



Πόσο κοστίζουν οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις στην ελληνική οικονομία;

Ευρήματα μιας άσκησης προσομοίωσης
επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης

Ηλίας Λεκκός
Παρασκευή Βλάχου



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Ιούνιος 2018

1. Σκοπός της μελέτης | εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων

2. Μεθοδολογία εντοπισμού μη-βιώσιμων επιχειρήσεων

3. Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας: μη-βιώσιμες έναντι βιώσιμων επιχειρήσεων

4. Άσκηση προσομοίωσης απορρόφησης μη-βιώσιμων επιχειρήσεων | Αντίκτυπος στα οικονομικά μεγέθη και αποτελέσματα

5. Παράρτημα

1. Σκοπός της μελέτης | εξαγωγή βασικών συμπερασμάτων

Η παρατεταμένη και βαθιά οικονομική ύφεση έχει αφήσει έντονο το αποτύπωμά της στην εγχώρια επιχειρηματικότητα. **Στο παρελθόν** όλες οι προσπάθειες αντιμετώπισης του προβλήματος είτε από την ελληνική πολιτεία είτε από την πλευρά του τραπεζικού συστήματος υπήρξαν «δειλές» και αποσπασματικές με αποτέλεσμα – τις περισσότερες φορές – τη **δημιουργία φαύλων κύκλων ανατροφοδοτούμενου δανεισμού και διατήρησης της λειτουργίας επιχειρήσεων χωρίς ουσιαστικές ελπίδες ανάκαμψης.**

Ωστόσο, η **συντήρηση της λειτουργίας ενός σημαντικού ποσοστού μη-βιώσιμων επιχειρηματικών σχημάτων ενέχει σημαντικά κόστη** όχι μόνο για τον επιχειρηματικό κόσμο και τον τραπεζικό κλάδο αλλά για ολόκληρη την οικονομία. Αυτό συμβαίνει γιατί **καθώς οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις λειτουργούν με χαμηλό βαθμό παραγωγικότητας**, συμπιέζουν προς τα κάτω την παραγωγικότητα όλης της οικονομίας. Επιπρόσθετα, **παραμένοντας ενεργές εγκλωβίζουν παραγωγικούς συντελεστές** (κεφάλαιο και εργασία) **αποτρέποντας την επέκταση των βιώσιμων επιχειρήσεων.** Ταυτόχρονα, καθώς δεν λειτουργούν με καθαρά ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια «επιμολύνουν» και την κερδοφορία των υπολοίπων επιχειρήσεων. Τέλος, **τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια** επιβαρύνουν τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων, **περιορίζουν τη χρηματοδότηση των βιώσιμων επιχειρήσεων και αυξάνουν το κόστος των παρεχόμενων κεφαλαίων προς την υπόλοιπη οικονομία.**

Καθώς λοιπόν οι συνθήκες για ριζικά πιο ρηξικέλευθες και μακροπρόθεσμες λύσεις στα προβλήματα της εγχώριας επιχειρηματικότητας φαίνεται να ωριμάζουν, ταυτόχρονα γίνεται και πιο επιτακτική η **ανάγκη για την εκτίμηση του δυνητικού οφέλους** που μπορεί να προκύψει για όλους τους εμπλεκόμενους φορείς **από ένα πρόγραμμα ευρείας αναδιάρθρωσης των ελληνικών μη-βιώσιμων επιχειρήσεων.**

Την ανάγκη αυτή έρχεται να καλύψει η παρούσα μελέτη, με την οποία επιχειρούμε να **εκτιμήσουμε τα δυνητικά οφέλη από την αναδιάρθρωση των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων** ως εξής:

Στο πρώτο στάδιο προχωρούμε στη **χαρτογράφηση της ελληνικής επιχειρηματικότητας**, το **διαχωρισμό των ελληνικών επιχειρήσεων σε βιώσιμες και μη-βιώσιμες** καθώς και την **εκτίμηση των επιδόσεών τους σε όρους κερδοφορίας, κεφαλαιακής επάρκειας και υποχρεώσεών τους**.

Έχοντας οριοθετήσει τους δύο διακριτούς πληθυσμούς (βιώσιμων και μη-βιώσιμων) επιχειρήσεων, στο δεύτερο στάδιο **υπολογίζουμε τις επιπτώσεις στην κερδοφορία, τον κύκλο εργασιών (και λειτουργικών εσόδων γενικότερα) και την εξυγίανση (αλλά και «κούρεμα») υποχρεώσεων από ένα θεωρητικό πρόγραμμα επιχειρηματικής αναδιάρθρωσης**.

Σύμφωνα με αυτή την **άσκηση προσομοίωσης το ενεργητικό (και μέρος του παθητικού) των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων απορροφάται από (αντιστοίχου μεγέθους) βιώσιμες επιχειρήσεις** με τυπικές για το μέγεθος τους επιδόσεις.

Ξεκινώντας από έναν πολύ συντηρητικό **ορισμό της μη-βιώσιμης επιχείρησης**, σύμφωνα με τον οποίο ως μη-βιώσιμη ορίζεται η επιχείρηση η οποία **βρίσκεται σε λειτουργία για πέντε (5) έτη** και άνω – έτσι ώστε να εξαιρούνται οι νεοφυείς επιχειρήσεις – και επίπεδα κερδοφορίας τόσο χαμηλά έτσι ώστε να μην μπορούν να καλύψουν τους τρέχοντες τόκους δανείων (δηλαδή σε τεχνικούς όρους επιχειρήσεις με **βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο της μονάδας**) για **τρία (3) συνεχόμενα έτη**, προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- Οι **μη-βιώσιμες επιχειρήσεις αποτελούν το 7,1%** του συνολικού δείγματος το 2016. Ιδιαίτερα υψηλό είναι το ποσοστό των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων με 21-40 έτη λειτουργίας (37,8%).
- Το μεγαλύτερο ποσοστό (**8,2%**) μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι **πολύ μικρές** και ακολουθούν οι **μεσαίες (6%)** και οι **μικρές (5,2%)**, ενώ το μικρότερο ποσοστό (**4,4%**) καταγράφεται στις **μεγάλες επιχειρήσεις**. Ωστόσο, λόγω μεγέθους ο οικονομικός αντίκτυπος των μεγάλων μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι σημαντικά μεγαλύτερος έναντι των άλλων κατηγοριών μεγέθους.
- Στις μη-βιώσιμες επιχειρήσεις είναι **εγκλωβισμένο** παραγωγικό δυναμικό (όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στην αξία του **ενεργητικού** τους) ύψους **€28,4 δισ.**, αξία που αντιστοιχεί στο **16,3% του ΑΕΠ**.
- Αντίστοιχα, στο παθητικό τους οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις έχουν αναλάβει **υποχρεώσεις ύψους €23,5 δισ. ή 22,6% του συνόλου** (τις οποίες είναι εύλογο να υποθέσουμε ότι δεν μπορούν να εξυπηρετηθούν) και έχουν ετήσιες **χρηματοοικονομικές δαπάνες €613 εκατ.**
- Κατά μέσο όρο η **αναλογία υποχρεώσεις προς ενεργητικό δεν είναι πολύ υψηλή για τις βιώσιμες επιχειρήσεις (56,1%)**, όταν για τις **μη-βιώσιμες επιχειρήσεις είναι αρκετά υψηλότερη (82,6%)**.
- Τα αποτελέσματα των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων σε επίπεδο **EBITDA** **ανέρχονται σε €-413 εκατ.**, ενώ σε επίπεδο **προ φόρων φτάνουν τα €-1,3 δισ.** Κατά συνέπεια το **περιθώριο κερδοφορίας EBITDA** διαμορφώνεται σε **-10,3%** και η **αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA) σε -1,5%**.

Το γεγονός ότι πάνω από το 16,5% του συνολικού παραγωγικού δυναμικού (ενεργητικού) του μη χρηματοοικονομικού τομέα της ελληνικής οικονομίας βρίσκεται παγιδευμένο σε μη-βιώσιμα επιχειρηματικά σχήματα αποτελεί ένα τεράστιο κόστος όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις και τους δανειστές τους (προμηθευτές, τράπεζες, φορείς του Δημοσίου κ.λπ.) αλλά και για ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο.

Η μεθοδολογία που έχουμε αναπτύξει προκειμένου να εκτιμήσουμε το δυνητικό όφελος που θα προέκυπτε από ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι μια **άσκηση προσομοίωσης** σύμφωνα με την οποία το **σύνολο του ενεργητικού και μέρος του παθητικού των επιχειρήσεων που έχουμε χαρακτηρίσει ως μη-βιώσιμες απορροφούνται από βιώσιμες επιχειρήσεις** αντίστοιχου μεγέθους. Τα αποτελέσματα αυτής της άσκησης καταδεικνύουν ότι:

- Η **δυνητική αύξηση** της κερδοφορίας (EBITDA) ανέρχεται σε **€2,6 δισ.**
- Η **δυνητική αύξηση των λειτουργικών εσόδων** που θα προέκυπταν ανέρχεται σε **€16,7 δισ.**
- Οι **υποχρεώσεις που** μέσω της ανάληψης τους από βιώσιμες επιχειρήσεις **θα μπορούσαν να επαναεξυπηρετηθούν** ανέρχονται σε **€15,9 δισ.**
- Το κόστος της αναδιάρθρωσης από πλευράς **απομείωσης μέρους των υποχρεώσεων** που δε θα μεταβιβαστούν στις βιώσιμες επιχειρήσεις ανέρχεται σε **€7,6 δισ.**



Σύνοψη αποτελεσμάτων προσομοίωσης απορρόφησης μη-βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



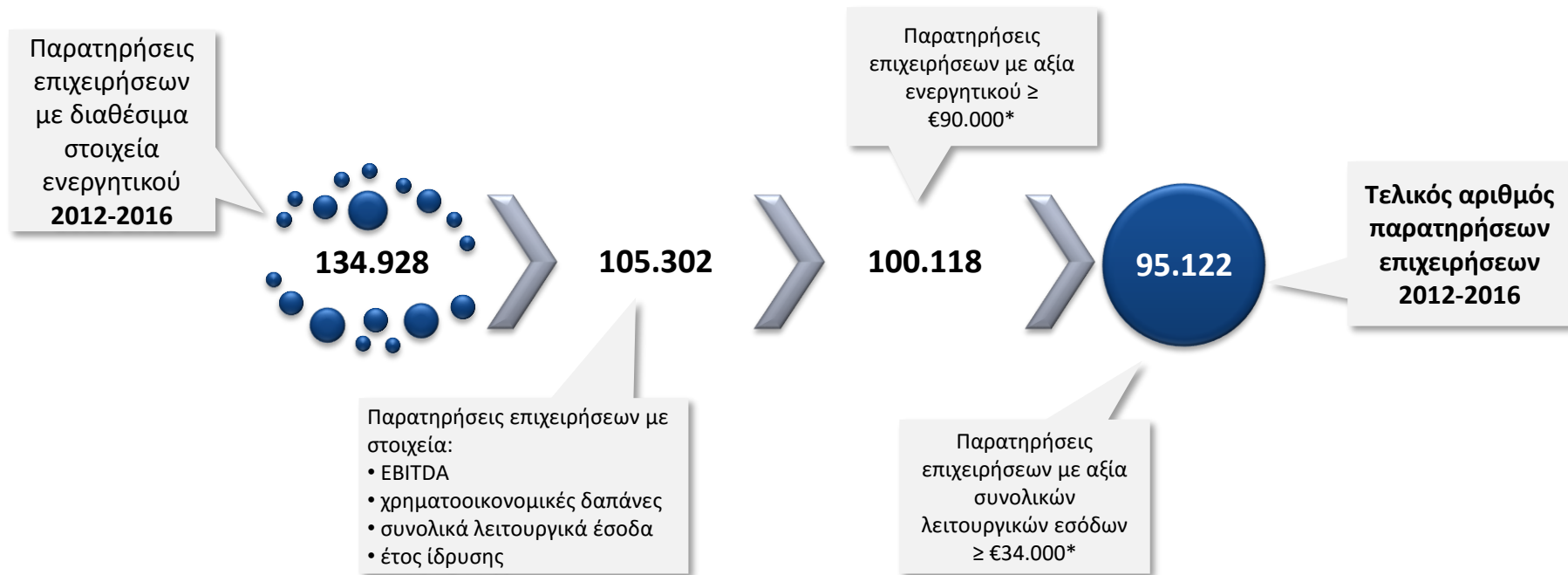
	Πολύ μικρές	Μικρές	Μεσαίες	Μεγάλες	Σύνολο
Ενεργητικό υπό απορρόφηση	€2,3 δισ.	€2 δισ.	€9,1 δισ.	€15,1 δισ.	€28,4 δισ.
Δυνητική αύξηση EBITDA	€239,2 εκατ.	€260,4 εκατ.	€883 εκατ.	€1,2 δισ.	€2,6 δισ.
Δυνητική αύξηση λειτουργικών εσόδων	€618,6 εκατ.	€835,2 εκατ.	€5,6 δισ.	€9,7 δισ.	€16,7 δισ.
Εξυγίανση "curing" υποχρεώσεων	€1,2 δισ.	€1,2 δισ.	€5,1 δισ.	€8,5 δισ.	€15,9 δισ.
Απομείωση "κούρεμα" υποχρεώσεων	€937,2 εκατ.	€675,7 εκατ.	€964,4 εκατ.	€5 δισ.	€7,6 δισ.
% Απομείωσης	44,7%	36,9%	15,9%	37,1%	32,3%
Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων μετά την απορρόφηση	€937,2 εκατ.	€675,7 εκατ.	€964,4 εκατ.	€5 δισ.	€7,6 δισ.

2. Μεθοδολογία εντοπισμού μη-βιώσιμων επιχειρήσεων

Για τους σκοπούς της ανάλυσης επιλέξαμε **όλες τις διαθέσιμες επιχειρήσεις ΑΕ και ΕΠΕ**, χωρίς κάποια διάκριση με βάση το μέγεθος. Εξετάστηκαν **όλοι οι μη χρηματοοικονομικοί κλάδοι** οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ταξινόμηση **ΣΤΑΚΟΔ'08**, εκτός δηλαδή των παρακάτω:

- **Κ:** Χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες
- **Ξ:** Δημόσια διοίκηση και άμυνα · υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση
- **Τ:** Δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών· μη διαφοροποιημένες δραστηριότητες νοικοκυριών, που αφορούν την παραγωγή αγαθών - κι υπηρεσιών - για ίδια χρήση
- **Υ:** Δραστηριότητες ετερόδικων οργανισμών και φορέων

Πηγή / περίοδος άντλησης οικονομικών καταστάσεων: ICAP DATA / Μάρτιος 2018



* Με κριτήριο > 5^{ου} εκατοστημόριου της κατανομής των παρατηρήσεων, εφαρμόστηκαν τα ανάλογα κατώφλια αξίας σε ενεργητικό και λειτουργικά έσοδα.

Μη-βιώσιμη επιχείρηση

Για να χαρακτηριστεί μια επιχείρηση μη-βιώσιμη θα πρέπει να πληροί δύο κριτήρια*:

- για **τρία (3) συνεχόμενα έτη** το επίπεδο κερδοφορίας (EBITDA) να μην είναι αρκετό να καλύψει τις χρηματοοικονομικές της δαπάνες. Δηλαδή ο **βαθμός κάλυψης των χρηματοοικονομικών δαπανών να είναι μικρότερο της μονάδας (≤ 1)**.
- να μην είναι νέα επιχείρηση που ακόμη ενδεχομένως να βρίσκεται σε φάση εδραίωσης. Επομένως, ως χρονικό όριο τέθηκε **η επιχείρηση να είναι πέντε (5) ετών και άνω**.

Τάξεις μεγέθους επιχειρήσεων

Υιοθετώντας τα όρια μεγέθους σύμφωνα με το σχετικό ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις ΜμΕ (Commission Recommendation 2003/361/EC), αντί για τις πωλήσεις, για τα συνολικά λειτουργικά έσοδα, ορίζουμε ως:

- **πολύ μικρή**: επιχείρηση με ετήσια λειτουργικά έσοδα έως και δύο εκατ. ευρώ ($\leq \text{€}2$ εκατ.),
- **μικρή**: επιχείρηση με ετήσια λειτουργικά έσοδα από δύο έως και δέκα εκατ. ευρώ ($\text{€}2$ εκατ., $\text{€}10$ εκατ.),
- **μεσαία**: επιχείρηση με ετήσια λειτουργικά έσοδα από δέκα έως και 50 εκατ. ευρώ ($\text{€}10$ εκατ., $\text{€}50$ εκατ.) και,
- **μεγάλη**: επιχείρηση με ετήσια λειτουργικά έσοδα άνω των 50 εκατ. ευρώ ($> \text{€}50$ εκατ.)

* Παρόμοιες προσεγγίσεις, αλλά με μεγαλύτερα ηλικιακά όρια επιχειρήσεων, έχουν γίνει σε διεθνείς μελέτες, π.χ. ΟΟΣΑ. Ενδεικτικά αναφέρονται:

- Adalat McGowan, Andrews and Millot (2017), The Walking Dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, Economics Department Working Papers No. 1372, OECD, January 2017
- Adalat McGowan, Andrews and Millot (2017), Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation, Economics Department Working Papers No. 1399, OECD, June 2017

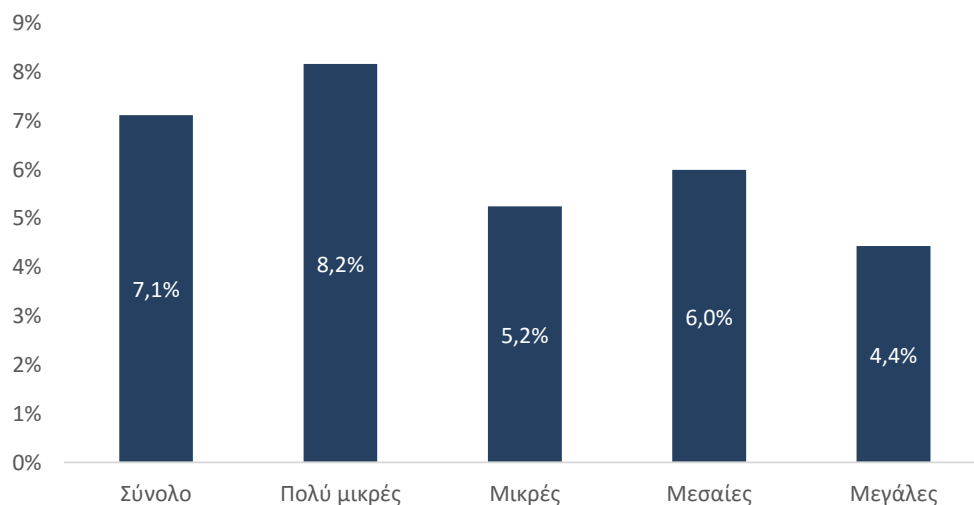
3. Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας: μη-βιώσιμες έναντι βιώσιμων επιχειρήσεων

Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (I): Στο 7,1% του συνόλου οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις το 2016



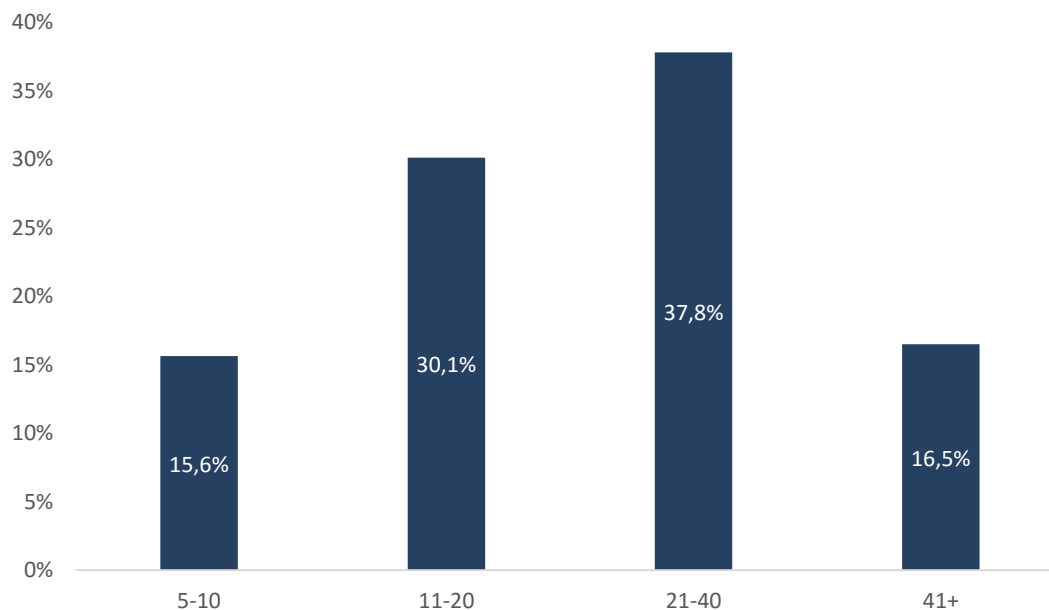
- Το 2016, από δείγμα 11.165 επιχειρήσεων οι 794 χαρακτηρίζονται ως μη-βιώσιμες (7,1% του συνολικού δείγματος), δηλαδή έχουν βαθμό κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μικρότερο της μονάδας για τρία συνεχόμενα έτη και είναι πέντε ετών και άνω.
- Το μεγαλύτερο ποσοστό (8,2%) μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι **πολύ μικρές** και ακολουθούν οι **μεσαίες (6%)** και οι **μικρές (5,2%)**, ενώ το μικρότερο ποσοστό (4,4%) καταγράφεται στις **μεγάλες επιχειρήσεις**. Ωστόσο, λόγω μεγέθους ο οικονομικός αντίκτυπος των μεγάλων μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι σημαντικά μεγαλύτερος έναντι των άλλων κατηγοριών μεγέθους.

Μερίδια μη-βιώσιμων επιχειρήσεων ως προς τις συνολικές
ανά τάξη μεγέθους, 2016



- Οι μεγαλύτερες σε ηλικία επιχειρήσεις – έως τα 40 έτη – συγκεντρώνουν όλο και υψηλότερο μερίδιο ως προς τη δυσκολία της εξυπηρέτησης των χρηματοοικονομικών δαπανών τους και ενδεχομένως παρουσιάζουν προβλήματα βιωσιμότητας, με βάση το κριτήριο ο βαθμός κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών να είναι μικρότερος της μονάδας για τρία συνεχόμενα έτη.
- Ιδιαίτερα υψηλό είναι το ποσοστό των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων με 21-40 έτη λειτουργίας (37,8%).

Μερίδια μη-βιώσιμων επιχειρήσεων ανά ηλικιακή κατηγορία, 2016

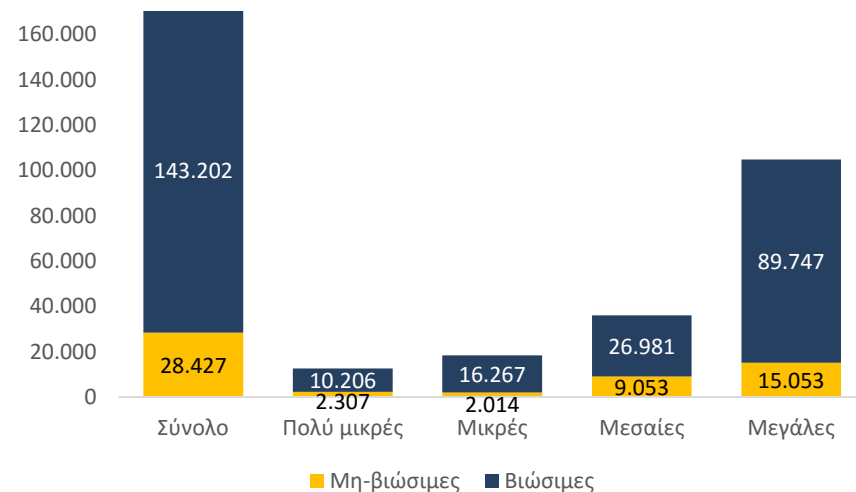


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (III): €28,4 δισ. περιουσιακών στοιχείων και €4,9 δισ. ιδίων κεφαλαίων είναι εγκλωβισμένα σε μη-βιώσιμες επιχειρήσεις

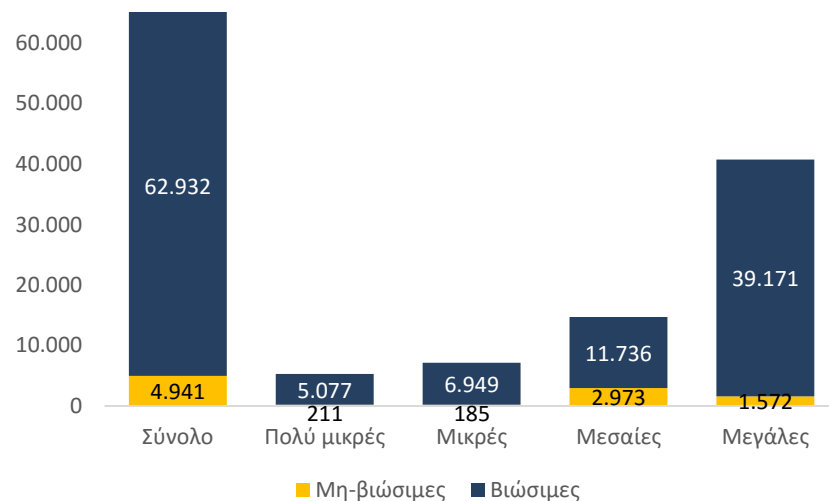


- **€28,4 δισ. ενεργητικού είναι εγκλωβισμένα σε μη-βιώσιμες επιχειρήσεις**, αξία η οποία αντιστοιχεί στο **16,6%** των **συνολικών** στοιχείων ενεργητικού των επιχειρήσεων του δείγματος το 2016.
- Οι **μεγάλες και οι μεσαίες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις** συγκεντρώνουν την **υψηλότερη αξία περιουσιακών στοιχείων**.
- Οι **μη-βιώσιμες επιχειρήσεις** έχουν συνολικά **€4,9 δισ. ίδια κεφάλαια**, τα οποία **αναλογούν σε μόλις 7,3%** του συνόλου των επιχειρήσεων.
- Οι **μικρές μη-βιώσιμες επιχειρήσεις** έχουν τη χαμηλότερη αξία **ιδίων κεφαλαίων με μόλις €185 εκατ.** και **ακολουθούν οι πολύ μικρές με €211 εκατ.**
- Οι **μεσαίες επιχειρήσεις** εμφανίζουν την υψηλότερη αξία **ιδίων κεφαλαίων** ανάμεσα στις τάξεις μεγέθους των **μη-βιώσιμων** επιχειρήσεων, η οποία αγγίζει τα **€3 δισ.**
- Τα **ίδια κεφάλαια των μεγάλων μη-βιώσιμων επιχειρήσεων** είναι **€1,6 δισ.**, τα οποία **αναλογούν σε μόλις 3,9%** του συνόλου των μεγάλων επιχειρήσεων (βιώσιμων και μη).

Ενεργητικό, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



Ίδια κεφάλαια, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

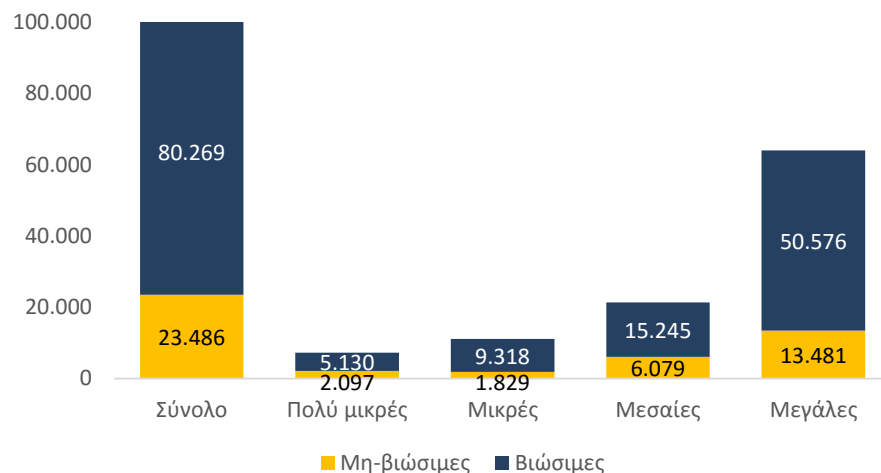


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (IV): οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις έχουν αναλάβει €23,5 δισ. υποχρεώσεις και οφείλουν να εξυπηρετήσουν €613 εκατ. χρηματοοικονομικές δαπάνες

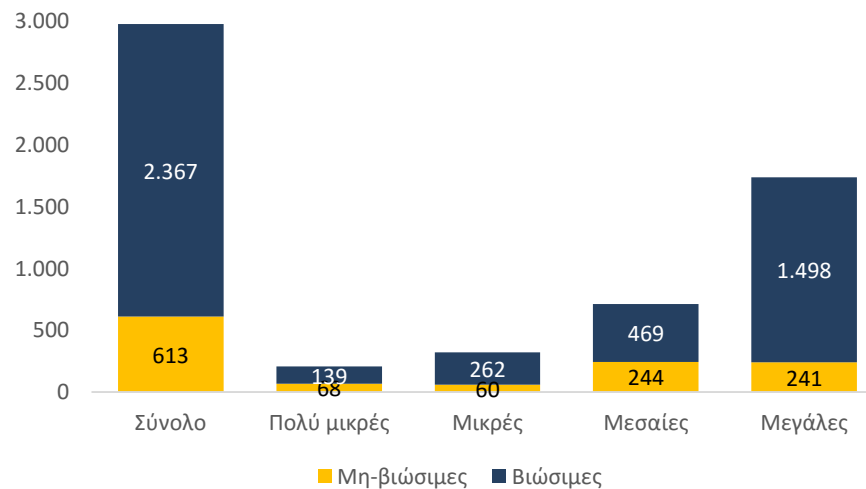


- **€23,5 δισ. υποχρεώσεις έχουν αναλάβει οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις συνολικά (22,6% του συνόλου του δείγματος).**
- Από το σύνολο των €23,5 δισ. υποχρεώσεων των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων, **το μεγαλύτερο μέρος προέρχεται από τις μεγάλες (€13,5 δισ.).**
- Οι **χρηματοοικονομικές δαπάνες που έχουν να εξυπηρετήσουν συνολικά οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις ανέρχονται στα €613 εκατ., αξία που αναλογεί στο 20,6% του συνολικού δείγματος των επιχειρήσεων.**
- Τις **υψηλότερες χρηματοοικονομικές δαπάνες εμφανίζουν οι μεσαίες και οι μεγάλες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις με €244 εκατ. και €241 εκατ. αντίστοιχα.**

Σύνολο υποχρεώσεων, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



Χρηματοοικονομικές δαπάνες, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

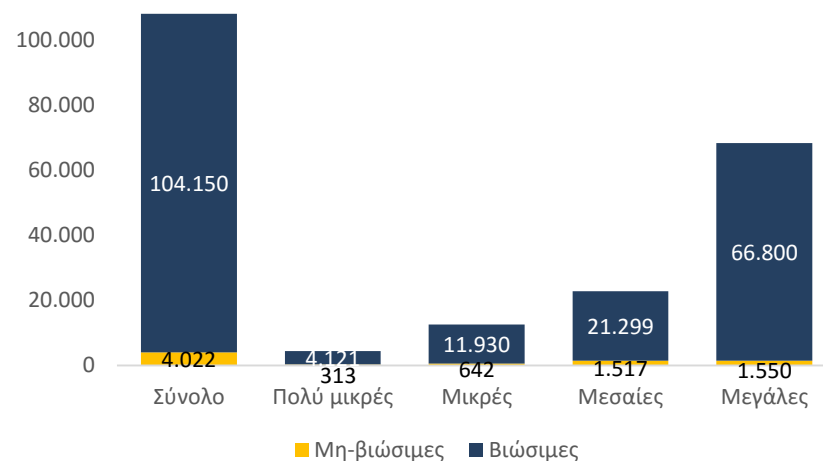


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (V): μόλις €4 δισ. λειτουργικά έσοδα και ζημιές €413 εκατ. ήδη σε επίπεδο EBITDA πραγματοποιούν οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις

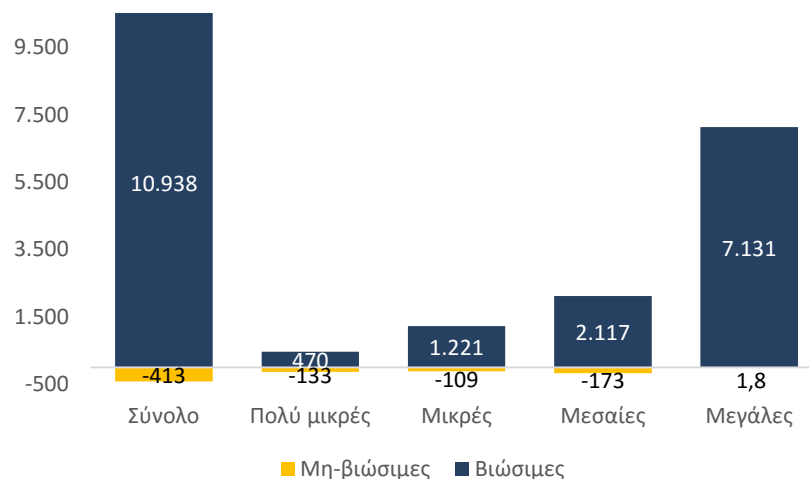


- Αναδεικνύεται η χαμηλή αποτελεσματικότητα των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων, με βάση τα αποτελέσματα χρήσης των επιχειρήσεων.
- Οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις πραγματοποιούν το 3,7% των συνολικών λειτουργικών εσόδων, ήτοι μόλις €4 δισ. όταν οι βιώσιμες επιχειρήσεις πραγματοποιούν €104,2 δισ.
- Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν τη χαμηλότερη αναλογία λειτουργικών εσόδων των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων σε σχέση με τις βιώσιμες, με μόλις 2,3% επί του συνόλου.
- Ήδη σε επίπεδο κερδοφορίας EBITDA, συνολικά οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις καταγράφουν ζημιές στα €413 εκατ., όταν οι βιώσιμες επιχειρήσεις εμφανίζουν κέρδη EBITDA €11 δισ.
- Τη χαμηλότερη συνολική επίδοση σημειώνουν οι πολύ μικρές επιχειρήσεις, καθώς ταυτόχρονα οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις έχουν υψηλές ζημιές στα €133 εκατ. και οι βιώσιμες εμφανίζουν κέρδη EBITDA €470 εκατ.
- Οι μεγάλες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις είναι η μόνη κατηγορία μεγέθους που κατορθώνει συνολικά να εμφανίσει κέρδη EBITDA μόλις €1,8 εκατ.

Λειτουργικά έσοδα, 2016 (σε εκατ. ευρώ)



EBITDA, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

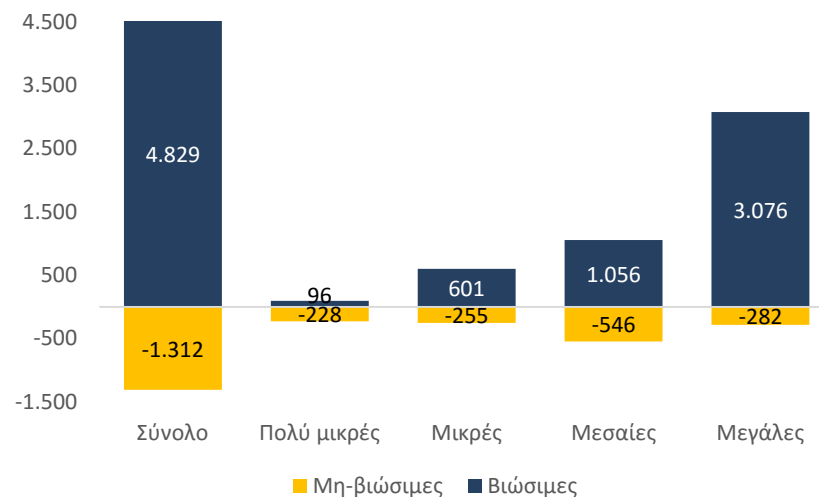


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (VI): περαιτέρω διεύρυνση των ζημιών των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων στα €1,3 δισ. σε επίπεδο αποτελεσμάτων προ φόρων



- Η ζημιογόνος εικόνα των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων διευρύνεται περαιτέρω στα €1,3 δισ. όταν εξετάζουμε τα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων.
- Τις υψηλότερες ζημίες καταγράφουν οι μεσαίες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις (€546 εκατ.) και ακολουθούν οι μεγάλες (€282 εκατ.).
- Οι ζημιές προ φόρων των πολύ μικρών μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι τόσο υψηλές (€228 εκατ.) έναντι των €96 εκατ. κερδών των βιώσιμων που το σύνολο αυτής της κατηγορίας μεγέθους εμφανίζει ζημιές €132,2 εκατ.

Αποτελέσματα προ φόρων, 2016 (σε εκατ. ευρώ)

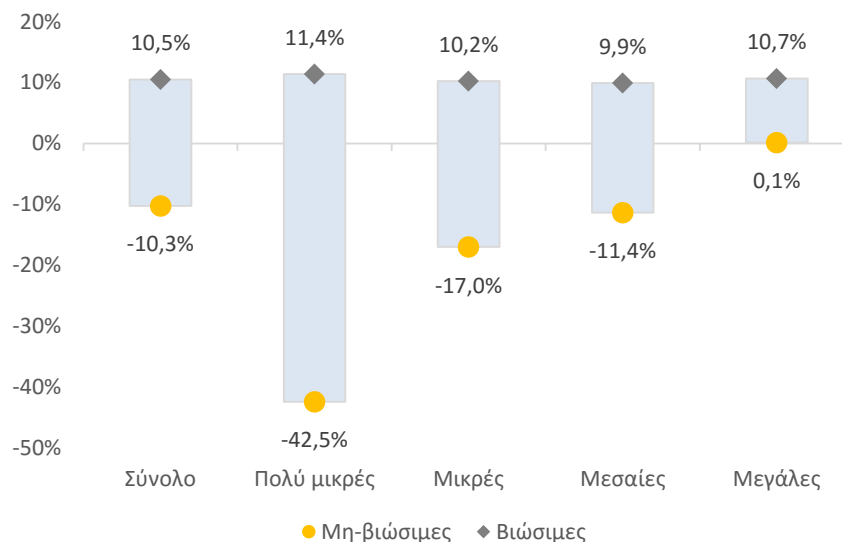


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (VII): -10,3% το περιθώριο EBITDA των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων έναντι του 10,5% των βιώσιμων επιχειρήσεων



- Το μέσο περιθώριο EBITDA των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι **-10,3%**, όταν οι βιώσιμες επιχειρήσεις επιτυγχάνουν **10,5%** κατά μέσο όρο.
- Η απόκλιση των επιδόσεων των **πολύ μικρών επιχειρήσεων** είναι υψηλή, καθώς εμφανίζουν ταυτόχρονα το χειρότερο μέσο αρνητικό περιθώριο κέρδους των **μη-βιώσιμων επιχειρήσεων στο -42,5%** και το υψηλότερο περιθώριο EBITDA των **βιώσιμων επιχειρήσεων (11,4%)**.
- Όσο **αυξάνεται το μέγεθος των επιχειρήσεων**, διαπιστώνεται ότι **οι απώλειες εκφρασμένες ως προς το περιθώριο κέρδους είναι πιο συγκρατημένες**.
- Οι **μεγάλες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις** παρουσιάζουν **μέσο περιθώριο EBITDA οριακά θετικό (0,1%)**, με τη μέση επίδοση των **βιώσιμων μεγάλων επιχειρήσεων να διαμορφώνεται στο 10,7%**.

Περιθώριο EBITDA, 2016

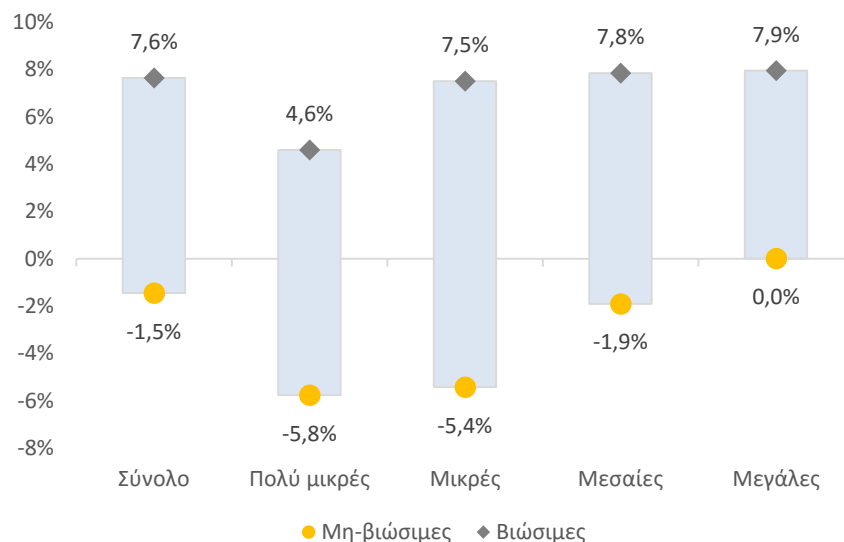


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (VIII): -1,5% η αποδοτικότητα ενεργητικού των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων έναντι του 7,6% των βιώσιμων επιχειρήσεων



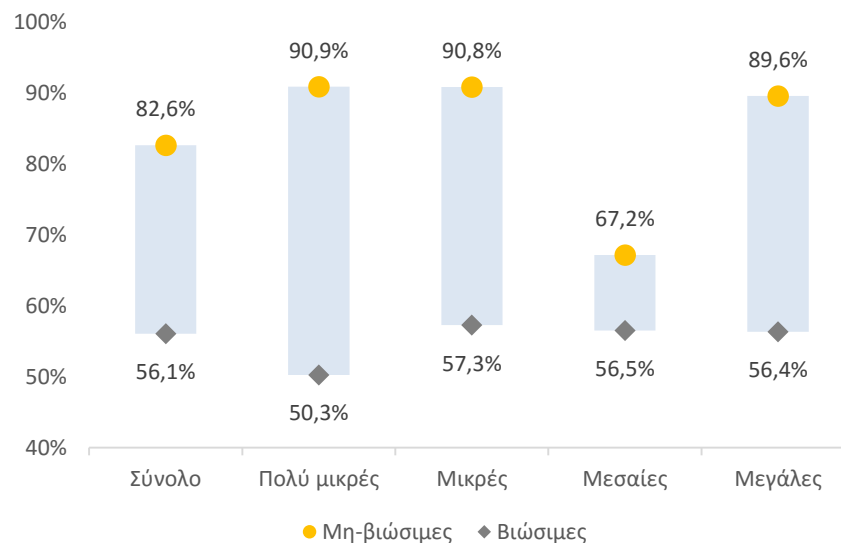
- Υποαποδίδουν σημαντικά τα περιουσιακά στοιχεία των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων, καθώς η αποδοτικότητα ενεργητικού τους διαμορφώνεται στο **-1,5%**, ενώ των βιώσιμων επιχειρήσεων στο **7,6%**.
- Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της επιχείρησης τόσο υψηλότερη είναι η μέση λειτουργική κερδοφόρα αποδοτικότητα των περιουσιακών της στοιχείων για τις βιώσιμες επιχειρήσεις και πιο συγκρατημένες οι αρνητικές επιδόσεις για τις μη-βιώσιμες.
- Οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι η μόνη κατηγορία που η μέση επίδοση της αποδοτικότητας ενεργητικού των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι οριακά θετική.

Αποδοτικότητα ενεργητικού με βάση το EBITDA, 2016



- Κατά μέσο όρο η αναλογία υποχρεώσεις προς ενεργητικό δεν είναι πολύ υψηλή για τις βιώσιμες επιχειρήσεις (56,1%), όταν για τις μη-βιώσιμες επιχειρήσεις είναι αρκετά υψηλότερη (82,6%).
- Οι πολύ μικρές και μικρές μη-βιώσιμες επιχειρήσεις φαίνεται ότι χρηματοδοτούν τα στοιχεία του ενεργητικού τους κυρίως από ξένα κεφάλαια (90,9% και 90,8% αντίστοιχα).
- Οι μεσαίες μη-βιώσιμες επιχειρήσεις έχουν κατά μέσο όρο πιο συγκρατημένη μόχλευση στο 67,2%, η οποία κατηγορία σε σχέση με τα άλλα μεγέθη επιχειρήσεων δεν αποκλίνει σε μεγάλο βαθμό από το αντίστοιχο ποσοστό των βιώσιμων (56,5%).

Ξένα προς συνολικά κεφάλαια, 2016

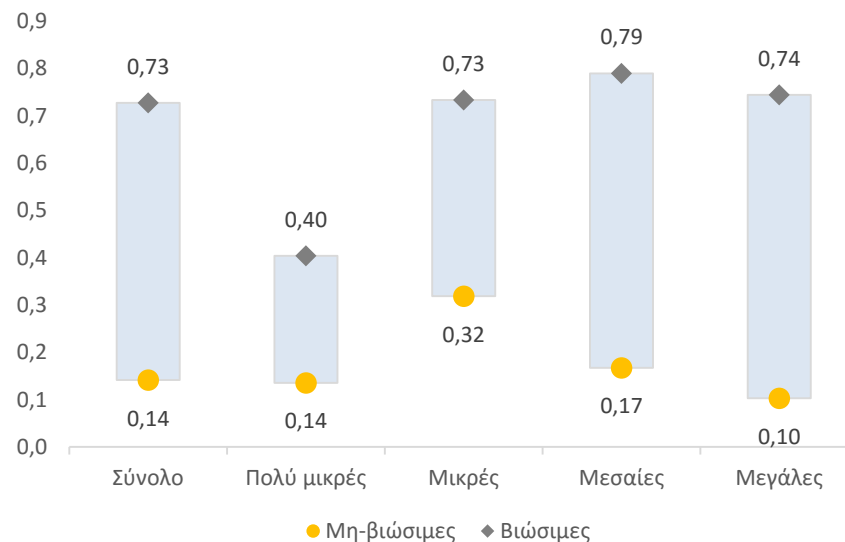


Χαρτογράφηση ελληνικής επιχειρηματικότητας (X): χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού των μη-βιώσιμες επιχειρήσεων (0,14 φορές) σε σχέση με των βιώσιμων (0,73 φορές)



- Το σύνολο των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων έχει χαμηλή χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία πραγματοποιούν κατά μέσο όρο λειτουργικά έσοδα μόλις κατά **0,14 φορές**, έναντι των **0,73 των βιώσιμων** επιχειρήσεων.
- Ανάμεσα στις κατηγορίες μεγέθους των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων, οι μικρές φαίνεται ότι έχουν την υψηλότερη χρησιμοποίηση του ενεργητικού τους για να παράξουν λειτουργικά έσοδα (**0,32 φορές**), επίδοση όμως που υπολείπεται σε σχέση με τις βιώσιμες μικρές επιχειρήσεις (**0,73 φορές**).
- Οι επιδόσεις των πολύ μικρών επιχειρήσεων είναι χαμηλές εν γένει, καθώς η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού των μη-βιώσιμων είναι χαμηλή (**0,14 φορές**) και των βιώσιμων πολύ μικρών είναι αρκετά χαμηλότερη από το σύνολο των βιώσιμων επιχειρήσεων (**0,4 φορές**).

Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού, 2016



4. Άσκηση προσομοίωσης απορρόφησης μη-βιώσιμων επιχειρήσεων | Αντίκτυπος στα οικονομικά μεγέθη και αποτελέσματα

Το γεγονός ότι πάνω από το 16,5% του συνολικού παραγωγικού δυναμικού (ενεργητικού) του μη χρηματοοικονομικού τομέα της ελληνικής οικονομίας βρίσκεται **παγιδευμένο σε μη-βιώσιμα επιχειρηματικά σχήματα αποτελεί ένα τεράστιο κόστος** όχι μόνο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις και τους δανειστές τους (προμηθευτές, τράπεζες, φορείς του Δημοσίου κ.λπ.) αλλά και για ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο.

Το κόστος αυτό, μεταξύ άλλων, προκύπτει από το γεγονός ότι οι **βιώσιμες επιχειρήσεις έχουν πολύ μεγαλύτερο βαθμό αποδοτικότητας** του παραγωγικού δυναμικού (ενεργητικού) που έχουν στη διάθεσή τους. Χαρακτηριστικά, όπως έχουμε ήδη εκτιμήσει η αποδοτικότητα ενεργητικού των μεγάλων βιώσιμων επιχειρήσεων ανέρχεται σε 7,9% έναντι του 0% των αντίστοιχων μη-βιώσιμων επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, **οι βιώσιμες επιχειρήσεις είναι σε θέση να πραγματοποιούν πολύ μεγαλύτερο κύκλο εργασιών (ή εν γένει λειτουργικά έσοδα) από τα αντίστοιχα μη-βιώσιμα σχήματα.**

Συνεπώς, ένας εύλογος τρόπος υπολογισμού του δυνητικού οφέλους από ένα πρόγραμμα ευρείας αναδιάρθρωσης των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων είναι **να προσομοιώσουμε το οικονομικό αποτέλεσμα που θα προέκυπτε από την απορρόφηση των περιουσιακών στοιχείων των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες επιχειρήσεις αντίστοιχου μεγέθους, οι οποίες καταγράφουν επιδόσεις ίσες με το μέσο όρο της κατηγορίας μεγέθους στην οποία ανήκουν.** Η πιο ορθολογική και αποτελεσματική αξιοποίηση του ενεργητικού αυτού θα οδηγήσει σε αύξηση του κύκλου εργασιών (και των λειτουργικών εσόδων γενικότερα) και της κερδοφορίας ολόκληρης της ελληνικής οικονομίας.

Τέλος, αλλά όχι λιγότερο σημαντικό, είναι το γεγονός ότι η **αναδιάρθρωση των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων θα έχει σημαντικές επιπτώσεις και στο σκέλος του παθητικού τους**, δηλαδή των υποχρεώσεών τους. Με βάση τα στοιχεία του 2016, οι μη-βιώσιμες επιχειρήσεις εμφανίζουν συνολικό ύψος υποχρεώσεων (προς τράπεζες, προμηθευτές, ασφαλιστικούς φορείς κ.τ.λ.) €23,5 δισ., οι οποίες σε μεγάλο βαθμό δεν εξυπηρετούνται.

Παράλληλα, με την απορρόφηση του ενεργητικού **θα απορροφηθεί και ένα σημαντικό μέρος του παθητικού των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων**. Για τους σκοπούς της υφιστάμενης προσομοίωσης υποθέτουμε ότι **το ποσοστό των υποχρεώσεων που θα μεταβιβαστεί στις βιώσιμες επιχειρήσεις θα είναι τέτοιο ώστε να μην αλλοιωθεί η δομή του ισολογισμού των βιώσιμων επιχειρήσεων μετά την απορρόφηση**, δηλαδή να μη μεταβληθεί ο μέσος λόγος ξένων προς συνολικών κεφαλαίων των βιώσιμων επιχειρήσεων. Εφόσον **οι υποχρεώσεις αυτές αναληφθούν από βιώσιμες, υγιείς και κερδοφόρες επιχειρήσεις θα αρχίσουν να εξυπηρετούνται εκ νέου** συμβάλλοντας στη μείωση των μη-εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων στην ελληνική οικονομία.

Ωστόσο όλη αυτή η προσπάθεια αναδιάταξης του επιχειρηματικού τοπίου δεν θα μπορούσε να συντελεστεί χωρίς κόστος. Κατά συνέπεια **το τμήμα των υποχρεώσεων που δεν θα απορροφηθεί θα πρέπει να διαγραφεί, προσφέροντας μια εκτίμηση του κόστους αναδιάρθρωσης των μη-βιώσιμων επιχειρήσεων που θα πρέπει να επωμισθούν οι πιστωτές τους**.

Πολύ μικρές επιχειρήσεις: Προσομοίωση απορρόφησης €2,3 δισ. ενεργητικού μη βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



	Ενεργητικό	Αποδοτικότητα ενεργητικού	EBITDA	Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού	Λειτουργικά έσοδα	Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	Υποχρεώσεις	Ίδια κεφάλαια
Πριν την απορρόφηση	Μη-βιώσιμες €2,3 δισ.	✖ -5,8% = €-133 εκατ. ^[1]		✖ 0,14 = €313,1 εκατ. ^[4]		✖ 90,9% = €2,1 δισ. ^[7]		€210,6 εκατ. ^[11]
	Βιώσιμες €10,2 δισ.	✖ 4,6% = €469,5 εκατ. ^[2]		✖ 0,4 = €4,1 δισ. ^[5]		✖ 50,3% = €5,1 δισ. ^[8]		€5,1 δισ. ^[12]
Μετά την απορρόφηση	Νέο επιχειρηματικό σχήμα €12,5 δισ.	✖ 4,6% = €575,7 εκατ. ^[3]		✖ 0,4 = €5,1 δισ. ^[6]		✖ 50,3% = €6,3 δισ. ^[9]		€6,2 δισ. ^[13]
		Δυναμική αύξηση EBITDA €239,2 εκατ. [3]-[2]-[1]		Δυναμική αύξηση λειτουργικών εσόδων €618,6 εκατ. [6]-[5]-[4]		Εξυγίανση υποχρεώσεων €1,2 δισ. [9]-[8] Απομείωση €937,2 εκατ. ^[10] [9]-[8]-[7] % απομείωσης 44,7% [10]/[7]		Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων €937,2 εκατ. [13]-[12]-[11]=[10]

Σημείωση: τυχόν διαφορές στα αποτελέσματα οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις

Μικρές επιχειρήσεις: Προσομοίωση απορρόφησης €2 δισ. ενεργητικού μη βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



	Ενεργητικό	Αποδοτικότητα ενεργητικού	EBITDA	Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού	Λειτουργικά έσοδα	Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	Υποχρεώσεις	Ίδια κεφάλαια
Πριν την απορρόφηση	Μη-βιώσιμες €2 δισ.	✖ -5,4% = €-109,2 εκατ. ^[1]		✖ 0,32 = €641,6 εκατ. ^[4]		✖ 90,8% = €1,8 δισ. ^[7]		€184,5 εκατ. ^[11]
	Βιώσιμες €16,3 δισ.	✖ 7,5% = €1,2 δισ. ^[2]		✖ 0,73 = €11,9 δισ. ^[5]		✖ 57,3% = €9,3 δισ. ^[8]		€7 δισ. ^[12]
Μετά την απορρόφηση	Νέο επιχειρηματικό σχήμα €18,3 δισ.	✖ 7,5% = €1,4 δισ. ^[3]		✖ 0,73 = €13,4 δισ. ^[6]		✖ 57,3% = €10,5 δισ. ^[9]		€7,8 δισ. ^[13]
		Δυνητική αύξηση EBTIDA €260,4 εκατ. [3]-[2]-[1]		Δυνητική αύξηση λειτουργικών εσόδων €835,2 εκατ. [6]-[5]-[4]		Εξυγίανση υποχρεώσεων €1,2 δισ. [9]-[8] Απομείωση €675,7 εκατ. ^[10] [9]-[8]-[7] % απομείωσης 36,9% [10]/[7]		Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων €675,7 εκατ. [13]-[12]-[11]=[10]

Σημείωση: τυχόν διαφορές στα αποτελέσματα οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις

Μεσαίες επιχειρήσεις: Προσομοίωση απορρόφησης €9,1 δισ. ενεργητικού μη βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



	Ενεργητικό	Αποδοτικότητα ενεργητικού	EBITDA	Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού	Λειτουργικά έσοδα	Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	Υποχρεώσεις	Ίδια κεφάλαια
Πριν την απορρόφηση	Μη-βιώσιμες €9,1 δισ.	✘ -1,9% = €-172,8 εκατ. ^[1]		✘ 0,17 = €1,5 δισ. ^[4]		✘ 67,2% = €6,1 δισ. ^[7]		€3 δισ. ^[11]
	Βιώσιμες €27 δισ.	✘ 7,8% = €2,1 δισ. ^[2]		✘ 0,79 = €21,3 δισ. ^[5]		✘ 56,5% = €15,2 δισ. ^[8]		€11,7 δισ. ^[12]
Μετά την απορρόφηση	Νέο επιχειρηματικό σχήμα €36 δισ.	✘ 7,8% = €2,8 δισ. ^[3]		✘ 0,79 = €28,4 δισ. ^[6]		✘ 56,5% = €20,4 δισ. ^[9]		€15,7 δισ. ^[13]
		Δυναμική αύξηση EBITDA €883 εκατ. [3]-[2]-[1]		Δυναμική αύξηση λειτουργικών εσόδων €5,6 δισ. [6]-[5]-[4]		Εξυγίανση υποχρεώσεων €5,1 δισ. [9]-[8]		Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων €964,4 εκατ. [13]-[12]-[11]=[10]
						Απομείωση €964,4 εκατ. ^[10] [9]-[8]-[7]		
						% απομείωσης 15,9% [10]/[7]		

Σημείωση: τυχόν διαφορές στα αποτελέσματα οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις

Μεγάλες επιχειρήσεις: Προσομοίωση απορρόφησης €15,1 δισ. ενεργητικού μη βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



	Ενεργητικό	Αποδοτικότητα ενεργητικού	EBITDA	Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού	Λειτουργικά έσοδα	Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	Υποχρεώσεις	Ίδια κεφάλαια
Πριν την απορρόφηση	Μη-βιώσιμες €15,1 δισ.	✘ 0,0% = €1,8 εκατ. ^[1]		✘ 0,1 = €1,6 δισ. ^[4]		✘ 89,6% = €13,5 δισ. ^[7]		€1,6 δισ. ^[11]
	Βιώσιμες €89,7 δισ.	✘ 7,9% = €7,1 δισ. ^[2]		✘ 0,74 = €66,8 δισ. ^[5]		✘ 56,4% = €50,6 δισ. ^[8]		€39,2 δισ. ^[12]
Μετά την απορρόφηση	Νέο επιχειρηματικό σχήμα €104,8 δισ.	✘ 7,9% = €8,3 δισ. ^[3]		✘ 0,74 = €78 δισ. ^[6]		✘ 56,4% = €59,1 δισ. ^[9]		€45,7 δισ. ^[13]
		Δυναμική αύξηση EBITDA €1,2 δισ. [3]-[2]-[1]		Δυναμική αύξηση λειτουργικών εσόδων €9,7 δισ. [6]-[5]-[4]		Εξυγίανση υποχρεώσεων €8,5 δισ. [9]-[8] Απομείωση €5 δισ. ^[10] [9]-[8]-[7] % απομείωσης 37,1% [10]/[7]		Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων €5 δισ. [13]-[12]-[11]=[10]

Σημείωση: τυχόν διαφορές στα αποτελέσματα οφείλονται σε στρογγυλοποιήσεις



Σύνοψη αποτελεσμάτων προσομοίωσης απορρόφησης μη-βιώσιμων επιχειρήσεων από βιώσιμες



	Πολύ μικρές	Μικρές	Μεσαίες	Μεγάλες	Σύνολο
Ενεργητικό υπό απορρόφηση	€2,3 δισ.	€2 δισ.	€9,1 δισ.	€15,1 δισ.	€28,4 δισ.
Δυνητική αύξηση EBITDA	€239,2 εκατ.	€260,4 εκατ.	€883 εκατ.	€1,2 δισ.	€2,6 δισ.
Δυνητική αύξηση λειτουργικών εσόδων	€618,6 εκατ.	€835,2 εκατ.	€5,6 δισ.	€9,7 δισ.	€16,7 δισ.
Εξυγίανση "curing" υποχρεώσεων	€1,2 δισ.	€1,2 δισ.	€5,1 δισ.	€8,5 δισ.	€15,9 δισ.
Απομείωση "κούρεμα" υποχρεώσεων	€937,2 εκατ.	€675,7 εκατ.	€964,4 εκατ.	€5 δισ.	€7,6 δισ.
% Απομείωσης	44,7%	36,9%	15,9%	37,1%	32,3%
Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων μετά την απορρόφηση	€937,2 εκατ.	€675,7 εκατ.	€964,4 εκατ.	€5 δισ.	€7,6 δισ.

5. Παράρτημα

Τυπολόγιο εξεταζόμενων αριθμοδεικτών



Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών	<u>EBITDA</u> Χρηματοοικονομικές δαπάνες
Περιθώριο EBITDA	<u>EBITDA</u> Συνολικά λειτουργικά έσοδα
Αποδοτικότητα ενεργητικού	<u>EBITDA</u> Ενεργητικό
Ξένα προς συνολικά κεφάλαια	<u>Σύνολο υποχρεώσεων</u> Ενεργητικό
Ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού	<u>Συνολικά λειτουργικά έσοδα</u> Ενεργητικό

Disclaimer: Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από το συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίσματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

- α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρίες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.