/12/2008	25.666,00	19.961,00	5.705,00	317.610,00
8	26/03/2009	25.666,00	20.299,00	5.368,00	297.311,00
9	26/06/2009	25.666,00	20.642,00	5.025,00	276.669,00
10	28/09/2009	25.666,00	20.991,00	4.676,00	255.678,00
11	28/12/2009	25.666,00	21.345,00	4.321,00	234.333,00
12	26/03/2010	25.666,00	21.706,00	3.960,00	212.627,00
13	28/06/2010	25.666,00	22.073,00	3.593,00	190.554,00
14	27/09/2010	25.666,00	22.446,00	3.220,00	168.108,00
15	27/12/2010	25.666,00	22.825,00	2.841,00	145.283,00
16	28/03/2011	25.666,00	23.211,00	2.455,00	122.072,00
17	27/06/2011	25.666,00	23.603,00	2.063,00	98.469,00
18	26/09/2011	25.666,00	24.002,00	1.664,00	74.467,00
19	27/12/2011	25.666,00	24.408,00	1.259,00	50.059,00
20	26/03/2012	25.666,00	24.820,00	846,00	25.240,00
21	26/06/2012	25.666,00	25.240,00	427,00	0,00

Τοκοχρεολυτικά είναι συνήθως τα καταναλωτικά ή στεγαστικά δάνεια, που απευθύνονται ως επί το πλείστον σε ιδιώτες και λιγότερο σε επιχειρήσεις. Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια επιχειρήσεων είναι συνήθως χρεολυτικά. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη από τους ιδιώτες, με αποτέλεσμα να προτιμούν τα χρεολυτικά δάνεια σε σχέση με τα «ακριβότερα» τοκοχρεολυτικά.

Το επιτόκιο των Μεσομακροπροθέσμων Δανείων μπορεί να είναι είτε σταθερό, να παραμείνει δηλαδή αμετάβλητο καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις της διατραπεζικής αγοράς είτε κυμαινόμενο, να μεταβάλεται δηλαδή ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες.

Η επιλογή ενός Μεσομακροπρόθεσμου Δανείου με σταθερό επιτόκιο ενέχει κίνδυνο για την εταιρεία να «εγκλωβιστεί» σε ένα δάνειο υψηλού επιτοκίου και κατά συνέπεια υψηλών δόσεων, στην περίπτωση πτώσης των επιτοκίων. Ο κίνδυνος που συνεπάγεται η επιλογή δανείου με κυμαινόμενο επιτόκιο συνδέεται με την πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων, η οποία θα οδηγήσει σε αύξηση του ποσού των δόσεων που θα πρέπει να καταβάλει η εταιρεία.

Ανάλογα με τους σκοπούς που εξυπηρετούν, οι μεσομακροπρόθεσμες πιστοδοτήσεις διακρίνονται ως εξής:

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΜΟΝΙΜΟΤΕΡΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ**

Η διάρκεια των πιστοδοτήσεων για Κεφάλαιο Κίνησης μονιμότερου χαρακτήρα φτάνει συνήθως τα 3-5 έτη. Μέσω αυτής της μορφής χρηματοδότησης καλύπτεται συνήθως μια μόνιμη ανάγκη ρευστότητας της εταιρείας, η οποία μπορεί να οφείλεται σε υποχρεώσεις που υπερβαίνουν το οικονομικό έτος, σε επισφαλείς απαιτήσεις ή απαιτήσεις ανεπίδεκτες εισπράξεως, κλπ. Επίσης, σε περιπτώσεις χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης μιας εταιρείας, μπορεί να καλύπτει την ανάγκη διατήρησης ενός ποσού σταθερά επενδεδυμένου στην επιχείρηση, υπο μορφή αποθέματος προκειμένου να εξυπηρετεί τις ανάγκες μιας επένδυσης.

### **ΔΑΝΕΙΑ ΠΑΓΙΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ**

Είναι η πιο συνηθισμένη μορφή μεσοπρόθεσμων δανείων με σκοπό την διευκόλυνση της επιχείρησης για αγορά ή ανανέωση του μηχανολογικού της εξοπλισμού ή την αγορά, ανέγερση ή ανακαίνιση των κτιριακών της εγκαταστάσεων.

Στόχος είναι η αύξηση της παραγωγικότητας της εταιρείας και η βελτίωση των μεγεθών της. Παρ'όλα αυτά η επιθυμητή μεταβολή των μεγεθών επιτυγχάνεται όταν υπάρχει και το ανάλογο μέγεθος αγοράς για την απορρόφηση της μεγαλύτερης ποσότητας προϊόντος που θα προκύψει από την αύξηση της παραγωγικότητας, καθώς και η δυνατότητα επαρκούς προώθησής του. Σε αντίθετη περίπτωση η εταιρεία μπορεί να οδηγηθεί σε υπερπαγιοποίηση, αυξάνοντας την λειτουργική της μόχλευση, δηλαδή το ποσοστό σταθερού κόστους στην παραγωγική διαδικασία. Η αύξηση αυτή της λειτουργικής μόχλευσης, χωρίς τις ανάλογες πωλήσεις ή ανάλογη ζήτηση του προϊόντος, έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του επιχειρηματικού κινδύνου.

Εκτός από το μέγεθος της αγοράς, την δυνατότητα αύξησης των πωλήσεων, την ζήτηση του προϊόντος και τον ανταγωνισμό οι επιχειρηματίες δε θα πρέπει να παραβλέπουν το γεγονός ότι η αυξημένη παραγωγική δυναμικότητα συνήθως απαιτεί και αυξημένα Κεφάλαια Κίνησης. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις επενδύσεων που επιδοτούνται βάσει διατάξεων αναπτυξιακών νόμων, οι επιχειρηματίες επικεντρώνονται στην ανάγκη χρηματοδότησης για την ολοκλήρωση της επένδυσης παραβλέποντας τις αυξημένες ανάγκες ρευστότητας που θα επιφέρει η αύξηση της παραγωγικής δραστηριότητας.

### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΡΓΩΝ**

Η χρηματοδότηση για κατασκευή έργων αποτελεί μακροπρόθεσμη μορφή δανεισμού. Η ιδιαιτερότητα αυτής της μορφής χρηματοδότησης έγκειται στο ότι γίνεται για την ανέγερση συγκεκριμένου έργου και οι εκταμιεύσεις του απαιτούμενου ποσού γίνονται με βάση την πρόοδο των εργασιών, οι οποίες πιστοποιούνται από μηχανικό. Συνήθως προσημειώνεται το υπό κατασκευή ακίνητο και μετά την ολοκλήρωσή του και μέχρι την εξώφληση του δανείου.

### **ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ**

Ως βραχυπρόθεσμο εννοούμε τον δανεισμό που έχει διάρκεια έως ένα έτος, ακόμη και αν πρόκειται για πιστοδοτήσεις που ανακυκλώνονται. Με τον όρο ανακύκλωση εννοούμε ότι η εταιρεία έχει στη διάθεσή της κάποιο πιστωτικό όριο, το οποίο χρησιμοποιεί ανάλογα με τις ανάγκες της και υποχρεούται μέσα σε διάστημα ενός έτους να αποπληρώσει και στη συνέχεια, αν χρειάζεται να το ξαναχρησιμοποιήσει. Αυτής της μορφής χρηματοδότηση είναι οι ανοικτοί αλληλόχρεοι λογαριασμοί, οι οποίοι αναφέρονται αναλυτικά στη συνέχεια:

### **ΑΝΟΙΚΤΟΙ ΑΛΛΗΛΟΧΡΕΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ**

Ανάλογα με τους σκοπούς που εξυπηρετούν διακρίνονται ως εξής:

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΧΡΗΣΗΣ**

Η εποχικότητα ορισμένων επιχειρήσεων στην παραγωγή ή στην διάθεση των προϊόντων υπαγορεύει την ανάγκη για βραχυπρόθεσμες πιστοδοτήσεις για την κάλυψη αυτών των εποχιακών αναγκών. Η κονσερβοποίηση των φρούτων π.χ. όπως και πολλά άλλα αγροτικά προϊόντα, γίνεται τους καλοκαιρινούς μήνες και για μια περίοδο το πολύ 60 ημερών. Κατά την περίοδο αυτή η εταιρεία παράγει και αποθεματοποιεί. Άλλες επιχειρήσεις, όπως π.χ. επιχειρήσεις στον κλάδο παιχνιδιών, παράγουν καθ'όλη την διάρκεια του έτους, αλλά τα προϊόντα τους πωλούνται ως επί το πλείστον σε μια συγκεκριμένη περίοδο ή οι πωλήσεις τους είναι σταθερές και χαμηλές σ'όλη την διάρκεια του έτους. Η διάθεση των προϊόντων δεν είναι πάντα εξασφαλισμένη.

Η ανάγκη λοιπόν για χρηματοδότηση προκύπτει από την εποχιακή φύση ορισμένων προϊόντων προκειμένου να καλυφθεί μέρος του κόστους παραγωγής των επιχειρήσεων αυτών για το διάστημα που παράγουν χωρίς να κάνουν πωλήσεις. Η συνήθης μορφή χρηματοδότηση για κάλυψη τέτοιων αναγκών είναι το Κεφάλαιο Κίνησης, το οποίο συνίσταται στην παροχή από την τράπεζα ενός πιστωτικού ορίου, μέσω του οποίου γίνονται εκταμιεύσεις κάθε φορά που η επιχείρηση χρειάζεται χρήματα. Η εταιρεία αποπληρώνει το δάνειο όταν εισέλθει στην περίοδο των πωλήσεων, ενώ ενδιάμεσα υποχρεούται να πληρώνει τόκους σε συγκεκριμένες

περιόδους εκτοκισμού. Η διάρκεια της χρηματοδότησης δεν πρέπει να υπερβαίνει τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων.

Το ύψος του παρεχόμενου πιστωτικού ορίου εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως το μέγεθος και η ανάγκες της εταιρείας, ο κίνδυνος του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται, η διάρκεια ζωής των προϊόντων, κλπ. Χρηματοδοτείται συνήθως ένα μέρος του συνολικού κόστους παραγωγής, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται με κεφάλαια της εταιρείας.

Το πιστωτικό αυτό όριο είναι ανακυκλούμενο, η επιχείρηση δηλαδή έχει την δυνατότητα να το ξαναχρησιμοποιήσει όταν το αποπληρώσει. Εάν όμως το δάνειο δεν αποπληρωθεί κατά την περίοδο των πωλήσεων, η επιχείρηση θα αντιμετωπίσει πρόβλημα στην αποπληρωμή της χρηματοδότησης του προηγούμενου παραγωγικού κύκλου και θα είναι δύσκολο επίσης να αντλήσει νέα κεφάλαια για την κάλυψη των αναγκών της νέας παραγωγικής περιόδου.

#### **ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΙΣΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΚΑΛΥΨΗ ΧΡΟΝΙΚΩΝ ΥΣΤΕΡΗΣΕΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ – ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Κατά τις περιπτώσεις που οι υποχρεώσεις της επιχείρησης προηγούνται χρονικά της είσπραξης των απαιτήσεών της, προκύπτει για την επιχείρηση η ανάγκη χρηματοδότησης λόγω αυτής της χρονικής υστέρησης για την κάλυψη των υποχρεώσεών της.

Η διάρκεια της χρηματοδότησης θα πρέπει να είναι τόση όσος ο χρόνος που μεσολαβεί μεταξύ πληρωμής των υποχρεώσεων και είσπραξης των απαιτήσεων. Ο εύλογος τρόπος αποπληρωμής αυτού του είδους χρηματοδοτήσεων είναι η εκχώρηση των απαιτήσεων, ώστε η χρηματοδότηση να αποπληρωθεί κατευθείαν από τις ίδιες τις απαιτήσεις. Το ύψος της παρεχόμενης πιστοδότησης αποτελεί μέρος των εκχωρούμενων απαιτήσεων, καθώς στις απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνεται και ένα ποσοστό κέρδους, το οποίο συνήθως δεν χρηματοδοτείται.

Αξίζει να σημειωθεί βέβαια ότι σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις, στην προσπάθειά τους να αντλήσουν χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα, παρουσιάζουν εικονικές απαιτήσεις

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ – ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΙΣΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ Η/ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ**

Ο ανταγωνισμός είναι δυνατόν να οδηγήσει κάποιες επιχειρήσεις σε αύξηση των απαιτήσεών τους, παρέχοντας στους πελάτες τους μεγαλύτερη διάρκεια πίστωσης. Καθώς όμως οι επιχειρήσεις προσπαθούν μ'αυτό τον τρόπο να αποσπάσουν πελάτες από τον ανταγωνισμό αυξάνουν τις ανάγκες τους για δανεισμό, γιατί οι επιπλέον παρεχόμενες ημέρες πίστωσης πρέπει να χρηματοδοτηθούν.

Αλλά και η ανάγκη αύξησης των αποθεμάτων δημιουργεί πρόσθετες ανάγκες χρηματοδότησης. Τα αποθέματα αυξάνονται είτε ως αποτέλεσμα της αύξησης των πωλήσεων και της παραγωγής, είτε λόγω στρατηγικής της επιχείρησης προκειμένου να διασφαλίσει καλύτερες τιμές κατά την αγορά πρώτων υλών εν όψει μιας πιθανολογούμενης αύξησης.

Σε κάθε περίπτωση, τόσο δηλαδή στην περίπτωση αύξησης της διάρκειας πίστωσης όσο και στην περίπτωση αύξησης αποθεμάτων η εταιρεία θα αναζητήσει να καλύψει μέρος των αναγκών της με δανειακά κεφάλαια. Η διάρκεια της χρηματοδότησης θα πρέπει να συμβαδίζει με τον χρόνο είσπραξης των απαιτήσεων, οπότε και θα υπάρχουν έσοδα από την πλευρά της επιχείρησης για να αποπληρώσει το δάνειο.

Πρόβλημα για την επιχείρηση αρχίζει να δημιουργείται όταν δεν εκπληρωθούν οι σκοποί της αύξησης των απαιτήσεων και αποθεμάτων. Αν, για παράδειγμα, η επιχείρηση προέβλεπε αύξηση των τιμών των πρώτων υλών και αποφάσισε να υπεραποθεματοποιήσει, αλλά κάτι τέτοιο τελικά δεν συνέβη, τότε η επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει διπλό κόστος: το κόστος της λάθος πρόβλεψης αλλά και την εξυπηρέτηση μιάς χρηματοδότησης που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα είχε χρησιμοποιήσει.

## ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ (OFF BALANCE SHEET FINANCING)

### Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΕΓΓΥΟΔΟΣΙΩΝ ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΕΜΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Αποκαλούνται έτσι γιατί κατά την παροχή τους δεν λαμβάνει χώρα άμεση εκταμίευση αλλά εφόσον συντρέξουν κάποιες προϋποθέσεις οι οποίες έχουν εκ των προτέρων καθορισθεί, είναι δυνατό να έχουν ως αποτέλεσμα την άμεση εκταμίευση.

Οι έμμεσες διευκολύνσεις διακρίνονται σε εγγυητικές επιστολές (Ε/Ε) και σε ενέγγυες πιστώσεις (Ε/Π).

### **ΕΓΓΥΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΣΤΟΛΕΣ: ΟΙ ΕΓΓΥΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΣΤΟΛΕΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΑΓΟΡΑ**

Με την Εγγυητική Επιστολή η Τράπεζα αναλαμβάνει την υποχρέωση να καλύψει (εγγυηθεί) μια συμφωνία που γίνεται μεταξύ του «υπερ ου» και του «δικαιούχου της Εγγυητικής Επιστολής».

Τα πρόσωπα που εμπλέκονται κατά την έκδοση μιας Εγγυητικής Επιστολής είναι τα εξής:

- ο εντολέας
- ο υπέρ ου
- ο εκδότης
- ο δικαιούχος

Ο **εντολέας** είναι το πρόσωπο που αιτείται την έκδοση της Ε/Ε και αναλαμβάνει την πληρωμή των προμηθειών προς την Τράπεζα (εκδότης) για όσο διάστημα αυτή παραμένει εν ισχύ. Επίσης οφείλει να επιστρέψει το σώμα της Εγγυητικής Επιστολής στην Τράπεζα προς ακύρωση μετά την λήξη της.

Ο **υπέρ ου** είναι αυτός ο οποίος έχει αναλάβει κάποια υποχρέωση έναντι κάποιου άλλου μέρους, για την τηρηση της οποίας η Τράπεζα εγγυάται. Συνήθως ο εντολέας και ο υπέρ ου είναι το ίδιο πρόσωπο



**Ο εκδότης** είναι η τράπεζα που υπογράφει την Εγγυητική Επιστολή και αναλαμβάνει με αυτή τον κίνδυνο κάλυψής της σε περίπτωση αθέτησης της συμφωνίας (κατάπτωση της Εγγυητικής Επιστολής).

**Ο δικαιούχος** είναι το πρόσωπο που έχει κάποια απαίτηση από τον υπέρ ου βάσει της συμφωνίας που έχει συναφθεί μεταξύ τους και αυτός ο οποίος θα ζητήσει από τον εκδότη (την τράπεζα) την κατάπτωση της Εγγυητικής Επιστολής, σε περίπτωση μη τήρησης των όρων της, προκειμένου η απαίτησή του να καλυφθεί από την Τράπεζα.

Στην περίπτωση των Εγγυητικών Επιστολών δεν λαμβάνει χώρα άμεση εκταμίευση ποσού, γι'αυτό αποτελούν έμμεση χρηματοδότηση. Εκταμίευση χρημάτων θα πραγματοποιηθεί μόνο στην περίπτωση κατάπτωσης της Εγγυητικής Επιστολής, σε περίπτωση δηλαδή που ο δικαιούχος θεωρήσει ότι δεν τηρήθηκαν οι όροι της συμφωνίας, οι οποίοι αναφέρονται στο κείμενο της Εγγυητικής Επιστολής. Στην περίπτωση λοιπόν κατάπτωσης ο εκδότης, δηλαδή η Τράπεζα υποχρεούται να καλύψει τον εκδότη με το ποσό της εγγυητικής εκταμιεύοντας το ποσό που είχε «δεσμευμένο» για την συγκεκριμένη Εγγυητική Επιστολή. Κατά συνέπεια, παρ'όλο που κατά την έκδοση της Εγγυητικής Επιστολής δεν υπάρχει πραγματική μεταφορά κεφαλαίων, εν τούτοις υπάρχει πιστωτικός κίνδυνος για την Τράπεζα, διότι αναλαμβάνει την υποχρέωση εκταμίευσης στην περίπτωση που αυτό ζητηθεί.

Οι κατηγορίες Εγγυητικών Επιστολών είναι οι εξής:

- § συμμετοχής
- § καλής εκτέλεσης
- § λήψης προκαταβολής
- § δεκάτων
- § καλής πληρωμής
- § δασμών και φόρων

Οι Εγγυητικές Επιστολές **συμμετοχής** εκδίδονται προκειμένου ο υπέρ ου να συμμετάσχει σε κάποιο διαγωνισμό για την ανάληψη κάποιου έργου. Το ύψος του ποσού αυτής της κατηγορίας Εγγυητικών Επιστολών ανέρχεται συνήθως μεταξύ 2% - 5% του ύψους του διαγωνισμού.

Οι Εγγυητικές Επιστολές **καλής εκτέλεσης** έπονται χρονικά των Εγγυητικών Επιστολών συμμετοχής και εκδίδονται αφού ο υπέρ ου έχει επιλεγεί κατά τον διαγωνισμό να αναλάβει το συγκεκριμένο έργο. Η έκδοση Εγγυητικών Επιστολών καλής εκτέλεσης προϋποθέτουν την υπογραφή σύμβασης εκτέλεσης έργου, για την τήρηση της οποίας η Τράπεζα εγγυάται. Στην εν λόγω σύμβαση, η οποία μνημονεύεται στην εγγυητική επιστολή, αναφέρονται αναλυτικά όλοι οι όροι και προϋποθέσεις του αναλαμβανόμενου έργου, οι προδιαγραφές, ο χρόνος παράδοσης, κλπ. Το ύψος του ποσού αυτής της κατηγορίας Εγγυητικών Επιστολών ανέρχεται συνήθως στο 5% - 10% του ύψους της σύμβασης που εγγυώνται.

Οι Εγγυητικές Επιστολές **προκαταβολής** εκδίδονται έναντι κάποιας προκαταβολής που ο υπέρ ου λαμβάνει από τον δικαιούχο με βάση κάποια μεταξύ τους συμφωνία. Το ύψος του ποσού των Εγγυητικών Επιστολών αυτής της κατηγορίας ισούται με το ποσό της εισπρατόμενης προκαταβολής.

Οι Εγγυητικές Επιστολές **δεκάτων** εκδίδονται όταν μέρος του ποσού ενός ήδη εκτελεσθέντος έργου παρακρατείται μέχρι να διαπιστωθεί η καλή λειτουργία του. Με την προσκόμιση αυτού του είδους της Εγγυητικής Επιστολής από τον υπέρ ου αποδεσμεύεται το παρακρατηθέν ποσό και αποδίδεται σ' αυτόν.

Οι Εγγυητικές Επιστολές **καλής πληρωμής** μπορεί να αφορούν οποιαδήποτε συμφωνία μεταξύ δυο μερών που περιλαμβάνει αγοραπωλησία. Αυτού του είδους οι Εγγυητικές Επιστολές είναι πολύ συνηθισμένες στις περιπτώσεις πληρωμής εισαγωγών.

Οι Εγγυητικές Επιστολές **δασμών και φόρων** είναι μια ειδική κατηγορία των Εγγυητικών Επιστολών καλής πληρωμής.

Οι Εγγυητικές Επιστολές συμμετοχής και καλής εκτέλεσης δεν ενέχουν μικρότερο κίνδυνο για την Τράπεζα σε σχέση με τα άλλα ήδη εγγυητικών επιστολών, όπως πολλές φορές πιστεύεται, λόγω της απουσίας πράξης αγοραπωλησίας. Σε όλες τις κατηγορίες εγγυητικών επιστολών υπάρχει πιθανότητα κατάπτωσής τους, οπότε και η Τράπεζα θα αναγκαστεί να καλύψει το ποσό για το οποίο εγγυήθηκε, ενώ επιπροσθέτως η έκδοση εγγυητικής επιστολής συμμετοχής συνεπάγεται και έκδοση εγγυητικής επιστολής καλής εκτέλεσης σε περίπτωση κατακύρωσης του διαγωνισμού. Με δεδομένο ότι η εκτέλεση πολλών έργων έχει συχνά μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι προφανές ο κίνδυνος που συνεπάγεται από αυτή την μεγάλη διάρκεια. Η δυνατότητα εγγύησης για μια εταιρεία για μεγάλο χρονικό διάστημα δεν είναι καθόλου βέβαιη.

Η διάρκεια ισχύος των Εγγυητικών Επιστολών μπορεί να είναι συγκεκριμένη, αναφέροντας μια συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης στο κείμενό της ή να είναι αορίστου

διάρκειας. Ευνόητο είναι ότι οι Εγγυητικές Επιστολές ορισμένης λήξης ισχύουν μέχρι αυτή την προκαθορισμένη ημερομηνία, εκτός αν το σώμα της Εγγυητικής Επιστολής επιστραφεί νωρίτερα στην εκδότρια Τράπεζα ή αν υπάρξει σχετική ειδοποίηση ακύρωσης από τον δικαιούχο. Οι αορίστου διάρκειας Εγγυητικές Επιστολές λήγουν και παύουν να αποτελούν απαίτηση του δικαιούχου από την εκδότη, μετά την επιστροφή του σώματος της Εγγυητικής Επιστολής στην εκδότρια Τράπεζα ή μετά από σχετική ειδοποίηση του δικαιούχου προς την Τράπεζα.

### **ΕΝΕΓΓΥΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ: ΟΙ ΕΝΕΓΓΥΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ**

Η Ενέγγυα Πίστωση ανοίγεται με την μεσολάβηση δύο Τραπεζών, της εκδότριας, η οποία ανοίγει Ενέγγυα Πίστωση μετά από αίτηση του εισαγωγέα, και της κοινοποιούσας, η οποία δέχεται την Ενέγγυα Πίστωση για λογαριασμό του εξαγωγέα, τον οποίο και ειδοποιεί. Η κοινοποιούσα Τράπεζα δεν έχει καμμία υποχρέωση.

Οι Ενέγγυες Πιστώσεις μπορεί να είναι:

- Ανακλητές (revocable) όπου η εκδότρια Τράπεζα έχει την δυνατότητα να ανακαλέσει την πίστωση χωρίς καμμία προηγούμενη ειδοποίηση προς τον δικαιούχο – εξαγωγέα.
- Ανέκκλητες (irrevocable) Ε/Π όπου η εκδότρια Τράπεζα δεν έχει δικαίωμα να την ανακαλέσει και είναι υποχρεωμένη να πληρώσει τον δικαιούχο, αν αυτός τηρήσει κανονικά την συμφωνία.
- Επιβεβαιωμένες (confirmed) ανέκκλητες Ε/Π όπου την πληρωμή του δικαιούχου – εξαγωγέα από την εκδότρια, μετά την τήρηση των όρων της συμφωνίας, εγγυάται τρίτη Τράπεζα, η βεβαιούσα. Συνήθως η βεβαιούσα Τράπεζα είναι η κοινοποιούσα, η οποία εισπράττει προμήθεια.
- Μη επιβεβαιωμένες (non – confirmed) ανέκκλητες Ε/Π.

Οι Ενέγγυες Πιστώσεις έχουν ημερομηνία λήξης την τελευταία ημέρα που έχει δικαίωμα ο εξαγωγέας – δικαιούχος να φορτώσει και να παρουσιάσει τα φορτωτικά έγγραφα στην κοινοποιούσα Τράπεζα. Ο δικαιούχος πληρώνεται από την εκδότρια Τράπεζα είτε άμεσα (at sight) με την παραλαβή από αυτή όλων των

προβλεπόμενων εγγράφων είτε υπό προθεσμία (tenor) από την ημερομηνία της φόρτωσης.

Οι Ενέγγυες Πιστώσεις μπορούν να θεωρηθούν σαν μια ειδική κατηγορία Εγγυητικών Επιστολών καλής πληρωμής με τις εξής διαφορές:

- § η Ενέγγυα Πίστωση, σε αντίθεση με την Εγγυητική Επιστολή μπορεί να είναι μεταβιβάσιμη
- § η Ενέγγυα Πίστωση χρησιμοποιείται ως μέσο πληρωμής (δηλαδή η εκδότρια Τράπεζα τις περισσότερες φορές πληρώνει τον δικαιούχο – εξαγωγέα)
- § η Ενέγγυα Πίστωση μπορεί να κατασχεθεί από τρίτους σε αντίθεση με την E/E

## ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

### ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEASING)

Η χρηματοδοτική μίσθωση ή leasing όπως είναι ευρύτερα γνωστή αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης παγίων περιουσιακών στοιχείων. Αποτελεί μια πιο εξειδικευμένη μορφή μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού ή και βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Πρόκειται για μία συμφωνία μεταξύ του εκμισθωτή (lessor) και του μισθωτή (lessee), κατά την οποία ο πρώτος παραχωρεί την χρήση κάποιου περιουσιακού στοιχείου στον δεύτερο έναντι προσυμφωνημένου βάσει σύμβασης μισθώματος. Εκμισθωτές μπορεί να είναι είτε τράπεζες, είτε εταιρείες leasing είτε και οι ίδιοι οι κατασκευαστές εξοπλισμού.

Οι πιο συνηθισμένες μορφές leasing είναι οι εξής:

- § Βραχυπρόθεσμες ή Λειτουργικές Μισθώσεις (Operating Leases)
- § Μακροπρόθεσμες ή Χρηματοδοτικές Μισθώσεις (Financial/Capital Leases)
- § Direct Leasing
- § Sale & Lease Back
- § Vendor Leasing

### **ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (OPERATING LEASES)**

Είναι μισθώσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, οι οποίες δίνουν την δυνατότητα στην επιχείρηση να κάνει χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου, το οποίο χρειάζεται για περιορισμένο σχετικά χρονικό διάστημα (π.χ. ένα με δύο χρόνια). Η κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου παραμένει στον εκμισθωτή, ο οποίος φέρει και τον κίνδυνο ιδιοκτησίας, οπότε η επιχείρηση δεν έχει αυτό τον κίνδυνο. Επίσης, αυτής της μορφής η μίσθωση παρέχει συνήθως την δυνατότητα ακύρωσης, πράγμα που σημαίνει ότι ο μισθωτής μπορεί να ακυρώσει τη σύμβασή του πριν αυτή λήξει σε περίπτωση πτώσης των επιτοκίων, ώστε να αναζητήσει καλύτερο διακανονισμό. Τέλος, ένα επιπλέον πλεονέκτημα αυτής της μορφής leasing είναι ότι το κόστος συντήρησης το αναλαμβάνει ο εκμισθωτής και όχι η επιχείρηση που έχει κάνει leasing. Το κόστος αυτό βέβαια αυξάνει τις δόσεις. Η μορφή αυτή χρηματοδότησης συμφέρει την επιχείρηση όταν χρειάζεται κάποιον εξοπλισμό για περιορισμένο χρόνο. Μ'αυτό τον τρόπο αποφεύγει την αγορά των περιουσιακών αυτών στοιχείων που συνεπάγεται είτε εκροή είτε δανεισμό.

Γενικά μια λειτουργική μίσθωση είναι συμφέρουσα για μια επιχείρηση στο βαθμό που το ετήσιο κόστος ιδιοκτησίας και εκμετάλλευσης είναι μεγαλύτερο από το χαμηλότερο επιτόκιο χρηματοδοτικής μίσθωσης.

### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (FINANCIAL / CAPITAL LEASES)**

Πρόκειται για μισθώσεις που καλύπτουν ανάγκες για μακροχρόνια χρήση του μισθίου. Μπορεί να εκτείνονται και σε όλη την οικονομική ζωή του παγίου περιουσιακού στοιχείου. Συνήθως αφορούν ακίνητα και απευθύνονται σε εταιρείες, οι οποίες δεν επιθυμούν να δανειστούν προκειμένου να χρησιμοποιήσουν κάποιες εγκαταστάσεις. Επιτυγχάνεται έμμεση εισροή στην επιχείρηση καθώς αυτή απαλλάσσεται από το κόστος απόκτησης του παγίου. Υποκαθιστά τον δανεισμό και ο μισθωτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα χρήματα αυτά για άλλες επενδύσεις. Δεν παρέχουν την δυνατότητα ακύρωσης, ακτός αν ο εκμισθωτής αποζημιωθεί πλήρως. Σ'αυτή την περίπτωση ο μισθωτής φέρει και τον κίνδυνο του περιουσιακού στοιχείου και το κόστος συντήρησής του.

## **DIRECT LEASING**

Η εταιρεία leasing (εκμισθωτής) προβαίνει στην αγορά πάγιου εξοπλισμού ή και εγκαταστάσεων κατόπιν υπόδειξης του πελάτη (μισθωτή), ο οποίος διενεργεί την όποια έρευνα αγοράς και επιλογής των κατάλληλων γι'αυτόν παγίων. Τα στοιχεία αυτά, μετά την αγορά τους από την εταιρεία leasing έρχονται στην κυριότητα της. Η χρήση των παγίων αυτών στοιχείων παραχωρείται στον μισθωτή έναντι συγκεκριμένου εκμισθώματος και για ορισμένο χρονικό διάστημα, όπως αυτά καθορίζονται βάσει σύμβασης που ο μισθωτής υπογράφει με την εταιρεία leasing. Μετά την παρέλευση της καθορισμένης αυτής χρονικής περιόδου το μίσθιο επέρχεται στην κυριότητα του μισθωτή έναντι προσυμφωνημένου τιμήματος, που ισούται είτε με την αναπόσβεστη αξία του παγίου ή σε κάποιο συμβολικό ποσό.

## **SALE & LEASE BACK**

Στην περίπτωση αυτή το πάγιο είναι περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας που συνάπτει την σύμβαση leasing. Κατά συνέπεια η εταιρεία leasing το αγοράζει από την ίδια την εταιρεία και στη συνέχεια της παραχωρεί την χρήση έναντι κάποιου μισθώματος βάσει σύμβασης που υπογράφουν μεταξύ τους. Με τον τρόπο αυτό η η επιχείρηση ενισχύει την ρευστότητά της, χρησιμοποιεί τα κεφάλαια από την πώληση του παγίου για την χρηματοδότηση άλλων επενδυτικών σχεδίων, ενώ ταυτοχρόνως διατηρεί την χρήση του παγίου.

## **VENDOR LEASING**

Προμηθευτές και αντιπρόσωποι παγίου εξοπλισμού προωθούν τους πελάτες τους σε εταιρείες leasing, κατόπιν συμφωνίας που έχουν κάνει και αναλαμβάνοντας πολλές φορές την υποχρέωση για επαναγορά του εξοπλισμού στην περίπτωση που ο τελικός πελάτης παρουσιάσει δυσκολίες στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων του προς την εταιρεία leasing.

## **ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕΣΩ LEASING**

- § Αποφυγή μιας μεγάλης εκροής στην περίπτωση που η χρήση του παγίου απαιτείται για περιορισμένο χρονικό διάστημα.
- § Σε ορισμένες μορφές leasing η εταιρεία leasing αναλαμβάνει και το κόστος συντήρησης του μισθίου.

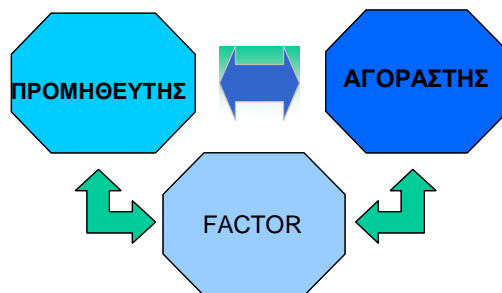
- § Ρευστότητα δεδομένου ότι το κεφάλαιο που θα προοριζόταν για την αγορά του παγίου στοιχείου μπορεί να επενδυθεί αλλού.
- § Ζητούνται λιγότερες εξασφαλίσεις δεδομένου ότι η εταιρεία leasing παρακρατεί την κυριότητα του εξοπλισμού.
- § Φορολογικές ελαφρύνσεις δεδομένου ότι το σύνολο των μισθωμάτων θεωρείται έξοδο και εκπίπτει από το φόρο.

### **ΠΡΑΚΤΟΡΕΥΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ (FACTORING)**

Το factoring είναι ένας σχετικά καινούργιος θεσμός στην Ελλάδα. Ο ελληνικός όρος για το factoring είναι «πρακτόρευση επιχειρηματικών απαιτήσεων». Η χρηματοδότηση μέσω factoring είναι μια μορφή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης μέσω Ανοικτού Αλληλόχρεου Λογαριασμού, η οποία καλύπτει ανάγκες Κεφαλαίου Κίνησης.

Η χρηματοδότηση μέσω factoring απευθύνεται σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις εμπορικών και βιομηχανικών κλάδων, που έχουν κατά κύριο λόγο σταθερή πελατειακή βάση και επιθυμούν καταρχήν να καλύψουν ανάγκες κεφαλαίου κίνησης που οφείλονται είτε σε αύξηση των πωλήσεών τους είτε στην χρονική υστέρηση υποχρέωσεων – απαιτήσεων και κατά δεύτερον που ενδιαφέρονται για υπηρεσίες λογιστικής παρακολούθησης και είσπραξης των απαιτήσεών τους. Οι επιχειρήσεις που απευθύνονται σε factoring θα πρέπει να πουλάνε τα προϊόντα τους επί πιστώσει και να έχουν πελατολόγιο με καλή συναλλακτική συμπεριφορά, που να αποδέχεται το factoring.

Το factoring συνίσταται στην χρηματοδότηση μέσω εκχώρησης των επιχειρηματικών απαιτήσεων στην εταιρεία factoring. Με το factoring δημιουργείται μια τριμερής σχέση Προμηθευτή - Factor – Αγοραστή:



Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει τη διαχείριση, την είσπραξη και ορισμένες φορές την ασφαλιστική κάλυψη των εκχωρημένων απαιτήσεων. Ειδικότερα η εταιρεία factoring αναλαμβάνει:

- § **Χρηματοδότηση** των εκχωρημένων τιμολογίων/απαιτήσεων προεξοφλώντας ουσιαστικά το 80%-85% της αξίας αυτών των τιμολογίων συνήθως, συμπεριλαμβανομένου ΦΠΑ. Το υπόλοιπο ποσοστό η εταιρεία το εισπράττει μετά την είσπραξη της απαίτησης.
- § **Λογιστική παρακολούθηση** των υπολοίπων των αγοραστών και διαχείριση της σχέσης αγοραστή – προμηθευτή, σύμφωνα με τις οδηγίες του τελευταίου.
- § **Είσπραξη** των εκχωρημένων τιμολογίων.
- § **Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας** και φερεγγυότητας των αγοραστών.
- § **Κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου.** Στην περίπτωση του factoring χωρίς αναγωγή, απαιτήσεις που δεν εισπράχθηκαν καλύπτονται από την εταιρεία factoring.

Για τις προσφερόμενες υπηρεσίες η επιχείρηση υποχρεούται να καταβάλει κάποιες προμήθειες στην εταιρεία factoring, όπως για παράδειγμα μια **προμήθεια διαχείρισης**, η οποία συνήθως κυμαίνεται από 0,6% έως 1,5% της αξίας των τιμολογίων, ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης και τον όγκο των τιμολογίων.

Εκτός από το κόστος αυτό η επιχείρηση επιβαρύνεται βέβαια με τους **τόκους χρηματοδότησης**. Το ύψος του επιτοκίου εξαρτάται πάλι από το μέγεθος της επιχείρησης και την πιστοληπτική της ικανότητα.

### **ΜΟΡΦΕΣ FACTORING**

- § Εγχώριο Factoring με δικαίωμα αναγωγής
- § Εγχώριο Factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής
- § Αμιγώς χρηματοδοτικό Factoring (Προεξόφληση τιμολογίων)
- § Είσπραξη και Διαχείριση απαιτήσεων
- § Εξαγωγικό Factoring
- § Εισαγωγικό Factoring



**ΕΓΧΩΡΙΟ FACTORING ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΝΑΓΩΓΗΣ / ΧΩΡΙΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΝΑΓΩΓΗΣ**

Η εταιρεία που επιθυμεί χρηματοδότηση μέσω factoring προσκομίζει τα αντίγραφα των τιμολογίων των πελατών της στην εταιρεία factoring, τα οποία εκχωρούνται στην Τράπεζα (ή εταιρεία factoring) προκειμένου η επιχείρηση να χρηματοδοτηθεί βάσει αυτών των απαιτήσεών της. Το 80% με 85% συνήθως της αξίας αυτών των τιμολογίων προκαταβάλεται στην επιχείρηση. Το υπόλοιπο της απαίτησης θα καταβληθεί στην επιχείρηση μετά την είσπραξη των απαιτήσεων που προκύπτουν από τα τιμολόγια.

Στην περίπτωση εγχωρίου factoring **χωρίς δικαίωμα αναγωγής** παρέχεται κάλυψη του κινδύνου που προέρχεται από τυχόν επισφαλείς απαιτήσεις. Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο φερεγγυότητας και καθυστέρησης των απαιτήσεων. Οι απαιτήσεις αυτές ουσιαστικά ασφαρίζονται, παρέχει δηλαδή η εταιρεία factoring ασφαλιστικά όρια, τα οποία αγοράζει από την ασφαλιστική αγορά. Αυτή τη στιγμή στην Ελλάδα τρεις είναι οι μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες που παρέχουν αυτή την κάλυψη: η Εθνική Ασφαλιστική, η Attradius (πρώην Gerling) και η Euler Hermes (πρώην Φοίνικας). Η δυνατότητα αυτή, η ασφάλιση των απαιτήσεων δηλαδή, είναι πολύ σημαντική για την επιχείρηση, καθώς στην περίπτωση που θα επιθυμούσε ιδιωτικά, χωρίς την μεσολάβηση της εταιρείας factoring, να ασφαλίσει τις απαιτήσεις της, η ασφαλιστική εταιρεία θα ζητούσε την ασφάλιση του συνόλου του πελατολογίου της. Μέσω της συνεργασίας όμως με την εταιρείας factoring και βάσει συγκεκριμένων μπορούν να ασφαλιστούν μόνο συγκεκριμένες απαιτήσεις. Κάποιες εταιρείες μάλιστα συνεργάζονται με εταιρείες factoring μόνο με σκοπό την ασφάλιση των απαιτήσεών τους.

Από λογιστικής απόψεως το factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής δεν επιβαρύνει τα δανειακά υπόλοιπα της επιχείρησης καθώς η επιχείρηση εισπράτει το ποσοστό της απαίτησής της που έχει συμφωνήσει με την εταιρεία factoring (π.χ. 80%) χωρίς να υπάρχει ο κίνδυνος να της ζητηθεί να την καλύψει στην περίπτωση μη πληρωμής της (όπως συμβαίνει με άλλες εκχωρημένες απαιτήσεις). Ισοδυναμεί δηλαδή με είσπραξη της απαίτησής της με μετρητά. Στην ουσία η εταιρεία factoring αγοράζει την συγκεκριμένη απαίτηση (την οποία όπως αναφέραμε έχει ασφαλίσει) έναντι του προσυμφωνημένου ποσοστού προεξώφλησης. Μετά την πληρωμή της αποδίδει στην επιχείρηση το υπόλοιπο ποσοστό. Σε περίπτωση μη πληρωμής των τιμολογίων η ζημιά βαρύνει εν μέρει την εταιρεία (κατά το ποσοστό κέρδους της).

Η δυνατότητα αυτή δημιουργεί σταθερό οικονομικό περιβάλλον για την επιχείρηση. Ευνόητο είναι ότι, εξαιτίας της ιδιαιτερότητας του factoring χωρίς αναγωγή, με την

έννοια δηλαδή ότι η επιχείρηση μετά την εκχώρηση των τιμολογίων δεν διατρέχει κίνδυνο μη πληρωμής τους, οι οφειλότες πρέπει να είναι μεγάλες εταιρείες ελεγμένης φερεγγυότητας.

Σε αντίθετη περίπτωση, όπου δεν παρέχεται τέτοιου είδους κάλυψη μιλάμε για εγχώριο factoring **με δικαίωμα αναγωγής**. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση καλείται να καλύψει η ίδια το ποσό της χρηματοδότησης που αντιστοιχεί στα τυχόν ανείσπρακτα τιμολόγια.

### **ΑΜΙΓΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟ FACTORING (ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΙΩΝ)**

Αυτή η μορφή factoring προσομοιάζει περισσότερο τον τραπεζικό δανεισμό, περιορίζοντας την σχέση αυστηρά μεταξύ της εταιρείας/προμηθευτή και της εταιρείας factoring, χωρίς δηλαδή ενημέρωση του αγοραστή για την εκχώρηση των τιμολογίων ή οποιαδήποτε άλλη εμπλοκή του στη διαδικασία. Δεν περιλαμβάνει διαχείριση των τιμολογίων, γι' αυτό και ενδείκνυται περισσότερο για μεγαλύτερες επιχειρήσεις με οργανωμένα λογιστήρια, οι οποίες είναι σε θέση τόσο να διαχειριστούν τις απαιτήσεις τους, όσο και να αξιολογήσουν την φερεγγυότητα των πελατών τους.

Η διαδικασία χρηματοδότησης παραμένει κατά τα άλλα ίδια και περιλαμβάνει προεξόφληση ποσοστού της αξίας των τιμολογίων, με το υπόλοιπο ποσοστό να καταβάλεται στην επιχείρηση μετά την είσπραξη της απαίτησης.

### **ΕΙΣΠΡΑΞΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Αφορά αποκλειστικά και μόνο την λογιστική παρακολούθηση και είσπραξη των απαιτήσεων, κυρίως για εταιρείες που δεν έχουν οργανωμένα λογιστήρια ή δεν θέλουν να τα επιφορτίσουν με αυτή τη διαδικασία, με σκοπό την μείωση του λειτουργικού τους κόστους.

### **ΕΞΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING**

Το εξαγωγικό factoring δίνει στις επιχειρήσεις την δυνατότητα να επεκτείνουν την δραστηριότητά τους στο εξωτερικό, μειώνοντας σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο των συναλλαγών τους. Απευθύνεται σε επιχειρήσεις με εξαγωγική δραστηριότητα. Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει την ευθύνη για την διαχείριση των τιμολογίων από το εξωτερικό μέχρι την τελική τους είσπραξη, προκαταβάλλοντας στην επιχείρηση ένα

ποσοστό του συνολικού ποσού των εκχωρούμενων τιμολογίων της τάξεως του 80% - 85% συνήθως αμέσως μετά την εκχώρησή τους. Το υπόλοιπο 20%-15% αυτών αποδίδεται στην επιχείρηση μετά την είσπραξη της απαίτησης.

Η εταιρεία factoring και κατ'επέκταση η επιχείρηση διασφαλίζεται από τον πιστωτικό κίνδυνο των συναλλαγών με το εξωτερικό μέσω τη συνεργασίας της με κάποιους διεθνής οργανισμού factoring που της παρέχουν πρόσβαση σε δίκτυα πληροφοριών σχετικά με την φερεγγυότητα των οφειλετών. Παράλληλα παρέχονται πληροφορίες σχετικά με άλλους παράγοντες που θα μπορούσαν να εμποδίσουν την είσπραξη της εκχωρημένης απαίτησης, όπως το νομικό καθεστώς της χώρας του αγοραστή ή κάποιοι ιδιαίτεροι κανόνες συναλλαγών.

### **ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING**

Το εισαγωγικό factoring απευθύνεται στις εταιρίες εκείνες που εισάγουν τα προϊόντα τους από το εξωτερικό. Σκοπός του είναι να διευκολύνει τις επιχειρήσεις αυτές να κάνουν τις εισαγωγές τους με ευνοϊκότερους όρους πληρωμής και σε πιο σύντομο χρονικό διάστημα.

Πιο συγκεκριμένα η εταιρεία factoring μέσω των συνεργαζόμενων δικτύων της στο εξωτερικό επιτυγχάνει για τις εταιρίες πελάτες της εισαγωγές με μικρότερα έξοδα καθώς επίσης και με ανοιχτή πίστωση, χωρίς κάθε φορά να χρειάζονται χρονοβόρες διαδικασίες όπως εγγυητικές επιστολές για την καλή πληρωμή των εμπορευμάτων ή άνοιγμα τραπεζικής πίστωσης.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι η αγορά του factoring δεν είναι ακόμα πολύ ανεπτυγμένη, αναμένεται όμως να διογκωθεί μέσα στα επόμενα χρόνια εν όψει της κατάργησης της έννοιας της μεταχρονολογημένης επιταγής και της χρηματογότησης μέσω αυτών, καθώς είναι μια μορφή συναλλαγής που έχει πλέον απαξιωθεί αρκετά λόγω του μεγάλου αριθμού ακάλυπτων επιταγών. Συγχρόνως, η διαρκής επιμήκυνση των πιστώσεων λόγω έλλειψης ρευστότητας καθώς και διείσδυση στην ελληνική αγορά πολυεθνικών εταιρειών, που δεν χρησιμοποιούν το μέσο των επιταγών για τις συναλλαγές τους, είναι επιπλέον λόγοι που θα ευνοήσουν την ανάπτυξη του factoring.

## ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΣΧΕΤΙΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ

Άμεση σχέση με την επιλογή του είδους χρηματοδότησης που θα χρησιμοποιήσει μια επιχείρηση έχει το κόστος της. Αλλά ακόμα και η μορφή δανεισμού που θα χρησιμοποιήσει η επιχείρηση, αν αναφερόμαστε στον τραπεζικό δανεισμό, έχει να κάνει με τους όρους και τις προϋποθέσεις που σχετίζονται με αυτή.

Σε γενικές γραμμές, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, η «φθηνότερη» χρηματοδότηση μπορεί να προέλθει μέσω των παρακρατηθέντων κερδών. Από εκεί και πέρα και ανάλογα με την επιλογή της επιχείρησης για την κεφαλαιακή διάρθρωση που έχει θέσει ως στόχο, το κόστος της χρηματοδότησης εξαρτάται από τον κίνδυνο που αναλαμβάνει αυτός που την παρέχει.

Όπως ακριβώς ο κίνδυνος και η απόδοση αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος, έτσι και το κόστος δανεισμού είναι στενά συνδεδεμένο με τον κίνδυνο της επιχείρησης. Ειδικότερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και στην περίπτωση που αυτές τελικά καταφύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, το κόστος αυτού εξαρτάται από την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση ότι θα είναι σε θέση να αποπληρώσει τα δάνειά της. Έτσι η τιμολόγηση που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις αυτές συνδέεται με τις εξασφαλίσεις που μπορούν να παρέχουν. Για τον λόγο αυτό ο δανεισμός για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι πιο «ακριβός» σε σύγκριση με τις μεγάλες, οι οποίες, εκτός από την ασφάλεια του μεγέθους τους, είναι σε θέση να παρέχουν και ισχυρότερες εξασφαλίσεις στις τράπεζες.

### **ΠΑΡΟΧΗ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ**

Στη συνέχεια αναφέρουμε τις βασικότερες μορφές εξασφαλίσεων που σχετίζονται με τις χρηματοδοτήσεις καθώς και τα άμεσα και έμμεσα κόστη δανεισμού.

### **ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ**

Η κάλυψη οποιασδήποτε μορφής πιστοδότησης με ενεχυρίαση καταθέσεων αποτελεί την πλέον ισχυρή μορφή εξασφάλισης. Οι καταθέσεις αυτές, ιδιαίτερα στην περίπτωση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, συχνά είναι στα ονόματα των εκπροσώπων της

επιχείρησης, οι οποίοι και εγγυόνται μέχρι του ύψους του δανείου το οποίο καλύπτεται με την ενεχυριασμένη κατάθεση ή μπορεί να είναι και σε λογαριασμό στο όνομα της εταιρείας. Οι καταθέσεις αυτές μπορεί να είναι σε οποιαδήποτε μορφής λογαριασμό, είτε όψεως, είτε ταμειευτηρίου είτε προθεσμίας.

### **ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Η ενεχυρίαση μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαχείρισης διαθέσιμων αποτελεί επίσης ισχυρή μορφή εξασφάλισης που ισοδυναμεί με μετρητά, καθώς τα προϊόντα αυτά παρέχουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης και λόγω της χαμηλής επικινδυνότητας απώλειας του επενδεδυμένου ποσού.

Αντίθετα η ενεχυρίαση Αμοιβαίων Κεφαλαίων μετοχικού χαρακτήρα αποτελεί πιο επικίνδυνη μορφή εξασφάλισης λόγω των διακυμάνσεων που παρουσιάζουν. Ακόμα πιο επικίνδυνη εξασφάλιση θεωρείται η ενεχυρίαση μετοχών, τόσο λόγω της υψηλής τους διακύμανσης, επιπλέον όμως και σε σχέση με τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, που μπορούν να ρευστοποιηθούν αυθημερόν και παρέχουν μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου στα χαρτοφυλάκιά τους, οι μετοχές δεν είναι τόσο άμεσα ρευστοποιήσιμες και η διασπορά των ενεχυριασμένων χαρτοφυλακίων είναι σαφώς μικρότερη.

Λόγω της μεγαλύτερης επικινδυνότητάς τους, τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια και οι μετοχές λαμβάνονται συνήθως ως εξασφάλιση από τις τράπεζες σε ποσοστό που υπερκαλύπτει αρκετά το ποσό της χρηματοδότησης, πράγμα που σημαίνει ότι απαιτείται να ενεχυριασθεί μεγαλύτερο ποσό (σε τρέχουσα τιμή) σε σχέση με κάποια επένδυση χαμηλού κινδύνου.

### **ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΜΕΤΑΧΡΟΝΟΛΟΓΗΜΕΝΩΝ ΕΠΙΤΑΓΩΝ**

Αποτελεί ίσως την πιο συνηθισμένη μορφή εξασφάλισης για τα ελληνικά δεδομένα, κυρίως για μικρομεσαίες επιχειρήσεις, εξασφάλιση που παρ'όλα αυτά δεν ισχύει σε άλλες χώρες και που πρόκειται σταδιακά να εκλείψει και από την χώρα μας. Χρησιμοποιείται ως εξασφάλιση σε βραχυπρόθεσμης μορφής χρηματοδοτήσεις και συνδέεται άμεσα με την χρήση του δανείου.

Η μεταχρονολογημένη επιταγή δεν είναι τίποτα άλλο από μία απαίτηση της επιχείρησης σε διαταγή της οποίας είναι κομμένη η επιταγή, από τον εκδότη της επιταγής, απαίτηση η οποία έχει μετατεθεί για μεταγενέστερο χρονικό διάστημα. Η απαίτηση αυτή της επιχείρησης εκχωρείται στην τράπεζα προκειμένου η επιχείρηση να

εισπράξει το ποσό νωρίτερα από την ημερομηνία που αναγράφει η επιταγή, ώστε να αντιμετωπίσει το πρόβλημα ρευστότητάς της και να καλύψει τις τρέχουσες ανάγκες της.

Θεωρείται αρκετά ισχυρή μορφή εξασφάλισης, ανάλογα όμως με την φερεγγυότητα των εκδοτών των επιταγών, η οποία ελέγχεται πάντα από την τράπεζα. Είναι συνηθισμένο βέβαια το φαινόμενο επιχειρήσεις να προσκομίζουν προς ενεχυρίαση επιταγές οι οποίες δεν προέρχονται από εμπορική συναλλαγή (δηλαδή δεν είναι επιταγές πελατών τους) με μόνο σκοπό την επίτευξη χρηματοδότησης. Οι επιταγές αυτές ονομάζονται «ευκολίας» διότι διευκολύνουν την επιχείρηση στην εξεύρεση της απαιτούμενης ρευστότητας. Για τον λόγο αυτό εκτός από την φερεγγυότητα συνήθως ελέγχεται και η εμπορικότητα της συναλλαγής, με διάφορους τρόπους όπως η συνάφεια επαγγέλματος εκδότη – δικαιούχου, ύπαρξη αντίστοιχων τιμολογίων, κλπ.

Και στην περίπτωση των μεταχρονολογημένων επιταγών το ποσοστό εξασφάλισης είναι συνήθως μεγαλύτερο του χορηγηθέντος ποσού, δηλαδή η επιχείρηση δεν λαμβάνει συνήθως το σύνολο της απαίτησης ως προεξόφληση της επιταγής, αλλά ένα μέρος της (συνήθως 80%-90%).

### **ΕΝΕΧΥΡΙΑΣΗ ΤΙΜΟΛΟΓΙΩΝ**

Εναλλακτική μορφή εξασφάλισης με τις μεταχρονολογημένες επιταγές είναι η ενεχυρίαση τιμολογίων απαιτήσεων της εταιρείας. Την απαίτηση αυτή εκχωρεί η επιχείρηση στην τράπεζα προς εξασφάλιση του δανείου της, από την οποία απαίτηση προεισπράτει ένα μέρος της για να καλύψει τρέχουσες ανάγκες και λαμβάνει το υπόλοιπο ποσό μετά την εξόφληση της απαίτησης από τον οφειλέτη.

Αποτελεί επίσης αρκετά συνηθισμένο τρόπο εξασφάλισης δανείων μικρομεσαίων επιχειρήσεων που δουλεύουν με πίστωση και η ποιότητά της ως μορφή εξασφάλισης εξαρτάται από την φερεγγυότητα των οφειλετών των τιμολογίων.

### **ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ / ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

Γενικότερα σχεδόν κάθε μορφή απαίτησης της επιχείρησης από τρίτους μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εξασφάλιση των δανείων της, με την εκχώρηση της απαίτησης αυτής στην τράπεζα. Έτσι οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να εκχωρήσουν συμβάσεις απαιτήσεων από ιδιοτικούς ή δημόσιους φορείς για έργα που έχουν αναλάβει. Οι εκχωρημένες συμβάσεις μπορεί να είναι είτε γεγενημένες, για έργα που έχουν ήδη εκτελεστεί από την επιχείρηση είτε μη γεγενημένες, για έργα που έχουν

αναλάβει αλλά δεν έχουν ακόμα ολοκληρώσει. Ευνόητο είναι ότι οι γεγενημένες συμβάσεις αποτελούν ισχυρότερη μορφή εξασφάλισης, ιδιαίτερα αν πρόκειται για συμβάσεις με δημόσιους οργανισμούς.

### **ΠΑΡΟΧΗ ΕΓΓΥΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΟΛΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

Είναι οι εγγυήσεις που παρέχονται από τράπεζες του εσωτερικού ή του εξωτερικού και αφορούν την εγγύηση που δίνει κάποια τράπεζα προς τον δικαιούχο της απαίτησης (την δανείστρια τράπεζα δηλαδή) ότι εφόσον ο δανειολήπτης δεν δύναται ν' αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, η εγγυήτρια Τράπεζα θα καταβάλει στο δικαιούχο το προβλεπόμενο ποσό.

Οι Ε/Ε αυτής της μορφής μπορεί να είναι άνευ όρων (unconditional), γεγονός που δίνει στο δικαιούχο το δικαίωμα να ζητήσει την εξόφληση της απαίτησης του από την εγγυήτρια οποιαδήποτε χρονική στιγμή ή μπορεί να θέτουν κάποιους συγκεκριμένους όρους (conditional) η εκπλήρωση των οποίων είναι απαραίτητη προκειμένου να ζητηθεί η εξόφληση της απαίτησης (π.χ. εάν η εταιρεία που έχει χρηματοδοτηθεί καθυστερήσει να καταβάλει την δόση του κεφαλαίου).

### **ΠΡΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΗΚΕΣ**

Η προσημείωση εγγράφεται από την τράπεζα σε ακίνητο της εταιρείας ή εκπροσώπου της εταιρείας προς εξασφάλιση του δανείου και αποτελεί το δικαίωμά της να εγγράψει υποθήκη σε αυτό, προκειμένου να εισπράξει την απαίτησή της σε περίπτωση που η εταιρεία αδυνατεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της.

Η υποθήκη είναι το εμπράγματο δικαίωμα του δανειστή στο ακίνητο της εταιρείας (ή τρίτου) για την εξασφάλιση απαίτησης του από τον πιστούχο. Είναι τίτλος άμεσα εκτελεστός στην και δίνει στον ενυπόθηκο δανειστή (την τράπεζα) το δικαίωμα εκπλειστηρίασης του υποθηκευμένου ακινήτου προκειμένου να εισπράξει την απαίτησή του. Η υποθήκη μπορεί να αφορά και μελλοντική ή υπό αίρεση απαίτηση, δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από το ποσό της απαίτησης αυτής και μπορεί να συμπεριλαμβάνει και άλλες εγκαταστάσεις που συνδέονται με το υποθηκευμένο ακίνητο.

Αντιθέτως η προσημείωση δεν είναι εκτελεστός τίτλος και προκειμένου ο δανειστής να μπορέσει να εκπλειστηριάσει το προσημειωμένο ακίνητο, θα πρέπει να μετατρέψει την

προσημείωση σε υποθήκη. Η προσημείωση μπορεί να είναι μεγαλύτερη από το ποσό της απαίτησης.

Σε ένα ακίνητο μπορούν να εγγραφούν περισσότερες από μία προσημειώσεις ή υποθήκες και οι ενυπόθηκοι δανειστές αποζημιώνονται με σειρά προτεραιότητας ανάλογα με την σειρά του βάρους που έχουν εγγράψει.

Η προσημείωση αποτελεί ισχυρή εξασφάλιση, ανάλογα βέβαια με την σειρά εγγραφής βάρους και αποτελεί πλεονέκτημα για εταιρείες που έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα προκειμένου να χρησιμοποιήσουν τραπεζικό δανεισμό. Για το λόγο αυτό, οι μικρές εταιρείες που δεν έχουν στην κατοχή τους ακίνητη περιουσία και αναγκαστικά παρέχουν μεγαλύτερης επικινδυνότητας εξασφαλίσεις χρηματοδοτούνται με υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με τις μεγάλες.

### **ΕΚΧΩΡΗΣΗ ΦΟΡΤΩΤΙΚΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ**

Η εκχώρηση φορτωτικών εγγράφων χρησιμοποιείται από εταιρείες που κάνουν εξαγωγές σε χώρες του εξωτερικού. Τα φορτωτικά έγγραφα είναι τίτλοι που εκδίδονται από τη μεταφορική εταιρεία σε διαταγή είτε του εξαγωγέα είτε απ' ευθείας της τράπεζας, ενώ αν είναι εκχωρημένα συνοδεύονται από τιμολόγιο πάνω στο οποίο αναφέρεται ο τρόπος πληρωμής μέσω της τράπεζας στην οποία έχουν εκχωρηθεί. Ενώ τα φορτωτικά έγγραφα μπορεί να είναι πλοίου, αεροπλάνου, σιδηροδρόμου ή οδικής μεταφοράς, μόνο η εκχώρηση φορτωτικών εγγράφων πλοίου θεωρείται ισχυρή εξασφάλιση, δεδομένου ότι τα εμπορεύματα που μεταφέρονται με πλοίο συνοδεύονται από μη διαπραγματεύσιμα φορτωτικά έγγραφα, έτσι ώστε ο κάτοχος του να μην μπορεί να παραλάβει τα εμπορεύματα.

Εφόσον υπάρχει η ένδειξη CAD (cash against documents ή τοις μετρητοίς), τα εκχωρημένα φορτωτικά έγγραφα θα παραδοθούν στον εισαγωγέα μόνο εφόσον αυτός καταβάλει το απαιτούμενο ποσό, το οποίο θα σταλεί στον εξαγωγέα σε λογαριασμό του στην τράπεζα που ορίζει το τιμολόγιο. Ο κίνδυνος υπάρχει στην περίπτωση που το εμπόρευμα είναι ευπαθές, δεν γίνει αποδεκτό από τον εισαγωγέα και επιστραφεί πίσω.

Μεγαλύτερος κίνδυνος υπάρχει στην περίπτωση που υπάρχει συμφωνία για παράδοση των φορτωτικών εγγράφων έναντι συναλλαγματικής εξωτερικού, καθώς η διεκδίκηση της απαίτησης αυτής στο εξωτερικό σε περίπτωση μη ικανοποίησής της είναι ιδιαίτερα δύσκολη. Συνεπώς τέτοιου είδους συμφωνίες γίνονται απόδεκτές από την τράπεζα μόνο σε περιπτώσεις που αποτελούν



μακροχρόνιες και ελεγμένης φερεγγυότητας συνεργασίες της επιχείρησης με τον πελάτη τους στο εξωτερικό. Ισχυρή εξασφάλιση θεωρούνται επίσης τα φορτωτικά έγγραφα που καλύπτονται από εγγυητικές επιστολές τραπεζών, δεδομένου ότι εφόσον δεν πληρώσει ο εισαγωγέας, υπάρχει απαίτηση από την εκδότρια – εγγυήτρια Τράπεζα.

### **ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΕΣ ΕΓΓΥΗΣΕΙΣ**

Προσωπική εγγύηση παρέχουν φυσικά πρόσωπα τα οποία έχουν συνήθως άμεση σχέση την δανειοδοτούμενη εταιρεία, όπως π.χ. ο κύριος εκπρόσωπός της ή η σύζυγός του. Τα πρόσωπα αυτά είναι συνήθως μεγάλης οικονομικής επιφάνειας με σημαντική ακίνητη περιουσία, η οποία πρέπει να αποδεικνύεται μέσω του Ε9 των εγγυητών.

Οι εταιρικές εγγυήσεις παρέχονται από νομικά πρόσωπα οποιασδήποτε μορφής, Δημοσίου ή Ιδιωτικού Δικαίου, με την προϋπόθεση ότι το καταστατικό της προβλέπει την δυνατότητα παροχής αυτής της εγγύησης, διαφορετικά η εγγύηση αυτή δεν έχει νομική ισχύ. Και σ αυτή την περίπτωση πρέπει να αποδεικνύεται η οικονομική κατάσταση της εταιρείας που εγγυάται

### **ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ**

#### **ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ**

Όπως ήδη αναφέραμε οι παρεχόμενες από την επιχείρηση εξασφαλίσεις καθορίζουν και το κόστος δανεισμού: όσο πιο ισχυρή είναι η εξασφάλιση, όπως π.χ. ενεχυρίαση τραπεζικών καταθέσεων ή εγγραφή προσημείωσης, τόσο η τράπεζα είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει την επιχείρηση με χαμηλότερο επιτόκιο σε σχέση με εξασφαλίσεις που είναι λιγότερο ισχυρές, όπως η ενεχυρίαση μετοχών ή οι προσωπικές εγγυήσεις. Ειδικά στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν παρουσιάζουν «εντυπωσιακά» οικονομικά στοιχεία (θεαματικά κέρδη) ή που δεν έχουν την δυνατότητα να βασιστούν στο μεγάλο και εδραιωμένο στην αγορά όνομα, η παροχή καλών ποιοτικά εξασφαλίσεων και η καλή συναλλακτική τους συμπεριφορά κατά τη διάρκεια της συνεργασίας τους με την τράπεζα αποτελεί το κυριότερο κριτήριο για την μείωση του κόστους δανεισμού.

Εκτός από την παροχή εξασφαλίσεων, αυτό που πρέπει επίσης να σημειωθεί είναι η αβεβαιότητα που συνεπάγεται οποιαδήποτε μεσομακροπρόθεσμη πιστοδότηση. Η

αβεβαιότητα έχει να κάνει αποκλειστικά με τη χρονική διάρκεια της πιστοδότησης και για το λόγο αυτό κανονικά θα πρέπει να απαιτείται μεγαλύτερη απόδοση από μια μεσομακροπρόθεσμη πιστοδότηση απ' ό,τι απαιτείται από μια βραχυπρόθεσμη.

Οι παράγοντες που καθορίζουν το κόστος δανεισμού είναι οι εξής:

§ **Διοικητικά καθοριζόμενα επιτόκια, επιτόκια αγοράς, περιθώρια** : Η χρηματοδότηση μπορεί να λάβει κάποιο επιτόκιο που καθορίζεται διοικητικά από την τράπεζα ή ένα επιτόκιο αγοράς Euribor ή Libor (ανάλογα με το νόμισμα του δανείου) σύν ή πλην κάποιο περιθώριο (spread) που εξαρτάται από τους παράγοντες που προαναφέραμε (ποιότητα εξασφαλίσεων, οικονομικά στοιχεία, συναλλακτική συμπεριφορά, κλπ.).

Πιο αναλυτικά τα **διοικητικά καθοριζόμενο επιτόκιο** αναπροσαρμόζεται κατά δαστήματα από την τράπεζα ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς, την απόδοση των επενδύσεων κεφαλαίου και την τιμολογιακή πολιτική της και έχει ως επιτόκιο αναφοράς το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων που ανα κοινώνεται από την Ευρωπαϊκή Κέντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και συνεπώς κινείται προς την ίδια κατεύθυνση με αυτό.

Τα επιτόκια αγοράς Euribor (για χρηματοδοτήσεις σε ευρώ) ή Libor (για χρηματοδοτήσεις άλλου νομίσματος) είναι τα προσφερόμενα στην Ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά για το Euribor και στην διατραπεζική αγορά του Λονδίνου για το Libor, επιτόκια για τραπεζικό δανεισμό σε αντίστοιχο νόμισμα διάρκειας ίσης με την περίοδο εκτοκισμού για την οποία πρόκειται να εφαρμοστεί. Τα επιτόκια αυτά αναπροσαρμόζονται καθημερινά.

Τα ανωτέρω επιτόκια προσαυξάνονται με το περιθώριο (spread), το οποίο εξαρτάται από α) την συνολική απόδοση της εταιρείας προς την τράπεζα και β) από τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο.

§ **Εκτοκισμός, ανατοκισμός χρεωστικών τόκων**: Η επιχείρηση πρέπει να εξοφλεί τους χρεωστικούς τόκους από τις χρηματοδοτήσεις της άμεσα προκειμένου αυτοί να μην προσαυξάνουν το κεφάλαιο.

**§ Λοιπά Εξοδα:**

- Εξοδα διαχείρισης: Προμήθειες που εισπράτει η τράπεζα και την επεξεργασία των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης ή την υποβολή έκτακτων αιτημάτων, την σύνταξη συμβάσεων, κλπ.
- Εξοδα ασφάλισης: Σε περιπτώσεις που λαμβάνεται ως εξασφάλιση προσημείωση ακινήτου, η τράπεζα, προκειμένου να καλυφθεί από τον κίνδυνο καταστροφής του ακινήτου από πυρκαγιά ή σεισμό απαιτεί την ασφάλιση αυτού κατά πυρός και σεισμού με εκχώρηση του ασφαλιστηρίου συμβολαίου στον δανειστή (την τράπεζα).
- Εξοδα σχετιζόμενα με τις παρεχόμενες εξασφαλίσεις: Επίσης για την επεξεργασία των παρεχόμενων εξασφαλίσεων, όπως έλεγχος φερεγγυότητας επιταγών, η ενεχυρίαση των διαφόρων απαιτήσεων, κλπ. Εισπράτονται επιπλέον προμήθειες.

## ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

### ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο σχετικά με την χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι επιχειρήσεις αυτές έχουν πρόσβαση σε όλες τις μορφές δανεισμού, μακροπρόθεσμου ή βραχυπρόθεσμου, τις οποίες και περιγράψαμε, με εξαίρεση βέβαια κάποιους ειδικούς τύπους χρηματοδότησης, τους οποίους εσκεμένα εξαιρέσαμε από αυτή την εργασία, καθώς δεν απευθύνονται καθόλου στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τέτοιοι τύποι δανεισμού είναι για παράδειγμα τα ομολογιακά δάνεια.

Το βασικό στοιχείο που διαφοροποιεί τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις ως προς την χρηματοδότησή τους σε σχέση με τις μεγαλύτερες δεν είναι τόσο τα χρηματοδοτικά προϊόντα, όσο η υψηλότερη **τιμολόγηση** που οι επιχειρήσεις αυτές λαμβάνουν επί των χρηματοδοτήσεων που χρησιμοποιούν, η οποία είναι αποτέλεσμα του μεγαλύτερου πιστωτικού τους κινδύνου, καθώς και οι υψηλότερες προμήθειες που πληρώνουν. Η τιμολόγηση διαφοροποιείται από επιχείρηση σε επιχείρηση ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, τα οικονομικά στοιχεία της, τις παρεχόμενες εξασφαλίσεις και ανεπισημάτως και τους φορείς της, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν κάποιοι συγκεκριμένοι «κανόνες» που να υπαγορεύουν το ύψος του επιτοκίου με το οποίο θα τιμολογηθεί το κάθε δάνειο, αλλά εξετάζεται κατά περίπτωση. Η τιμολόγηση είναι λοιπόν ο παράγοντας εκείνος που καθιστά την πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό πιο περιορισμένη και κάποιες φορές και απαγορευτική.

Πέραν της τιμολόγησης, η οποία όπως είπαμε διαφέρει μεταξύ των επιχειρήσεων, ένας άλλος πολύ σημαντικός παράγοντας που διακρίνει τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις από τις μεγάλες σε σχέση με την χρηματοδότησή τους είναι οι **ανάγκες** που επιθυμούν να καλύψουν. Οι ανάγκες των μικρομεσαίων επιχειρήσεων για χρηματοδότηση, οι οποίες βέβαια και πάλι είναι διαφορετικές από εταιρεία σε εταιρεία, σε γενικές γραμμές

πάντως διαφοροποιούνται σημαντικά από τις ανάγκες των μεγάλων επιχειρήσεων, είναι αυτές που υπαγορεύουν το είδος και την μορφή δανεισμού που θα χρησιμοποιήσουν.

Στο κεφάλαιο αυτό κάνουμε μία προσπάθεια να τονίσουμε τις μορφές χρηματοδότησης που είναι πιο διαδεδομένες στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και να αναφέρουμε τους λόγους για τους οποίους κάποια είδη τραπεζικού δανεισμού είναι πιο ευρέως διαδεδομένα σ' αυτή την κατηγορία επιχειρήσεων.

### **ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΝΑΝΤΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ**

Το πρώτο κριτήριο για την επιλογή του είδους της χρηματοδότησης που πρόκειται να χρησιμοποιήσει μια επιχείρηση είναι οι ανάγκες τις οποίες επιδιώκει να καλύψει. Αυτός είναι και ο κυριότερος λόγος που **ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός είναι η κυριότερη μορφή χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις.**

Το κύριο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη χώρα μας είναι το πρόβλημα ρευστότητας, πρόβλημα το οποίο αποδεικνύεται από την παράταση της περιόδου πίστωσης για την είσπραξη των απαιτήσεων σε διάστημα έως και δώδεκα μήνες, καθώς και από το ύψος στο οποίο έχουν φτάσει σήμερα οι ακάλυπτες επιταγές, το οποίο αγγίξε τα 1,2 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του προηγούμενου έτους (Στατιστικά στοιχεία του συστήματος «Τειρεσίας»). Το πρόβλημα αυτό της ρευστότητας της αγοράς αγγίζει κατά κύριο λόγο τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Κατά συνέπεια για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στρέφονται πρωτίστως σε κεφάλαια κίνησης, δηλαδή αλληλόχρεους λογαριασμούς για την κάλυψη των λειτουργικών τους αναγκών. Το αποτέλεσμα αυτό, ότι δηλαδή οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ως επί το πλείστον βραχυπρόθεσμης διάρκειας δανεισμό, προκύπτει άλλωστε και από έρευνα του ΕΒΕΑ και του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών με την συνεργασία της Kara Research για την χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (αναλυτικά στοιχεία της έρευνας στο 3<sup>ο</sup> Μέρος της εργασίας). Σύμφωνα με την έρευνα περισσότερο από μία φορά έχουν προσφύγει στον δανεισμό το 31% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, το 44,7% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων έχει δάνεια που είναι σε ισχύ σήμερα. Από αυτές τις επιχειρήσεις το 70% δηλώνει ότι έχει δάνειο για κεφάλαιο κίνησης, το 27% για αγορά παγίων (μακροπρόθεσμης μορφής δηλαδή) και το 15,7% για leasing.

Συνεπώς όταν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στη χώρα μας πασχίζουν να καλύψουν τις ανάγκες λειτουργίας τους, η επιπλέον επιβάρυνσή τους με μακροπρόθεσμης μορφής δανεισμό, ο οποίος κατά κύριο λόγο αποσκοπεί στην ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό

τους, έρχεται σε δεύτερη μοίρα. Για τον λόγο αυτό λίγες σχετικά είναι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν δάνεια μεσομακροπρόθεσμης διάρκειας, τα οποία προορίζονται κυρίως για την χρηματοδότηση επενδύσεων. Συνεπώς τα μακροπρόθεσμα δάνεια αφορούν κυρίως μεγάλες επιχειρήσεις, χωρίς αυτό να αποκλείει τελείως τις μικρομεσαίες, απλώς δεν είναι η συνήθης μορφή διανεμοδότησης για τις μικρομεσαίες. Σύμφωνα με στοιχεία της Hellastat τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια συγκεντρώνονται σε μεγάλες επιχειρήσεις και οργανισμούς. Συγκεκριμένα από τα στοιχεία της Hellastat προκύπτει ότι το 46% του συνολικού μακροπρόθεσμου δανεισμού έχουν λάβει 10 επιχειρήσεις, μεταξύ των οποίων ο ΟΣΕ (€ 4,4 δισ.), η ΔΕΗ (€ 3,2 δισ.), ο ΟΤΕ (€ 1,95 δισ.) και το Αεροδρόμιο Ελ. Βενιζέλος (€ 1,02 δισ.).<sup>11</sup>

Συμπερασματικά λοιπόν μπορούμε να πούμε ότι οι βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις για κάλυψη αναγκών κεφαλαίου κίνησης μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών κυρίως, είναι η βασική μορφή χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

#### **ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ FACTORING**

Η χρηματοδότηση μέσω factoring, η οποία είναι μια μορφή χρηματοδότησης μέσω επιχειρηματικών απαιτήσεων, απευθύνεται κατά κύριο λόγο σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, σύμφωνα και με όσα αναφέραμε στο αντίστοιχο κεφάλαιο της εργασίας μας. Αν και δεν υπάρχουν επίσημα συγκεντρωτικά στοιχεία ειδικά για τα ποσοστά των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν factoring σήμερα, αποτελεί πάντως μια μορφή χρηματοδότησης βραχυπρόθεσμης μορφής, που σταδιακά αναπτύσσεται στη χώρα μας, καθώς γίνεται όλο και περισσότερο γνωστή μεταξύ των επιχειρήσεων και, όπως αναφέραμε και νωρίτερα στο σχετικό κεφάλαιο, έχει προοπτικές ανάπτυξης λόγω τόσο της επιμήκυνσης της διάρκειας πίστωσης που αντανάκλα την έλλειψη ρευστότητας της αγοράς, όσο και της αναμενόμενης μείωσης της χρήσης των μεταχρονολογημένων επιταγών ως μέσου πληρωμής.

Οι λόγοι για τους οποίους οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν factoring, που αποτελούν και τους λόγους που η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης απευθύνεται κυρίως σε αυτές, είναι αφενός γιατί χρησιμοποιεί ως μέσο εξασφάλισης τις ίδιες τις απαιτήσεις, χωρίς να απαιτείται άλλου είδους εμπράγματη εξασφάλιση για την χρηματοδότηση και αφετέρου η συνολική διαχείριση των απαιτήσεων αυτών που αναλαμβάνουν οι εταιρείες factoring, η οποία βοηθά στην μείωση του λειτουργικού κόστους της επιχείρησης, καθώς και η κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου.

<sup>11</sup> Hellastat (Ελληνική Εταιρεία Στατιστικών και Οικονομικών Πληροφοριών) – Οκτώβριος 2006

Πιο αναλυτικά, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι αυτές που λειτουργούν κατά κύριο λόγο με πληρωμές επί πιστώσει, προσπαθώντας μάλιστα συχνά να παρατείνουν την διάρκεια πίστωσης προκειμένου να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές. Οι απαιτήσεις αυτές από τους οφειλέτες τους είναι και το κυριότερο (κάποιες φορές και το μοναδικό) μέσο εξασφάλισης που έχουν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις έναντι των χρηματοδοτήσεών τους. Η χρηματοδότηση μέσω factoring λοιπόν, η οποία γίνεται με την εκχώρηση των επιχειρηματικών απαιτήσεων στην εταιρεία factoring, χωρίς να απαιτούνται επιπρόσθετες εμπράγματα εξασφαλίσεις, που οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν είναι σε θέση να παρέχουν τις περισσότερες φορές, αποτελεί μια μορφή χρηματοδότησης που ανταποκρίνεται ακριβώς στις ανάγκες τους για κεφάλαια κίνησης και στις δυνατότητές τους.

Σχετικά με τον δεύτερο λόγο που οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις απευθύνονται σε χρηματοδότηση μέσω factoring, αυτόν της λογιστικής παρακολούθησης και διαχείρισης των απαιτήσεων, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αυτή η παρεχόμενη υπηρεσία αποτελεί μια επιπλέον «βοήθεια» για τις επιχειρήσεις αυτές. Με την υπηρεσία αυτή που προσφέρουν οι εταιρείες factoring έναντι βέβαια κάποιας προμήθειας διαχείρισης, απαλλάσσουν τα λογιστήρια των επιχειρήσεων από το βάρος της λογιστικής παρακολούθησης των απαιτήσεων μειώνοντας έτσι το λειτουργικό τους κόστος, καθώς δεν χρειάζεται να απασχολούν υπαλλήλους για αυτό το σκοπό. Το factoring λοιπόν, αναλαμβάνοντας εξολοκλήρου την διαχείριση των τιμολογίων μέχρι την τελική τους είσπραξη, απευθύνεται και σε επιχειρήσεις που δεν επιθυμούν να επιβαρύνουν τα λογιστήριά τους με την παρακολούθηση των απαιτήσεων, αλλά και σε επιχειρήσεις που δεν έχουν οργανωμένα λογιστήρια, δηλαδή μικρομεσαίες κυρίως επιχειρήσεις.

Οι παραπάνω λόγοι κυρίως, δηλαδή οι απαιτήσεις ως αποκλειστικό μέσο εξασφάλισης της χρηματοδότησης και η λογιστική παρακολούθηση και διαχείριση των τιμολογίων σε συνδυασμό με την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου και την ασφάλιση των απαιτήσεων σε κάποιες περιπτώσεις, όπως αναφέραμε στην ενότητα σχετικά με το factoring, καθιστούν τον τρόπο αυτό χρηματοδότησης ιδιαίτερα ελκυστικό για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

### **ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ LEASING**

Ο εναλλακτικός αυτός τρόπος χρηματοδότησης παγίων περιουσιακών στοιχείων δεν είναι ιδιαίτερα διαδεμένος στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, είτε γιατί οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν είναι πολύ καλή πληροφορημένες σχετικά μ'αυτό, είτε γιατί οι

εταιρείες leasing έχουν στρέψει περισσότερο το ενδιαφέρον τους στην προσέλκυση μεγάλων επιχειρήσεων ή και φυσικών προσώπων, όπως ελεύθερους επαγγελματίες, αγνοώντας τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με στοιχεία του Βιοτεχνικού Επιμελητηρίου Αθηνών (Β.Ε.Α.) οι συμβάσεις leasing κατά την προηγούμενη δεκαετία ανήλθαν συνολικά σε ευρώ στα 1,85 δις. περίπου (δηλαδή περί 185 εκ. ευρώ κατά μέσο όρο ετησίως), από τα οποία μόνο το 15% απορρόφησαν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα στοιχεία αυτά, σε συνδιασμό με τα στοιχεία της έρευνας που έκανε φέτος (Μαΐος 2007) το ΕΒΕΑ σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την Kara Research, έρευνα η οποία αναφέρθηκε επανειλημμένα και προηγουμένως, σύμφωνα με την οποία μόνο το 15,7% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων δηλώνει ότι έχει leasing, δείχνουν ότι αυτή η μορφή χρηματοδότησης εξακολουθεί να μην είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη σ'αυτή την κατηγορία επιχειρήσεων.

Παρόλα αυτά γίνονται προσπάθειες αύξησης των χρηματοδοτικών μισθώσεων προς την κατεύθυνση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων καθώς και αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης έχει ενταχθεί στο πρόγραμμα του Ταμείου Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων ΤΕΜΠΜΕ, όπως θα αναφέρουμε αναλυτικά παρακάτω.

### **ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΜΕΣΩ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις και η ενίσχυσή τους αποτελεί έναν από τους βασικούς στόχους Αναπτυξιακών Προγραμμάτων όπως το Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης, το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο αναπτυξιακό πρόγραμμα της χώρας μας. Υλοποιείται με την συγχρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης και χωρίζεται σε δύο βασικές κατηγορίες: τα Τομεακά Επιχειρησιακά Προγράμματα (ανάλογα με τους τομείς δραστηριότητας) και τα Περιφερειακά Επιχειρησιακά Προγράμματα (ανάλογα με την περιφέρεια στην οποία απευθύνεται).

Μεταξύ των Τομεακών Προγραμμάτων είναι και το Επιχειρησιακό Πρόγραμμα «Ανταγωνιστικότητα» (ΕΠΑΝ), το οποίο στοχεύει στην ενίσχυση των ελληνικών επιχειρήσεων με έμφαση στις μικρομεσαίες. Στις δραστηριότητες του συγκεκριμένου προγράμματος εντάσσεται και το Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων ΤΕΜΠΜΕ, στο οποίο θα αναφερθούμε αναλυτικά παρακάτω, καθώς και



επιχορηγήσεις ολοκληρωμένων επιχειρηματικών σχεδίων μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων διαφόρων κλάδων.

### **ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Η επιχορήγηση επενδυτικών σχεδίων αφορά υφιστάμενες μικρομεσαίες επιχειρήσεις που τηρούν βιβλία Β' και Γ' κατηγορίας, οι οποίες απασχολούν έως 50 εργαζομένους, έχουν συμπληρώσει τουλάχιστον 2 εταιρικές χρήσεις και χαρακτηρίζονται ως Μικρές ή Πολύ Μικρές Επιχειρήσεις σύμφωνα με τον ορισμό σύστασης της Επιτροπής 2003/361/ΕΚ της 6ης Μαΐου 2003, σχετικά με τον ορισμό των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, όπως περιγράφεται και στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Το πρόγραμμα αφορά επενδυτικά σχέδια ύψους 20.000 € έως 150.000 €. Η ίδια συμμετοχή για τα επιχορηγούμενα επενδυτικά προγράμματα θα πρέπει να ανέρχεται σε ποσοστό τουλάχιστον 25% επί του συνόλου του προϋπολογισμού της επένδυσης, ποσοστό το οποίο θα πρέπει να παραμένει σταθερό καθ'όλη τη διάρκεια του επενδυτικού σχεδίου. Το ποσοστό της επιχορήγησης κυμαίνεται από 50% έως 60% του συνολικού προϋπολογισμού, ενώ το ποσοστό που απομένει καλύπτεται μέσω μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού.

Καθώς ο στόχος του Επιχειρηματικού Προγράμματος «Ανταγωνιστικότητα» είναι η ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων με έμφαση στις μικρομεσαίες, η επιχορήγηση επενδυτικών σχεδίων αφορά τις εξής κατευθύνσεις:

- § Διαμόρφωση, εκσυγχρονισμός χώρων διοίκησης, λειτουργίας, διάθεσης και ανάπτυξης εργασιών της επιχείρησης.
- § Εκσυγχρονισμός υπηρεσιών, λειτουργιών και διοικητικών διαδικασιών της επιχείρησης.
- § Εφαρμογή συστημάτων διασφάλισης ποιότητας υπηρεσιών.
- § Ανάπτυξη καινοτομιών, εφαρμογή αποτελεσμάτων έρευνας.
- § Ανάπτυξη προϊόντων και εφαρμογών πληροφορικής.

Κατά συνέπεια οι δαπάνες που επιχορηγούνται βάσει του προγράμματος επιχορήγησης επενδυτικών σχεδίων των μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων αφορούν σε:

- § Κτίρια και εγκαταστάσεις
- § Εξοπλισμό και εγκαταστάσεις απαραίτητες για την υλοποίηση της επένδυσης, εξοπλισμό προστασίας του περιβάλλοντος και εξοικονόμησης ενέργειας
- § Πιστοποίηση συστημάτων διασφάλισης ποιότητας (ISO)
- § Δαπάνες προώθησης

### **ΤΑΜΕΙΟ ΕΓΓΥΟΔΟΣΙΑΣ ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΤΕΜΠΜΕ)**

Με στόχο την αντιμετώπιση του προβλήματος που αντιμετωπίζουν οι μικρές επιχειρήσεις σχετικά με την πρόσβασή τους στον τραπεζικό δανεισμό και του υψηλού κόστους χρηματοδότησής τους, δημιουργήθηκε το 2006 στα πλαίσια του Επιχειρησιακού Προγράμματος Ανταγωνιστικότητα (ΕΠΑΝ) το πρόγραμμα «Επιδότηση Κόστους Δανεισμού Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων». Το πρόγραμμα αυτό υλοποιείται μέσω του Ταμείου Εγγυοδοσίας Μικρών και Πολύ Μικρών Επιχειρήσεων ΤΕΜΠΜΕ και σκοπό έχει να ενισχύσει τις επιχειρήσεις αυτές, είτε νεοϊδρυόμενες είτε υφιστάμενες στην πρόσβασή τους σε χρηματοδότηση, πρόσπαθεια που έως τώρα είχε περιορισμένα αποτελέσματα με αποτέλεσμα την μειωμένη ανταγωνιστικότητά τους σε σχέση με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Δεδομένου ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν, όπως αναφέραμε, ένα πολύ σημαντικό μέρος, ίσως και το μεγαλύτερο κομμάτι της ελληνικής οικονομίας, το οποίο συμβάλει αποφασιστικά στην ανάπτυξη της χώρας, το ΤΕΜΠΜΕ, μέσω 5 ξεχωριστών προγραμμάτων εγγυοδοσίας, ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη των επιχειρήσεων αυτών, ενθαρρύνοντας την δημιουργία νέων επιχειρήσεων, τον εκσυγχρονισμό τους και κατ'επέκταση την δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης. Η δράση του υλοποιείται μέσω τη επιδότησης μέρους του επιτοκίου των δανείων ή των χρηματοδοτικών μισθώσεων των μικρών επιχειρήσεων καθώς και μέσω της εγγύησης των δανείων αυτών από το ΤΕΜΠΜΕ. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται αφ'ενός η μείωση του κόστους δανεισμού για τις μικρές επιχειρήσεις και αφ'ετέρου ο επιμερισμός του επιχειρηματικού κινδύνου μεταξύ των τραπεζών, του ΤΕΜΠΜΕ και της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα παρέχεται η εγγύηση του ΤΕΜΠΜΕ και επιδοτούνται με το ποσό που αντιστοιχεί στην ονομαστική επιβάρυνση που επιφέρουν τέσσερις μονάδες επιτοκίου για επιτόκια δανείων ύψους από 10.000 € έως 400.000 €, τα οποία έχουν συγκεκριμένη διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους (είναι δηλαδή μεσομακροπρόθεσμα όπως αναφέραμε στο αντίστοιχο κεφάλαιο) και έχουν επενδυτικό χαρακτήρα. Δεν επιδοτούνται δηλαδή δάνεια που καλύπτουν ανάγκες κεφαλαίου κίνησης καθώς σκοπός του προγράμματος είναι η ανάπτυξη και ο εκσυγχρονισμός των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, ενώ πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι η εγγύηση του ΤΕΜΠΜΕ διαρκεί το ανώτατο για 10 έτη.

Επίσης επιδοτούνται και εγγυοδοτούνται από το ΤΕΜΠΜΕ χρηματοδοτικές μισθώσεις (leasing) ύψους από 10.000 € έως 400.000 €, οι οποίες αφορούν επαγγελματικά ακίνητα ή αυτοκίνητα και επαγγελματικό εξοπλισμό και έχουν ρήτρα εξαγοράς. Η επιδότηση των χρηματοδοτικών αυτών μισθώσεων από το ΤΕΜΠΜΕ δεν αφορά περιπτώσεις leasing της μορφής Sale & Lease Back (βλ. αντίστοιχο κεφάλαιο) και ανέρχεται στο 10% της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αφορά η χρηματοδοτική μίσθωση, η οποία επίσης δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την αγοραία τους αξία.

Τα 5 προγράμματα επιδότησης του κόστους δανεισμού μέσω του ΤΕΜΠΜΕ αφορούν νεοϊδρυόμενες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό χώρο οι οποίες απασχολούν έως 20 εργαζομένους και έχουν ετήσιο κύκλο εργασιών έως 10 εκατομμύρια ευρώ. Πρόκειται δηλαδή για πολύ μικρές και μικρές επιχειρήσεις σύμφωνα με τους όρους και τα κριτήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αναφέραμε στο πρώτο κεφάλαιο αυτής της εργασίας. Επίσης τα προγράμματα αυτό απευθύνονται σε επιχειρήσεις όλων των κλάδων, εκτός από τους τομείς της γεωργίας, των μεταφορών και ορισμένες δραστηριότητες του τομέα των τροφίμων. Τέλος προκειμένου οι επιχειρήσεις να ενταχθούν στο πρόγραμμα δεν θα πρέπει να έχουν εξαγωγική δραστηριότητα ή να είναι Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου, Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα ή Νομικά Πρόσωπα μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Επίσης θα πρέπει να είναι υγιείς επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έχουν συνεχείς ζημιολύγες χρήσεις (εκτός αν υπάρχει σχετική μελέτη βιωσιμότητας που αποδεικνύει την δυνατότητα της επιχείρησης να ανταπεξέλθει στα δάνειά της) ενώ επίσης δεν θα πρέπει να τους έχουν υποβληθεί νομικές κυρώσεις.

Τα 5 προγράμματα εγγυοδοσίας του ΤΕΜΠΜΕ παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα:

ΠΡΟΓΡ.	ΕΙΔΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ΕΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ	ΕΡΓΑΖΟ-ΜΕΝΟΙ	ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	ΕΙΔΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ	ΥΨΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΕΓΓΥΗΣΗΣ
ΤΕΜΠΜΕ 1	Ανεξάρτητη υπό σύσταση ή νέα επιχείρηση	0-3 έτη	Έως 49 κατά τα 2 πρώτα έτη	Έως 10 εκ. €	Ορισμένης λήξης	€25.001 έως € 250.000	10 έτη
ΤΕΜΠΜΕ 2	Ανεξάρτητη	Άνω των 3 ετών	Έως 9 επί 2 έτη	Έως 2 εκ. €	Ορισμένης λήξης	€25.000 έως € 300.000	10 έτη
ΤΕΜΠΜΕ 3	Ανεξάρτητη	Άνω των 3 ετών	10-49 επί 2 έτη	Έως 10 εκ. €	Ορισμένης λήξης	€25.000 έως € 400.000	10 έτη
ΤΕΜΠΜΕ 4	Ανεξάρτητη υπό σύσταση ή ήδη δραστηριοπ. επιχείρηση	-	Έως 6	Έως 2 εκ. €	Βραχ/σμα 180-540 ημ. Η μεσομακ/μα 1,5-5 έτη	€10.000 έως € 25.000	5 έτη
ΤΕΜΠΜΕ 5	Που επιθυμούν να προβούν σε εξαγορά ή συγχώνευση	Τουλάχιστον 2 έτη	Έως 49 επί 2 έτη	Έως 10 εκ. €	Ορισμένης λήξης	€25.000 έως € 400.000	10 έτη

Το Ταμείο Εγγυοδοσίας αποτελεί ένα πολύ θετικό βήμα για την στήριξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Αξίζει να σημειωθεί παρ'όλα αυτά ότι φαίνεται να μην είναι ιδιαίτερα διαδεδομένο, ακόμα τουλάχιστον, στις επιχειρήσεις αυτές, καθώς με τα στοιχεία της Έρευνας που διενεργήθηκε από το Εμπορικό και Βιομηχανικού Επιμελητηρίου Αθηνών (ΕΒΕΑ), σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και την εταιρεία Kara Research σε δείγμα 1.803 μικρομεσαίων επιχειρήσεων του λεκανοπεδίου Αττικής, έρευνα η οποία αναφέρθηκε αναλυτικά στο 3<sup>ο</sup> Μέρος της εργασίας μας, μόνο το 29,3% των μικρομεσαίων επιχειρήσεων που έλαβαν μέρος στην έρευνα γνωρίζει την ύπαρξή του, ενώ μόνο το 1,7% κάνει χρήση των υπηρεσιών του.

## **ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

### **ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Μια από τις πολύ πρόσφατες εξελίξεις που αφορούν τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και την πρόσβασή τους σε διάφορες πηγές χρηματοδότησης αποτελεί η λειτουργία της **Εναλλακτικής Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών**. Η αγορά αυτή του Χρηματιστηρίου δεν έχει ξεκινήσει ακόμα την λειτουργία της, αλλά αναμένεται να ξεκινήσει πολύ σύντομα, ίσως και πριν τον Οκτώβριο του 2007, καθώς η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενέκρινε την λειτουργία της την 06/09/2007 και ήδη πολλές είναι οι επιχειρήσεις που έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον να συμμετάσχουν σε αυτή και αρκετές από αυτές πληρούν τις προϋποθέσεις ένταξης.

Πρόκειται για μια αγορά που θα λειτουργήσει σύμφωνα με τα πρότυπα άλλων ανάλογων αγορών της Ευρώπης, όπως το A.I.M. (Alternative Investment Market) του Λονδίνου ή το Alternext στη Γαλλία, και είναι αγορά με πιο περιορισμένους κανόνες και μεγαλύτερου ρίσκου, στην οποία θα εντάσσονται μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν μπορούν να ενταχθούν στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου της Σοφοκλέους.

Οι προϋποθέσεις ένταξης μιας εταιρείας στην Εναλλακτική Αγορά είναι να έχει Καθαρή Θέση τουλάχιστον 1 εκατομμύριο ευρώ και να έχει κλήσει τουλάχιστον 2 εταιρικές χρήσεις. Επίσης το μετοχικό της κεφάλαιο θα πρέπει να έχει διασπορά 10% σε 50 άτομα τουλάχιστον, ενώ για ποσοστά που ξεπερνούν το 5% οι κάτοχοι θα πρέπει να δεσμεύονται ότι θα κρατήσουν το μερίδιό τους για τουλάχιστον ένα χρόνο μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης σε περίπτωση που η εταιρεία έχει δύο ζημιογόνες χρήσεις. Αν υπάρχουν συσσωρευμένες ζημιές αυτές δεν θα πρέπει να ξεπερνούν το 50% των ιδίων κεφαλαίων της.

Η Εναλλακτική Αγορά θα δώσει πρόσβαση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην ανοιχτή αγορά του χρηματιστηρίου και θα αποτελέσει μια εναλλακτική πηγή άντλησης χρηματοδοτικών πόρων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, σε μια περίοδο που το κόστος δανεισμού είναι αρκετά υψηλό για αυτές. Παράλληλα οι επιχειρήσεις αυτές δεν

θα χρειάζεται να αναζητούν τρόπους ένταξης σε αντίστοιχες ξένες αγορές στην προσπάθειά τους να αντλήσουν κεφάλαια.

Ενα επιπλέον πλεονέκτημα της Εναλλακτικής Αγοράς είναι το χαμηλό κόστος εισαγωγής μιας εταιρίας σε αυτήν καθώς και το χαμηλό κόστος παραμονής της. Σύμφωνα με εκτιμήσεις το κόστος ένταξης αναμένεται να είναι περίπου 7.500 € και το ετήσιο κόστος διαπραγμάτευσης εκτιμάται ότι θα κυμανθεί περίπου στα 4.500 €, τη στιγμή που το συνολικό κόστος για μια εταιρεία μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης φτάνει περίπου τα 40.000 € στις έως τώρα υπάρχουσες αγορές.

Γίνεται λοιπόν εύκολα αντιληπτό ότι αυτή η κίνηση ίδρυσης της Εναλλακτικής Αγοράς πρόκειται να δώσει σημαντική ώθηση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και αναμένεται να προσελκύσει έντονο ενδιαφέρον.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κλείνοντας αυτή την εργασία αξίζει να αναφέρουμε ότι σήμερα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποκτούν όλο και ευκολότερη πρόσβαση σε χρηματοδοτικά κεφάλαια, καθώς η οικονομία στρέφεται πλέον περισσότερο προς αυτές. Οι τράπεζες στοχεύοντας να προσελκύσουν τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις σχεδιάζουν συνεχώς προϊόντα που απευθύνονται στις ανάγκες αυτής της κατηγορίας επιχειρήσεων .

Σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες οι επιχειρήσεις της τάξεως αυτής αποτελούν κινητήρια δύναμη και συνθέτουν ένα κομμάτι ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη. Ειδικά σε χώρες όπως η Ελλάδα η οποία αποτελεί μια μικρή συγκριτικά οικονομία που δεν έχει να επιδείξει τις τεράστιες εταιρείες - κολοσσούς των πολύ ανεπτυγμένων χωρών και που βρίσκεται σε πορεία ανάπτυξης, έχει γίνει αντιληπτό ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις στοιχειοθετούν ένα πολύ σημαντικό στήριγμα. Για τον λόγο αυτό οι επιχειρήσεις αυτές θα πρέπει να τύχουν μεγαλύτερης στήριξης από το κράτος ώστε να ξεπεράσουν τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν και να επιβιώσουν.

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. **Principles of Financial Management**  
Haim Levy – Marshall Sarnat  
Prentice Hall International Inc. 1988
2. **Economics, Organization & Management**  
Paul Milgrom John Roberts  
Prentice Hall International Inc. 1992
3. **Managerial Finance**  
Lawrence J. Gitman, Michael D. Joehnk, George E. Pinches  
Harper & Row, Publishers, New York, 1990
4. **ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ**  
Εγχειρίδιο Ενημέρωσης Πελατών 2004
5. **ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ**  
Εγχειρίδιο Πιστωτικής Πολιτικής
6. **Financial Management – Theory & Practice**  
Eugene F. Brigham, Michael C. Erhardt  
Thomson South-western, 2005
7. **Financial Management – Theory & Practice 6<sup>th</sup> edition**  
Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski  
The Dryden press international edition, 1991
8. **Corporate Finance –8<sup>th</sup> edition**  
Brealey / Myers /Allen  
McGraw – Hill Internation Edition

**SITES ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ**

[www.epixeireite.duth.gr](http://www.epixeireite.duth.gr)

[www.nomothesia.ependyseis.gr](http://www.nomothesia.ependyseis.gr)

[www.eommex.gr](http://www.eommex.gr)

[www.europa.eu](http://www.europa.eu)

[www.gus.gr](http://www.gus.gr)



[www.economics.gr](http://www.economics.gr)

[www.go-online.gr/ebusiness](http://www.go-online.gr/ebusiness)

[portal.kathimerini.gr](http://portal.kathimerini.gr)

[www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr)

[www.morax.gr](http://www.morax.gr)

[www.ethnos.gr](http://www.ethnos.gr)

[www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

[www.hellaskps.gr](http://www.hellaskps.gr)

[www.bankofcyprus.gr](http://www.bankofcyprus.gr)

[www.tempme.gr](http://www.tempme.gr)

- § ΒΑΣΙΛΙΚΟ ΔΙΑΤΑΓΜΑ ΤΗΣ 19η ΑΠΡΙΛΙΟΥ/1 ΜΑΪΟΥ 1835 (ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΝΟΜΟΣ) Άρθρα 741-784 Αστικού Κώδικα
- § Νόμος 3190/1955 «Περί Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης» (ΦΕΚ Α' 91/16.4.1955)
- § Νόμος 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» (ΦΕΚ Α' 37/30.3.1963)(όπως τροποποιήθηκε με το Ν. 3487/2006, ΦΕΚ Α' 190/11.9.2006)
- § Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης: ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΩΝ, ΜΙΚΡΩΝ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΝΕΚΡΙΝΕ Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ