

# EUROPEAN BUSINESS VALUATION STANDARDS

1η ΕΚΔΟΣΗ — 2020



**TEGOVA**

The European Group  
of Valuers' Associations

Πρώτη έκδοση  
ISBN 9789081906043  
© TEGOVA

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος.....	9
Εισαγωγή.....	13
Μέλη του Συμβουλίου Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης Επιχειρήσεων, Συνεισφέροντες, Ευχαριστίες.....	19

## I. Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων 23

### ΕΠΕΕ 1 Αγοραία Αξία και Βάσεις Αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας..... 25

1. Εισαγωγή	26
2. Ορισμός Αγοραίας Αξίας και σχολιασμός	27
3. Βάσεις αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας	35
4. Οι ειδικοί ορισμοί της Βάσης Αξίας βάσει του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμό (ΕΕ) 2018/345 της Επιτροπής	40

### ΕΠΕΕ 2 Διαδικασία Εκτίμησης..... 43

1. Εισαγωγή	44
2. Πεδίο εφαρμογής	44
3. Όροι ανάθεσης	45
4. Συνεννόηση με συμβούλους του πελάτη, ελεγκτές κ.ά.	46
5. Σχολιασμός	46
6. Τεκμηρίωση της Εκτίμησης	52

### ΕΠΕΕ 3 Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι..... 55

1. Εισαγωγή	56
2. Σκοποί της εκτίμησης	56
3. Πεδίο εφαρμογής	57
4. Επισκόπηση των προσεγγίσεων και των μεθόδων Εκτίμησης επιχειρήσεων	57
5. Γενικές παρατηρήσεις	58
6. Εφαρμογές	61
7. Συμπέρασμα σχετικά με τη γνώμη για την αξία	70

<b>ΕΠΕΕ 4</b>	Σύνταξη
Έκθεσης Εκτίμησης.....	73
1. Εισαγωγή	74
2. Πεδίο εφαρμογής	74
3. Η Έκθεση Εκτίμησης	74
4. Έλεγχος Εκτίμησης	80

## II. Ευρωπαϊκές Οδηγίες Εκτίμησης Επιχειρήσεων 83

<b>ΕΟΕΕ 1</b> Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Ελέγχου και Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας.....	85
---	----

1. Εισαγωγή	86
2. Ορισμοί των προσαυξήσεων και των απομειώσεων	86
3. Πεδίο εφαρμογής	87
4. Εφαρμογή των προσαυξήσεων και των απομειώσεων	88

<b>ΕΟΕΕ 2</b> Επιτόκια Προεξόφλησης στη Μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	93
---	----

1. Εισαγωγή	94
2. Πεδίο εφαρμογής	94
3. Σχολιασμός για τα προεξοφλητικά επιτόκια	95
4. Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM)	96
5. Μέθοδος Συσσώρευσης	103

<b>ΕΟΕΕ 3</b> Εκτίμηση Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων.....	105
--	-----

1. Εισαγωγή	106
2. Πεδίο εφαρμογής	106
3. Σχολιασμός των κατηγοριών άυλων περιουσιακών στοιχείων	107
4. Στοιχεία, τεκμηρίωση και πηγές πληροφοριών	111
5. Συνήθεις βάσεις αξίας	112
6. Προσέγγιση Εισοδήματος	113
7. Προσέγγιση Αγοράς (Συγκριτική)	117
8. Προσέγγιση Περιουσιακών Στοιχείων	118
9. Διαδικασίες Συμφιλίωσης	120
10. Νομικές πτυχές στην εκτίμηση της διανοητικής ιδιοκτησίας	120

### III. Εκτίμηση Επιχειρήσεων και Βιωσιμότητα 123

---

1. Εισαγωγή	125
2. Βιωσιμότητα	128
3. Βιωσιμότητα και Επιχειρήσεις	133
4. Εκτίμηση και Βιωσιμότητα	140

### IV. Ο Κώδικας Δεοντολογίας των Ευρωπαίων Εκτιμητών Επιχειρήσεων 149

---

### V. Νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και Εκτίμηση Επιχειρήσεων 153

---

1. Γενική Εισαγωγή	156
2. Εκτίμηση για το εταιρικό δίκαιο της ΕΕ	159
3. Εκτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	165
4. Εκτίμηση Ασφαλιστικών και Αντασφαλιστικών Ιδρυμάτων	167
5. Εκτίμηση Επενδυτικών Κεφαλαίων	169
6. Εκτίμηση για τη Φορολογική Νομοθεσία	171
7. Εκτίμηση Τιμών Μεταβίβασης	175
8. Εκτίμηση για τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων	179
9. Εκτίμηση για την επιβολή των Δικαιωμάτων Διανοητικής Ιδιοκτησίας	184
10. Εκτίμηση για Διαδικασίες Αφερεγγυότητας ή Σχέδια Αναδιάρθρωσης	185
11. Παράρτημα Νομοθεσίας ΕΕ	187

Μέλη της TEGOVA.....	193
Γλωσσάριο όρων.....	201
Σημειώσεις.....	208



# ΠΡΟΛΟΓΟΣ



Για την κοινή γνώμη, η λέξη «TEGOVA» είναι συνώνυμο του «real estate». 72 οργανισμοί σε 38 χώρες - 70.000 εκτιμητές στην Ευρώπη, η πλειονότητα των οποίων είναι εκτιμητές ακινήτων. Για τις αρχές της ΕΕ, η πτυχή του real estate είναι επίσης καθοριστική για τη σύσταση των Ευρωπαϊκών Εκτιμητικών Προτύπων (ΕΕΠ) στα κράτη μέλη της Ένωσης στο πλαίσιο της οδηγίας για τις ενυπόθηκες πιστώσεις, όπως και για τη συμφωνία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας να υπερισχύουν τα ΕΕΠ έναντι όλων των άλλων προτύπων στο εγχειρίδιο της για την Αξιολόγηση της Ποιότητας των Περιουσιακών Στοιχείων για την εκτίμηση των εξασφαλίσεων των τραπεζών σε ακίνητα.

Ωστόσο, η εκτίμηση των επιχειρήσεων είναι επίσης διαδεδομένη μεταξύ αρκετών μελών, με εκτιμητικές εταιρείες ή μεμονωμένους εκτιμητές να συνδυάζουν συχνά τις πρακτικές του real estate και των επιχειρήσεων.

Πρόκειται για μια ευπρόσδεκτη τάση για το επάγγελμα και για την ευρωπαϊκή κοινωνία γενικότερα, διότι η γη και τα κτίρια αποτελούν τόσο σημαντικό και αναπόσπαστο μέρος των περισσότερων επιχειρήσεων, ώστε ο συνδυασμός των γνώσεων των ακινήτων και των επιχειρήσεων παρέχει μια στέρεη βάση για την αριστεία στην εκτίμηση των επιχειρήσεων.

Αντίστροφα, η εκτίμηση επιχειρήσεων είναι ένα ελκυστικό πεδίο δραστηριότητας για τους εκτιμητές ακινήτων σε ένα μεταβαλλόμενο οικονομικό και επαγγελματικό περιβάλλον όπου καμία πηγή δραστηριότητας δεν είναι μόνιμα εγγυημένη και συνεχώς προκύπτουν νέες ευκαιρίες.

Ανταποκρινόμενα στην αυξανόμενη ζήτηση των μελών, τα Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων παρέχουν πλέον τις βασικές αρχές της βέλτιστης πρακτικής στην εκτίμηση επιχειρήσεων, με μια ποιότητα στην οποία μπορούν να βασιστούν οι εκτιμητές, οι δημόσιες αρχές, οι επενδυτές και ο χρηματοπιστωτικός κλάδος σε ολόκληρη την Ένωση και πέραν αυτής.

Όπως τα ΕΕΠ, τα Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων βασίζονται στην έννομη τάξη της ΕΕ, εναρμονίζοντας όλους τους ορισμούς και τις έννοιες της εκτίμησης με το δίκαιο της ΕΕ και παρέχουν μια ξεχωριστή ενότητα για τη νομοθεσία της ΕΕ και την Εκτίμηση Επιχειρήσεων. Η ΕΕ αποτελούσε ανέκαθεν μέρος του DNA της TEGOVA, υποστηρίζοντας την αποστολή μας να παρέχουμε στους Ευρωπαίους ένα κοινό σύνολο προτύπων κατάλληλο για την ενιαία αγορά και την αναδεδεμένη πολιτική τους. Τα πρότυπά μας βασίζονται στην κατανόηση ότι η Ευρώπη έχει φτάσει σε ένα οριακό σημείο: η ΕΕ είναι πλέον ο κυρίαρχος διαμορφωτής του ρυθμιστικού μας περιβάλλοντος και οι εκτιμητές δεν μπορούν πια να περιορίζουν τους ορίζοντές τους στο εθνικό πλαίσιο κανονισμών και πολιτικών. Αυτό είναι τουλάχιστον εξίσου σημαντικό για την εκτίμηση των επιχειρήσεων όσο και για την εκτίμηση ακινήτων, δεδομένου του αριθμού των βασικών επιχειρηματικών τομέων που ρυθμίζονται από τη νομοθεσία της ΕΕ.



Οι εκτιμητές επιχειρήσεων καλούνται να κυριαρχήσουν σε ένα ταχέως εξευρωπαϊζόμενο επιχειρηματικό-ρυθμιστικό περιβάλλον και πιστεύω ότι τα παρόντα πρότυπα, τα πρώτα πραγματικά Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων, καταρτισμένα από επαγγελματίες υψηλής εξειδίκευσης στην εκτίμηση επιχειρήσεων, θα αποτελέσουν τη βάση για αυτό.



Krzysztof Grzesik REV FRICS  
Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου της TEGOVA



# ΕΙΣΑΓΩΓΗ



Αυτή είναι η πρώτη έκδοση των Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης Επιχειρήσεων (European Business Valuation Standards - ΕΠΕΕ), που συντάχθηκαν από την TEGOVA προκειμένου να ανταποκριθεί στις ανάγκες των 72 Ενώσεων Μελών της, άλλων εκτιμητικών οργανισμών, μεμονωμένων εκτιμητών, ρυθμιστικών αρχών και άλλων ενδιαφερομένων στην ευρωπαϊκή αγορά.

Η TEGOVA έχει δεσμευτεί να θεσπίσει πρότυπα συμβατά με τον εξευρωπαϊσμό των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Το σκεπτικό για την παροχή ενός συνόλου προτύπων εκτίμησης επιχειρήσεων για την Ευρώπη απορρέει από την ανάγκη για εκτιμήσεις που συνάδουν με τις απαιτήσεις του εταιρικού δικαίου της ΕΕ και σε τέτοια ποιότητα, ώστε να μπορούν να αποτελούν αξιόπιστη βάση και κοινό σημείο αναφοράς για επενδυτές, εκπροσώπους του χρηματοοικονομικού κλάδου και εκτιμητές σε ολόκληρη την Ένωση και πέραν αυτής.

## Πεδίο εφαρμογής

Πεδίο εφαρμογής των ΕΠΕΕ 2020 αποτελεί η κάλυψη ζητημάτων εκτίμησης επιχειρήσεων, με την παραδοχή ότι επιχείρηση είναι:

«Μια ολοκληρωμένη σειρά δραστηριοτήτων και περιουσιακών στοιχείων που διεξάγονται και διοικούνται με σκοπό την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών σε πελάτες, τη δημιουργία εισοδήματος από επενδύσεις (όπως μερίσματα ή τόκους) ή τη δημιουργία άλλων εσόδων από συνήθειες δραστηριότητες.»

*(Ο νέος ορισμός της επιχείρησης σε Τροποποίηση του ΔΠΧΑ 3, που υιοθετήθηκε από τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1126/2008 της Επιτροπής)*

## Σκοπός

Τα ΕΠΕΕ 2020 παρέχουν εναρμονισμένα ευρωπαϊκά πρότυπα, οδηγίες και τεχνικές πληροφορίες ώστε:

- Να βοηθήσουν τους εκτιμητές επιχειρήσεων στη σύνταξη συναφών εκθέσεων.
- Να προωθήσουν τη συνέπεια με τη χρήση τυπικών ορισμών της αξίας και προσεγγίσεων για την εκτίμηση των επιχειρήσεων.

- Να βοηθήσουν τους χρήστες των εκτιμήσεων στην πληρέστερη κατανόηση συγκεκριμένων όρων και ορισμών, ώστε να είναι σε θέση να χρησιμοποιούν καλύτερα τις επιχειρηματικές εκτιμήσεις που έχουν συνταχθεί ως αποτέλεσμα των οδηγιών τους.
- Να παρέχουν ένα πρότυπο ποιότητας όσον αφορά την επικύρωση αναγνωρισμένων προσόντων και βέλτιστων πρακτικών ως σημείο αναφοράς για τους χρήστες των εκτιμήσεων.
- Να παρέχουν μια σαφή βάση για την οικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων.
- Να συμβάλουν στην αύξηση της συνειδητοποίησης του ρόλου του εκτιμητή επιχειρήσεων.
- Να θεσπιστούν διαδικασίες που είναι πιθανό να οδηγήσουν σε σαφώς καθορισμένες, ακριβείς και σαφείς Εκθέσεις Εκτίμησης που να συνάδουν με τη νομοθεσία της ΕΕ και τα πρότυπα εκτίμησης και λογιστικής.
- Να προωθήσουν τη συνάφεια στους κοινοτικούς και εθνικούς κανονισμούς και στις συστάσεις βέλτιστων πρακτικών.

## Δομή

Τα Πρότυπα και οι Οδηγίες ακολουθούν μια κανονική διάταξη, στο μέτρο του δυνατού. Υπάρχει επίσης μια λίστα περιεχομένων για κάθε Πρότυπο και Οδηγία, ακολουθούμενη από λεπτομερή σχολιασμό και σε ορισμένες περιπτώσεις από ερμηνεία ανά χώρα.

### Εισαγωγή

---

#### I. Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων

---

Στα ΕΠΕΕ 2020 καθορίζονται τέσσερα βασικά πρότυπα:

- ΕΠΕΕ 1 — Αγοραία Αξία και Βάσεις Αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας, που παρέχει τον ορισμό διαφόρων βάσεων αξίας, που ισχύουν για την εκτίμηση της επιχείρησης, την ανάλυση της Μέγιστης και Βέλτιστης Χρήσης σε σχέση με το επιχειρηματικό σενάριο εκκαθάρισης (διάθεσης) και επιχείρησης σε λειτουργία, παραδοχές και ειδικές παραδοχές για τον προσδιορισμό της αξίας.
- ΕΠΕΕ 2 — Διαδικασία Εκτίμησης, που ενσωματώνει λεπτομερείς Όρους Ανάθεσης με κατάλληλο σχολιασμό.
- ΕΠΕΕ 3 — Οι Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι, που παρουσιάζει την αναγνωρισμένη πρακτική εκτίμησης επιχειρήσεων.
- ΕΠΕΕ 4 — Σύνταξη Έκθεσης Εκτίμησης, που παρουσιάζει τις γενικές απαιτήσεις συγγραφής, περιεχομένου της Έκθεσης Εκτίμησης και επισκόπησης της εκτίμησης.

## II. Ευρωπαϊκές Οδηγίες Εκτίμησης Επιχειρήσεων

Οι Οδηγίες ακολουθούν τα Πρότυπα και παρέχουν περισσότερες λεπτομέρειες και επεξήγηση βασικών θεμάτων και τεχνικών στα ακόλουθα θέματα:

- ΕΟΕΕ 1 — Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας.
- ΕΟΕΕ 2 — Επιτόκια Προεξόφλησης στη Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.
- ΕΟΕΕ 3 — Εκτίμηση άυλων περιουσιακών στοιχείων.

## III. Εκτίμηση Επιχειρήσεων και Βιωσιμότητα

## IV. Κώδικας Δεοντολογίας των Ευρωπαϊών Εκτιμητών Επιχειρήσεων

## V. Ευρωπαϊκή Νομοθεσία και Εκτίμηση Επιχειρήσεων

Τα ΕΠΕΕ 2020 εξετάζουν ζητήματα Εκτίμησης Επιχειρήσεων σε ευρωπαϊκό πλαίσιο και, ειδικότερα, εξετάζουν τις απαιτήσεις και τους ορισμούς περί εκτίμησης της νομοθεσίας της ΕΕ για το εταιρικό δίκαιο.

Αυτό το πέμπτο μέρος των ΕΠΕΕ είναι αφιερωμένο στο σώμα της νομοθεσίας της ΕΕ που επηρεάζει τις επιχειρήσεις και την εκτίμηση των επιχειρήσεων.

## Συμπερασματικά

Το δίκαιο της ΕΕ επηρεάζει τις αρχές και την πρακτική της εκτίμησης σε πολλούς διαφορετικούς τομείς όπως ο τραπεζικός τομέας, το περιβάλλον, η κοινωνική πολιτική, οι χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί, οι νέες εκδόσεις και τα ενημερωτικά δελτία, η φορολογία και ο ανταγωνισμός. Μεγάλο μέρος του εν λόγω κανονιστικού πλαισίου εμπίπτει στο εταιρικό δίκαιο της ΕΕ.

Σκοπός των κανόνων της ΕΕ σε αυτόν τον τομέα είναι να επιτρέπεται η ίδρυση επιχειρήσεων οπουδήποτε στην ΕΕ, όπου επιτρέπεται η ελεύθερη κυκλοφορία προσώπων, αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων, να παρέχεται προστασία στους μετόχους και άλλα μέρη που έχουν συγκεκριμένα δικαιώματα σε εταιρείες, να καταστούν οι επιχειρήσεις πιο ανταγωνιστικές και να ενθαρρύνονται οι επιχειρήσεις να συνεργάζονται ή να συγχωνεύονται πέραν των παλιών συνόρων.

Αν και δεν υπάρχει κωδικοποιημένο ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο, η εναρμόνιση της ΕΕ με τους εθνικούς κανόνες εταιρικού δικαίου έχει δημιουργήσει βασικά πρότυπα σε τομείς όπως η προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των δικαιωμάτων τους, οι κανόνες για τις προσφορές εξαγοράς ανώνυμων εταιρειών, η δημοσιοποίηση υποκαταστημάτων, οι συγχωνεύσεις και οι διασπάσεις, βασικοί κανόνες για μονομελείς εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, χρηματοοικονομική αναφορά και λογιστική, ευκολότερη και ταχύτερη πρόσβαση σε πληροφορίες για εταιρείες και ορισμένες απαιτήσεις γνωστοποίησης για τις εταιρείες.

Η παροχή υπηρεσιών εκτίμησης επιχειρήσεων σύμφωνα με τους παραπάνω κανόνες της ΕΕ απαιτεί υψηλό βαθμό δεξιοτήτων και επιβάλλει στον επαγγελματία εκτιμητή το καθήκον να κοινοποιεί τη διαδικασία εκτίμησης και το συμπέρασμα, ανάλογα με τον σκοπό της ανάθεσης, κατά τρόπο σαφή και όχι παραπλανητικό.

*Ημερομηνία έναρξης ισχύος: 24 Μαρτίου 2020.*



Danijela Ilić REV FRICS

Πρόεδρος του Συμβουλίου Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης  
Επιχειρήσεων, Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της TEGOVA







# ΜΕΛΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, ΣΥΝΕΙΣΦΕΡΟΝΤΕΣ, ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Danijela Ilić  
Πρόεδρος

Vesna Stefanović  
Συντάκτης

Ella Dunphy

Ivars Strautins

Allan Traynor

---

Επαγγελματίες που ασχολήθηκαν με τα ΕΠΕΕ:

Daiva Albertaviciene

Oleksii Amfiteatrov

Nino Beraia

Magdalena Habdas

Petr Horák

Oleksii Kalapusha

Muharem Karamujic

Kalina Kavaldzhieva

Jan Konowalczuk

Nadica Mladenovska-Krckoska Heinz

Muhr

Jaroslav Šantrůček Bert

van Scherpenzeel Adrian

Vascu Alexander Weber

---

Οι συντάκτες αυτών των Προτύπων επιθυμούν να εκφράσουν ιδιαίτερες ευχαριστίες για την υποστήριξη των Anton Lezhja, Peter Ott και Andrew Strickland, παγκοσμίως αναγνωρισμένων επαγγελματιών στην εκτίμηση επιχειρήσεων. Αν και είναι όλοι τους Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου του Διεθνούς Ινστιτούτου Εκτιμητών Επιχειρήσεων (IIBV - International Institute of Business Valuers) η συνεισφορά τους πραγματοποιήθηκε με την προσωπική τους ιδιότητα.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες επίσης:

Στον Jeremy Moody για τη θεμελιώδη συνεισφορά του στο Μέρος III. Εκτίμηση επιχειρήσεων και βιωσιμότητα.

Στον Jeroen Dewispelaere και τους συναδέλφους του Astrid de Bandt, Sylvia de Graaf και Joren Vuylsteke της κορυφαίας δικηγορικής εταιρείας της ΕΕ «& DE BANDT» για την υψηλής ποιότητας εργασία στο Μέρος V. Νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και Εκτίμηση Επιχειρήσεων.

Στον καθηγητή George Matysiak για τις καθοριστικές γνώσεις που συνεισέφερε σε ολόκληρο το πόνημα και

Στους σχεδιαστές του Μπλε Βιβλίου, Caroline Piette και τις συναδέλφους της F elicie Bouckaert, Alexandre Marly και Isabelle Moulart της Hoet&Hoet, η δουλειά των οποίων μιλάει από μόνη της.

---

Ευχαριστούμε θερμά όλα τα μέλη της ομάδας και κάθε έναν προσωπικά που αφιέρωσαν πολύτιμο προσωπικό χρόνο συμμετέχοντας στην μετάφραση των Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης Επιχειρήσεων 2020.

- Αδαμοπούλου Ελένη, REV
- Αμπατζής Αναστάσιος, REV, MRICS
- Βενιέρης Χρήστος, REV
- Γκιβίση Κωνσταντίνα, REV
- Δερμάτη Καλλιόπη, REV
- Ζωγράφος Βασίλειος REV
- Μαράκης Εμμανουήλ REV
- Μούρτζιος Νικόλαος, REV, MRICS
- Μπέης Δημήτριος RICS
- Παπαορφανού Λίλιαν REV
- Χαραλαμπόπουλος Παναγιώτης REV, MRICS
- Χριστοδούλου Αγαμέμνων, REV

Εκ μέρους του Δ.Σ. του ΣΕΚΕ



# I. Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων





# **ΕΠΕΕ 1** Αγοραία Αξία και Βάσεις Αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας

1. Εισαγωγή
2. Ορισμός Αγοραίας Αξίας και σχολιασμός
3. Βάσεις Αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας
4. Οι ειδικοί ορισμοί της Βάσης Αξίας βάσει του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) 2018/345 της Επιτροπής της 14ης Νοεμβρίου 2017

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Μια βάση αξίας είναι μια δήλωση των θεμελιωδών παραδοχών για τον προσδιορισμό της αξίας του αντικείμενου της εκτίμησης για έναν καθορισμένο σκοπό και θα πρέπει να διακρίνεται από τις μεθόδους ή τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή μιας επιλεγμένης βάσης αξίας.
- 1.2. Η Αγοραία Αξία είναι μια βασική έννοια για τη δημιουργία μιας τεκμηριωμένης προσδοκίας ως προς την τιμή ενός πράγματος, μια προσδοκία που είναι ουδέτερη όσον αφορά τον αγοραστή ή τον πωλητή. Η φύση της αγοράς στην οποία προσδιορίζεται αυτή η αξία θα διαφέρει ανάλογα με το αντικείμενο της συναλλαγής, ενώ οι συνθήκες της αγοράς θα ποικίλλουν ανάλογα με τη μεταβαλλόμενη ισορροπία προσφοράς και ζήτησης, καθώς και τη μεταβαλλόμενη γνώση, τεχνολογία, κανόνες, τάσεις, προσδοκίες, πιστωτικούς όρους και άλλες συνθήκες.
- 1.3. «Αξία» δεν σημαίνει το πραγματικό ποσό που μπορεί να αποδειχθεί ότι καταβάλλεται σε μια δεδομένη συναλλαγή μεταξύ συγκεκριμένων μερών. Σε ατομικό επίπεδο, η αξία μιας επιχείρησης για ένα άτομο θα αντικατοπτρίζει τη χρησιμότητά της/του όταν κρίνεται έναντι των πόρων και των ευκαιριών του/της. Στο πλαίσιο μιας αγοράς με ανταγωνιστικά μέρη, είναι μια εκτίμηση του ποσού που θα μπορούσε εύλογα να αναμένεται να καταβληθεί, η πιο πιθανή τιμή υπό τις συνθήκες της αγοράς κατά την ημερομηνία εκτίμησης. Ενώ η εν λόγω επιχείρηση μπορεί να έχει διαφορετικές αξίες για διαφορετικά άτομα που μπορεί να βρίσκονται στην αγορά, η Αγοραία Αξία της είναι η εκτίμηση της τιμής στην παρούσα αγορά βάσει παραδοχών που είναι εσκεμμένα ουδέτερες για την επίτευξη μιας τυπικής βάσης εκτίμησης τόσο για τους αγοραστής όσο και για τους πωλητές. Αυτές οι παραδοχές διερευνώνται παρακάτω στην ενότητα 2.4 του ΕΠΕΕ 1.
- 1.4. Η εκτιμώμενη Αγοραία Αξία συχνά θα διαφέρει από την τιμή που θα μπορούσε να επιτευχθεί στη συναλλαγή, αν και η ανάλυση εκτίμησης βασίζεται στα σχετικά δεδομένα της αγοράς που μπορούν να ληφθούν και σε εύλογες παραδοχές από την προοπτική της αγοράς. Μπορεί να υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τέτοιες διαφορές, επειδή ο αγοραστής και ο πωλητής ενδέχεται να εξετάσουν άλλες ή πρόσθετες παραδοχές και να συμφωνήσουν σε διάφορους ειδικούς συμβατικούς όρους, συμπεριλαμβανομένων των συνεργιών που σχετίζονται με εξαγορές, που μπορεί να επηρεάσουν την τιμή της συναλλαγής.
- 1.5. Αν και η πλειονότητα των επαγγελματικών εκτιμήσεων θα γίνει με βάση την Αγοραία Αξία, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες μπορεί να απαιτούνται εναλλακτικές ή πιο κατάλληλες βάσεις αξίας. Είναι σημαντικό τόσο ο εκτιμητής όσο και οι χρήστες των εκτιμήσεων να κατανοούν σαφώς τη διάκριση μεταξύ Αγοραίας Αξίας και άλλων βάσεων αξίας, μαζί με τις επιπτώσεις που μπορεί να δημιουργήσουν οι διαφορές μεταξύ αυτών των εννοιών στην προσέγγιση του εκτιμητή στην εκτίμηση και στην προκύπτουσα αξία.



- 1.6. Μερικές φορές οι πελάτες μπορεί να απαιτούν να γίνονται εκτιμήσεις όπως απαιτείται από τη νομοθεσία ή για οποιονδήποτε άλλο σκοπό όπου η αυστηρή εφαρμογή των ΕΠΕΕ δεν αποτελεί την ενδεδειγμένη οδό. Σε αυτήν την περίπτωση, πρέπει να δηλώνεται ρητά ένας σαφής και διαφανής ορισμός της βάσης που χρησιμοποιείται και ο εκτιμητής πρέπει να εξηγήσει τον λόγο για την απόκλιση από την καθορισμένη βάση αξίας. Εάν, κατά τη γνώμη του εκτιμητή, μια απόκλιση από αυτό το πρότυπο είναι απαραίτητη και κατάλληλη, αυτή η απόκλιση θα γνωστοποιείται στην Έκθεση Εκτίμησης και θα αναφέρεται σαφώς και ο λόγος της απόκλισης αυτής. Εάν η προκύπτουσα εκτίμηση δεν αντικατοπτρίζει ένα άθροισμα που θα ισοδυναμούσε με εκτίμηση που καταρτίστηκε με βάση την Αγοραία Αξία, αυτό θα πρέπει να αναφέρεται στην Έκθεση Εκτίμησης.
- 1.7. Το ΕΠΕΕ 1 λαμβάνει υπόψη την Αγοραία Αξία και άλλες Βάσεις Αξίας στο πλαίσιο της εκτίμησης της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένης της εκτίμησης των δικαιωμάτων της πλειοψηφίας ή της μειοψηφίας και των ειδικών δικαιωμάτων ιδιοκτησίας.

## 2. Ορισμός Αγοραίας Αξίας και σχολιασμός

### 2.1. Ευρωπαϊκό Πρότυπο Εκτίμησης Επιχειρήσεων 1 — Ορισμός Αγοραίας Αξίας

«Αγοραία Αξία» σημαίνει:

*«Το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση πρέπει να ανταλλαγεί κατά την ημερομηνία εκτίμησης μεταξύ πρόθυμου αγοραστή και πρόθυμου πωλητή που ενεργούν ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλο, ύστερα από κατάλληλη εμπορική προώθηση όπου τα μέρη ενήργησαν το καθένα με πλήρη γνώση, σύνεση και χωρίς καταναγκασμό».*

### 2.2. Σχόλια

#### 2.2.1. Γενικά

2.2.1.1. Ο ορισμός της Αγοραίας Αξίας:

- Εφαρμόζεται σε όλα τα επιμέρους στοιχεία της επιχείρησης, εάν εκτιμώνται με βάση την Αγοραία Αξία (βλ. ορισμό της επιχείρησης στην Εισαγωγή του ΕΠΕΕ) και
- Συνάδει με τους ορισμούς της Αγοραίας Αξίας στο δίκαιο της ΕΕ.

2.2.1.2. Η βασική έννοια του ορισμού της Αγοραίας Αξίας περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

- Το αποτέλεσμα της εκτίμησης (το συμπέρασμα εκτίμησης)
- Την επιχείρηση που εκτιμάται
- Τη συναλλαγή
- Την ημερομηνία εκτίμησης
- Τα χαρακτηριστικά των συμβαλλόμενων μερών
- Την απαραίτητη διαδικασία προώθησης
- Την εξέταση της αγοράς από τα συμβαλλόμενα μέρη
- Άλλα θέματα

## 2.2.2. Το αποτέλεσμα

2.2.2.1. *«Το εκτιμώμενο ποσό...»* - Αναφέρεται σε μια τιμή εκφρασμένη σε χρήμα (συνήθως στο τοπικό νόμισμα) η οποία πρέπει να καταβληθεί για μια επιχείρηση, σε μια συναλλαγή μεταξύ μερών που δρουν ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλο. Η Αγοραία Αξία θεωρείται ως η πιθανότερη τιμή που μπορεί λογικά να επιτευχθεί στην αγορά κατά την ημερομηνία εκτίμησης, βάσει των παραδοχών του ορισμού της Αγοραίας Αξίας. Είναι η καλύτερη τιμή που μπορεί λογικά να λάβει ο πωλητής και η πιο συμφέρουσα τιμή που λογικά μπορεί να πετύχει ο αγοραστής.

2.2.2.2. Η εκτίμηση αυτή συγκεκριμένα αποκλείει κάθε εκτιμώμενη τιμή προσαυξημένη ή απομειωμένη, λόγω κάποιων ειδικών όρων ή περιστάσεων, όπως ειδικές θεωρήσεις ή παραχωρήσεις που χορηγούνται από οποιονδήποτε σχετίζεται με την πώληση, ή οποιαδήποτε στοιχεία της Επενδυτικής Αξίας.

## 2.2.3. Η συναλλαγή

2.2.3.1. *«...πρέπει να ανταλλαγεί ...»* - Πρόκειται για ένα εκτιμώμενο ποσό σε μια υποθετική συναλλαγή, και όχι μια προκαθορισμένη ή πραγματική τιμή πώλησης. Πρόκειται για την αξία στην οποία η αγορά προβλέπει ότι θα ολοκληρωθεί μια συναλλαγή κατά την ημερομηνία εκτίμησης, η οποία πληροί όλες τις άλλες προϋποθέσεις του ορισμού της Αγοραίας Αξίας.

2.2.3.2. Η χρήση του «πρέπει» αποδίδει την αίσθηση της εύλογης προσδοκίας σε μια υποθετική συναλλαγή μεταξύ ενός υποθετικού πωλητή και ενός υποθετικού πωλητή. Ο εκτιμητής δεν πρέπει να κάνει μη ρεαλιστικές υποθέσεις σχετικά με τις συνθήκες της αγοράς ή να υποθέτει ένα επίπεδο Αγοραίας Αξίας ανώτερο ή κατώτερο από αυτό που μπορεί λογικά να επιτευχθεί.

## 2.2.4. Η ημερομηνία της εκτίμησης

- 2.2.4.1. «...*κατά την ημερομηνία εκτίμησης...*» Αυτό προϋποθέτει ότι η εκτιμώμενη Αγοραία Αξία είναι χρονικά προσδιορισμένη σε μια δεδομένη ημερομηνία, η αξία δηλαδή αναφέρεται σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Αυτή είναι κατά κανόνα η ημερομηνία κατά την οποία η υποθετική πώληση θεωρείται ότι λαμβάνει χώρα και συνεπώς, είναι συνήθως διαφορετική από την ημερομηνία κατά την οποία ουσιαστικά καταρτίζεται η εκτίμηση. Καθώς οι αγορές και οι συνθήκες αγοράς μπορεί να αλλάξουν, η εκτιμώμενη αξία ίσως είναι λανθασμένη ή ακατάλληλη σε κάποια άλλη χρονική στιγμή. Το ποσό της εκτίμησης θα αντικατοπτρίζει την πραγματική κατάσταση και τις συνθήκες της αγοράς κατά την επιθυμητή ημερομηνία εκτίμησης, και όχι σε άλλη προγενέστερη ή μεταγενέστερη ημερομηνία. Ο ορισμός επίσης προϋποθέτει την ταυτόχρονη δεσμευτική συμφωνία επί των όρων και την ολοκλήρωση της σύμβασης πώλησης χωρίς καμία μεταβολή στην τιμή που, σε άλλη περίπτωση, μπορεί να επέλθει σε συναλλαγή με βάση την Αγοραία Αξία κατά την ημέρα της εκτίμησης.
- 2.2.4.2. Η Αγοραία Αξία σαφώς δεν αποτελεί μακροπρόθεσμη εκτίμηση της αξίας, αλλά εκτίμηση μόνο κατά τη στιγμή της υποθετικής συναλλαγής.
- 2.2.4.3. Πληροφορίες που δεν ήταν διαθέσιμες στους συμμετέχοντες στην αγορά κατά την ημερομηνία εκτίμησης ή προγενέστερα, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν ως δεδομένα ή παραδοχές στην εκτίμηση, εκτός εάν υιοθετηθεί ειδική παραδοχή ανάλογα με τους καθορισμένους όρους ανάθεσης. Εάν ο στόχος της εκτίμησης είναι να εκτιμηθεί ένα συγκεκριμένο δικαίωμα, ορισμένες πληροφορίες ενδέχεται να είναι διαθέσιμες μόνο για τους μετόχους της πλειοψηφίας. Αυτό δεν θα απαιτούσε την υιοθέτηση ειδικών παραδοχών.
- 2.2.4.4. Οι φράσεις «*ημερομηνία της εκτίμησης*» και «*ημερομηνία εκτίμησης*» χρησιμοποιούνται για την αναφορά στην ημερομηνία κατά την οποία πραγματοποιείται η εκτίμηση (και για την οποία τα αποδεικτικά στοιχεία θα πρέπει να είναι συναφή) και όχι στην ημερομηνία, συνήθως μεταγενέστερη, κατά την οποία συντάσσεται και εξετάζεται η εκτίμηση, με τη μεταγενέστερη ολοκλήρωση της έκθεσης εκτίμησης για τον πελάτη. Η ολοκλήρωση της έκθεσης εκτίμησης δεν μπορεί ποτέ να πραγματοποιείται νωρίτερα από την ημερομηνία εκτίμησης, αφού στην περίπτωση αυτή θα εξετάζε συνθήκες και περιστάσεις που δεν έχουν συμβεί και για τις οποίες μπορεί να μην έχουν ακόμη βρεθεί σημαντικά στοιχεία. Η έκθεση εκτίμησης θα πρέπει να αναφέρει τόσο την ημερομηνία της εκτίμησης όσο και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Έκθεσης Εκτίμησης.
- 2.2.4.5. Η ημερομηνία εκτίμησης δεν μπορεί να είναι μεταγενέστερη της ημερομηνίας της Έκθεσης Εκτίμησης.

## 2.2.5. Τα συμβαλλόμενα μέρη

- 2.2.5.1. «...*μεταξύ πρόθυμου αγοραστή...*» Προϋποθέτει έναν υποθετικό αγοραστή, όχι τον πραγματικό. Το άτομο αυτό έχει κίνητρο και ενδιαφέρον να αγοράσει, αλλά δεν είναι αναγκασμένο να το πράξει. Ο αγοραστής αυτός δεν είναι ούτε υπερβολικά ανυπόμονος και ενθουσιώδης να αγοράσει, ούτε αποφασισμένος να το πράξει σε οποιαδήποτε τιμή.

- 2.2.5.2. «...και πρόθυμοι πωλητή...»– Και πάλι πρόκειται για υποθετικό πωλητή και όχι για τον πραγματικό ιδιοκτήτη, ο οποίος θεωρείται ότι δεν είναι ούτε υπερβολικά ανυπόμονος και ενθουσιώδης, ούτε αναγκασμένος να πουλήσει σε οποιαδήποτε τιμή, αλλά ούτε και προετοιμασμένος να αποδεχθεί μια τιμή που δεν θεωρείται εύλογη σύμφωνα με τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς.
- 2.2.5.3. Αν και η υπό εκτίμηση επιχείρηση πρέπει να εκτιμηθεί όπως είναι στην πραγματικότητα, ο υποτιθέμενος αγοραστής και πωλητής είναι υποθετικά συμβαλλόμενα μέρη, μολονότι ενεργούν σε τρέχουσες συνθήκες της αγοράς. Το γεγονός ότι και οι δύο πρέπει να είναι πρόθυμοι να προβούν στη συναλλαγή, δημιουργεί τη μεταξύ τους πίεση στο πλαίσιο της οποίας μπορεί να εκτιμηθεί η Αγοραία Αξία.
- 2.2.5.4. Η Αγοραία Αξία είναι συνεπώς ανεξάρτητη και ανεπηρέαστη από τους σκοπούς του πελάτη που έχει δώσει την εντολή για την εκτίμηση.

## 2.2.6. Η εμπορική προώθηση

- 2.2.6.1. «...ύστερα από κατάλληλη εμπορική προώθηση...»– Η επιχείρηση μπορεί να εκτεθεί στην αγορά με τον πλέον κατάλληλο τρόπο ώστε να διατεθεί στην καλύτερη τιμή που μπορεί λογικά να επιτευχθεί σύμφωνα με τον ορισμό της Αγοραίας Αξίας. Το χρονικό διάστημα της έκθεσης αυτής μπορεί να ποικίλλει ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς, αλλά πρέπει να είναι επαρκές ώστε να επιτρέψει στην επιχείρηση να προσελκύσει την προσοχή επαρκούς αριθμού πιθανών αγοραστών. Η περίοδος έκθεσης στην αγορά προηγείται της ημερομηνίας εκτίμησης.

## 2.2.7. Η εξέταση του θέματος από τα συμβαλλόμενα μέρη

- 2.2.7.1. «...που ενεργούν ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλο...» - Αυτό σημαίνει ότι τα συμβαλλόμενα μέρη δεν συνδέονται π.χ. δεν έχουν ιδιαίτερη ή ειδική σχέση (όπως μπορεί να συμβαίνει, για παράδειγμα, με μητρικές και θυγατρικές εταιρείες) που μπορεί να καταστήσει το επίπεδο τιμών μη χαρακτηριστικό της αγοράς ή προσαυξημένο από οποιοδήποτε στοιχείο ειδικής αξίας.
- 2.2.7.2. Στους ορισμούς της Αγοραίας Αξίας που παρουσιάζονται σε ορισμένα επαγγελματικά πρότυπα και κανονισμούς, ο μη ελεγχόμενος χαρακτήρας της συναλλαγής περιγράφεται με τον όρο «σε μια συναλλαγή με ίσους όρους», που έχει και πάλι την έννοια μιας συναλλαγής μεταξύ μη συνδεδεμένων και ανεξάρτητων μερών.
- 2.2.7.3. «...όπου τα μέρη ενήργησαν το καθένα με πλήρη γνώση...» – Αυτό προϋποθέτει ότι τόσο ο πρόθυμος αγοραστής όσο και ο πρόθυμος πωλητής έχουν ευλόγως ενημερωθεί για τη φύση και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, την τρέχουσα και τις πιθανές της χρήσεις και την κατάσταση της αγοράς κατά την ημερομηνία εκτίμησης.
- 2.2.7.4. Έτσι, τα συμβαλλόμενα μέρη θα πρέπει να αξιολογήσουν ό,τι μπορεί λογικά να προβλεφθεί εκείνη την ημερομηνία. Αυτό δεν απαιτεί μόνο γνώσεις για την εκτιμώμενη επιχείρηση αλλά και

για την αγορά και συνεπώς για τα στοιχεία (συμπεριλαμβανομένων των συγκριτικών στοιχείων που μπορεί να διατίθενται) με βάση τα οποία θα κριθεί η αξία της επιχείρησης.

- 2.2.7.5. «...*με σύνεση...*» – Κάθε συμβαλλόμενο μέρος θεωρείται ότι ενεργεί για το δικό του ατομικό συμφέρον με γνώση και σύνεση για να αναζητήσει την καλύτερη τιμή, ανάλογα με την ιδιότητά του, στην εν λόγω συναλλαγή. Η σύνεση αξιολογείται σε σχέση με την κατάσταση της αγοράς κατά την ημερομηνία εκτίμησης και χωρίς το όφελος της ύστερης γνώσης σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Δεν θεωρείται απαραίτητως απερίσκεπτο για έναν πωλητή το να πωλήσει μια επιχείρηση σε μια αγορά με πτωτικές τιμές, χαμηλότερες από τα προηγούμενα επίπεδα της αγοράς. Σε τέτοιες περιπτώσεις, όπως και σε άλλες περιπτώσεις αγοραπωλησίας, σε αγορές με μεταβαλλόμενες τιμές, το συνυτό άτομο θα ενεργήσει σύμφωνα με τις καλύτερες διαθέσιμες πληροφορίες για την αγορά εκείνη τη στιγμή.
- 2.2.7.6. «...*και χωρίς καταναγκασμό...*» – Αυτό συνεπάγεται ότι κάθε συμβαλλόμενο μέρος έχει κίνητρο να προβεί στη συναλλαγή, αλλά ούτε πιέζεται, ούτε αδικαιολογητά εξαναγκάζεται να την ολοκληρώσει. Ο καθένας συνάπτει και ολοκληρώνει ελεύθερα τη συναλλαγή.

## 2.3. Μέγιστη και Βέλτιστη Χρήση

- 2.3.1. Η έννοια της «*μέγιστης και βέλτιστης χρήσης*» εφαρμόζεται συνήθως στην εκτίμηση ακινήτων όταν ισχύει η βάση της Αγοραίας Αξίας, αλλά θα μπορούσε επίσης να σχετίζεται με την εκτίμηση επιχειρήσεων, για να υποστηρίξει την επιλογή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας ή του σεναρίου εκκαθάρισης, ως κατάλληλο σενάριο στη συγκεκριμένη διαδικασία εκτίμησης (βλ. *παρακάτω*).
- 2.3.2. Το ΔΠΧΑ 13 για την Επιμέτρηση Εύλογης Αξίας, όπως υιοθετήθηκε από την Οδηγία 1255/2012 της ΕΕ ορίζει την έννοια της μέγιστης και βέλτιστης χρήσης ως «*τη χρήση ενός μη χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου από συμμετέχοντες στην αγορά που θα μεγιστοποιούσε την αξία του περιουσιακού στοιχείου ή της ομάδας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων (π.χ. μια επιχείρηση) εντός της οποίας θα χρησιμοποιούταν το περιουσιακό στοιχείο.*» (ΔΠΧΑ 13, Παράρτημα Α).
- 2.3.2.1. Η μέγιστη και βέλτιστη χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου λαμβάνει υπόψη τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου που είναι φυσικά δυνατή, ευλόγως πιθανή, νομικά και οικονομικά επιτρεπτή, ως ακολούθως (ΔΠΧΑ 13.28):
- Φυσικά δυνατή: τα φυσικά χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου που θα λάμβαναν υπόψη οι συμμετέχοντες στην αγορά κατά την αξιολόγηση του περιουσιακού στοιχείου (π.χ. την τοποθεσία ή το μέγεθος ενός ακινήτου).
  - Νομικά επιτρεπτή: λαμβάνοντας υπόψη τυχόν νομικούς περιορισμούς στη χρήση του περιουσιακού στοιχείου που θα λάμβαναν υπόψη οι συμμετέχοντες στην αγορά κατά την αξιολόγηση του περιουσιακού στοιχείου (π.χ. η παράνομη δραστηριότητα μιας επιχείρησης ή οι συγκεκριμένες άδειες που απαιτούνται για συγκεκριμένες επιχειρήσεις).

- Οικονομικά εφικτή: αφορά το κατά πόσο η χρήση του περιουσιακού στοιχείου που είναι φυσικά δυνατή και νομικά επιτρεπτή δημιουργεί επαρκές εισόδημα ή ταμειακές ροές (λαμβάνομένου υπόψη του κόστους μετατροπής του περιουσιακού στοιχείου σε αυτή τη χρήση) για τη δημιουργία της επενδυτικής απόδοσης που θα απαιτούσαν οι συμμετέχοντες στην αγορά από μια επένδυση σε αυτό το περιουσιακό στοιχείο και με αυτήν τη χρήση.

**2.3.3.** Το αποτέλεσμα της ανάλυσης της μέγιστης και βέλτιστης χρήσης μπορεί να χρησιμεύσει ως κριτήριο για το αν η επιχείρηση πρόκειται να εκτιμηθεί σύμφωνα με ένα σενάριο «συνεχιζόμενης δραστηριότητας» ή «εκκαθάρισης». Η εφαρμογή του δεν πρέπει να είναι υποχρεωτική.

**2.3.3.1.** Σενάριο συνεχιζόμενης δραστηριότητας — Το σενάριο εκτίμησης της επιχείρησης υπό την προϋπόθεση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας προϋποθέτει ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί κανονικά στο μέλλον, χρησιμοποιώντας όλα τα περιουσιακά της στοιχεία για τη δημιουργία εισοδήματος. Αυτό αφορά συνήθως την πώληση μιας ήδη υπάρχουσας επιχείρησης η οποία θα συνεχίσει να λειτουργεί υπό νέα ιδιοκτησία.

**2.3.3.2.** Σενάριο εκκαθάρισης (διάθεσης) — Σε αυτό το σενάριο, τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης δεν θα χρησιμοποιούνται πλέον για τη δημιουργία εισόδων υπό τις τρέχουσες επιχειρηματικές συνθήκες. Αντίθετα, η κατάσταση απαιτεί τα περιουσιακά στοιχεία να πωλούνται μεμονωμένα. Τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να πωληθούν με την υπόθεση της ομαλής πώλησης, όταν ο πωλητής διαθέτει αρκετό χρόνο για εμπορική προώθηση ώστε να προσελκύσει τις καλύτερες δυνατές προσφορές, ή της αναγκαστικής πώλησης, όταν τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να διατεθούν αμέσως και με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει κατάλληλος χρόνος για εμπορική προώθηση και άλλοι περιορισμοί που επιβάλλονται στον πωλητή.

## 2.4. Παραδοχές

**2.4.1.** Η εντολή εκτίμησης μπορεί να απαιτεί από τον εκτιμητή να κάνει μια υπόθεση, για παράδειγμα, ότι η επέκταση σε νέες αγορές θα δημιουργήσει ένα ορισμένο επίπεδο εισόδων. Ο εκτιμητής μπορεί να χρειαστεί να κάνει ορισμένες παραδοχές, προκειμένου να ολοκληρώσει την εκτίμηση αποτελεσματικά, συχνά ελλείπει συγκεκριμένων πληροφοριών. Και στις δύο περιπτώσεις αυτές οι παραδοχές θα πρέπει να αναφέρονται σαφώς στην Έκθεση Εκτίμησης.

**2.4.2.** Οι εκτιμητές κάνουν μια παραδοχή όταν υποθέτουν (ή τους δίνεται εντολή να υποθέσουν) κάτι για ένα γεγονός που δεν γνωρίζουν ή δεν μπορούν να το γνωρίζουν ή να το διαπιστώσουν εύλογα.

**2.4.3.** Ο εκτιμητής πρέπει να διεξάγει έρευνες και αναλύσεις στον βαθμό που είναι απαραίτητο για τη διενέργεια μιας επαγγελματικής εκτίμησης για τον σκοπό που έχει οριστεί. Όταν οι παρεχόμενες ή διαθέσιμες πληροφορίες είναι περιορισμένες, ο εκτιμητής μπορεί να χρειαστεί να προβεί σε παραδοχές προκειμένου να καταστεί δυνατή η αναφορά μιας αξιολογής γνώμης ελλείψει πλήρους δεδομένων ή γνώσης. Οι παραδοχές μπορεί να σχετίζονται με γεγονότα, συνθήκες ή καταστάσεις που επηρεάζουν την εκτίμηση και, καθώς οι υποθέσεις γίνονται ελλείψει πλήρους πληροφόρησης, θα πρέπει να είναι αυτές που θεωρούνται πιο πιθανό να είναι σωστές. Για ζητήματα

όπως μια πραγματική ή δυνητική δικαστική διαφορά που ο εκτιμητής μπορεί να μην είναι σε θέση να ελέγξει ανεξάρτητα ή το πιο πιθανό αποτέλεσμα των οποίων ο εκτιμητής δεν μπορεί να εκτιμήσει, η παραδοχή μπορεί να συνοδεύεται από μια σύσταση ότι ο πελάτης έχει τεκμηριώσει τα γεγονότα με ειδικούς που διαθέτουν τις κατάλληλες δεξιότητες.

**2.4.4.** Ακολουθεί ένας ενδεικτικός, ανεξάντλητος κατάλογος θεμάτων που μπορούν να αναφερθούν ως ζητήματα για τα οποία έχουν γίνει παραδοχές για τη διαμόρφωση άποψης σχετικά με την αξία:

- Μπορεί να μην είναι διαθέσιμος κατάλογος πραγματικών και πιθανών δικαστικών διαφορών, συμπεριλαμβανομένης μιας αξιόπιστης εκτίμησης της πιθανότερης έκβασης, όσον αφορά τις πρόσθετες υποχρεώσεις που μπορεί να επηρεάσουν την αξία της επιχείρησης. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι εκτιμητές θα πρέπει να κάνουν μια παραδοχή σχετικά με τον αντίκτυπο της δικαστικής διαφοράς στις υποχρεώσεις, εάν υπάρχουν, δηλώνοντας επίσης ότι δεν αποδέχονται καμία ευθύνη ή υποχρέωση για την αληθινή ερμηνεία και εκτίμηση των πιθανών υποχρεώσεων που σχετίζονται με τη δικαστική διαφορά.
- Όταν οι οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης δεν ελέγχονται από ανεξάρτητο ελεγκτή, ο εκτιμητής πρέπει να υποθέσει ότι οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν αληθινή και δίκαιη άποψη. Οι εκτιμητές θα πρέπει να δηλώσουν ότι δεν τις έχουν ελέγξει και δεν αποδέχονται την ευθύνη.
- Μπορεί να χρειαστούν παραδοχές σχετικά με την ανάλυση της αγοράς, με βάση τις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες, τις οποίες ο εκτιμητής θεωρεί ακριβείς και αξιόπιστες, χωρίς τη διενέργεια ανεξάρτητης επαλήθευσης ή επιβεβαίωσης των πηγών πληροφοριών που χρησιμοποιούνται.
- Μπορεί να είναι απαραίτητο να γίνουν παραδοχές σχετικά με τους κινδύνους της παρουσίας επικίνδυνων ουσιών ή πρόσθετων υποχρεώσεων που σχετίζονται με την απαραίτητη συμμόρφωση με τους περιβαλλοντικούς κανονισμούς, που ενδέχεται να απαιτούν τη δέσμευση ειδικών συμβούλων.
- Ο εκτιμητής μπορεί να χρειαστεί να κάνει την παραδοχή ότι η επιχείρηση διαθέτει όλες τις απαραίτητες άδειες, πιστοποιητικά και εγκρίσεις για τη διεξαγωγή της επιχειρηματικής δραστηριότητας, όπως π.χ. εισαγωγή, εξαγωγή ή κατασκευή αγαθών ή παροχή υπηρεσιών, καθώς και ότι όλες οι εγκαταστάσεις και οι φυσικοί πόροι που είναι απαραίτητοι ως εισροές για την επιχείρηση πληρούν τις νομικές απαιτήσεις και τα βιομηχανικά πρότυπα.
- Ο εκτιμητής μπορεί, σε ορισμένες περιπτώσεις, να χρειαστεί να κάνει την παραδοχή ότι οι επιχειρηματικές ικανότητες, η τεχνολογία, ο εξοπλισμός και το εργατικό δυναμικό επαρκούν για την υποστήριξη του σχεδίου της διοίκησης που σχετίζεται με την προγραμματισμένη αύξηση των πωλήσεων, επέκταση του χαρτοφυλακίου προϊόντων ή επέκταση σε νέα αγορά.

## **2.5. Ειδικές παραδοχές**

**2.5.1.** Σε αντίθεση με την παραδοχή που περιγράφεται στο 2.4., οι εκτιμητές μπορούν να κάνουν μια ειδική παραδοχή όταν υποθέτουν, συνήθως κατόπιν εντολής, ένα γεγονός ή μια περίπτωση που διαφέρει από εκείνα που είναι ευλόγως επιτεύξιμα κατά την ημερομηνία εκτίμησης. Το αποτέλεσμα θα είναι μια Αγοραία Αξία (ή άλλη Βάση Αξίας) με αυτήν την ειδική παραδοχή.

**2.5.2.** Ακολουθεί ένας ενδεικτικός, ανεξάντλητος κατάλογος θεμάτων που μπορούν να αναφερθούν ως ζητήματα για τα οποία έχουν γίνει ειδικές παραδοχές για τη διαμόρφωση άποψης σχετικά με την αξία:

- Η επιχείρηση (συμπεριλαμβανομένων όλων των απαραίτητων πόρων) θα λάβει όλα τα πιστοποιητικά και τις απαραίτητες άδειες για τη διεξαγωγή επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στον συγκεκριμένο κλάδο και θα πωλεί προϊόντα και υπηρεσίες σε συγκεκριμένες αγορές. Κατά την ημερομηνία εκτίμησης, η εταιρεία δεν διαθέτει ή μπορεί να βρίσκεται στη διαδικασία απόκτησης τέτοιων εγγράφων, αλλά υπάρχει υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας ως προς το αν θα αποκτηθούν πράγματι, ενώ το σχέδιο διαχείρισης, που χρησιμοποιείται από τον εκτιμητή, μπορεί να προβλέπει πωλήσεις με βάση τέτοιες υποθέσεις.
- Η επιχείρηση βρίσκεται σε διαδικασία χρηματοοικονομικής αναδιάρθρωσης ή είναι υπερχρεωμένη κατά την ημερομηνία αποτίμησης- ειδικές παραδοχές μπορεί να είναι ότι η προϋπόθεση της συνέχισης της δραστηριότητας είναι εφαρμόσιμη και ότι η επιχείρηση θα παραμείνει σε λειτουργία και θα ανακάμψει επιτυχώς κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης χρονικής περιόδου που υποτίθεται στην εκτίμηση.
- Ένα μη λειτουργικό περιουσιακό στοιχείο που ανήκει στην εταιρεία θα πωληθεί υπό τις συνθήκες της αγοράς κατά τη διάρκεια του αναμενόμενου χρονικού πλαισίου και θα βελτιώσει τις ταμειακές ροές που θα επιτρέπουν την πραγματοποίηση επενδύσεων ή την πληρωμή χρέους.
- Το πρόσθετο σενάριο που ζητείται από τον πελάτη για την παραδοχή εκκαθάρισης της επιχείρησης υπό αναγκαστική πώληση, αν και τέτοια περίπτωση δεν υφίσταται κατά την ημερομηνία εκτίμησης.
- Η ανάλυση της μέγιστης και βέλτιστης χρήσης της επιχείρησης μπορεί να εξετάσει την παραδοχή αλλαγών στους ισχύοντες νομικούς περιορισμούς ή την εισαγωγή νέου περιοριστικού κανονισμού, ή την απόκτηση ειδικής άδειας ή έγκρισης, εάν τέτοιες αλλαγές είναι πιθανές εντός εύλογου χρονικού πλαισίου.
- Ο εκτιμητής μπορεί να χρησιμοποιήσει πληροφορίες που δεν ήταν διαθέσιμες στους συμμετέχοντες στην αγορά κατά την ημερομηνία εκτίμησης, εάν αυτό καθορίζεται στους δεσμευτικούς όρους και είναι συμφώνο με το αντικείμενο και τον σκοπό της εκτίμησης.

**2.5.3.** Όπου γίνονται ειδικές παραδοχές, πρέπει να παρουσιάζονται στην Έκθεση Εκτίμησης. Εάν είναι γνωστές πριν από την ανάθεση της εκτίμησης, πρέπει να περιλαμβάνονται και στους όρους ανάθεσης.

## **2.6. Άλλα θέματα**

**2.6.1.** Τεκμηρίωση — Μια επαγγελματική εκτίμηση που πραγματοποιείται σύμφωνα με αυτό το πρότυπο πρέπει να είναι γραπτή σύμφωνα με το ΕΠΕΕ 4 και να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και σαφήνεια για τον πελάτη, αλλά και για κάθε άλλο άτομο που μπορεί ευλόγως να βασιστεί σε αυτήν ή να την αξιολογήσει.



- 2.6.2. Ο ορισμός της Αγοραίας Αξίας θα πρέπει να καταγράφεται τόσο στους όρους ανάθεσης όσο και στην Έκθεση Εκτίμησης.
- 2.6.3. Κόστη μεταβίβασης και φόροι συναλλαγής – Η Αγοραία Αξία πρέπει να είναι η εκτιμώμενη συνολική αξία μιας επιχείρησης και δεν περιλαμβάνει το πρόσθετο κόστος που μπορεί να σχετίζεται με την πώληση ή την αγορά της επιχείρησης, καθώς και με οποιονδήποτε φόρο επί της συναλλαγής.
- 2.6.4. Ωστόσο, η θεώρηση αυτή μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον νόμο. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ο εκτιμητής μπορεί να επιλέξει να δηλώσει την Αγοραία Αξία πριν και μετά τα κόστη που σχετίζονται με την πώληση της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση, ο εκτιμητής θα πρέπει να δηλώνει με σαφήνεια την Αγοραία Αξία της επιχείρησης και το ποσό των άλλων δαπανών που ελήφθησαν υπόψη, προσδιορίζοντας τη φύση αυτών των δαπανών, τον αιτιολογικό σκοπό τους και τον λόγο για τον οποίο παρουσιάζονται στην Έκθεση Εκτίμησης.

### 3. Βάσεις Αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας

#### 3.1. 3.1 Εύλογη Αξία για σκοπούς άλλους από την χρηματοοικονομική πληροφόρηση

##### 3.1.1. Ορισμός

Η Εύλογη Αξία μπορεί γενικά να χρησιμοποιηθεί ως βάση εκτίμησης για τα δικαιώματα σε μια επιχείρηση μεταξύ συγκεκριμένων, προσδιορισμένων συμμετεχόντων σε μια πραγματική ή δυνητική συναλλαγή, αντί για την παραδοχή της ευρύτερης αγοράς πιθανών υποβαλλόντων προσφορά. Ως εκ τούτου, μπορεί συχνά να έχει ως αποτέλεσμα διαφορετική αξία από την Αγοραία Αξία μιας επιχείρησης. Για τον σκοπό αυτό, ορίζεται ως:

*«Το ποσό που θα λαμβανόταν για την πώληση μιας επιχείρησης σε μια τυπική συναλλαγή μεταξύ προσδιορισμένων συμμετεχόντων στην αγορά που διαθέτουν πλήρη γνώση των σχετικών γεγονότων και λαμβάνουν την απόφασή τους σύμφωνα με τους αντίστοιχους στόχους τους.»*

##### 3.1.2. Σχόλια

- 3.1.2.1. Η βασική έννοια του ορισμού της Εύλογης Αξίας για σκοπούς άλλους από την Χρηματοοικονομική Πληροφόρηση περιλαμβάνει τα ακόλουθα:
- Το ποσό
  - Την επιχείρηση
  - Τη συναλλαγή.
  - Τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων στην αγορά
  - Άλλα σχετικά θέματα.

- 3.1.2.2. Η φράση «*Το ποσό που θα λαμβανόταν... ή θα καταβαλλόταν...*» αναφέρεται σε μια εύλογη τιμή (εκφρασμένη σε χρήματα), πληρωτέα για την επιχείρηση (περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις) σε μια συναλλαγή μεταξύ δύο προσδιοριζόμενων μερών, λαμβάνοντας υπόψη τα αντίστοιχα δικαιώματα, καθώς και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα για τον αγοραστή από την απόκτηση της επιχείρησης.
- 3.1.2.3. Η φράση «*για την πώληση μιας επιχείρησης*» αναφέρεται στην επιχείρηση, περιλαμβανομένων συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, η οποία αποτελεί το αντικείμενο της συναλλαγής. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η επιχείρηση μπορεί να μεταβιβαστεί ως ομάδα περιουσιακών στοιχείων, χωρίς υποχρεώσεις, π.χ. σε μια διαδικασία πτώχευσης ή δικαστική αντιδικία.
- 3.1.2.4. «*... σε μια τυπική συναλλαγή*» — Αυτό απαιτεί αρκετό χρόνο ώστε να συλλέξουν αμφότερα τα μέρη όλα τα σχετικά γεγονότα και πληροφορίες που χρειάζονται προκειμένου να αποκτήσουν την κατάλληλη γνώση και κατανόηση της εκτιμώμενης επιχείρησης και των συγκεκριμένων συνθηκών και να είναι σε θέση να λάβουν μια απόφαση συνυπολογίζοντας τα ατομικά του συμφέροντα και κίνητρα.
- 3.1.2.5. «*... μεταξύ προσδιορισμένων συμμετεχόντων στην αγορά*» — Αυτό προϋποθέτει έναν συγκεκριμένο, γνωστό αγοραστή και πωλητή, όπου και τα δύο μέρη δεν είναι πάντα πρόθυμα ή δεν έχουν πάντοτε κίνητρο, όπως σε μια αντιδικία, όπου το ένα μέρος είναι συνήθως υποχρεωμένο να προβεί στη συναλλαγή. Αμφότερα τα μέρη θα λάβουν την απόφασή τους έχοντας υπόψη τα προσωπικά τους συμφέροντα, γνώσεις και στόχους και λαμβάνοντας υπόψη τις συγκεκριμένες περιστάσεις. Η θέση και τα συμφέροντα του συγκεκριμένου αγοραστή και του συγκεκριμένου πωλητή μπορεί να διαφέρουν από αυτά των συμμετεχόντων στην αγορά υπό γενικές συνθήκες της αγοράς και, επομένως, η Εύλογη Αξία μπορεί να διαφέρει από την Αγοραία Αξία.
- 3.1.2.6. Η Εύλογη Αξία είναι ιδιαίτερα σημαντική σε περιπτώσεις όπου, για οποιονδήποτε λόγο, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι ο πραγματικός αγοραστής θα μπορούσε να πληρώσει διαφορετικό ποσό από την Αγοραία Αξία. Παραδείγματα αυτού μπορεί να περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:
- Οι συνδιοκτήτες της επιχείρησης που θέλουν να χωρίσουν, ενδέχεται να έχουν συγκεκριμένα συμφέροντα, ώστε να συμφωνήσουν σε μια διαφορετική αξία από την Αγοραία Αξία, λαμβάνοντας υπόψη διάφορα υποκειμενικά κριτήρια
  - Δικαστική διαδικασία διαζυγίου μεταξύ μερών με ίσα δικαιώματα ιδιοκτησίας που δεν μπορούν να συμφωνήσουν για το τίμημα που πρέπει να καταβληθεί, ή δικαστική διαφορά μεταξύ μετόχων πλειοψηφίας και μειοψηφίας.
- 3.1.2.7. Η Εύλογη Αξία επομένως επιτρέπει την αναγνώριση της ατομικής αξίας που μπορεί να έχει μια επιχείρηση για έναν συγκεκριμένο πλειοδότη.

- 3.1.2.8. Για παράδειγμα, σύμφωνα με την Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις προσφορές εξαγοράς, τα κράτη μέλη της ΕΕ πρέπει να εξασφαλίσουν την «εύλογη» τιμή εξαγοράς υποχρεώνοντας το άτομο που έχει ήδη αποκτήσει τον έλεγχο μιας εισηγμένης εταιρείας να υποβάλει προσφορά σε όλους τους κατόχους τίτλων της εταιρείας για το σύνολο των μετοχών τους σε μια εύλογη τιμή σύμφωνα με έναν κοινό ορισμό.
- 3.1.2.9. Η Οδηγία ορίζει την «εύλογη» τιμή ως την υψηλότερη τιμή που καταβάλλεται για τις μετοχές της εταιρείας από την προσφορά του ελέγχοντος ή σε περίοδο έξι έως 12 μηνών πριν από την προσφορά. Ωστόσο, εάν ο πλειοδότης προσφέρει υψηλότερη τιμή σε οποιονδήποτε μέτοχο κατά τη διάρκεια της προσφοράς, η «εύλογη τιμή» πρέπει να αυξηθεί σε αυτή την υψηλότερη τιμή. Εάν της εξαγοράς προηγήθηκε μια υποχρεωτική προσφορά, η εύλογη τιμή που ορίζεται στην εν λόγω προσφορά θεωρείται πάντοτε δίκαιη για τους μετόχους μειοψηφίας της εν λόγω εταιρείας, επεκτείνοντας έτσι κάθε προμείωση που καταβλήθηκε για τον έλεγχο της εταιρείας στους μετόχους της μειοψηφίας.

## 3.2. Εύλογη Αξία για σκοπούς χρηματοοικονομικής αναφοράς

### 3.2.1. Ορισμός

Η εύλογη αξία υιοθετείται ειδικότερα ως όρος από τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς για τα οποία, αν και με ελαφρώς λιγότερο λεπτομερείς παραδοχές από τον πλήρη ορισμό της Αγοραίας Αξίας, μπορεί συχνά να δώσει το ίδιο αποτέλεσμα με την Αγοραία Αξία. Ορίζεται ως:

*«Η τιμή που θα λαμβανόταν για την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή θα καταβαλλόταν για τη μεταφορά μιας υποχρέωσης σε μια ομαλή συναλλαγή μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά κατά την ημερομηνία επιμέτρησης.»*

*Ορισμός σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 13 Μέτρηση Εύλογης Αξίας που υιοθετήθηκε από τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1255/2012 της Επιτροπής.*

### 3.2.2. Σχόλια

- 3.2.2.1. Όσον αφορά τη χρηματοοικονομική αναφορά, η Εύλογη Αξία είναι μια απαιτούμενη βάση εκτίμησης, όπως ορίζεται στο 3.2.1. Αν και ο ορισμός διαφέρει από τον ορισμό της Αγοραίας Αξίας, καθώς είναι λιγότερο λεπτομερής στις υποθέσεις του σχετικά με την προηγούμενη έκθεση στην αγορά, η αναφερόμενη αξία συχνά δεν διακρίνεται από την Αγοραία Αξία.

### 3.3. Επενδυτική αξία ως βάση αξίας

#### 3.3.1. Ορισμός

Η Επενδυτική Αξία βασίζεται στις συγκεκριμένες παραδοχές και συμφέροντα του επενδυτή, τα οποία συνήθως διαφέρουν από την άποψη των συμμετεχόντων στην αγορά και τις τρέχουσες προσδοκίες της αγοράς. Ορίζεται ως:

*«Η αξία μιας επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο προσδιοριζόμενο μέρος για επενδυτικούς ή/και λειτουργικούς σκοπούς.»*

#### 3.3.2. Σχόλια

3.3.2.1. Αυτή η έννοια συσχετίζει μια συγκεκριμένη επιχείρηση με έναν συγκεκριμένο επενδυτή, ομάδα επενδυτών ή οντότητα με αναγνωρίσιμους επενδυτικούς στόχους ή/και κριτήρια. Καθώς οι εκτιμήσεις που εκπονούνται με αυτή τη βάση αξιολογούν τι μπορεί να είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένας μεμονωμένος αγοραστής, ως συγκεκριμένος επενδυτής, η συνολική κρίση και τα κριτήριά του ενδέχεται να διαφέρουν από εκείνα των συμμετεχόντων στην αγορά και επομένως να μην συνάδουν με την Αγοραία Αξία.

### 3.4. Αξία Εκκαθάρισης

#### 3.4.1. Ορισμός

Η αξία εκκαθάρισης είναι το εκτιμώμενο ποσό που θα μπορούσαν εύλογα να αναμένουν να λάβουν οι διαφωνούντες πιστωτές ή κάτοχοι μετοχών σε περίπτωση εκκαθάρισης της επιχείρησης του οφειλέτη, είτε με αποσπασματική εκκαθάριση είτε με πώληση ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα, ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε οφειλέτη.

Η αξία εκκαθάρισης εφαρμόζεται όταν είτε η εκτίμηση πραγματοποιείται σε σενάριο εκκαθάρισης είτε το αποτέλεσμα της ανάλυσης μέγιστης και βέλτιστης χρήσης που πραγματοποιήθηκε από τον εκτιμητή δείχνει σαφώς ότι η αξία εκκαθάρισης της επιχείρησης είναι υψηλότερη από την αξία που προκύπτει από μια εκτίμηση στη βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας.

#### 3.4.2. Σχόλια

3.4.2.1. Υπάρχουν δύο σενάρια της έννοιας της αξίας εκκαθάρισης, τα οποία μπορεί να οδηγήσουν σε διαφορετικά μεγέθη εκτίμησης:

- Αξία εκκαθάρισης σε βάση ομαλής πώλησης. Το σενάριο της ομαλής πώλησης επιτρέπει τον κατάλληλο χρόνο προώθησης και η αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, σε αποσπασματική βάση, θα πρέπει να ισούται με την Αγοραία Αξία τους.

- Αξία εκκαθάρισης σε βάση αναγκαστικής πώλησης. Το σενάριο αναγκαστικής πώλησης προϋποθέτει πάντα την έλλειψη κατάλληλου χρόνου για την εμπορία των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στην επιχείρηση και περιλαμβάνει άλλους περιορισμούς που επιβάλλονται στον πωλητή, οπότε η αξία των περιουσιακών στοιχείων σε τμηματική βάση θα πρέπει να είναι μικρότερη από την Αγοραία Αξία τους.

Κατά τον προσδιορισμό της αξίας εκκαθάρισης μιας επιχείρησης σύμφωνα με το σενάριο αναγκαστικής πώλησης, ο εκτιμητής εκτιμά το ποσό για το οποίο κάθε περιουσιακό στοιχείο που ανήκει στην επιχείρηση θα πωλούνταν σε έναν πλειστηριασμό. Ο πλειστηριασμός βασίζεται σε σύντομο χρονικό πλαίσιο και προσελκύει μια μικρή ομάδα αγοραστών, πράγμα που σημαίνει ότι η επιχείρηση θα καταλήξει να δεχτεί μικρότερη αποζημίωση για το περιουσιακό στοιχείο που προσφέρεται προς πώληση από ό,τι θα δεχόταν με βάση την ομαλή πώληση.

- 3.4.2.2. Η ανάγκη για εκτίμηση σε βάση αναγκαστικής πώλησης προκύπτει συνήθως όταν ο πωλητής είναι υποχρεωμένος να πουλήσει, είναι απελπισμένος να πουλήσει ή, διαφορετικά, όταν επιβάλλεται αυστηρό χρονικό όριο. Κατά την εκτίμηση της αξίας εκκαθάρισης των περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στην επιχείρηση με βάση την αναγκαστική πώληση, ο εκτιμητής μπορεί να εφαρμόσει απομείωση, λόγω αναγκαστικής πώλησης, στην Αγοραία Αξία των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει η επιχείρηση. Για τον προσδιορισμό της αξίας εκκαθάρισης περιουσιακών στοιχείων που δεν έχουν ρευστότητα, ο εκτιμητής θα εξετάσει τις τιμές σε αγορές όπου διαπραγματεύονται παρόμοια περιουσιακά στοιχεία, με τις εκπτώσεις για τη μη ρευστότητα να αντανakλώνται ανάλογα.
- 3.4.2.3. Κατά τη διενέργεια εκτίμησης μιας επιχείρησης ή ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου όπου η αξία σχετίζεται με ένα συμμετοχικό τίτλο που έχει την επιλογή να θέσει την επιχείρηση σε εκκαθάριση, ο εκτιμητής μπορεί να εφαρμόσει την ανάλυση της μέγιστης και βέλτιστης χρήσης για να διερευνήσει την πιθανότητα η επιχείρηση να έχει μεγαλύτερη αξία κατά την εκκαθάριση από αυτή που έχει βάσει της λειτουργίας της ως συνεχιζόμενης δραστηριότητας, εκτός εάν υπάρχουν νομικές διατάξεις για το αντίθετο.
- 3.4.2.4. Εάν η αξία εκκαθάρισης αποτελεί κατάλληλη βάση αξίας, οποιαδήποτε ακίνητη περιουσία ή προσωπική περιουσία που θα περιληφθεί στην εκκαθάριση θα πρέπει να εκτιμάται από πιστοποιημένο εκτιμητή για κάθε τύπο περιουσιακού στοιχείου και σύμφωνα με τα σχετικά εκτιμητικά πρότυπα.
- 3.4.2.5. Κατά την εκτίμηση της αξίας εκκαθάρισης, ο εκτιμητής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τους κανόνες αφερεγγυότητας και τις περίπλοκες διαδικασίες αφερεγγυότητας που προβλέπονται από το εθνικό δίκαιο. Αναφέρονται όχι μόνο στην πώληση ή άλλη διάθεση περιουσιακών στοιχείων, αλλά και στις λειτουργικές αλλαγές της επιχείρησης, όπως η καταγγελία ή η τροποποίηση συμβάσεων που θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις γενικές απαιτήσεις που προβλέπονται από την εθνική νομοθεσία για τέτοια μέτρα, ειδικότερα το αστικό και το εργατικό δίκαιο.

- 3.4.2.6. Η εκτίμηση της αξίας εκκαθάρισης θα είναι πλέον των δαπανών εκκαθάρισης, όπως τα τέλη που χρεώνονται από οποιαδήποτε εταιρεία εκκαθάρισης που προσλαμβάνεται για τη διαχείριση της πώλησης.

#### 4. Οι ειδικοί ορισμοί της Βάσης Αξίας βάσει του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού (ΕΕ) 2018/345 της Επιτροπής της 14ης Νοεμβρίου 2017

- 4.1. Οι ειδικοί ορισμοί της Βάσης Αξίας βάσει του παρόντος κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού εφαρμόζονται γενικά σε περίπτωση εκτιμήσεων που διενεργούνται εντός του πλαισίου ανάκτησης και εξυγίανσης πιστωτικών ιδρυμάτων και επενδυτικών επιχειρήσεων (βλ. V – Νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και Εκτίμηση Επιχειρήσεων).







# ΕΠΕΕ 2 Διαδικασία Εκτίμησης

1. Εισαγωγή
2. Πεδίο εφαρμογής
3. Όροι ανάθεσης
4. Συνεννόηση με συμβούλους του πελάτη, ελεγκτές κ.ά.
5. Σχόλια
6. Τεκμηρίωση της εκτίμησης

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Ένας Πιστοποιημένος Εκτιμητής Επιχειρήσεων είναι ένα πρόσωπο με καλή φήμη, είτε αυτοαπασχολούμενο, είτε απασχολείται από εκτιμητική εταιρεία ή άλλο νομικό πρόσωπο, το οποίο συντάσσει και επιβλέπει τις εκτιμήσεις επιχειρήσεων και αναλαμβάνει την ευθύνη για αυτές. Το εν λόγω πρόσωπο ενεργεί ανεξάρτητα και επιδεικνύει επαρκή επαγγελματική ικανότητα, πείρα και γνώσεις για την αποτελεσματική εκτέλεση της σχετικής λειτουργίας εκτίμησης. Η εκτίμηση πρέπει να διενεργείται αμερόληπτα και με τη δέουσα επιδεξιότητα προσοχή και επιμέλεια, σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κώδικα Δεοντολογίας των Εκτιμητών Επιχειρήσεων.
  
- 1.2. Επαρκής επαγγελματική ικανότητα, πείρα και γνώση, σημαίνει :
  - Επαρκής εκτιμητική εμπειρία και γνώση του συγκεκριμένου κλάδου, της αγοράς , της οικονομίας κ.λπ. συμπεριλαμβανομένης της λήψης κατάλληλης βοήθειας από αρμόδιους και άτομα με γνώσεις όπου απαιτείται και συμφωνείται με τον πελάτη.
  - Όπου απαιτείται από τον νόμο, η κατοχή οποιασδήποτε άδειας για τη διενέργεια της εκτίμησης επιχειρήσεων ως εκτιμητής ή/και ως μέλος μιας καθορισμένης επαγγελματικής ένωσης.
  - Συμμόρφωση με όλες τις νομικές, κανονιστικές, δεοντολογικές και συμβατικές απαιτήσεις που σχετίζονται με την εκτίμηση.
  - Διατήρηση των υψηλότερων προτύπων ειλικρίνειας, ακεραιότητας και διεξαγωγής των δραστηριοτήτων με τρόπο που να μη βλάπτουν τον πελάτη, το κοινό και το επάγγελμα ή τους αντίστοιχους εθνικούς ή ευρωπαϊκούς επαγγελματικούς εκτιμητικούς οργανισμούς. Η εκτίμηση που συμμορφώνεται με τα πρότυπα απαιτεί από τον πιστοποιημένο εκτιμητή να τηρεί τον Ευρωπαϊκό Κώδικα Δεοντολογίας των Εκτιμητών Επιχειρήσεων.
  - Η διατήρηση και η βελτίωση των επαγγελματικών γνώσεων μέσω σχετικών προγραμμάτων συνεχιζόμενης εκπαίδευσης.
  
- 1.3. Οι εκτιμητές έχουν την απόλυτη ευθύνη να διασφαλίζουν ότι είναι και ότι μπορούν να θεωρηθούν, ανεξάρτητοι, ικανοί, καταρτισμένοι και ότι δεν έχουν αποκλειστεί λόγω οποιασδήποτε πραγματικής, δυνητικής ή υποτιθέμενης σύγκρουσης συμφερόντων ή ότι έχουν δηλώσει με άλλο τρόπο και έχουν λάβει μέτρα για την αποκατάσταση οποιοσδήποτε πραγματικής ή υποτιθέμενης ελλείψεως ώστε να μπορούν να εκτελέσουν την προτεινόμενη ανάθεση.

## 2. Πεδίο εφαρμογής

Το Πρότυπο αυτό εξετάζει τα διαδικαστικά στάδια για τον καθορισμό των δεσμευτικών όρων ως βάση για την εκτίμηση και προετοιμασία για την εκπόνηση αυτής.

### 3. Όροι Ανάθεσης

- 3.1.** Οι Όροι Ανάθεσης αποτελούν τους συγκεκριμένους, δεσμευτικούς όρους της σύμβασης μεταξύ του εκτιμητή και του πελάτη. Οι όροι αυτοί υποβάλλονται στον πελάτη ή τον μελλοντικό πελάτη από τον εκτιμητή, κατόπιν παραλαβής προφορικής ή γραπτής εντολής για την παροχή εκτιμητικών υπηρεσιών. Για κάθε εντολή συντάσσονται ειδικοί όροι, οι οποίοι αντικατοπτρίζουν με σαφήνεια και ακρίβεια τη φύση και το σκοπό της αποτίμησης και την έκταση της έρευνας που πρέπει να διεξαχθεί για να δικαιολογήσει την επακόλουθη γνώμη της αξίας που αναφέρεται.
- 3.2.** Οι λεπτομερείς δεσμευτικοί όροι πρέπει να συμφωνηθούν εγγράφως.
- 3.3.** Στην έκθεση θα πρέπει να αναφέρονται οι κύριοι συμφωνηθέντες όροι ή συμφωνηθείσες οδηγίες.
- 3.4.** Οι συμφωνηθέντες δεσμευτικοί όροι μπορεί να χρειαστούν μεταγενέστερη τροποποίηση, και οποιαδήποτε τροποποίηση πρέπει να καταχωρηθεί εγγράφως προς αποφυγή παρανοήσεων και επακόλουθων διενέξεων.
- 3.5.** Η μη έκδοση γραπτών όρων θα οδηγήσει στη μη συμμόρφωση με τα ΕΠΕΕ. Αυτό μπορεί επίσης να οδηγήσει σε ανεπαρκή υπεράσπιση σε οποιαδήποτε δικαστική διαμάχη αναφορικά με τις αμοιβές, την αμέλεια ή την απόδοση του εκτιμητή.
- 3.6.** Οι ελάχιστοι όροι που πρέπει να υποβάλλονται και να εγκρίνονται είναι:
- Η ταυτότητα του πελάτη
  - Οποιοσδήποτε άλλος χρήστης της έκθεσης εκτός από τον πελάτη
  - Ο σκοπός της εκτίμησης
  - Το ακριβές μέγεθος της επιχείρησης (μερίδιο ιδιοκτησίας) που εκτιμάται
  - Η βάση ή οι βάσεις της εκτίμησης
  - Η ακριβής ημερομηνία της εκτίμησης
  - Η επιβεβαίωση πως δεν υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων. Δήλωση τυχόν προηγούμενης σχέσης με την επιχείρηση ή τα εμπλεκόμενα μέρη
  - Η ταυτότητα και η ιδιότητα του εκτιμητή
  - Παραδοχές, ειδικές παραδοχές και παρεκκλίσεις από τα ΕΠΕΕ
  - Ο σκοπός και το εύρος των ερευνών
  - Η αξιόπιστη χρήση των παρεχόμενων από τον πελάτη πληροφοριών
  - Η μεθοδολογία εκτίμησης που πρέπει να εφαρμοστεί
  - Περιεχόμενο και δομή της έκθεσης εκτίμησης

- Τυχόν περιορισμοί στη δημοσίευση
- Ο βαθμός στον οποίο θα παρασχεθεί ευθύνη επιμέλειας
- Συμμόρφωση με τα ΕΠΕΕ
- Η αμοιβή για τις υπηρεσίες εκτίμησης

*(Βλ. πίνακα στην ενότητα 5.8)*

- 3.7.** Οι όροι που αναφέρονται στην παράγραφο 3.6 ανωτέρω, πρέπει να θεωρούνται ως οι ελάχιστοι όροι. Οι εκτιμητές αναμένεται να αναθεωρούν και να επεκτείνουν τους όρους ανάλογα με την περίπτωση ή την ανάγκη να κινούνται εντός του νομοθετικού πλαισίου, των συνθηκών ή των απαιτήσεων του επαγγελματικού οργανισμού.

#### 4. Συνεννόηση με συμβούλους του πελάτη, ελεγκτές κ.ά.

- 4.1.** Ο εκτιμητής μπορεί να χρειαστεί να έρθει σε επαφή με άλλους συμβούλους του πελάτη για να εξασφαλίσει απαραίτητες πληροφορίες. Όταν η εκτίμηση πρέπει να συμπεριληφθεί σε οικονομικές καταστάσεις, η στενή επικοινωνία με τους ελεγκτές είναι σημαντική ώστε να διασφαλιστεί ότι η πραγματοποιηθείσα εργασία είναι πράγματι αυτή που απαιτείται, καθώς και για να διασφαλιστεί η συνέπεια και η χρήση της κατάλληλης βάσης αξίας.
- 4.2.** Η επαγγελματική κρίση του εκτιμητή θα καθορίσει αν θα στηριχτεί στις παρεχόμενες ή αποκαλυπτόμενες σε αυτόν πληροφορίες. Οι δεσμευτικοί όροι που έχουν συμφωνηθεί πρέπει να ορίζουν ρητά αν ο εκτιμητής έχει εμπιστοσύνη και βασίζεται σε πληροφορίες που του παρείχε ο πελάτης, οι εκπρόσωποι του πελάτη ή τρίτοι.

#### 5. Σχόλια

- 5.1.** Απροσδόκητα γεγονότα, όπως δικαστικές διαμάχες, μπορεί να προκύψουν αρκετά χρόνια μετά την ολοκλήρωση της αρχικής εντολής ανάθεσης εκτίμησης. Η ανάκληση του ιστορικού πλαισίου και του σκεπτικού των ειδικών όρων και προϋποθέσεων ίσως είναι τότε δύσκολη εκτός και αν αυτά καταχωρούνται γραπτώς ταυτοχρόνως. Μια τέτοια καταγραφή μπορεί, επίσης, να καταδείξει αν η εκτίμηση έχει χρησιμοποιηθεί για άλλους σκοπούς πέρα αυτών για τους οποίους εκπονήθηκε.
- 5.2.** Ένα σαφές και συνοπτικό αρχείο που προετοιμάζεται και συμφωνείται πριν από την ανάθεση εξασφαλίζει ότι οι πελάτες και οι επαγγελματίες σύμβουλοι αυτών είναι σε θέση να κρίνουν αν αυτό που πρόκειται να λάβουν είναι αυτό που ήθελαν και περίμεναν.

- 5.3.** Ανάθεση εκτιμήσεων σε τρίτους — Οι εκτιμητές επιχειρήσεων πρέπει συχνά να βασίζονται στις υπηρεσίες άλλων επαγγελματιών. Ένα παράδειγμα αποτελεί το να απευθυνθεί κανείς σε επαγγελματία εκτιμητή ακινήτων ή εκτιμητή εγκαταστάσεων και μηχανημάτων για την εκτίμηση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Ο πελάτης πρέπει να εγκρίνει εκ των προτέρων την ανάθεση εργασιών σε άλλους εξειδικευμένους εκτιμητές ή όταν απαιτείται σημαντική επαγγελματική βοήθεια από τρίτους. Η έγκριση αυτή πρέπει να δίνεται εγγράφως από τον πελάτη και να αναφέρεται σαφώς στην έκθεση εκτίμησης.
- 5.4.** Εκτιμήσεις που προωθούνται σε τρίτους — Υπάρχει κίνδυνος, εκτιμήσεις που έχουν εκπονηθεί για ένα σκοπό να προωθηθούν σε τρίτους και να χρησιμοποιηθούν για άλλον, άσχετο σκοπό. Για αυτό το λόγο, οι δεσμευτικοί όροι πρέπει να αποκλείουν την ευθύνη του εκτιμητή έναντι τρίτων και να διευκρινίζουν τον περιοριστικό χαρακτήρα της εκτίμησης, η οποία προορίζεται για τον αποκλειστικό σκοπό του πελάτη.
- 5.5.** Εκτιμήσεις που δεν συμμορφώνονται με τα ΕΠΕΕ – Ο εκτιμητής που καλείται να διενεργήσει μια εκτίμηση σε μια βάση που δεν είναι σύμφωνη με τα παρόντα Πρότυπα πρέπει να ενημερώνει τον πελάτη στην αρχή της ανάθεσης – καθώς και κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εκτίμησης εφόσον ο εκτιμητής διαπιστώσει μια τέτοια κατάσταση σε εκείνο το σημείο – η έκθεση θα πρέπει να τροποποιηθεί ώστε να αναφέρει τη μη συμμόρφωση με τα ΕΠΕΕ.
- 5.6.** Εκτιμήσεις οι οποίες διενεργούνται με περιορισμένες πληροφορίες ή είναι απαραίτητες ειδικές παραδοχές – Υπάρχουν περιπτώσεις που ο εκτιμητής έχει στη διάθεσή του περιορισμένες πληροφορίες — οι οποίες μπορεί να είναι πολύ σημαντικές για την ανάλυση της εκτίμησης και την κρίση του εκτιμητή — ή δεν είναι δυνατή η πρόσβαση στη διοίκηση της εταιρείας ή στον ιδιοκτήτη ή ο χρόνος που διαθέτει ο εκτιμητής είναι περιορισμένος. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο εκτιμητής πρέπει να διασφαλίζει ότι οι συμφωνηθέντες δεσμευτικοί όροι επιβεβαιώνουν ότι η εκτίμηση θα διεξαχθεί με τέτοιους περιορισμούς και η έκθεση θα πρέπει να εξηγηθεί σαφώς του συγκεκριμένου περιορισμού.
- 5.7.** Ένας εκτιμητής μπορεί να χρειαστεί να κάνει ειδικές παραδοχές ή να απαιτηθεί να διενεργήσει εκτίμηση στηριζόμενος στις ειδικές παραδοχές του πελάτη. Σε τέτοιες περιπτώσεις είναι σημαντικό οι δεσμευτικοί όροι να αναφέρουν σαφώς ότι η έκθεση εκτίμησης, και οποιαδήποτε δημοσίευση με βάση αυτήν, θα αναφέρουν σαφώς τις οδηγίες που δόθηκαν σχετικά με την εκτίμηση, το σκοπό και το πλαίσιο της, τον βαθμό στον οποίο κινήθηκαν οι έρευνες, τις ειδικές παραδοχές που έγιναν, την εμπιστοσύνη στην ακρίβεια των πηγών πληροφόρησης, και τον βαθμό κάθε απόκλισης από αυτά τα Πρότυπα.

## 5.8. Σχόλια επί των Ελάχιστων Όρων Ανάθεσης

Όροι	Σχόλιο
Η ταυτότητα του πελάτη	Ο εκτιμητής θα πρέπει να διασφαλίζει ότι ο πελάτης προσδιορίζεται σαφώς. Στην περίπτωση που οι οδηγίες παρέχονται από τον διευθυντή της εταιρείας, ο πελάτης είναι πιθανότατα η εταιρεία και όχι ο διευθυντής. Όταν η εκτίμηση αφορά μια πιθανή εξαγορά και ο πελάτης είναι ένας δυνητικός αγοραστής που δίνει οδηγίες στον εκτιμητή, η βάση πληροφοριών συνήθως προετοιμάζεται και υποβάλλεται από τον πωλητή (οντότητα – στόχο). Αυτό πρέπει να ορίζεται στους δεσμευτικούς όρους, εκτός εάν απαγορεύεται η επαφή με τον πωλητή όπως θα μπορούσε να συμβεί σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.
Οποιοσδήποτε άλλος χρήστης της έκθεσης εκτός από τον Πελάτη	Εάν ειδικές περιστάσεις ή κανονισμοί απαιτούν να υπάρχουν και άλλοι χρήστες της έκθεσης, εκτός από τον συγκεκριμένο πελάτη, θα πρέπει να προσδιοριστεί και να εξηγηθεί. Ένα παράδειγμα είναι μια έκθεση η οποία πρέπει επίσης/παράλληλα να τεθεί στη διάθεση ενός δικαστηρίου ή του άλλου διαδίκου στη δίκη.
Ο σκοπός της εκτίμησης	Καθώς ο συγκεκριμένος σκοπός της εκτίμησης θα καθορίσει τη βάση ή τις βάσεις της αξίας που θα υιοθετηθούν, είναι σημαντικό να υπάρχει σαφήνεια. Είναι συνετό να δηλώνεται ότι η εκτίμηση θα αφορά μόνο τον συγκεκριμένο σκοπό που έχει προσδιοριστεί.
Το ακριβές μέγεθος της επιχείρησης (μερίδιο ιδιοκτησίας) που εκτιμάται	<p>Το αντικείμενο της εκτίμησης επιχειρήσεων θα μπορούσε να είναι το 100% της ιδιοκτησίας ή άλλο ειδικό δικαίωμα ιδιοκτησίας που εκτιμάται καθώς και σχετικά άλλα δικαιώματα.</p> <p>Είναι σημαντικό να αναφέρεται η ακριβής έκταση της επιχείρησης/δικαιώματος που αποτιμάται: ολόκληρη η οντότητα ή συγκεκριμένο δικαίωμα (πλειοψηφίας ή μειοψηφίας, αριθμός μετοχών), πιθανές διαφορετικές κατηγορίες μετοχών και συναφή δικαιώματα ιδιοκτησίας.</p>

<p>Η βάση ή οι βάσεις της εκτίμησης</p>	<p>Η βάση ή οι βάσεις της εκτίμησης που θα αναφερθούν θα πρέπει να προσδιορίζονται σαφώς.</p> <p>Εάν ο εκτιμητής χρησιμοποιεί βάσεις αξίας που δεν συμπεριλαμβάνονται στο ΕΠΕΕ 1, όπως μπορεί να καθοριστεί από τον πελάτη, τον επαγγελματικό φορέα ή το νόμο, ο εκτιμητής θα παραθέσει την εν λόγω βάση αξίας και θα δώσει την κατάλληλη ερμηνεία.</p>
<p>Η ακριβής ημερομηνία της εκτίμησης</p>	<p>Η ημερομηνία της εκτίμησης πρέπει να είναι μια συγκεκριμένη ημερομηνία, όπως συμφωνήθηκε με τον πελάτη και αναφέρεται στη σύμβαση ανάθεσης. Εάν η ημερομηνία εκτίμησης δεν είναι η ημερομηνία δημοσίευσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, η διοίκηση της εταιρείας θα πρέπει να προετοιμάσει και να παραδώσει στον εκτιμητή τις οικονομικές καταστάσεις κατά τη συγκεκριμένη ημερομηνία εκτίμησης.</p> <p>Εάν δεν υπάρχουν οι οικονομικές καταστάσεις κατά την ημερομηνία της εκτίμησης και δεν είναι δυνατόν να ετοιμαστούν (π.χ η συγκεκριμένη ημερομηνία ορίζεται από το δικαστήριο, η ημερομηνία της εκτίμησης έχει οριστεί στο παρελθόν, ο πελάτης και ο εκτιμητής δεν έχουν πρόσβαση στη διοίκηση, κ.λπ), ο εκτιμητής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις τελευταίες διαθέσιμες οικονομικές καταστάσεις που είναι πλησιέστερες στην ημερομηνία εκτίμησης, αλλά πριν από τη συγκεκριμένη ημερομηνία, και θα πρέπει να αναφέρει αυτόν τον περιορισμό ως πιθανή ουσιώδη επίπτωση στο αποτέλεσμα της εκτίμησης.</p>
<p>Η επιβεβαίωση πως δεν υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων. Δήλωση τυχόν προηγούμενης σχέσης με την επιχείρηση ή τα εμπλεκόμενα μέρη</p>	<p>Σε γενικές γραμμές, οι εκτιμητές θα πρέπει να είναι σε θέση να δηλώσουν ότι δεν υπάρχει πιθανή σύγκρουση συμφερόντων που θα μπορούσε να τους εμποδίσει να ενεργούν ανεξάρτητα.</p> <p>Εάν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων, ο εκτιμητής πρέπει κανονικά να αρνηθεί να ενεργήσει. Στις περιπτώσεις που υπάρχει πιθανή σύγκρουση, ο εκτιμητής θα πρέπει να παράσχει λεπτομέρειες της κατάστασης, εγγράφως προς όλα τα μέρη, και να αναφέρει τις προτεινόμενες ενέργειες για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας.</p> <p>Απαιτείται δήλωση σχετικά με το αν ο εκτιμητής είχε προηγούμενες συναλλαγές με την επιχείρηση ή τα εμπλεκόμενα μέρη, ανεξάρτητα με το αν υπήρχαν προηγούμενες συναλλαγές ή όχι.</p>

<p>Η ταυτότητα και η ιδιότητα του εκτιμητή</p>	<p>Θα πρέπει να διευκρινιστεί εάν ο εκτιμητής ενεργεί με εξωτερική και ανεξάρτητη ιδιότητα, προσδιορίζοντας μια εταιρική ή προσωπική εικόνα/προσωπικότητα. Θα πρέπει να επιβεβαιωθεί η συμμόρφωση με τον Κώδικα Δεοντολογίας.</p>
<p>Παραδοχές, ειδικές παραδοχές και παρεκκλίσεις από τα ΕΠΕΕ</p>	<p>Οι βασικές παραδοχές και όλες οι ειδικές παραδοχές που γίνονται κατά την εκπόνηση της εκτίμησης ή της Έκθεσης εκτίμησης, οι οποίες είναι γνωστές από την αρχή, θα πρέπει να προσδιορίζονται σαφώς, ανεξάρτητα από το αν ταυτίζονται με εκείνες που αναφέρονται σε προηγούμενες οδηγίες. Πρέπει να γίνεται αναφορά σε τυχόν αποκλίσεις από τα ΕΠΕΕ, εξηγώντας τον λόγο και αιτιολογώντας την απόκλιση (βλ. ΕΠΕΕ 1). Σε περίπτωση που αναγνωριστούν και καθοριστούν κάποιες ειδικές παραδοχές ή αποκλίσεις / παρεκκλίσεις κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εκτίμησης, θα πρέπει να επιβεβαιωθεί εγγράφως από τον πελάτη η εφαρμογή των εν λόγω ειδικών παραδοχών ή αποκλίσεων.</p>
<p>Ο σκοπός και το εύρος των ερευνών</p>	<p>Ο σκοπός και η έκταση της έρευνας που πρέπει να αναλάβει ο εκτιμητής θα πρέπει να καθορίζονται σαφώς. Θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται τα κάτωθι :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Η έκταση της έρευνας και οι διάφορες αναλύσεις</li> <li>• Η ανάπτυξη και η ανάλυση διαφόρων σεναρίων προβλέψεων ταμειακών ροών, εφόσον εφαρμόζονται και έχουν συμφωνηθεί με τον πελάτη</li> <li>• Οποιαδήποτε εξάρτηση από πληροφορίες που παρέχονται από τον πελάτη ή τρίτους</li> <li>• Κάθε πληροφορία που ζητήθηκε αλλά δεν ήταν διαθέσιμη κατά την υποβολή της έκθεσης</li> <li>• Τα νομικά ή περιβαλλοντικά ζητήματα που ενδέχεται να επηρεάσουν την αξία, με σχόλια κατά περίπτωση</li> <li>• Οποιοσδήποτε απαιτήσεις που καθορίζονται από τρίτους ή κανονισμοί και</li> <li>• Επιβεβαίωση ότι η έκταση της έρευνας και η ειδική ανάλυση είναι επαρκείς για να επιτρέψουν μια πλήρως αιτιολογημένη γνώμη για την αξία που πρέπει να αναφερθεί ( ή μια δήλωση ότι αυτό δεν ισχύει).</li> </ul>



<p>Εξάρτηση από τις πληροφορίες που παρέχει ο πελάτης</p>	<p>Ο εκτιμητής δεν είναι υπεύθυνος για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων που υποβάλλει ο πελάτης και θα πρέπει να βασίζεται σε αυτές θεωρώντας ότι παρουσιάζονται δίκαια και κατάλληλα χωρίς προβλεπόμενες εξαιρέσεις και σύμφωνα με τα σχετικά λογιστικά πρότυπα και κανονισμούς. Εάν οι οικονομικές καταστάσεις κατά την ημερομηνία εκτίμησης δεν είναι ελεγμένες, ο εκτιμητής θα πρέπει να αναφέρει ότι οι εκτίμηση βασίζεται επί των μη ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων.</p> <p>Εάν ο πελάτης έχει παράσχει πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση ή εάν ο πελάτης έχει ζητήσει από τον εκτιμητή να λάβει πληροφορίες από συγκεκριμένο τρίτο μέρος, οι όροι θα πρέπει να αναφέρουν ότι ο εκτιμητής θα βασιστεί σε αυτές τις πληροφορίες και δεν θα επιδιώξει να επαληθεύσει την ακρίβειά τους, εκτός εάν ο πελάτης και ο εκτιμητής συμφωνήσουν διαφορετικά.</p> <p>Πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες και γνωστές την ημερομηνία εκτίμησης ή πριν από αυτήν, επειδή οι πληροφορίες αυτές δημοσιεύθηκαν ή ήταν διαθέσιμες μετά την ημερομηνία εκτίμησης, δεν θα χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση, εκτός εάν υιοθετηθεί ειδική παραδοχή, σύμφωνα με τους καθορισμένους όρους ανάθεσης.</p>
<p>Η μεθοδολογία εκτίμησης που πρέπει να εφαρμοστεί</p>	<p>Η μεθοδολογική προσέγγιση και οι μέθοδοι που θα εφαρμόσει ο εκτιμητής θα πρέπει να αναφέρονται και να συνάδουν με το αντικείμενο και το σκοπό της εκτίμησης, τη βάση εκτίμησης, τις διαθέσιμες πληροφορίες και άλλες ιδιαιτερότητες της σύμβασης ανάθεσης.</p>
<p>Περιεχόμενο και δομή της έκθεσης εκτίμησης</p>	<p>Ο πελάτης και ο εκτιμητής θα πρέπει να συμφωνήσουν σχετικά με το περιεχόμενο και τη δομή της έκθεσης που θα συνταχθεί, βασιζόμενοι στο συμφωνηθέν αντικείμενο των εργασιών και τους ειδικούς όρους της σύμβασης ανάθεσης.</p>

<p>Τυχόν περιορισμοί στη δημοσίευση</p>	<p>Ανάλογα με το θέμα και τον σκοπό της εκτίμησης θα ήταν ίσως σκόπιμο να δηλωθεί ότι το περιεχόμενο της έκθεσης εκτίμησης παρέχεται μόνο σε εκείνους που έχουν την ευθύνη επιμέλειας από τον εκτιμητή. Ωστόσο, εάν υπάρχουν περισσότεροι δυνητικοί χρήστες της εκτίμησης, ο εκτιμητής μπορεί να δηλώσει ότι απαιτείται προηγούμενως γραπτή συγκατάθεση για οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή δημόσια διάθεση της έκθεσης εκτίμησης.</p>
<p>Ο βαθμός στον οποίο θα παρασχεθεί ευθύνη επιμέλειας</p>	<p>Πρέπει να καθορίζεται η ταυτότητα εκείνων στους οποίους παρέχεται ευθύνη επιμέλειας. Θα ήταν πρέπον να διευκρινίζεται ότι δεν υπάρχει καμία υποχρέωση ή ευθύνη επιμέλειας όσον αφορά άλλα μέρη, εκτός εάν απαιτείται από το νόμο.</p>
<p>Συμμόρφωση με τα ΕΠΕΕ</p>	<p>Στις περιπτώσεις που η εκτίμηση συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις των ΕΠΕΕ, αυτό πρέπει να αναφέρεται ρητά στην έκθεση, χρησιμοποιώντας τον τίτλο Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων 2020.</p>
<p>Η αμοιβή για τις υπηρεσίες εκτίμησης.</p>	<p>Πρέπει να προσδιορίζονται σαφώς όλα τα σχετικά κόστη και οι χρεώσεις που πρέπει να επωμιστεί ο πελάτης. Η αμοιβή για την εκτίμηση δεν εξαρτάται από το αποτέλεσμα της εκτίμησης.</p>

## 6. Τεκμηρίωση της εκτίμησης

- 6.1.** Η επαγγελματική εκτίμηση βασίζεται στην εκτίμηση της επιχείρησης που εκπονεί ο εκτιμητής εντάσσοντάς τη στο περιβάλλον-πλαίσιο της, αναζητώντας και επαληθεύοντας όλα τα ζητήματα που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Η ποιότητα της εκτίμησης εξαρτάται, εν μέρη, από την ποιότητα των στοιχείων που υποβάλλει ο πελάτης και τα οποία προέρχονται από δημόσιες πηγές. Αν και οι εκτιμητές αναλύουν και χρησιμοποιούν ορισμένες από τις διαθέσιμες πληροφορίες, δεν είναι υπεύθυνοι για την ακρίβεια και την πληρότητά τους.

Πρέπει επίσης να εξετάζονται και να αναλύονται οι συνθήκες της αγοράς που σχετίζονται με την υπό εξέταση επιχείρηση, καθώς η αξιολόγησή τους αποτελεί μέρος της βάσης για τη λήψη των αποφάσεων. Οι εκτιμητές θα πρέπει να φυλάσσουν όλες τις πληροφορίες σχετικά με τη συγκεκριμένη έκθεση που υποβάλλουν.

- 6.2.** Οι εκτιμητές θα πρέπει να ακολουθήσουν αυτόν τον μη περιοριστικό κατάλογο παραγόντων κατά την εκτίμηση μιας επιχείρησης :
- Τα δικαιώματα, τα προνόμια ή οι όροι που απορρέουν από το δικαίωμα ιδιοκτησίας
  - Μέγεθος του προς εκτίμηση μεριδίου ιδιοκτησίας και το επίπεδο ελέγχου
  - Προηγούμενες συναλλαγές σε ιδιοκτησιακά δικαιώματα της επιχείρησης
  - Ιστορικό της επιχείρησης
  - Τρέχουσα κατάσταση και προοπτικές του κλάδου
  - Ρυθμιστικές απαιτήσεις που ενδέχεται να επηρεάσουν την επιχείρηση
  - Ενεργητικό, παθητικό, άυλα περιουσιακά στοιχεία, ιδία κεφάλαια και χρέος της επιχείρησης
  - Κέρδη, ταμειακές ροές και μερισματική πολιτική της επιχείρησης
  - Τιμές αγοράς μετοχών ή εταιρικών μεριδίων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, τιμές πώλησης επιχειρηματικών δικαιωμάτων στον ίδιο ή παρόμοιο κλάδο
  - Άλλα δεδομένα της αγοράς, όπως το κόστος κεφαλαίου, τα ποσοστά απόδοσης εναλλακτικών επενδύσεων, τα πλεονεκτήματα ελέγχου, μειονεκτήματα έλλειψης ρευστότητας κ.λπ.



# ΕΠΕΕ 3 Οι Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι

1. Εισαγωγή
2. Σκοποί εκτίμησης
3. Πεδίο εφαρμογής
4. Επισκόπηση των προσεγγίσεων και μεθόδων εκτίμησης των επιχειρήσεων
5. Γενικές παρατηρήσεις
6. Εφαρμογές
7. Συμπέρασμα σχετικά με τη γνώμη για την αξία

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Η επιλογή της κατάλληλης τεχνικής εκτίμησης εξαρτάται από τις βάσεις αξίας που υιοθετήθηκαν, τον σκοπό της εκτίμησης, τη διαθεσιμότητα των σχετικών δεδομένων της αγοράς και τη φύση της επιχείρησης.
- 1.2. Τα ΕΠΕΕ δεν επιβάλλουν κάποια συγκεκριμένη μεθοδολογία εκτίμησης, καθώς (εκτός εάν υπάρχει νομοθεσία ή εφαρμοστέο δίκαιο) αυτό εναπόκειται στην επαγγελματική κρίση του εκτιμητή κατά περίπτωση, ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης και το πλαίσιο και τον σκοπό της εκτίμησης. Επιπλέον, η μεθοδολογία αναμένεται να εξελιχθεί στο μέλλον ως αποτέλεσμα πολλών επιδράσεων, συμπεριλαμβανομένης της συμπεριφοράς της αγοράς και των εξελίξεων σε υπολογιστικά και αναλυτικά εργαλεία — θα ήταν ακατάλληλο να γίνει προσπάθεια να περιοριστεί η μελλοντική εξέλιξη επιμένοντας να διατηρούν οι εκτιμητές ορισμένες από τις σημερινές αναγνωρισμένες μεθόδους.

## 2. Σκοποί εκτίμησης

Οι εκτιμητές θα πρέπει να γνωρίζουν τον σκοπό της εκτίμησης για να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν όλα τα ζητήματα που σχετίζονται με το έργο. Οι σκοποί για τους οποίους απαιτείται η εκτίμηση μιας εταιρείας, περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τους ακόλουθους:

- Πώληση ή αγορά της εταιρείας
- Πώληση ή αγορά τμήματος επιχείρησης
- Λύση εταιρείας
- Συγχώνευση με άλλη εταιρεία
- Υποδιαίρεση της εταιρείας σε ξεχωριστές επιχειρήσεις
- Χρηματοοικονομική αναφορά
- Φορολογικοί σκοποί
- Εκτιμήσεις για νομικούς σκοπούς
- Χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση
- Εισφορές χωρίς μετρητά σε άλλες εταιρείες
- Εκτίμηση χρηματιστηριακών τιμών

### 3. Πεδίο εφαρμογής

- 3.1. Αυτό το Πρότυπο αναφέρεται σε μεθοδολογίες για την εκτίμηση επιχειρήσεων για κάθε είδους σκοπό, όπως αναλύεται στις επόμενες ενότητες.
- 3.2. Πρόθεση σε αυτό το Πρότυπο δεν είναι να οριστούν κανόνες που πρέπει να τηρούνται αυστηρά ή να δοθεί ένα εγχειρίδιο εκτίμησης, αλλά περισσότερο να εκφραστούν οι γενικά αποδεκτές μεθοδολογίες που εφαρμόζονται ανά την Ευρώπη.

### 4. Επισκόπηση των προσεγγίσεων και των μεθόδων εκτίμησης επιχειρήσεων

- 4.1. Για να πραγματοποιηθεί μια εκτίμηση βασισμένη στην κατάλληλη βάση αξίας, θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν μία ή περισσότερες προσεγγίσεις εκτίμησης.

**Προσέγγιση Εκτίμησης** – Ο γενικός τρόπος καθορισμού της αξίας μιας επιχείρησης, χρησιμοποιώντας μία ή περισσότερες εκτιμητικές μεθόδους.

- 4.2. Η επιλογή της κατάλληλης προσέγγισης (ή των κατάλληλων προσεγγίσεων) εκτίμησης και κατά συνέπεια της κατάλληλης μεθόδου (ή των κατάλληλων μεθόδων) εκτίμησης πρέπει να είναι συναφής με τον σκοπό της εκτίμησης και την επαγγελματική ικανότητα του εκτιμητή. Υπάρχουν τρεις κύριες προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση μιας επιχείρησης:

- Προσέγγιση της αγοράς (συγκριτική).
- Εισοδηματική προσέγγιση.
- Προσέγγιση βάσει περιουσιακών στοιχείων.

- 4.3. Ανάμεσα στις τρεις αυτές βασικές προσεγγίσεις εκτίμησης, χρησιμοποιούνται διάφορες μέθοδοι εκτίμησης, ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης, τον σκοπό της εκτίμησης, τα χαρακτηριστικά της αγοράς, τα διαθέσιμα δεδομένα κ.λπ.

**Μέθοδος Εκτίμησης** – Η συγκεκριμένη διαδικασία, βασισμένη σε μία ή περισσότερες προσεγγίσεις εκτίμησης, που ακολουθείται από τον εκτιμητή προκειμένου να καταλήξει στον προσδιορισμό της αξίας.

- 4.4. Στην Προσέγγιση Αγοράς (συγκριτική), η εκτίμηση πραγματοποιείται με τη σύγκριση της υπό εκτίμηση επιχείρησης με τα στοιχεία που προκύπτουν από τις συναλλαγές της αγοράς που σχετίζονται με παρόμοιες επιχειρήσεις, είτε εισηγμένες στο χρηματιστήριο (συγκρίσιμες) είτε ιδιωτικές επιχειρήσεις, που πληρούν τα κριτήρια που ορίζει ο εκτιμητής. Η Προσέγγιση Αγοράς περιλαμβάνει δύο μεθόδους - τη Μέθοδο των Συγκρίσιμων Συναλλαγών και τη Μέθοδο των Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών.
- 4.5. Η Προσέγγιση Εισοδήματος χρησιμοποιείται για να περιγράψει οποιαδήποτε μέθοδο εκτίμησης με την οποία η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται με την κεφαλαιοποίηση ή προεξόφληση του εκτιμώμενου μελλοντικού οφέλους που θα προέλθει από την επιχείρηση. Η πιο συχνά εφαρμοζόμενη μέθοδος σύμφωνα με την Προσέγγιση Εισοδήματος είναι η Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method-DCF), ενώ και η Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης μπορεί να εφαρμοστεί σε ορισμένες περιπτώσεις.
- 4.6. Η Προσέγγιση Περιουσιακών Στοιχείων, δίνει μια ένδειξη της αξίας με βάση την εκτίμηση όλων των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της επιχείρησης κατά την ημερομηνία εκτίμησης.

**Τεχνική Εκτίμησης** – Περιγράφει τον τρόπο υλοποίησης των βημάτων μιας εκτιμητικής μεθόδου. Είναι μια συγκεκριμένη αναλυτική διαδικασία διαχείρισης των δεδομένων, που διεξάγεται στο πλαίσιο μιας μεθόδου εκτίμησης.

## 5. Γενικές παρατηρήσεις

- 5.1. Εκτιμητέα Επιχείρηση - Ανάλογα με τον σκοπό της εκτίμησης, το αντικείμενο της εκτίμησης θα είναι ολόκληρη η επιχείρηση ή οι συμμετοχές (πλήρης ιδιοκτησία, πλειοψηφικά ή μειοψηφικά δικαιώματα συμμετοχής) στην επιχείρηση.
- 5.1.1. Η εκτίμηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας ή των μετοχών της επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη, μεταξύ άλλων, συμφωνίες αγοράς ή πώλησης, περιορισμούς μεταβίβασης μετοχών, περιοριστικές ρήτρες στο καταστατικό ή εταιρικό καταστατικό ή συμφωνία εταιρικής σχέσης, αν το υπό εκτίμηση δικαίωμα είναι πλειοψηφικό ή μειοψηφικό δικαίωμα, και άλλα παρόμοια χαρακτηριστικά ή παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν την αξία.
- 5.1.2. Κατά τη διαδικασία εκτίμησης, είναι απαραίτητο να ληφθεί υπόψη το υπό εκτίμηση ποσοστό ιδιοκτησίας και τα δικαιώματα που συνεπάγεται. Ανάλογα με το αν αποτιμάται το μειοψηφικό ή το πλειοψηφικό ποσοστό ιδιοκτησίας, η εφαρμογή προσαύξησης λόγω ελέγχου ή απομείωσης λόγω έλλειψης ελέγχου μπορεί να είναι ενδεδειγμένη ανάλογα με τις εφαρμοζόμενες μεθόδους εκτίμησης (βλ. ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας).



- 5.1.3.** Η αξία μιας επιχείρησης εκφράζεται συνήθως με αναφορά στην Αξία Ιδίων Κεφαλαίων ή στην Αξία Επιχείρησης, ως εξής:
- Η Αξία Ιδίων Κεφαλαίων είναι η υπολογιζόμενη καθαρή αξία και είναι διαθέσιμη σε όλους τους μετόχους της εταιρείας.
  - Η Αξία Επιχείρησης είναι το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας συνυπολογίζοντας τα έντοκα χρέη μείον τα πλεονάζοντα μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα, εάν υπάρχουν.
  - Το έντοκο χρέος περιλαμβάνει τόσο μακροπρόθεσμες όσο και βραχυπρόθεσμες οφειλές, εκτός εάν οι βραχυπρόθεσμες οφειλές περιλαμβάνονται στο κεφάλαιο κίνησης και σε αυτή την περίπτωση δεν αποτελούν μέρος της Αξίας Επιχείρησης. Τα μετρητά και τα ταμειακά ισοδύναμα αφαιρούνται μόνο εάν είναι πλεονάζοντα μετρητά, διαφορετικά θα αποτελούν μέρος του κεφαλαίου κίνησης.
- 5.2.** Η σπουδαιότητα ανάλυσης της επιχείρησης και της αγοράς — Προτού εφαρμοστεί οποιαδήποτε από τις σχετικές μεθόδους, είναι απαραίτητη η διερεύνηση και η κατανόηση του αντικείμενου της επιχείρησης, του ιστορικού απόδοσης της, των τομέων στους οποίους δραστηριοποιείται, των δυνατοτήτων που έχει, των πελατών και των προμηθευτών της, της πολιτικής και του μακροοικονομικού περιβάλλοντος (οικονομία), της συγκεκριμένης βιομηχανίας και της σχετικής αγοράς.
- 5.3.** Στοιχεία της επιχείρησης — Ο εκτιμητής πρέπει να λάβει από τον πελάτη τα έγγραφα και τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για την ανάθεση της εκτίμησης, τα οποία, ανάλογα με τον σκοπό της εκτίμησης, θα περιλαμβάνουν ορισμένα ή όλα τα ακόλουθα:
- Τον προσδιορισμό και τα χαρακτηριστικά των εταιρικών μετοχών ή την εξασφάλιση εξουσιοδότησης για την εκτίμηση της εταιρείας συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων, των προνομίων και υποχρεώσεων, των παραγόντων που επηρεάζουν τον έλεγχο και τυχόν συμφωνίες που περιορίζουν την πώληση ή τη μεταβίβαση της
  - Τη φύση, το ιστορικό και τις προοπτικές της επιχείρησης
  - Το ιστορικό των οικονομικών καταστάσεων
  - Τις εκθέσεις διαχείρισης
  - Τις επιχειρηματικές, προνομιούχες, μετατρέψιμες ή άλλες κινητές αξίες
  - Τις προηγούμενες συναλλαγές που αφορούν ωφέλιμα δικαιώματα στην επιχείρηση, προτιμήσεις, μετατρέψιμους ή άλλους τίτλους
  - Πληροφορίες για τη διοικητική ομάδα και το προσωπικό (ιδιαίτερα επιλογές μετοχών πακέτα μεταβλητών αποδοχών και συμβάσεις προσωπικού)
  - Λεπτομέρειες πελατών και προμηθευτών (συμπεριλαμβανομένων των συμβάσεων)
  - Συστήματα παραγωγής
  - Πληροφορίες για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (διπλώματα ευρεσιτεχνίας, εφευρέσεις, φόρμουλες, διαδικασίες, σχέδια, μοτίβα, τεχνολογία, εμπορικά σήματα, ονόματα ή επωνυμίες, πνευματικά δικαιώματα, βάσεις δεδομένων κ.λπ.).
  - Στοιχεία των ανταγωνιστών
  - Συγκριτική αξιολόγηση του κλάδου

- Τη φύση και τη δυναμική των βιομηχανιών που έχουν ή μπορεί να έχουν αντίκτυπο στην επιχείρηση.
- Οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την επιχείρηση.
- Πληροφορίες για τις κεφαλαιαγορές, π.χ. διαθέσιμο ποσοστό απόδοσης, εγγυητικές επενδύσεων, χρηματοπιστηριακές συναλλαγές και συγχωνεύσεις και εξαγορές;
- Τη ζήτηση της αγοράς για προϊόντα.
- Τη διαχείριση προβλεπόμενων δαπανών.
- Τις επιπτώσεις πιθανών αλλαγών σε διεθνείς συμβάσεις ή στην κοινοτική ή εθνική νομοθεσία
- Άλλες πληροφορίες.

Ο εκτιμητής πρέπει να υποδεικνύει τις πηγές των πληροφοριών που χρησιμοποίησε, να τεκμηριώνει και να διατηρεί όλες τις πληροφορίες και τις εργασίες στις οποίες στηρίχθηκε η εκτίμηση και η γνωμοδότησή του.

- 5.4.** Σύμφωνα με τον Λογιστικό Κανόνα 7 της ΕΕ (Λογιστική Υλοποίησης Προϋπολογισμών), από τον Δεκέμβριο του 2011: Η ιδιοκτησία, οι εγκαταστάσεις και ο εξοπλισμός, ορίζονται ως:

*«Πόροι που ελέγχονται από μια οντότητα ως αποτέλεσμα παρελθόντων γεγονότων και από τα οποία μελλοντικά οικονομικά οφέλη ή δυνατότητες παροχής υπηρεσιών αναμένεται να εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα.»*

- 5.5.** Λειτουργικά και μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία — Οι εκτιμήσεις διενεργούνται με βάση την αξία της επιχείρησης στο σύνολό της. Είναι σημαντικό να γίνει διαχωρισμός σε:

- • Λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία— Τα απαραίτητα περιουσιακά στοιχεία για τη λειτουργία της επιχείρησης, τα οποία πρέπει να εκτιμώνται ως μέρος της συνολικής επιχείρησης.
- • Μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία — Το τμήμα του κεφαλαίου που υπερβαίνει την κάλυψη της κύριας δραστηριότητας. Στην περίπτωση που το κεφάλαιο αυτό καθορίζεται στους όρους της ανάθεσης, πρέπει να εκτιμάται στην καθαρή ρευστοποιήσιμη αγοραία του αξία προσαυξημένη κατά την Αγοραία Αξία της βασικής δραστηριότητας της εταιρείας που προκύπτει από την εφαρμοστέα μέθοδο εκτίμησης. Εάν όμως η εκτίμηση του κεφαλαίου αυτού δεν αποτελεί μέρος της εκτίμησης, τότε αρκεί να αναφέρεται στα στοιχεία ως περιορισμός της συγκεκριμένης υπόθεσης. Μερικά παραδείγματα μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων είναι η πλεονάζουσα γη, τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα, οι κτιριακές εγκαταστάσεις που ενοικιάζονται σε τρίτους, ο πλεονάζων εξοπλισμός, οι επενδύσεις σε συνδεδεμένα μέρη κ.λπ.

- 5.6.** Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων για τον σκοπό της εκτίμησης- Ως μέρος της διαδικασίας εκτίμησης, είναι σημαντικό να αναλύονται και, εάν είναι απαραίτητο, να προσαρμόζονται οι οικονομικές καταστάσεις της υπό εξέταση

επιχείρησης, και, εάν χρειάζεται, να προσαρμόζονται οι οικονομικές καταστάσεις συγκρίσιμων επιχειρήσεων, προκειμένου να υπάρχει μια έγκυρη βάση σύγκρισης. Παραδείγματα προσαρμογών θα μπορούσαν να είναι η συμπερίληψη πιθανών υποχρεώσεων που σχετίζονται με δικαστικές υποθέσεις ή η εξαιρέση έκτακτων στοιχείων προκειμένου να διαμορφωθεί μια λογική βάση για τις προβλέψεις, ή η εξαιρέση ή χωριστική αποτίμηση των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων και των συναφών άλλων μη λειτουργικών στοιχείων, κ.λπ. Ορισμένοι από τους βασικούς στόχους της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι οι ακόλουθοι:

- Κατανόηση της διασύνδεσης των δεδομένων των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης, των ισολογισμών και της κατάστασης ταμειακών ροών, από την οποία ο εκτιμητής μπορεί να αντλήσει τις διαχρονικές τάσεις, τους κινδύνους που ενυπάρχουν στις επιχειρηματικές δραστηριότητες και τις πιθανές προβλέψεις για τις μελλοντικές δραστηριότητες,
- Αξιολόγηση του κινδύνου και των βασικών παραμέτρων που επηρεάζουν την αξία σε σχέση με την αγορά.
- Προσαρμογή του ιστορικού των οικονομικών καταστάσεων για την εκτίμηση των οικονομικών δυνατοτήτων και των προοπτικών της επιχείρησης. Ο εκτιμητής θα πρέπει να είναι προσεκτικός κατά την προσαρμογή του ιστορικού των οικονομικών καταστάσεων η οποία θα πρέπει να γίνεται σε συνεννόηση με τον πελάτη, να περιγράφεται πλήρως και να τεκμηριώνεται στην Έκθεση Εκτίμησης.

Ο εκτιμητής θα πρέπει να αναλύει τις οικονομικές καταστάσεις σε νομισματικούς και σχετικούς όρους. Οι σχετικοί όροι περιλαμβάνουν ποσοστά — όπως κάθε ισολογισμό εκφρασμένο ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού και κάθε στοιχείο της κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων εκφρασμένο ως ποσοστό των συνολικών εσόδων στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης.

## 6. Εφαρμογές

### 6.1. Εισαγωγή

Η ενότητα αυτή ασχολείται με τις συνηθέστερες πανευρωπαϊκά εφαρμοζόμενες μεθόδους εκτίμησης επιχειρήσεων, βασιζόμενες σε μία ή περισσότερες εκτιμητικές προσεγγίσεις που αναφέρονται παραπάνω.

Στην περίπτωση που δεν υπάρχει εφαρμόσιμη νομοθεσία, εναπόκειται στην κρίση του εκτιμητή η επιλογή της καταλληλότερης εκτιμητικής μεθόδου ή των μεθόδων για την εκάστοτε επιχείρηση, αξιολογώντας τα διαθέσιμα δεδομένα και τον σκοπό της εκτίμησης, έτσι ώστε να παραχθούν τα πιο αξιόπιστα αποτέλεσμα αξίας.

### 6.2. Μέθοδοι εκτίμησης σε σχέση με τη (συγκριτική) Προσέγγιση Αγοράς

- 6.2.1. Η Προσέγγιση Αγοράς συγκρίνει την εκτιμώμενη επιχείρηση με αντίστοιχες επιχειρήσεις, δικαιώματα ιδιοκτησίας και τίτλους που πωλούνται στην αγορά. Η Προσέγγιση Αγοράς θα πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο εάν οι συγκρίσιμες συναλλαγές εταιρειών και τα δικαιώματα ιδιοκτησίας ή οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, είναι παρόμοιες με την υπό εξέταση επιχείρηση, με βάση τα κριτήρια που ορίζει ο εκτιμητής, και εάν υπάρχουν κατάλληλα και αξιόπιστα δεδομένα.

- 6.2.2.** Οι τρεις πιο διαδεδομένες πηγές δεδομένων που χρησιμοποιούνται στη μέθοδο αγοράς είναι οι δημόσιες χρηματιστηριακές αγορές στις οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης δικαιώματα ιδιοκτησίας αντίστοιχων επιχειρήσεων, η αγορά εξαγορών στην οποία αγοράζονται ή πωλούνται δικαιώματα ελέγχου ή μειοψηφίας και τα παραστατικά προηγούμενων συναλλαγών στην ιδιοκτησία της υπό εκτίμηση επιχείρησης. Αντίστοιχα, οι πηγές εισερχόμενων δεδομένων καθορίζουν εάν κατά τη προσέγγιση της αγοράς θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών ή η Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών.
- 6.2.3.** Η Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών βασίζεται σε συναλλαγές πώλησης, συγχώνευσης ή εξαγοράς επιχειρήσεων (ή μετοχών επιχείρησης) που παρέχουν μια λογική σχέση σύγκρισης με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης (ή ποσοστού ιδιοκτησίας) που εκτιμάται. Εάν χρειάζεται, ο εκτιμητής μπορεί επίσης να χρησιμοποιήσει ως συγκριτικό προηγούμενες συναλλαγές της υπό εκτίμηση επιχείρησης (ή εκτιμώμενου δικαιώματος της επιχείρησης).
- 6.2.4.** Αξίζει να σημειωθεί ότι οι συγκρίσιμες συναλλαγές αφορούν συγκεκριμένο αγοραστή και συγκεκριμένο πωλητή, επομένως οι πληροφορίες που αφορούν τόσο τον αγοραστή και τον πωλητή όσο και τα συγκεκριμένα κίνητρα τους, μπορεί να είναι κρίσιμες για την επιλογή αξιόπιστων συγκριτικών. Ωστόσο, εάν οι μεταβλητές στις περισσότερες συναλλαγές βρίσκονται εντός λογικού εύρους, τότε μάλλον αντιπροσωπεύουν την αντίληψη των παραγόντων της αγοράς π.χ. την Αγοραία Αξία.
- 6.2.5.** Καθώς στις περισσότερες περιπτώσεις, οι συγκρίσιμες συναλλαγές περιλαμβάνουν την πώληση μιας ολόκληρης επιχείρησης ή της πλειοψηφία των μετοχών μιας εταιρείας, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η εφαρμογή απομείωσης σε περίπτωση έλλειψης ελέγχου (βλ. *ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας*).
- 6.2.6.** Η Μέθοδος Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών βασίζεται σε δεδομένα συναλλαγών μετοχών εταιρειών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στα δημόσια χρηματιστήρια και παρέχουν μια λογική βάση σύγκρισης με τα χαρακτηριστικά της εταιρείας (ή του ιδιοκτησιακού δικαιώματος) που εκτιμάται.
- 6.2.7.** Ένα σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι η διαθεσιμότητα των συγκρίσιμων δημόσιων δεδομένων των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, καθώς οι τιμές των μετοχών των συγκρινόμενων εταιρειών μπορούν να ληφθούν κατά την ημερομηνία εκτίμησης και οι οικονομικές πληροφορίες που αφορούν τις προσαρμογές μπορούν να ληφθούν κοντά στην ημερομηνία εκτίμησης.
- 6.2.8.** Το μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι τα υπό εξέταση δεδομένα βασίζονται στις πωλήσεις μεμονωμένων τίτλων που πωλούνται σε ένα δημόσιο χρηματιστήριο και τυπικά αντιστοιχούν σε συναλλαγές με μειοψηφικά ιδιοκτησιακά ποσοστά. Ως εκ τούτου, για να εφαρμοστούν αυτά τα δεδομένα στην εκτίμηση της πλειοψηφίας σε μια ιδιωτική εταιρεία, μπορεί να χρειαστούν πρόσθετες εκτιμήσεις σχετικά με την προσαύξηση λόγω ελέγχου (βλ. *ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας*).

- 6.2.9.** Η Προσέγγιση της Αγοράς γενικά είναι περισσότερο εφαρμόσιμη με δεδομένα από μια ανεπτυγμένη και ρευστή αγορά. Το ιδανικό θα ήταν να υπάρχουν στοιχεία της αγοράς για πρόσφατες συναλλαγές που αφορούν πανομοιότυπες επιχειρήσεις με την εκτιμώμενη εταιρεία, αλλά αυτό είναι εξαιρετικά σπάνιο. Επομένως, εάν δεν υπάρχουν επαρκείς πληροφορίες για συναλλαγές στον συγκεκριμένο κλάδο, μπορεί να χρειαστεί να επιλεγούν συναλλαγές που αφορούν άλλες εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε παραπλήσιους επιχειρηματικούς κλάδους, ή σε επιχειρήσεις που έχουν υποκείμενη ομοιότητα με την εξεταζόμενη εταιρεία σε ό,τι αφορά σχετικά χαρακτηριστικά όπως τις αγορές, τα προϊόντα, τις τάσεις ανάπτυξης, το μέγεθος, τον κύκλο ζωής και άλλους σχετικούς παράγοντες.
- 6.2.10.** Καθώς κάθε επιχείρηση είναι μοναδική ως προς τη δραστηριότητα, το μέγεθος, τους επιχειρηματικούς τομείς, την αγορά, τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις, τους κινδύνους, την ανάπτυξη κ.λπ., ο εκτιμητής ίσως χρειαστεί να προβεί σε διάφορες προσαρμογές στους συντελεστές εκτίμησης που προκύπτουν από συγκριτικά στοιχεία προκειμένου να τους εφαρμόσει στην υπό εξέταση επιχείρηση.
- 6.2.11.** Η σύγκριση πρέπει να γίνεται με ουσιαστικό τρόπο και δεν πρέπει να είναι παραπλανητική. Οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη για να εκτιμηθεί κατά πόσον υπάρχει εύλογη βάση σύγκρισης περιλαμβάνουν:
- Την ομοιότητα με τα επιχειρηματικά χαρακτηριστικά της υπό εξέταση επιχείρησης από ποιοτική και ποσοτική άποψη.
  - Την ποσότητα και την επαληθευσσιμότητα των δεδομένων για παρόμοιες επιχειρήσεις.
  - Κατά πόσον οι τιμές εξαγοράς παρόμοιων επιχειρήσεων αντιπροσωπεύουν συναλλαγές μεταξύ μη συνδεδεμένων και ανεξάρτητων μερών
  - Κατά πόσον έχει πραγματοποιηθεί μια επαρκώς διεξοδική, ισχυρή και αμερόληπτη έρευνα για παρόμοιες επιχειρήσεις, βασισμένη σε αντικειμενικά κριτήρια.
- 6.2.12.** Οι συγκρίσεις πραγματοποιούνται με τη χρήση εκτιμητικών συντελεστών, που επιλέγονται για να παρέχουν ουσιαστική εικόνα της αξίας της υπό εξέταση επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη όλους τους σχετικούς παράγοντες. Κατά συνέπεια, θα πρέπει να δίνεται προσοχή:
- Στην επιλογή των εισερχόμενων δεδομένων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των εκτιμητικών συντελεστών.
  - Στην επιλογή των χρονικών περιόδων ή/και των μεθόδων υπολογισμού του μέσου όρου που χρησιμοποιούνται για τα εισερχόμενα δεδομένα,
  - Στον υπολογισμό των συντελεστών εκτίμησης, οι οποίοι μπορούν να προκύψουν από τη συσχέτιση των τιμών των συγκριτικών συναλλαγών με τα κατάλληλα χρηματοοικονομικά, λειτουργικά ή φυσικά εισερχόμενα δεδομένα των συγκρίσιμων εταιρειών (ή ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων) που εμπλέκονται στις συναλλαγές,
  - Στη χρονική στιγμή των δεδομένων τιμών πώλησης που χρησιμοποιούνται στους δείκτες εκτίμησης σε σχέση με την ημερομηνία εκτίμησης,
  - Στο πώς επιλέχθηκαν και εφαρμόστηκαν οι δείκτες εκτίμησης στα αντίστοιχα δεδομένα της υπό εξέταση επιχείρησης.

- 6.2.13.** Πρέπει να ληφθούν αποφάσεις σχετικά με την επιλογή των κατάλληλων μεταβλητών εκτίμησης, τους υπολογισμούς και τις προσαρμογές τους, τη χρονική στιγμή των δεδομένων των τιμών σε σχέση με την ημερομηνία εκτίμησης και τις προσαρμογές των οικονομικών καταστάσεων, εάν είναι απαραίτητο, προκειμένου να δημιουργηθεί η κατάλληλη βάση και η αξιοπιστία των διαθέσιμων δεδομένων της αγοράς.
- 6.2.14.** Ανάλογα με τον τύπο του ποσοστού ιδιοκτησίας που εκτιμάται, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάσει την εφαρμογή Προσαυξήσεων λόγω Ελέγχου και Απομείωσης λόγω Έλλειψης Ελέγχου (βλ. ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου και Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας).

### **6.3. Μέθοδοι εκτίμησης με την Εισοδηματική Προσέγγιση**

#### **6.3.1. Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ρών**

- 6.3.1.1.** Η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ρών (DCF Method) είναι μια ευρέως εφαρμοζόμενη μέθοδος εκτίμησης που παρουσιάζει την ικανότητα κερδοφορίας της υπό εξέταση επιχείρησης. Η μέθοδος DCF βασίζεται σε υπολογισμούς της τρέχουσας αξίας των αναμενόμενων ταμειακών ρών που προβάλλονται για μια συγκεκριμένη περίοδο και περιλαμβάνουν την τελική αξία (υπολειμματική αξία). Ο εκτιμητής καθορίζει τον τύπο των ταμειακών ρών, έναν χρονικό ορίζοντα, τις παραδοχές για τις προβλέψεις και το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.
- 6.3.1.2.** Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές θα μπορούσαν να είναι σε ονομαστικούς όρους (με τον πληθωρισμό) ή σε πραγματικούς όρους (χωρίς πληθωρισμό), προ ή μετά φόρων, προ ή μετά χρεωστικών στοιχείων, ανάλογα με διάφορους παράγοντες, όπως η φύση της επιχείρησης, ο σκοπός της εκτίμησης, το προς εκτίμηση επιχειρηματικό δικαίωμα, τα διαθέσιμα στοιχεία κ.λπ.
- 6.3.1.3.** Οι προβλέψεις βασίζονται στην ανάλυση των επιχειρήσεων, της οικονομίας, του κλάδου, της αγοράς, του ιστορικού επιδόσεων, της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων και του σχεδίου διαχείρισης. Ο εκτιμητής παρουσιάζει και υποστηρίζει τις βασικές παραδοχές που χρησιμοποιούνται για τις προβλέψεις.
- 6.3.1.4.** Στη μέθοδο DCF, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, προς την εταιρεία ή προς τους μετόχους, εκτιμώνται κάθε έτος για μια ρητή χρονική περίοδο (περίοδος DCF). Η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας (PV), των ελεύθερων ταμειακών ρών κατά την περίοδο DCF και της PV της τελικής αξίας, προσαρμοσμένο στα κατάλληλα στοιχεία του ισολογισμού κατά την ημερομηνία εκτίμησης.
- 6.3.1.5.** Σε περίπτωση εκτίμησης της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η διάρκεια της περιόδου DCF αντικατοπτρίζει τον χρονικό ορίζοντα εντός του οποίου η κερδοφορία της εταιρείας φτάνει σε σταθερή κατάσταση. Η περίοδος DCF εξαρτάται συνήθως από τον αριθμό των ετών προτού η εταιρεία μπορέσει να επιτύχει απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) ανώτερη ή ίση με το κόστος κεφαλαίου. Συνήθως, ο χρονικός ορίζοντας είναι 5-10 έτη.

- 6.3.1.6. Για τις εταιρείες που, για διάφορους λόγους, πρέπει να διακόψουν τις δραστηριότητές τους σε μια γνωστή ημερομηνία στο μέλλον, η περίοδος DCF ισούται με την εναπομένουσα λειτουργική ζωή.
- 6.3.1.7. Η πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών ή οφελών υπόκειται σε πολλές μεταβλητές. Ως εκ τούτου, είναι σκόπιμο να μοντελοποιηθούν διαφορετικές παραδοχές για το μέλλον της εξέλιξης της επιχείρησης, ανάλογα με τις αναμενόμενες μεταβολές των κρίσιμων μεταβλητών που επηρεάζουν την επιχείρηση. Οι προβλέψεις ταμειακών ροών μπορούν να δημιουργηθούν σε στάδια με βάση την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της επιχείρησης.
- 6.3.1.8. Ο εκτιμητής πρέπει να προσδιορίσει την αγορά για την υπό εξέταση επιχείρηση και να έχει μια στενή κατανόηση αυτής και των δυνάμεων που την καθοδηγούν. Ο εκτιμητής θα πρέπει επίσης να γνωρίζει τυχόν μεταβαλλόμενες πολιτιστικές πτυχές, επιχειρηματικές τάσεις, διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης με δανειακά και ίδια κεφάλαια, καθώς και τις οικονομικές πτυχές της προσφοράς και ζήτησης του τομέα και την έκταση και την κατανομή οποιουδήποτε πραγματικού ή προτεινόμενου ανταγωνισμού, τυχόν αλλαγές στις υποδομές μεταφορών και τη γεωγραφική θέση ή το κοινωνικοοικονομικό προφίλ της πελατειακής βάσης. Η Έκθεση Εκτίμησης θα ενσωματώνει τους ανωτέρω παράγοντες στον βαθμό που αυτοί είναι σχετικοί με την εκτίμηση.
- 6.3.1.9. Η εκτίμηση DCF διαφέρει ανάλογα με το αν ο στόχος της είναι ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης ή της αξίας των ιδίων κεφαλαίων και καθορίζει τον τύπο των ταμειακών ροών που πρέπει να προβληθούν, ως εξής:
- Οι Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία (ή ελεύθερες από χρέος ταμειακές ροές) χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης,
  - Οι Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση είναι οι ταμειακές ροές προς όλους τους μετόχους της εταιρείας. Αυτός ο τύπος ταμειακών ροών χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της Αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων.
- 6.3.1.10. Η τελική αξία της εταιρείας υπολογίζεται στο τέλος της προβλεπόμενης περιόδου ταμειακών ροών. Η μέθοδος υπολογισμού διαφέρει ανάλογα με το αν ισχύει ή όχι η παραδοχή της συνέχισης της δραστηριότητας, ως εξής:
- Η επιχείρηση θα συνεχίσει πέραν της περιόδου πρόβλεψης (παραδοχή συνεχιζόμενης δραστηριότητας) - Η τελική αξία υπολογίζεται με την κεφαλαιοποίηση των καθαρών ταμειακών ροών για το τελευταίο έτος της περιόδου DCF, εφαρμόζοντας έναν συντελεστή κεφαλαιοποίησης (προεξοφλητικό επιτόκιο μείον τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη), ή πολλαπλασιάζοντας το καθαρό λειτουργικό κέρδος του τελευταίου έτους ή του έτους  $n+1$  με έναν κατάλληλο συντελεστή με βάση μια αξιολόγηση των πιθανών συντελεστών του κλάδου σε αυτό το (ωριμότερο) στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης,

- Η επιχείρηση πρόκειται να παύσει (μη συνεχιζόμενη δραστηριότητα) - Η τελική αξία αντιπροσωπεύει την εκτιμώμενη αξία των υπολειπόμενων καθαρών περιουσιακών στοιχείων που, κατά το τέλος της περιόδου DCF, θα μπορούσαν να αποδεδμευτούν και τα μετρητά να διανεμηθούν στους μετόχους.
- 6.3.1.11. Το προεξοφλητικό επιτόκιο θα πρέπει να συνάδει με τον επιλεγμένο τύπο ταμειακών ροών και να προσδιορίζεται με τις συνηθέστερες μεθόδους, όπως το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) (βλ. ΕΟΕΕ 2 - *Επιτόκιο Προεξόφλησης στη Μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών*). Ανάλογα με τον τύπο των προβλεπόμενων ταμειακών ροών, με ή χωρίς πληρωμή χρέους:
- Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα εφαρμοστεί στην περίπτωση εκτίμησης της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, και
  - Το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) θα πρέπει να εφαρμοστεί κατά την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.
- 6.3.1.12. Ο εκτιμητής πρέπει να διασφαλίσει ότι ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών συμφωνεί με τις προβλέψεις και τις προσδοκίες του κλάδου, τις εκτιμήσεις της μελλοντικής θέσης της επιχείρησης στην αγορά και εκείνης των κύριων ανταγωνιστών. Οι εκτιμητές έχουν την ευθύνη να αξιολογούν τον κίνδυνο που σχετίζεται με την εμπορική θέση της επιχείρησης και να προσαρμόζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο αναλόγως.
- 6.3.1.13. Ανάλογα με τις συγκεκριμένες συνθήκες και αβεβαιότητες που σχετίζονται με την υπό εξέταση επιχείρηση, τον κλάδο και την οικονομία, για τον έλεγχο του αποτελέσματος της DCF μπορεί να εφαρμοστεί ανάλυση ευαισθησίας, η οποία δείχνει πόσο θα μεταβληθεί το αποτέλεσμα της εκτίμησης ανάλογα με την αλλαγή των βασικών παραδοχών που χρησιμοποιούνται στις προβλέψεις (για παράδειγμα, αλλαγή του ρυθμού ανάπτυξης, των περιθωρίων, του προεξοφλητικού επιτοκίου, της υπολειμματικής ανάπτυξης κ.λπ.).
- 6.3.1.14. Εκτός από την ανάλυση ευαισθησίας, είναι επίσης δυνατόν να αναπτυχθούν διάφορα σενάρια ταμειακών ροών (για παράδειγμα, το πιο απαισιόδοξο, το πιο πιθανό, το πιο αισιόδοξο), ιδίως εάν αυτό το είδος ανάλυσης διατυπώνεται στους όρους της ανάθεσης.
- 6.3.1.15. Η ανάλυση ευαισθησίας και η ανάπτυξη διαφόρων σεναρίων ταμειακών ροών προσδιορίζει τους συγκεκριμένους παράγοντες κινδύνου που συμβάλλουν περισσότερο στον συνολικό κίνδυνο. Υπάρχουν δύο γενικές κατηγορίες κινδύνου για την εταιρεία, ο επιχειρηματικός κίνδυνος και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος:
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα των εσόδων λόγω της διακύμανσης των πωλήσεων, των ακαθάριστων εσόδων και του επιπέδου των σταθερών λειτουργικών δαπανών της επιχείρησης.



- Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αντανακλά την εμφάνιση σταθερών χρηματοοικονομικών δαπανών ή κυμαινόμενων επιτοκίων, και τις επιπτώσεις τους στις αποδόσεις στους επενδυτές.

Κάθε παράγοντας κινδύνου πρέπει να ποσοτικοποιείται και να αναλύεται διεξοδικά. Τέλος, η ανάλυση ευαισθησίας θα πρέπει να ενσωματώνει την πιθανότητα που συνδέεται με τους παράγοντες κινδύνου και τις μεταβλητές που προκύπτουν, μεταξύ άλλων, από την αξιολόγηση του ιστορικού, των συστημικών και των διαρθρωτικών στοιχείων της επιχείρησης.

- 6.3.1.16. Ανάλογα με το είδος του εκτιμητέου μεριδίου ιδιοκτησίας, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάζει την εφαρμογή απομειώσεων λόγω έλλειψης ελέγχου καθώς και απομειώσεων λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (βλ. ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας).

### 6.3.2. Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης Εισοδήματος

- 6.3.2.1. Η Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης Εισοδήματος είναι απλή στη φύση της, καθώς δεν απαιτεί την πρόβλεψη των ταμειακών ροών στο μέλλον. Ο εκτιμητής κάνει μια παραδοχή ότι θα επιτευχθούν προσαρμοσμένα βιώσιμα κέρδη, ότι δεν θα υπάρξουν αλλαγές στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης και ότι οι κεφαλαιουχικές δαπάνες θα είναι ίσες με τις αποσβέσεις, έτσι ώστε να πραγματοποιηθούν μόνο οι κεφαλαιουχικές δαπάνες αντικατάστασης.

- 6.3.2.2. Στη Μέθοδο Κεφαλαιοποίησης Εισοδήματος, ένα αντιπροσωπευτικό ή προσαρμοσμένο επίπεδο εισοδήματος ή μια ταμειακή ροή προεξοφλείται με κατάλληλο συντελεστή κεφαλαιοποίησης ή πολλαπλασιάζεται με έναν πολλαπλασιαστή εισοδήματος (ή συντελεστή κεφαλαιοποίησης) για τη μετατροπή του εισοδήματος σε αξία. Οι συχνότερα χρησιμοποιούμενες τεχνικές που βασίζονται στις ταμειακές ροές ή στα κέρδη είναι οι εξής:

- Κεφαλαιοποίηση κατάλληλου και διατηρήσιμου επιπέδου ελεύθερων ταμειακών ροών όπως περιγράφηκε προηγουμένως
- Κεφαλαιοποίηση προσαρμοσμένων διατηρήσιμων κερδών μετά φόρων
- Κεφαλαιοποίηση προσαρμοσμένων κερδών προ τόκων και φόρων εισοδήματος (EBIT)
- Κεφαλαιοποίηση αναπροσαρμοσμένων κερδών προ τόκων, φόρου εισοδήματος και αποσβέσεων (EBITDA)

- 6.3.2.3. Ο εκτιμητής πρέπει να καθορίσει ένα αντιπροσωπευτικό επίπεδο ενός τύπου κερδών ή ταμειακών ροών που θα είναι βιώσιμο στο μέλλον. Το ουσιαστικό στοιχείο είναι ότι δεν πρόκειται για τις λογιστικές αξίες που λαμβάνονται από την κατάσταση κερδών και ζημιών, αλλά για την αξία που προσαρμόζεται ώστε να αντανακλά τα οικονομικά συνήθη και αναπαραγώγιμα μελλοντικά έσοδα. Οι προσαρμογές πρέπει να εξαλείφουν την επίδραση των προσωρινών, μη επαναλαμβανόμενων ή τυχαίων επιδράσεων στα έσοδα και τα έξοδα. Μερικά παραδείγματα γεγονότων που απαιτούν προσαρμογές είναι:

- Η αύξηση ή μείωση εσόδων λόγω κάποιας έκτακτης κατάστασης ή διακυμάνσεις των τιμών
  - Οι αλλαγές στη λογιστική μέθοδο απογραφής
  - Η μεταβολή των τιμών των πρώτων υλών ή των καυσίμων
  - Η μεταβολή του μισθολογικού κόστους λόγω αλλαγών στον αριθμό των εργαζομένων, της νομοθεσίας ή την πίεση από συνδικάτα, λαμβάνοντας υπόψη το βιώσιμο επίπεδο του κόστους για το μέλλον
  - Οι αλλαγές στις αποσβέσεις από την πρόσθετη συμπερίληψη της αξίας ορισμένων αυτών περιουσιακών στοιχείων, όπως τυχόν διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τα έξοδα εκπαίδευσης των εργαζομένων, τα εμπορικά σήματα, κ.λπ.
  - Η επιρροή ορισμένων μη επαναλαμβανόμενων παραγόντων, όπως πυρκαγιά, απεργίες, ειδικές κυρώσεις, αναδιοργανώσεις, κεφαλαιακά κέρδη που προκύπτουν από την πώληση περιουσιακών στοιχείων κ.λπ.
  - Η επίδραση των πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων στα έσοδα και το κόστος
  - Η επίδραση των αλλαγών της φορολογίας εισοδήματος
- 6.3.2.4. Οι προσαρμογές θα πρέπει να γίνουν για ένα αριθμό προηγούμενων οικονομικών ετών (3-5 έτη). Ο εκτιμητής κάνει την επιλογή του προσαρμοσμένου καθαρού ετήσιου εισοδήματος ή της ταμειακής ροής, η οποία πρέπει να κεφαλαιοποιηθεί, αντλώντας την από ένα σχετικό έτος (παρελθόν, παρόν ή μέλλον), ή εναλλακτικά υπολογίζοντας έναν απλό ή σταθμισμένο αριθμητικό μέσο όρο για την επιλεγμένη περίοδο. Ο σημαντικός παράγοντας είναι ότι η επιχείρηση έχει την ικανότητα να παράγει κέρδη στο μέλλον, συνήθως για απεριόριστο χρονικό διάστημα.
- 6.3.2.5. Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται με κεφαλαιοποίηση του καθαρού προσαρμοσμένου ετήσιου εισοδήματος, χρησιμοποιώντας έναν επιλεγμένο συντελεστή κεφαλαιοποίησης, ή πολλαπλασιάζοντας το με έναν επιλεγμένο πολλαπλασιαστή. Η προκύπτουσα αξία πρέπει να προσαρμοστεί στα κατάλληλα στοιχεία του ισολογισμού κατά την ημερομηνία εκτίμησης.
- 6.3.2.6. Ο εκτιμητής πρέπει να επιλέξει έναν συντελεστή κεφαλαιοποίησης ή έναν πολλαπλασιαστικό συντελεστή για το ετήσιο προσαρμοσμένο εισόδημα ή τα κέρδη που συνάδουν με τις αρχές που υιοθετούνται κατά την εφαρμογή της προσέγγισης DCF. Συντελεστές κεφαλαιοποίησης και προεξοφλητικοί συντελεστές πρέπει να προκύπτουν από στοιχεία της αγοράς με τη μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια και συνήθως εκφράζονται ως το ποσοστό απόδοσης που θα απαιτούνταν από τους επενδυτές σε μια επιχείρηση με τις ίδιες συνθήκες κινδύνου. Η κεφαλαιοποίηση και το προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να είναι σύμφωνα με τις βάσεις του προσαρμοσμένου ετήσιου εισοδήματος που χρησιμοποιούνται, π.χ. σε ονομαστικούς ή πραγματικούς όρους, προ φόρων ή μετά φόρων, πριν ή μετά την αποπληρωμή του χρέους, κ.λπ.

- 6.3.2.7. Ανάλογα με το είδος του εκτιμητέου μεριδίου ιδιοκτησίας, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάζει την εφαρμογή απομειώσεων λόγω έλλειψης ελέγχου καθώς και απομειώσεων λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (βλ. ΕΟΕΕ 1 – Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου & Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας).

#### 6.4. Μέθοδοι εκτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων

- 6.4.1. Η Προσέγγιση Περιουσιακών Στοιχείων προσδιορίζει μια ένδειξη της αξίας μιας επιχείρησης ή του μετοχικού μεριδίου μιας επιχείρησης χρησιμοποιώντας μία ή περισσότερες μεθόδους βασισμένες στην αξία των περιουσιακών στοιχείων καθαρών από υποχρεώσεις.
- 6.4.2. Στην ουσία, η μέθοδος συνίσταται στην αφαίρεση του καθαρού ποσού των προσαρμοσμένων υποχρεώσεων από το ποσό των προσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων, για να προκύψει η προσαρμοσμένη καθαρή λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Το πεδίο της ανάλυσης μπορεί να περιλαμβάνει την εκτίμηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων ως ένα μέρος της εκτίμησης της επιχείρησης που πρέπει να οριστεί στους όρους ανάθεσης της εκτίμησης.
- 6.4.3. Η προσέγγιση με βάση τα περιουσιακά στοιχεία εφαρμόζεται συνήθως κατά την εκτίμηση επιχειρήσεων που αντλούν τα έσοδά τους από την απόδοση των ενσώματων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, όπως οι εταιρείες χαρτοφυλακίου ακινήτων. Χρησιμοποιείται επίσης για μια επιχείρηση που εκτιμάται με βάση διαφορετική από τη συνεχιζόμενη δραστηριότητα ή/και με την αξία των περιουσιακών στοιχείων σε εκκαθάριση να υπερβαίνει την αξία της επιχείρησης ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα. Μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί σε περιπτώσεις όπου δεν είναι διαθέσιμα στην αγορά τα κατάλληλα συγκρίσιμα στοιχεία ή αξιόπιστα στοιχεία, όπως μπορεί να συμβεί κατά την εκτίμηση νεοσύστατων επιχειρήσεων ή επιχειρήσεων με προσωπική υπεραξία.
- 6.4.4. Η προσέγγιση με βάση τα περιουσιακά στοιχεία είναι γενικά συνδεδεμένη με εκτιμήσεις που αφορούν την εκτίμηση του πλειοψηφικού ποσοστού ιδιοκτησίας μιας εταιρείας και απαιτείται ειδική προσέγγιση για την εκτίμηση των δικαιωμάτων μειοψηφίας σε μια επιχείρηση, εκτός εάν ο νόμος απαιτεί την εφαρμογή της προσέγγισης βάσει περιουσιακών στοιχείων με τον ίδιο τρόπο για το πλειοψηφικό και το μειοψηφικό δικαίωμα, π.χ. χωρίς προσαρμογές για έλλειψη ελέγχου.
- 6.4.5. Κατά τη διενέργεια εκτίμησης μιας λειτουργούσας επιχείρησης με βάση τη συνεχιζόμενη δραστηριότητα, η προσέγγιση με βάση τα περιουσιακά στοιχεία δεν θα πρέπει να είναι η μόνη προσέγγιση εκτίμησης που χρησιμοποιείται, εκτός εάν η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται συνήθως από τους πωλητές και τους αγοραστές του κλάδου, ή εκτός αν δεν είναι δυνατόν να εφαρμοστούν άλλες προσεγγίσεις. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ο εκτιμητής πρέπει να ακολουθεί αυτή τη προσέγγιση.
- 6.4.6. Η αρχή της μέγιστης και βέλτιστης χρήσης απαιτεί από τον εκτιμητή να υπολογίσει την Αξία Εκκαθάρισης της επιχείρησης, προκειμένου να εξακριβώσει αν θα αποτελούσε καλύτερη επιλογή η διατήρηση της επιχείρησης σε λειτουργία. Κατά τη διενέργεια εκτίμησης μιας επιχείρησης όπου η αξία σχετίζεται με ένα συμμετοχικό δικαίωμα που έχει την επιλογή να θέσει την επιχείρηση σε εκκαθάριση, ο εκτιμητής πρέπει να διερευνήσει το ενδεχόμενο η επιχείρηση να έχει υψηλότερη αξία κατά την εκκαθάριση από ό,τι έχει με βάση τη συνέχιση της λειτουργίας της ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα, εκτός εάν υπάρχουν αντίθετες νομικές διατάξεις. Εάν η εκτίμηση με βάση την

εκκαθάριση της επιχείρησης είναι η ενδεδειγμένη βάση της εκτίμησης, κάθε ακίνητο ή προσωπική περιουσία που πρέπει να συμπεριληφθεί στην εκκαθάριση θα πρέπει να εκτιμηθεί σύμφωνα με το κατάλληλο πρότυπο.

- 6.4.7. Κατά την παραδοχή ότι η εταιρεία πρόκειται να τεθεί υπό εκκαθάριση, είναι απαραίτητο να αποτιμηθούν τα περιουσιακά στοιχεία στην Αγοραία Αξία τους και να εφαρμοστούν μειώσεις για τυχόν έξοδα εκκαθάρισης (όπως η αποζημίωση που πρέπει να καταβληθεί στο απερχόμενο προσωπικό, η πλήρης πληρωμή των ανεξόφλητων οφειλών, το κόστος των εργασιών που πρέπει να εκτελεστούν για τον διακανονισμό και την είσπραξη των απαιτήσεων κ.λπ.)
- 6.4.8. Ανάλογα με τους όρους της ανάθεσης, το είδος της υπό εξέταση επιχείρησης και την κρίση των εκτιμητών, μπορούν να χρησιμοποιηθούν δύο γενικά σενάρια εκκαθάρισης της πώλησης περιουσιακών στοιχείων: με περιουσιακά στοιχεία που πωλούνται με ομαλή πώληση (με αρκετό χρόνο για την προσέλευση των καλύτερων δυνατών προσφορών), ή σε αναγκαστική πώληση (δεν δίνεται αρκετός χρόνος για την προσέλευση των καλύτερων δυνατών προσφορών).
- 6.4.9. Στην περίπτωση μιας ομαλής πώλησης, η επιχείρηση θα έχει αρκετό χρόνο για να μεγιστοποιήσει τα έσοδα για τα περιουσιακά της στοιχεία σε μια ελεγχόμενη εκκαθάριση. Το σημαντικότερο, η επιχείρηση μπορεί να εξακολουθεί να παράγει εισόδημα κατά τη διάρκεια της ομαλής παύσης λειτουργίας της, και αυτό το εισόδημα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη στην εκτίμηση της αξίας.
- 6.4.10. Στην περίπτωση αναγκαστικής πώλησης, όπου ο πωλητής βρίσκεται υπό την πίεση να πουλήσει, είναι απελπισμένος να πουλήσει ή επιβάλλεται μια αυστηρή προθεσμία, πρέπει να ληφθεί υπόψη η μείωση της αξίας που αντανακλά την έλλειψη κατάλληλης εμπορικής διαπραγμάτευσης και το μικρότερο διαθέσιμο χρονοδιάγραμμα.

## 7. Συμπέρασμα σχετικά με τη γνώμη για την αξία

- 7.1. Σε ορισμένες χώρες είναι συνήθης πρακτική ή ακόμη και νομική υποχρέωση για κάποιους σκοπούς εκτίμησης ενίοτε να εκτιμάται μια επιχείρηση χρησιμοποιώντας δύο ή περισσότερες διαφορετικές μεθόδους, οι οποίες, ως εκ τούτου, δίνουν διαφορετικές αξίες. Ο εκτιμητής στη συνέχεια εξετάζει τα διάφορα αποτελέσματα και καταλήγει σύμφωνα με την επαγγελματική του αντίληψη στην τελική αξία που πρέπει να αναφερθεί. Αντίθετα, σε άλλες χώρες ο εκτιμητής αναμένεται να χρησιμοποιήσει μία μόνο μέθοδο.
- 7.2. Δεν μπορεί να τεθεί κάποιος γενικός κανόνας για το κατά πόσον η χρήση μίας ή περισσότερων μεθόδων οδηγεί σε ακριβέστερη και πιο αξιόπιστη εκτίμηση. Ωστόσο, όταν οι εκτιμητές έχουν χρησιμοποιήσει μόνο μία μέθοδο, συνιστάται να ελέγχουν τουλάχιστον τα συμπεράσματά τους αντιπαραθέτοντας τα με άλλους δείκτες της αγοράς, εφόσον υπάρχουν. Για παράδειγμα, όταν μια επιχείρηση έχει εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας μια μέθοδο στο πλαίσιο της εισοδηματικής προσέγγισης, ο εκτιμητής θα θέλει συχνά να συγκρίνει την προκύπτουσα αξία με την ενδεικτική αξία

υπολογίζοντας τους δείκτες εκτίμησης (μεταβλητές) που προσδιορίζονται, με βάση τις συγκρίσιμες συναλλαγές ή τους δείκτες τιμολόγησης μετοχών εισηγμένων εταιρειών .

- 7.3.** Αποτελεί ευθύνη του εκτιμητή να επιλέγει και να εφαρμόζει τις κατάλληλες εκτιμητικές προσεγγίσεις και μεθόδους. Όταν χρησιμοποιούνται περισσότερες από μία προσεγγίσεις και μέθοδοι, οι εκτιμητές θα πρέπει να καταλήγουν στο συμπέρασμα της αξίας λαμβάνοντας υπόψη διάφορους παράγοντες, όπως η βάση της αξίας, ο σκοπός της εκτίμησης, τα χαρακτηριστικά της υπό εξέταση επιχείρησης, τα διαθέσιμα δεδομένα, η ανάλυση που διενεργήθηκε και η επάρκεια και αξιοπιστία των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στις διάφορες μεθόδους εκτίμησης που εφαρμόστηκαν. Ο εκτιμητής θα πρέπει να συμβιβάζει τα αποτελέσματα που προκύπτουν από διαφορετικές προσεγγίσεις και μεθόδους, να ελέγξει το εύλογο των αποτελεσμάτων τους και να αποφασίσει ποια παρέχει την πιο αξιόπιστη ένδειξη της αξίας, προκειμένου να επιλέξει τη μέθοδο που θα αποτελέσει τη βάση για το τελικό αποτέλεσμα της εκτίμησης. Ο εκτιμητής πρέπει να παραθέτει το σκεπτικό και την αιτιολόγηση των εκτιμητικών μεθόδων που χρησιμοποιεί καθώς και της τελικής του γνώμης. Το συμπέρασμα για την αξία που προέκυψε θα πρέπει να αναφέρεται και να τεκμηριώνεται στην Έκθεση Εκτίμησης.
- 7.4.** Το τελικό αποτέλεσμα της εκτίμησης εκφράζεται συνήθως ως μια μοναδική τιμή. Ωστόσο, ανάλογα με τον σκοπό της εκτίμησης, το τελικό αποτέλεσμα της εκτίμησης (γνώμη) μπορεί να αναφέρεται ως ένα εύρος τιμών, εάν αυτό ορίζεται στους όρους ανάθεσης (π.χ. για τη διαδικασία εξαγοράς). Στην περίπτωση αυτή, είναι ευθύνη του εκτιμητή να προβεί στο εν λόγω συμπέρασμα εντός ενός εύλογου εύρους τιμών και να εξηγήσει το σκεπτικό στην Έκθεση Εκτίμησης.
- 7.5.** Το συνολικό συμπέρασμα της εκτίμησης θα πρέπει να συνάδει με:
- Τη βάση της αξίας
  - Τον σκοπό και την προβλεπόμενη χρήση της εκτίμησης
  - Το αντικείμενο της εκτίμησης (ελέγχουσα ή μειοψηφική συμμετοχή, σύνολο ιδίων κεφαλαίων ή συγκεκριμένος αριθμός μετοχών κ.λπ.)
  - Όλες τις σχετικές πληροφορίες που είναι διαθέσιμες κατά την ημερομηνία εκτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη τον σκοπό της ανάθεσης.



# ΕΠΕΕ 4 Σύνταξη Έκθεσης Εκτίμησης

1. Εισαγωγή
2. Πεδίο εφαρμογής
3. Η Έκθεση Εκτίμησης
4. Έλεγχος Εκτίμησης

## 1. Εισαγωγή

Η εκτίμηση, όπως προσδιορίζεται από τον εκτιμητή, πρέπει να είναι σαφώς κατανοητή από τον πελάτη και τους χρήστες της. Η Έκθεση Εκτίμησης είναι το έγγραφο στο οποίο θα βασιστεί ο πελάτης προκειμένου να λάβει αποφάσεις. Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό να είναι ακριβές. Τυχόν επιφυλάξεις που εκφράζονται εντός των εκθέσεων πρέπει επίσης να είναι ακριβείς.

## 2. Πεδίο εφαρμογής

Το παρόν Πρότυπο σχετίζεται με την Έκθεσή Εκτίμησης βάσει της οποίας ο εκτιμητής ενημερώνει τον πελάτη για την αξία του εκτιμώμενου.

## 3. Η Έκθεση Εκτίμησης

### 3.1. Γενικά

- 3.1.1. Μια Έκθεση Εκτίμησης είναι ένα έγγραφο που περιγράφει λεπτομερώς το πεδίο εφαρμογής, τις βασικές παραδοχές, τις μεθόδους εκτίμησης και τα συμπεράσματα μιας ανάθεσης. Η Έκθεση παρέχει επαγγελματική γνώμη για την αξία καθώς η αξία τεκμηριώνεται σύμφωνα με μια αναγνωρισμένη βάση ή βάσεις εκτίμησης εντός του πλαισίου των Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης Επιχειρήσεων.
- 3.1.2. Η Έκθεση Εκτίμησης πρέπει να είναι γραπτή, να καταρτίζεται και να παρουσιάζεται με αξιόπιστο και κατανοητό τρόπο στους πελάτες και τους χρήστες της. Αυτό είναι απαραίτητο για μια έκθεση που αφορά την Αγοραία Αξία, καθώς και για τις εκθέσεις που αφορούν όλες τις άλλες βάσεις εκτίμησης, καθώς προσοδίδει ασφάλεια μεταξύ του εκτιμητή και του πελάτη.
- 3.1.3. Η Έκθεση Εκτίμησης πρέπει να αναφέρει τις οδηγίες της ανάθεσης, τη βάση και το σκοπό της εκτίμησης, τις αναλυτικές διαδικασίες που ακολουθήθηκαν, τη μεθοδολογία εκτίμησης, καθώς και τα αποτελέσματα της ανάλυσης που οδήγησαν στην διαμόρφωση της γνώμης για την αξία.
- 3.1.4. Η Έκθεση Εκτίμησης πρέπει να παρέχει σαφή και ξεκάθαρη γνώμη για την αξία, κατά την ημερομηνία εκτίμησης με επαρκείς λεπτομέρειες, ώστε να διασφαλίζεται ότι όλα τα θέματα που συμφωνήθηκαν με τον πελάτη στους δεσμευτικούς όρους, καθώς και όλα τα βασικά σημεία έχουν καλυφθεί.
- 3.1.5. Η Έκθεση δεν πρέπει να είναι διφορούμενη, δεν πρέπει να παραπλανά τον αναγνώστη με κανέναν τρόπο ή να δημιουργεί εσφαλμένη εντύπωση.



- 3.1.6. Η έκθεση πρέπει να είναι αντικειμενική. Βάσει αυτής, μπορεί να ληφθούν αποφάσεις και να δεσμεύονται ή να αποσύρονται πόροι χρηματοδότησης. Εάν ο εκτιμητής έχει ισχυρές απόψεις σχετικά με τα πλεονεκτήματα ή τα μειονεκτήματα της εκτιμώμενης επιχείρησης, αυτές θα πρέπει να εκφράζονται με αιτιολογημένο και αντικειμενικό τρόπο με στόχο να επιτρέψει στον αναγνώστη να κατανοήσει τα συμπεράσματα που εξάγονται.
- 3.1.7. Σε περίπτωση που έχει δοθεί εντολή στον εκτιμητή, παρά την ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων, πρέπει να δηλώνεται ότι η εν λόγω δυνητική σύγκρουση κοινοποιήθηκε στον πελάτη μαζί με λεπτομέρειες σχετικά με τα μέτρα που ελήφθησαν προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η πιθανή αυτή σύγκρουση συμφερόντων δεν επηρέασε αρνητικά την αντικειμενικότητα του εκτιμητή.

## 3.2. Περιεχόμενο της Έκθεσης Εκτίμησης

- 3.2.1. Η μορφή και οι λεπτομέρειες της Έκθεσης εναπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια του εκτιμητή, αλλά πρέπει να ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες οδηγίες που του έδωσε ο πελάτης και να λαμβάνουν υπόψη τον σκοπό και τη χρήση της εκτίμησης που προβλέπεται από τον πελάτη. Η Έκθεση Εκτίμησης πρέπει να αναφέρει επαρκώς όλα τα θέματα που ορίζονται στους όρους ανάθεσης (βλ. ΕΠΕΕ 2, ενότητα 3).
- 3.2.2. Η έκθεση εκτίμησης καλύπτει τα ακόλουθα θέματα, τα οποία δεν παρουσιάζονται κατ' αρχήν με τον ίδιο τρόπο ή την ίδια σειρά:

### 3.2.2.1. Τη βάση της εντολής ανάθεσης και της εκτίμησης:

- Τον πελάτη και την εντολή — Το όνομα του πελάτη, πληροφορίες για τον τρόπο με τον οποίο δόθηκε η εντολή στον εκτιμητή (συνιστάται να συμπεριληφθεί αντίγραφο των δεσμευτικών όρων ως παράρτημα)
- Εξάρτηση τρίτων — Εάν έχει συμφωνηθεί ότι συγκεκριμένα τρίτα μέρη μπορούν να χρησιμοποιήσουν την Έκθεση, αυτά τα μέρη πρέπει να κατονομαστούν
- Την επιχείρηση — Η νόμιμη επωνυμία και η διεύθυνση της εταιρείας, η επιχειρηματική δραστηριότητα της οποίας αποτελεί αντικείμενο εκτίμησης
- Τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα της επιχείρησης που αποτιμώνται (100% ίδια κεφάλαια, ή συγκεκριμένος αριθμός μετοχών, ή % ιδίων κεφαλαίων ως ελέγχουσες συμμετοχές ή % ιδίων κεφαλαίων ως μειοψηφικά δικαιώματα ή Αξία Επιχείρησης κ.λπ.)
- Ο σκοπός της εκτίμησης
- Την απαιτούμενη βάση αξίας (π.χ. Αγοραία Αξία) που δηλώνεται σαφώς και ορίζεται από το κατάλληλο ΕΠΕΕ ή τη Νομοθεσία ή τον κανονισμό που καθορίζει τη βάση εκτίμησης
- Ειδικές παραδοχές — Η δήλωση του εκτιμητή για τυχόν ειδικές παραδοχές που πρέπει να γίνουν (κατά την έννοια του ΕΠΕΕ 1)

- Την ημερομηνία εκτίμησης — Ο εκτιμητής πρέπει να αναφέρει ποιες οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιήθηκαν κατά την ημερομηνία της εκτίμησης. Εάν κατά την ημερομηνία εκτίμησης οι οικονομικές καταστάσεις δεν ήταν διαθέσιμες και ο εκτιμητής χρησιμοποίησε οικονομικές καταστάσεις προηγούμενων περιόδων, αυτό θα πρέπει να αναφέρεται σαφώς στην Έκθεση ως ένας σημαντικός περιορισμός που μπορεί να επηρεάσει δυνητικά το αποτέλεσμα της εκτίμησης
- Την ημερομηνία της Έκθεσης Εκτίμησης
- Το καθεστώς/ιδιότητα του εκτιμητή (εξωτερικός ή εσωτερικός ή και αν θεωρείται ανεξάρτητος ή όχι)
- Τη συνεργασία με ειδικούς εκτιμητές ή συμβούλους — Στην περίπτωση που ο συντάκτης της έκθεσης εκτίμησης έχει κάνει χρήση υπηρεσιών άλλων ειδικών, αυτοί πρέπει να αναφέρονται
- Δήλωση του εκτιμητή ότι τα αναφερόμενα στην Έκθεση θεωρούνται ότι είναι αληθή και ορθά
- Δήλωση του εκτιμητή ότι δεν υπάρχουν πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων. Σε περίπτωση ύπαρξης πιθανών συγκρούσεων, πρέπει να αναφέρεται στην έκθεση ότι ο πελάτης έχει ενημερωθεί, να υπάρχει αντίγραφο της γραπτής κοινοποίησης στον πελάτη και να περιγράφονται λεπτομερώς τα μέτρα που ελήφθησαν, ώστε να διασφαλιστεί η αντικειμενικότητα του εκτιμητή

### 3.2.2. Έρευνες που διενεργήθηκαν:

- Πηγές δεδομένων στα οποία βασίζεται η εκτίμηση — Ο εκτιμητής απαριθμεί τα έγγραφα που προσκομίστηκαν και αναφέρει επίσης, κατά περίπτωση, ποια σημαντικά έγγραφα δεν διατέθηκαν. Πρέπει να γίνει επεξήγηση της διαδικασίας ελέγχου των πληροφοριών και των εγγράφων και να αναφερθούν τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον έλεγχο
- Πρέπει να δηλώνεται η εξάρτηση από πληροφορίες που δόθηκαν από τον πελάτη και από τρίτους
- Περιοριστικοί όροι — Ο εκτιμητής πρέπει να αναφέρει τυχόν περιορισμούς στο πεδίο εφαρμογής ή άλλου είδους περιοριστικούς όρους που επηρεάζουν τη διαδικασία εκτίμησης και τη γνώμη του εκτιμητή
- Παραδοχές — Ο εκτιμητής πρέπει να αναφέρει τυχόν σημαντικές παραδοχές που έχουν γίνει όσον αφορά τα έγγραφα ή τις πληροφορίες που δεν ήταν διαθέσιμες
- Έρευνες που δεν διεξάγονται — Προς αποφυγή αμφιβολιών, η έκθεση πρέπει να αναφέρει τυχόν έρευνες που δεν διενεργήθηκαν, τα αποτελέσματα των οποίων ενδέχεται να επηρεάζουν τη διαμόρφωση γνώμης σχετικά με την αξία
- Επιφυλάξεις — Ο εκτιμητής συνήθως διατυπώνει επιφυλάξεις για ορισμένα από αυτά τα στοιχεία. Οι επιφυλάξεις δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται αδιακρίτως. Ο εκτιμητής πρέπει να εξασφαλίζει ότι τυχόν επιφυλάξεις που γίνονται σχετίζονται με την επιχείρηση και την εκτίμηση

- Ο εκτιμητής πρέπει να επισημαίνει το γεγονός ότι στην εκτίμηση δεν περιλαμβάνεται ο έλεγχος των οικονομικών δεδομένων τα οποία παρέχονται από τη διοίκηση και, ως εκ τούτου, ο εκτιμητής δεν αναλαμβάνει καμία ευθύνη για την ακρίβεια και την πληρότητα αυτών

### 3.2.2.3. Την περιγραφή της επιχείρησης:

- Γενικές πληροφορίες όπως η διεύθυνση, η ημερομηνία εγκατάστασης, η νομική μορφή και αλλαγές που συντελέστηκαν με την πάροδο του χρόνου κ.λπ.
- Είδος επιχειρηματικής δραστηριότητας
- Ιστορική ανασκόπηση των τάσεων απόδοσης
- Χαρτοφυλάκιο προϊόντων και υπηρεσιών
- Πελάτες και προμηθευτές
- Περιουσιακά στοιχεία επιχείρησης, καταμεμημένα μεταξύ λειτουργικών και μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων
- Πηγές χρηματοδότησης, βασικές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις

### 3.2.2.4. Τα νομικά θέματα:

- Δομή ιδιοκτησίας
- Τα δικαιώματα, τα προνόμια ή οι προϋποθέσεις που συνοδεύουν τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα
- Τους νομικούς περιορισμούς και τις προϋποθέσεις που προκύπτουν από τη νομοθεσία της χώρας στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένης της διαθεσιμότητας και του καθεστώτος των πιστοποιητικών και των αδειών που απαιτούνται από τις αρχές για τη λειτουργία της επιχείρησης (εάν υπάρχουν)
- Δεσμευτικές συμβάσεις, που επηρεάζουν τις προοπτικές επιχειρηματικής ανάπτυξης, συμπεριλαμβανομένων συμφωνιών παραχώρησης άδειας εκμετάλλευσης για τη χρήση αυτών περιουσιακών στοιχείων
- Εκκρεμείς δικαστικές διαδικασίες
- Φορολογικά ζητήματα
- Περιβαλλοντικά, εργασιακά θέματα κ.λπ., ειδικά θέματα

### 3.2.2.5. Ανταγωνιστική και στρατηγική ανάλυση:

- Επισκόπηση των τάσεων της γενικής οικονομίας
- Ανάλυση της βιομηχανίας και του τομέα όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση
- Ανάλυση της αγοράς και του ανταγωνισμού
- Άλλες σχετικές πληροφορίες της αγοράς

**3.2.2.6. Ιστορική ανάλυση των οικονομικών επιδόσεων:**

- Ανάλυση των ποσών σε συγκεκριμένο νόμισμα
- Ανάλυση σε ποσοστά
- Ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών
- Προσδιορισμός τυχόν έκτακτων ή/και μη επαναλαμβανόμενων δεδομένων.

**3.2.2.7. Το σκεπτικό για την επιλογή των προσεγγίσεων και μεθόδων εκτίμησης που είναι κατάλληλες για την υπό εξέταση επιχείρηση**

**3.2.2.8. Η εκτίμηση:**

- Μεθοδολογία — Σύντομη περιγραφή των επιλεγμένων προσεγγίσεων και μεθόδων εκτίμησης
- Βασικές παραδοχές — Όπως π.χ. παραδοχές για τις προβλέψεις, τις τάσεις της αγοράς, τον πληθωρισμό, τις απαιτήσεις του χρέους και τις συνθήκες χορήγησης πιστώσεων κ.λπ. Ο εκτιμητής εξηγεί την επιλογή αυτών των βασικών στοιχείων συναρτήσει των κατάλληλων αναλύσεων που διεξάγονται και παρουσιάζονται στην έκθεση εκτίμησης
- Ειδικές παραδοχές — Εάν έχει γίνει ειδική παραδοχή (όπως η παραδοχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η απόκτηση επιπρόσθετης παραγωγικής ικανότητας, η απόκτηση των απαραίτητων πιστοποιητικών και αδειών κ.λπ., που δεν υπήρχαν κατά την ημερομηνία εκτίμησης) ή απαιτείται λόγω των χαρακτηριστικών της επιχείρησης (όπως πώληση μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, αναδιάρθρωση χρέους κ.λπ.), κάθε μία από αυτές τις παραδοχές πρέπει να εξηγείται λεπτομερώς, συμπεριλαμβανομένου του τρόπου με τον οποίο ο εκτιμητής έχει αντιμετωπίσει αυτά τα στοιχεία όσον αφορά τα δεδομένα που ελήφθησαν υπόψη και τον τρόπο με τον οποίο σχετίζονται με την εκτίμηση
- Προσδιορισμός της αξίας, που παρουσιάζεται με σαφή τρόπο
- Προσαυξήσεις ή απομειώσεις που εφαρμόστηκαν
- Στην περίπτωση χρήσης διαφόρων μεθοδολογιών ή μεθόδων εκτίμησης, πρέπει να δηλώνεται ότι έχει γίνει έλεγχος των αποτελεσμάτων και να αναφέρεται η λογική βάσει της οποίας ο εκτιμητής καταλήγει σε μία μόνο τιμή
- Σε περίπτωση που έχει πραγματοποιηθεί πρόσφατη συναλλαγή στην οποία εμπλέκεται η εκτιμώμενη επιχείρηση ή έχει γνωστοποιηθεί στον εκτιμητή η προσωρινά συμφωνημένη τιμή για την πώλησή της, η έκθεση πρέπει να αναφέρει τον βαθμό στον οποίο οι πληροφορίες αυτές έχουν γίνει αποδεκτές ως στοιχεία για τη διαμόρφωση γνώμης για την αξία
- Αβεβαιότητα εκτίμησης — Στις περιπτώσεις που υπάρχει υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας σχετικά με τη μελλοντική ανάπτυξη και τις προβλέψεις ή τα προεξοφλητικά επιτόκια ή άλλα βασικά δεδομένα, τα οποία επηρεάζουν τη μέθοδο εισοδήματος, ο εκτιμητής πρέπει να κάνει επεξήγηση των παραδοχών που παρουσιάζουν αβεβαιότητα και να χρησιμοποιεί την ανάλυση ευαισθησίας, εάν η τελική αξία βασίζεται στη μέθοδο εισοδήματος

**3.2.2.9. Το τελικό συμπέρασμα σχετικά με την αξία:**

- Η τελική αξία που προσδιορίζεται στην έκθεση πρέπει να δηλώνεται σαφώς και ξεκάθαρα, και να βεβαιώνεται ότι έχει διεξαχθεί επαρκής έρευνα που δικαιολογηθεί τη διαμόρφωση γνώμης για την προσδιορισθείσα αξία
- Στα συμπεράσματα θα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται η δήλωση ότι η εκτίμηση έχει ισχύ κατά την αναφερόμενη ημερομηνία εκτίμησης και για τον αναφερόμενο σκοπό
- Νόμισμα — Η προσδιορισθείσα αξία πρέπει να αναφέρεται σαφώς στο νόμισμα που χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση. Εάν η αξία αναφέρεται σε νόμισμα άλλο από το νόμισμα της χώρας στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση, πρέπει να αναφέρεται η συναλλαγματική ισοτιμία που εφαρμόζεται
- Περιορισμοί στην έρευνα και τις πληροφορίες — Όταν παρά την επιθυμία και τις ενέργειες του εκτιμητή, δεν μπορεί να διεξαχθεί πλήρης έρευνα ή δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση και όταν οι επιπρόσθετες πληροφορίες θα μπορούσαν ενδεχομένως να οδηγήσουν σε αναθεώρηση της αξίας, αυτό πρέπει να τονιστεί στα συμπεράσματα της έκθεσης
- Περιορισμοί στη χρήση της Έκθεσης — Ο εκτιμητής μπορεί να επιθυμεί να αναφέρει τυχόν περιορισμούς στη χρήση της Έκθεσης όσον αφορά στη δημοσίευση, στην εξάρτηση τρίτων κ.λπ.
- Δήλωση ότι ο πελάτης αποδέχεται το πρώτο προσχέδιο της Έκθεσης  
Εκτίμησης
- Η Έκθεση Εκτίμησης πρέπει να φέρει την υπογραφή και την ημερομηνία από τον εκτιμητή που διενήργησε την εκτίμηση και από έναν εκπρόσωπο της εταιρείας του εκτιμητή, εάν κάποιος εκπρόσωπος της εν λόγω εταιρείας υπέγραψε τη σύμβαση ανάθεσης

**3.2.3. Ειδικά ζητήματα — Σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να χρειαστεί να αναφερθούν τα ειδικά ζητήματα που συνήθως έχουν καταγραφεί στο πλαίσιο των όρων της σύμβασης, για παράδειγμα:**

- Η επιχείρηση εκτιμάται σε αυτόνομη βάση, χωρίς την εκτίμηση των θυγατρικών ή την εκτίμηση των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία περιλαμβάνονται στην Έκθεση στη λογιστική τους αξία, συμπεριλαμβανομένης κάθε πιθανής ή πραγματικής επίπτωσης στην αξία των στοιχείων αυτών κατά την καθορισμένη ημερομηνία εκτίμησης
- Οποιαδήποτε ειδική αξία ή αξία συνέργειας (Πρόσθετη Αξία) που μπορεί να υπάρχει και αν η αξία αυτή είναι διαθέσιμη μόνο για τον τωρινό ιδιοκτήτη ή αν σε περίπτωση μεταβίβασης της επιχείρησης, μεταβιβάζεται στο νέο ιδιοκτήτη
- Τυχόν ασυνήθιστες συνθήκες της αγοράς κατά την καθορισμένη ημερομηνία εκτίμησης και κατά πόσον έχει ληφθεί υπόψη ή αγνοηθεί τυχόν αβεβαιότητα της εκτίμησης σχετικά με τις προβλέψεις ή τις συνθήκες της αγοράς ή άλλους συγκεκριμένους παράγοντες κατά τη διαμόρφωση γνώμης για την αξία και

- Τυχόν πρόσφατες ή προτεινόμενες αλλαγές στην επιχείρηση, στο άμεσο ή τοπικό περιβάλλον ή στη νομοθεσία που ενδέχεται να έχουν αντίκτυπο στην αξία και, όταν αναφέρεται κάτι τέτοιο, η έκταση που μπορεί να λάβει. Ζητήματα που μπορεί να συμπεριληφθούν σε αυτή την κατηγορία είναι η πιθανή απώλεια ή κέρδος από άδειες, αλλαγές στους κανονισμούς φορολόγησης κ.λπ.
- 3.24.** Οι εκτιμητές πρέπει να βεβαιώνουν κατά πόσον κατά την ανάληψη της εκτίμησης έχουν λάβει γνώση θεμάτων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την προσδιοριζόμενη αξία. Τα θέματα αυτά μπορεί να περιλαμβάνουν εκκρεμείς δικαστικές διαδικασίες ή επερχόμενη λήξη ισχύος πιστοποιητικών και αδειών που απαιτούνται από τις αρχές για τη λειτουργία της επιχείρησης.
- 3.25.** Όταν υπάρχει ασυνήθιστη αβεβαιότητα στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η προς εκτίμηση επιχείρηση και αυτό επηρεάζει την εκτίμηση, οι εκτιμητές πρέπει να προχωρούν με επιφυλάξεις, να κάνουν τον απαραίτητο σχολιασμό προς ενημέρωση του πελάτη τους και να προβαίνουν στις κατάλληλες δηλώσεις εντός της έκθεσής τους.
- 3.26.** Δάρκεια ισχύος της προσδιορισθείσας αξίας — Σε γενικές γραμμές, οι εκτιμήσεις πραγματοποιούνται με αναφορά σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Ως εκ τούτου, η αξία μπορεί να μην είναι η ίδια την επομένη μέρα από την ημερομηνία εκτίμησης. Παρόλα αυτά, οι πελάτες περιμένουν γενικά να έχουν τη δυνατότητα να βασισθούν σε μια έκθεση εκτίμησης για ορισμένο χρονικό διάστημα μετά την ημερομηνία αυτής. Ως εκ τούτου, ο εκτιμητής πρέπει να δηλώνει ότι η εκτίμηση ισχύει μόνο τη συγκεκριμένη ημερομηνία εκτίμησης.
- 3.27.** Όλες οι Εκθέσεις Εκτίμησης πρέπει να περιλαμβάνουν δήλωση σύμφωνα με την οποία ο υπογράφων εκτιμητής είναι υπεύθυνος για την εκτίμηση και έχει συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις των παρόντων Ευρωπαϊκών Προτύπων Εκτίμησης Επιχειρήσεων. Ο εκτιμητής πρέπει να δηλώσει το βαθμό και τους λόγους τυχόν απόκλισης από τα Πρότυπα αυτά ή να δηλώσει τους λόγους παράλειψης οποιουδήποτε σημαντικού μέρους της εκτιμητικής διαδικασίας

## 4. Έλεγχος Εκτίμησης

- 4.1.** Ο έλεγχος της εκτίμησης αποτελεί αξιολόγηση της έκθεσης ενός άλλου εκτιμητή και όχι επανεκτίμηση, με τη μορφή Έκθεσης Ελέγχου της Εκτίμησης.
- 4.2.** Οι στόχοι του ελέγχου είναι:
- Να αξιολογηθεί η συμμόρφωση των υπό εξέταση εκθέσεων εκτίμησης με τα Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων
  - Να εξεταστούν τα έγγραφα στα οποία βασίστηκε η εκτίμηση και να αξιολογηθεί η ορθή και ακριβής χρήση αυτών
  - Να εντοπισθούν τυχόν μη συμμορφώσεις και ο αντίκτυπος αυτών στα συμπεράσματα της έκθεσης

- 4.3.** Εκτός από τα απαιτούμενα στοιχεία για την επίτευξη των στόχων του ελέγχου, η Έκθεση Ελέγχου της Εκτίμησης αναφέρει τουλάχιστον τα εξής:
- Την ταυτότητα του πελάτη και άλλων χρηστών για τους οποίους προορίζεται η έκθεση
  - Τον σκοπό για τον οποίο προβλέπεται η διεξαγωγή ελέγχου και η χρήση των αποτελεσμάτων από τον έλεγχο που διενεργήθηκε
  - Τις προϋποθέσεις επαγγελματικής ανεξαρτησίας βάσει των οποίων ο ελέγχων εκτιμητής εκφράζει αμερόληπτη γνώμη χωρίς καμία επιρροή από τρίτους
  - Κατά πόσον έχουν λάβει χώρα συζητήσεις με τον αρχικό εκτιμητή ή όχι
  - Τις παραδοχές και τις ειδικές παραδοχές στην Έκθεση Ελέγχου της Εκτίμησης
- 4.4.** Το πεδίο εφαρμογής των εργασιών που λαμβάνουν χώρα στο πλαίσιο του ελέγχου πρέπει να δηλώνεται σαφώς, κατά τρόπο που δεν πρέπει να είναι παραπλανητικός για κανένα από τα συμβαλλόμενα μέρη ή οποιονδήποτε ανεξάρτητο αρμόδιο τρίτο, έχοντα νόμιμη πρόσβαση στο συμβόλαιο που καλύπτει το πεδίο εφαρμογής των εργασιών.
- 4.5.** Η Έκθεση Ελέγχου πρέπει να παρουσιάζεται με σαφήνεια και να περιέχει ικανοποιητικές πληροφορίες, ώστε να μην παραπλανά τον πελάτη και τους χρήστες, για τους οποίους προορίζεται η έκθεση, σχετικά με τα αποτελέσματα του ελέγχου.
- 4.6.** Ο ελέγχων εκτιμητής πρέπει:
- Να είναι εκτιμητής που διαθέτει πολύ υψηλό επίπεδο επαγγελματικών γνώσεων και τεχνικών δεξιοτήτων
  - Να είναι ανεξάρτητος από τον εκτιμητή που εκπόνησε την αρχική εκτίμηση
  - Να έχει στην κατοχή του (τουλάχιστον) όλα τα στοιχεία και τις πληροφορίες που σχετίζονται με την επιχείρηση κατά την ημερομηνία εκτίμησης, στα οποία βασίστηκε ο αρχικός εκτιμητής. Εάν ο ελέγχων εκτιμητής δεν διαθέτει αυτές τις πληροφορίες ή διαθέτει μόνο μέρος αυτών, αυτό πρέπει να δηλώνεται σαφώς
- 4.7.** Οι απαιτήσεις που πρέπει να πληροί ο ελέγχων εκτιμητής:
- Ο ελέγχων εκτιμητής πρέπει να αξιολογεί τη συμμόρφωση με τα πρότυπα εκτίμησης που ισχύουν κατά την ημερομηνία εκτίμησης
  - Ενώ οι ελέγχοντες εκτιμητές μπορούν να αναφέρονται σε χρήσιμα αποσπάσματα της εξεταζόμενης έκθεσης, στα οποία στηρίχθηκαν για την αξιολόγησή τους, ωστόσο πρέπει να διευκρινίζουν τον βαθμό στον οποίο βασίστηκαν σε ειδικές παραδοχές στην Έκθεση Ελέγχου.





# II.

## Ευρωπαϊκές Οδηγίες Εκτίμησης Επιχειρήσεων



# **ΕΟΕΕ 1** Προσαύξηση λόγω Ελέγχου, Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου και Απομείωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας

1. Εισαγωγή
2. Ορισμοί των προσαυξήσεων και των απομειώσεων
3. Πεδίο εφαρμογής
4. Εφαρμογή των προσαυξήσεων και των απομειώσεων

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Το αποτέλεσμα της εκτίμησης μιας επιχείρησης, που προκύπτει από την εφαρμογή συγκεκριμένων διαδικασιών και μεθόδων, θα αντιπροσωπεύει την αξία ενός συγκεκριμένου ιδιοκτησιακού δικαιώματος, κατέχοντος ή μη κατέχοντος τον έλεγχο επιχείρησης, σε εμπορεύσιμο ή μη εμπορεύσιμο επίπεδο. Διαφορετικές εκτιμητικές μέθοδοι, εφαρμόζομενες στην ίδια ανάθεση εκτίμησης, ενδέχεται να οδηγήσουν σε διαφορετικά επίπεδα ελέγχου επιχείρησης και εμπορευσιμότητας. Προκειμένου να επιτευχθεί το επίπεδο του συγκεκριμένου ειδικού ιδιοκτησιακού δικαιώματος, μπορεί να είναι απαραίτητο να προσαρμοστεί το αποτέλεσμα της πρωταρχικής εκτίμησης με την εφαρμογή κατάλληλων προσαυξήσεων ή απομειώσεων.
- 1.2. Ανάλογα με τον σκοπό της εκτίμησης, το αντικείμενο της θα είναι ολόκληρη η επιχείρηση (100% της ιδιοκτησίας), ένα ποσοστό κατοχής της επιχείρησης ή ένα μειοψηφικό ποσοστό στην εταιρεία. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να εξεταστεί και να κατανοηθεί το σχετικό ιδιοκτησιακό δικαίωμα, τα συνδεδεμένα δικαιώματα και το επίπεδο στο οποίο αποκτάται ο έλεγχος. Με βάση αυτούς τους παράγοντες και τις διαδικασίες και τις μεθόδους εκτίμησης που εφαρμόζονται, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάσει εάν πρέπει να εφαρμοστούν συγκεκριμένες προσαυξήσεις ή απομειώσεις.
- 1.3. Κατά την ανάλυση της φύσης του δικαιώματος ιδιοκτησίας που αποτελεί αντικείμενο της εκτίμησης, ο εκτιμητής θα πρέπει επίσης να κατανοήσει το επίπεδο ρευστότητας (εμπορευσιμότητας). Σε γενικές γραμμές, όσο μεγαλύτερη είναι η ρευστότητα της επιχείρησης (δικαίωμα ιδιοκτησίας), τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία. Συνεπώς ενδέχεται να είναι απαραίτητο να προσαρμοστεί το αποτέλεσμα της εκτίμησης που προκύπτει λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας.
- 1.4. Αποτελεί ευθύνη του εκτιμητή να παρακολουθεί τις αλλαγές στην αγορά και την εκτιμητική διαδικασία που σχετίζονται με την εφαρμογή των προσαυξήσεων και απομειώσεων, να χρησιμοποιεί τις κατάλληλες πηγές και να προσαρμόζει το αποτέλεσμα της εκτίμησης εάν είναι απαραίτητο.

## 2. Ορισμοί των προσαυξήσεων και των απομειώσεων

- 2.1. Έλεγχος (μιας επιχείρησης) είναι η δύναμη άσκησης εξουσίας ως προς τη διαχείριση και τις πολιτικές μιας επιχείρησης. Γενικώς, ένα ποσοστό ιδιοκτησίας μεγαλύτερο από 50% των δικαιωμάτων ψήφου σε μια επιχείρηση θεωρείται ως ποσοστό κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης (πλειοψηφικό), αλλά μπορεί να ορίζεται διαφορετικά από τις τοπικές κανονιστικές ρυθμίσεις ή το καταστατικό της εταιρείας. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μια κατάσταση όπου ο πραγματικός έλεγχος της εταιρείας μπορεί να επιτευχθεί με λιγότερο από 50% των δικαιωμάτων ψήφου. Ακόμη και εάν ένα πρόσωπο κατέχει περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου και έχει τον επιχειρησιακό έλεγχο, ενδέχεται να υπάρχουν ορισμένες ενέργειες, όπως η εκκαθάριση της επιχείρησης (δηλ. η τακτοποίηση των πάντων πριν από την αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της

επιχείρησης, ώστε να μπορεί να διαλυθεί η εταιρεία), οι οποίες μπορεί να απαιτούν θετική ψήφο άνω του 50%, μεγαλύτερης πλειοψηφίας ή όλων των ιδιοκτητών.

- 2.2.** Η Προσαύξηση λόγω Ελέγχου (Control premium) ορίζεται από το Διεθνές Γλωσσάριο ως εξής:

*«Ποσό ή ποσοστό κατά το οποίο η κατ' αναλογία αξία ενός δικαιώματος κατέχοντος τον έλεγχο της επιχείρησης υπερβαίνει την κατ' αναλογία αξία ενός δικαιώματος μη κατέχοντος τον έλεγχο σε μια επιχείρηση, έτσι ώστε να αντανakλάται η δύναμη του ελέγχου.»*

- 2.3.** Η Απομείωση λόγω Έλλειψης Ελέγχου - Discount for Lack of Control (DLOC) (επίσης γνωστή ως Έκπτωση Μειοψηφίας) ορίζεται από το Διεθνές Γλωσσάριο ως εξής:

*«Ποσό ή ποσοστό που αφαιρείται από το κατ' αναλογία μερίδιο της αξίας του 100% συμμετοχικού δικαιώματος σε μια επιχείρηση ώστε να αντικατοπτρίζει την απουσία ορισμένων ή όλων των εξουσιών ελέγχου.»*

- 2.4.** Ρευστότητα είναι η ικανότητα άμεσης μετατροπής ενός περιουσιακού στοιχείου, μιας επιχείρησης, ενός επιχειρηματικού ιδιοκτησιακού δικαιώματος ή ενός τίτλου σε μετρητά χωρίς σημαντική απώλεια κεφαλαίου. Σε γενικές γραμμές για τις εισηγμένες εταιρείες, το ιδιοκτησιακό δικαίωμα είναι πιο εύκολα ρευστοποιήσιμο από ό,τι για τις ιδιωτικές εταιρείες.

- 2.5.** Η Απομείωση λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας - Discount for Lack of Marketability (DLOM) ορίζεται από το Διεθνές Γλωσσάριο ως:

*«Ποσό ή ποσοστό που αφαιρείται από την αξία ενός ιδιοκτησιακού δικαιώματος ώστε να αντανakλά την σχετική έλλειψη εμπορευσιμότητας.»*

### 3. Πεδίο εφαρμογής

- 3.1.** Η ΕΟΕΕ 1 εφαρμόζεται στις διαδικασίες και στις μεθόδους που δίνουν ένα αποτέλεσμα εκτίμησης σε συνδυασμό με το επίπεδο του ιδιοκτησιακού δικαιώματος που αποτελεί το αντικείμενο της εκτίμησης, όπως ορίζεται από την εντολή ανάθεσης της εκτίμησης.

- 3.2.** Για την παρούσα Οδηγία παρέχονται πρόσθετα σχόλια στο ΕΠΕΕ 3 Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι. Η εφαρμογή τους εξαρτάται άμεσα από τον τύπο του υπό εκτίμηση ιδιοκτησιακού δικαιώματος και τις μεθόδους εκτίμησης που εφαρμόζονται.

- 3.3. Ο εκτιμητής θα πρέπει να είναι σε θέση να κατανοήσει τη φύση του ιδιοκτησιακού δικαιώματος και να εφαρμόζει τις απαραίτητες προσαυξήσεις ή απομειώσεις, εφόσον είναι απαραίτητες, προκειμένου να προσαρμόσει το αποτέλεσμα της εκτίμησης που προκύπτει και να εξάγει το εκτιμητικό συμπέρασμα στο κατάλληλο επίπεδο ελέγχου (ή μη) και εμπορευσιμότητας (ή μη) του υπό εκτίμηση ιδιοκτησιακού δικαιώματος.
- 3.4. Οι εφαρμοζόμενες προσαυξήσεις και απομειώσεις θα πρέπει να καθορίζονται και να εξηγούνται σαφώς στην Έκθεση Εκτίμησης, κατά την παρουσίαση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από κάθε μέθοδο εκτίμησης, και να αναφέρονται στο τελικό συμπέρασμα της αξίας.

## 4. Εφαρμογή των προσαυξήσεων και των απομειώσεων

- 4.1. Κάθε μέθοδος εκτίμησης θα οδηγήσει σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο αξίας: ελέγχον ή μη ελέγχον ιδιοκτησιακό δικαίωμα, εμπορευσιμο ή μη εμπορευσιμο ιδιοκτησιακό δικαίωμα, ανάλογα με τις παραδοχές και τα συγκριτικά που χρησιμοποιούνται.
- 4.2. Σε γενικές γραμμές εάν η μέθοδος εκτίμησης καταλήγει σε μη ελέγχον επίπεδο αξίας, θα απαιτηθεί η εφαρμογή μιας προσαύξησης λόγω ελέγχου, προκειμένου να εξαχθεί το συμπέρασμα εκτίμησης σε ένα ελέγχον ιδιοκτησιακό δικαίωμα. Εάν η μέθοδος εκτίμησης καταλήγει σε ελέγχον επίπεδο αξίας, για να καταλήξει το συμπέρασμα της εκτίμησης σε μη ελέγχον επίπεδο, θα είναι απαραίτητη η εφαρμογή απομείωσης λόγω έλλειψης ελέγχου (DLOC).
- 4.3. Το ποσό της προσαύξησης λόγω ελέγχου που πιθανόν να καταβάλει ένας αγοραστής για να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας εξαρτάται κυρίως από το κατά πόσο ο αγοραστής είναι σε θέση να βελτιώσει την αξία της. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η προσαύξηση λόγω ελέγχου της επιχείρησης είναι απαραίτητη όταν οι ταμειακές ροές και τα κέρδη της εταιρείας - στόχου δεν μεγιστοποιούνται. Εάν μια εταιρεία διοικείται σωστά και η νέα ιδιοκτησία δεν θα δημιουργούσε πρόσθετη αξία, η προσαύξηση λόγω ελέγχου είναι περιττή.

Το ύψος της προσαύξησης λόγω ελέγχου που είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένας δυνητικός νέος ιδιοκτήτης εξαρτάται από την πρόσθετη αξία που μπορεί να δημιουργηθεί στην εταιρεία με βάση την κατοχή ελέγχου της επιχείρησης. Επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως η δυνατότητα αύξησης της αξίας της εταιρείας, ο ανταγωνισμός από άλλους αγοραστής, καθώς και οι απόψεις και οι οικονομικές ανάγκες των σημερινών μετόχων. Αυτή η προσαύξηση λόγω ελέγχου μπορεί να είναι σημαντική όταν η κατέχουσα τον έλεγχο ιδιοκτησία επιτρέπει την αλλαγή της επιχειρηματικής στρατηγικής με σημαντικό θετικό αντίκτυπο στις οικονομικές επιδόσεις, το μερίδιο στην αγορά, τη μελλοντική ανάπτυξη, τις συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων κ.λπ. Ο εκτιμητής θα πρέπει να διακρίνει τους παράγοντες που επηρεάζουν την προσαύξηση λόγω ελέγχου της επιχείρησης από τους παράγοντες προσαύξησης λόγω συνέργειας, όπως η πρόσθετη αξία που δημιουργείται από την κρίσιμη διανοητική ιδιοκτησία, τη δημιουργία νέας τεχνολογίας ή άλλα περιουσιακά στοιχεία που ο αγοραστής επιθυμεί να αποκτήσει.

- 4.4. Ο κύριος λόγος για την απομείωση λόγω έλλειψης ελέγχου της επιχείρησης (DLOC), είναι ότι ένας μέτοχος μειοψηφίας δεν έχει συνήθως τη δυνατότητα να λαμβάνει διοικητικές αποφάσεις, όπως ο καθορισμός της αμοιβής και των μόνους της διοίκησης, η τροποποίηση του καταστατικού, η απόκτηση και η εκκαθάριση περιουσιακών στοιχείων, η μερισματική πολιτική, η πώληση της εταιρείας, η εκλογή της πλειοψηφίας του διοικητικού συμβουλίου, κ.λπ
- 4.5. Κατά τον προσδιορισμό της απομείωσης λόγω έλλειψης ελέγχου της επιχείρησης, πρέπει να ληφθούν υπόψη διάφορες παράμετροι, όπως:
- Το μέγεθος των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων — Συνήθως, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος των μειοψηφικών δικαιωμάτων, τόσο μικρότερη είναι η απομείωση από το επίπεδο ελέγχου της επιχείρησης.
  - Η σχέση μεταξύ των μετόχων — Σε περιπτώσεις στις οποίες η εταιρεία ελέγχεται από ομάδα μειοψηφικών μετόχων, που ενεργούν και ψηφίζουν από κοινού, μπορεί να φαίνεται ότι δεν πρέπει να εφαρμόζεται απομείωση μειοψηφίας στην αξία των μετόχων ενός μέλους του ομίλου αυτού, εάν ο όμιλος ελέγχει συλλογικά την εταιρεία.
  - Οι ειδικές διατάξεις της συμφωνίας μετόχων — Εάν η συμφωνία μετόχων περιέχει διατάξεις που εξασφαλίζουν τη ρευστότητα του μειοψηφικού δικαιώματος (όπως η δυνατότητα πώλησης μετοχών στους υφιστάμενους μετόχους ή η υποχρέωση επαναγοράς της εταιρείας) η απομείωση μπορεί να μειωθεί.
  - Διατάξεις που περιέχονται στο καταστατικό της εταιρείας και παρέχουν προστασία στα συμφέροντα της μειοψηφίας — Η προστασία αυτή αντιπροσωπεύει μειωμένο κίνδυνο και συνεπώς μειώνουν την αποζημίωση.
  - Απομειώσεις που υπεισέρχονται σε προηγούμενες πωλήσεις δικαιωμάτων μειοψηφίας - Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως προηγούμενα για την υποστήριξη της κατάλληλης απομείωσης για τις υπό εξέταση μετοχές της μειοψηφίας.
  - Υφιστάμενη μερισματική πολιτική και προηγούμενο ιστορικό διανομής μερισμάτων - Η τακτική διανομή μερισμάτων κατά τα προηγούμενα έτη μπορεί να υποδηλώνει τόσο την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης όσο και τον μειωμένο κίνδυνο που συνδέεται με τη μειοψηφική συμμετοχή, μειώνοντας έτσι την απομείωση.
- 4.6. Η έλλειψη εμπορευσιμότητας συνδέεται συνήθως με το μη κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης δικαίωμα σε μια στενά ελεγχόμενη επιχείρηση, η οποία δεν μπορεί να πωληθεί γρήγορα και επομένως αξίζει λιγότερο από ένα μη κατέχον τον έλεγχο δικαίωμα σε μια δημόσια επιχείρηση με μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου το μη κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης, εμπορευσιμο δικαίωμα αφορά συνήθως μια μειοψηφική συμμετοχή σε δημόσιες εταιρείες, ενώ το μη κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης, εμπορευσιμο δικαίωμα αναγνωρίζεται σε στενά ελεγχόμενες εταιρείες.

- 4.7. Σε γενικές γραμμές, τα δικαιώματα των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξίζουν περισσότερο από τα δικαιώματα σε πανομοιότυπες ιδιωτικές εταιρείες, επειδή μπορούν να πωληθούν άμεσα για να πραγματοποιηθούν κέρδη και να αποφευχθούν ζημιές. Τα δικαιώματα μειοψηφίας σε ιδιωτικές εταιρείες απαιτούν μεγαλύτερες απομειώσεις επειδή το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την πώληση της θέσης είναι ενδεχομένως πολύ μεγαλύτερο από ό,τι για το κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης δικαίωμα στην ίδια εταιρεία.
- 4.8. Για ορισμένους σκοπούς εκτιμήσεων και βάσεων αξίας, ορισμένοι εθνικοί κανονισμοί και η νομολογία ενδέχεται να απαγορεύουν την εφαρμογή προσαυξήσεων και απομειώσεων. Στις περιπτώσεις αυτές, η έκθεση εκτίμησης πρέπει να περιέχει εξήγηση της συγκεκριμένης κατάστασης και των αιτιών για τη μη προσαρμογή του αποτελέσματος εκτίμησης, με τις κατάλληλες προσαυξήσεις και απομειώσεις.
- 4.9. Η Μέθοδος των Συγκριτικών Συναλλαγών βασίζεται συνήθως σε συναλλαγές σε ολόκληρες επιχειρήσεις ή σε κατέχοντα τον έλεγχο της επιχείρησης δικαιώματα ιδιοκτησίας και, ως εκ τούτου, η μέθοδος αυτή οδηγεί σε αξία ελέγχου της επιχείρησης. Εάν η ανάθεση της εκτίμησης απαιτεί την εκτίμηση του κατέχοντος τον έλεγχο της επιχείρησης δικαιώματος, δεν απαιτούνται προσαρμογές. Ωστόσο, εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι μειοψηφικό δικαίωμα, είναι απαραίτητη η απομείωση λόγω έλλειψης ελέγχου της επιχείρησης (DLOC).
- 4.10. Ανάλογα με το αν οι συγκρίσιμες συναλλαγές που χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση αφορούν δημόσιες ή ιδιωτικές εταιρείες, το αποτέλεσμα της εκτίμησης θα είναι σε επίπεδο εμπορεύσιμης ή μη εμπορεύσιμης αξίας. Εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι ένα μη εμπορεύσιμο δικαίωμα ιδιοκτησίας και οι συγκρίσιμες συναλλαγές που χρησιμοποιήθηκαν στην εκτίμηση αφορούν την απόκτηση ιδιωτικών εταιρειών, το αποτέλεσμα που θα προκύψει θα είναι σε μη εμπορεύσιμο επίπεδο και δεν θα απαιτείται η εφαρμογή απομείωσης λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (DLOM).
- 4.11. Η Μέθοδος των Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών βασίζεται σε δεδομένα συναλλαγών σε μετοχές εταιρειών που διαπραγματεύονται στις δημόσιες αγορές κινητών αξιών, παρουσιάζοντας υψηλό επίπεδο ρευστότητας των εν λόγω μετοχών (υψηλό επίπεδο εμπορευσιμότητας), αλλά και έλλειψη ελέγχου της επιχείρησης, δεδομένου ότι αντανακλά την τιμή των μειοψηφικών συμμετοχών. Ως εκ τούτου, η εφαρμογή αυτής της μεθόδου θα έχει ως αποτέλεσμα ένα μη κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης, εμπορεύσιμο ιδιοκτησιακό δικαίωμα.
- 4.12. Εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι ένα μειοψηφικό, μη εμπορεύσιμο ιδιοκτησιακό δικαίωμα, η χρήση της μεθόδου των συγκρίσιμων εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών απαιτεί μόνο την εφαρμογή της Απομείωσης λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (DLOM). Ωστόσο, εάν η εντολή ανάθεσης ορίζει τον έλεγχο του ιδιοκτησιακού δικαιώματος που πρέπει να εκτιμηθεί, το αποτέλεσμα της εκτίμησης πρέπει να προσαρμοστεί (να αυξηθεί) κατά ένα κατάλληλο ποσοστό αύξησης.
- 4.13. Το επίπεδο του αποτελέσματος που επιτυγχάνεται με τη Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών ροών ή τη Μέθοδο Κεφαλαιοποίησης εισοδήματος, είναι συνήθως σε επίπεδο ελέγχου, δεδομένου ότι οι παραδοχές για τα σχέδια και το σχέδιο διαχείρισης αντικατοπτρίζουν πάντα τη στρατηγική συμμετοχής στον έλεγχο της επιχείρησης.



- 4.14.** Εάν πρόκειται να εκτιμηθεί ένα μη κατέχον τον έλεγχο της επιχείρησης ιδιοκτησιακό δικαίωμα, οι προσαρμογές στις ταμειακές ροές που μπορούν να εφαρμοστούν μόνο σε επίπεδο ελέγχου δεν θα εφαρμόζονται και το αποτέλεσμα της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών ή της μεθόδου κεφαλαιοποίησης εισοδήματος θα είναι ένα μη ελεγχόμενο επίπεδο αξίας.
- 4.15.** Οι Μέθοδοι Εκτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων είναι από τη φύση τους σχετικές με την εκτίμηση του κατέχοντος τον έλεγχο της επιχείρησης ιδιοκτησιακού δικαιώματος, καθώς αφορούν τις επιχειρήσεις που αντλούν τα έσοδά τους από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων και στις οποίες η στρατηγική των περιουσιακών στοιχείων καθορίζεται από τη διοίκηση της εταιρείας. Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου μπορεί να περιλαμβάνει την ανάλυση της βέλτιστης χρήσης και την εξέταση των σεναρίων συνέχισης της δραστηριότητας ή εκκαθάρισης, τα οποία υπόκεινται επίσης στη δύναμη ελέγχου της επιχείρησης και στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της διοίκησης.
- 4.16.** Λαμβάνοντας υπόψη τα κύρια χαρακτηριστικά των μεθόδων εκτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων, όπου το αποτέλεσμα ελέγχου αντιπροσωπεύει ένα κατέχον τον έλεγχο επίπεδο, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η απομείωση λόγω έλλειψης ελέγχου της επιχείρησης (DLOC) κατά την εκτίμηση ενός μειοψηφικού δικαιώματος με την χρήση αυτών των μεθόδων.
- 4.17.** Εάν πρόκειται να εκτιμηθεί μια επιχείρηση επενδύσεων χαρτοφυλακίου, η ρευστότητα των επενδύσεων που κατέχονται (τόσο εισηγμένες όσο και μη εισηγμένες), και το μέγεθος του δικαιώματος μπορεί να έχουν σημασία και θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι κατάλληλες απομειώσεις.



# ΕΟΕΕ 2 Επιτόκια Προεξόφλησης στη Μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

1. Εισαγωγή
2. Πεδίο εφαρμογής
3. Σχολιασμός για τα προεξοφλητικά επιτόκια
4. Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM)
5. Μέθοδος Συσσώρευσης

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Το επιτόκιο προεξόφλησης είναι ένα από τα πιο σημαντικά δεδομένα στη Μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF) και χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών σε παρούσα αξία στην ημερομηνία της εκτίμησης. Ορίζεται στη διεθνή ορολογία ως «ένα ποσοστό απόδοσης που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή ενός μελλοντικού χρηματικού ποσού σε παρούσα αξία».
- 1.2. Γενικά, το επιτόκιο προεξόφλησης αντανακλά τη χρονική αξία του χρήματος και το ρίσκο των αποδόσεων της συγκεκριμένης επένδυσης. Όσο υψηλότερο είναι το ρίσκο της επένδυσης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αναμενόμενη απόδοση.
- 1.3. Ανάλογα με τον τύπο της προβλεπόμενης ταμειακής ροής, είτε το επιτόκιο προεξόφλησης θα υπολογιστεί ως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, κάτι το οποίο εφαρμόζεται για την εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, είτε το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) θα χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης (βλ. ΕΠΕΕ 3).

## 2. Πεδίο εφαρμογής

- 2.1. Η ΕΟΕΕ 2 παρέχει κατευθύνσεις για τον προσδιορισμό του επιτοκίου προεξόφλησης κατά την εφαρμογή της μεθόδου DCF στην εκτίμηση επιχειρήσεων, η οποία καλύπτεται από το ΕΠΕΕ 3 Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι, ενότητα 6.3.
- 2.2. Υπάρχουν διαφορετικές μέθοδοι για τον προσδιορισμό του επιτοκίου προεξόφλησης, όπως το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM), η Μέθοδος Συσσώρευσης (Build Up), το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων, η Θεωρία Αποτίμησης με Εξισορροπητική Αγοραπωλησία (Arbitrage Pricing Theory -APT) κ.α. Η οδηγία αυτή παρέχει σχόλια σχετικά την εφαρμογή της μεθόδου CAPM κατά την εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης βάσει της αγοράς. Αυτή είναι η πιο ευρέως εφαρμοσμένη μέθοδος στην ευρωπαϊκή πρακτική εκτίμησης επιχειρήσεων και αναγνωρίζεται επίσης από το ΔΠΧΑ 13- Επιμέτρηση της Εύλογης Αξίας.
- 2.3. Η ΕΟΕΕ 2 παρέχει σχόλια σχετικά με την εφαρμογή της μεθόδου συσσώρευσης, που χρησιμοποιείται όταν δεν υπάρχουν επαρκή δεδομένα από την αγορά για την εφαρμογή της μεθόδου CAPM.

### 3. Σχολιασμός για τα προεξοφλητικά επιτόκια

- 3.1.** Το επιτόκιο προεξόφλησης θα πρέπει να είναι αντίστοιχο με τον τύπο της προβλεπόμενης ταμειακής ροής, όσον αφορά τις προ ή μετά φόρων προβλέψεις στο ίδιο νόμισμα, εκφραζόμενες σε ονομαστικούς όρους (με πληθωρισμό) ή σε πραγματικούς όρους (χωρίς πληθωρισμό), συμπεριλαμβανομένου ή όχι του χρέους κατά τις προβλέψεις των ταμειακών ροών. Για παράδειγμα, οι μετά των φόρων ονομαστικές ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφλούνται με ένα μετά των φόρων επιτόκιο προεξόφλησης, που να περιλαμβάνει και την επίδραση του πληθωρισμού.
- 3.2.** Οι πηγές και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του επιτοκίου προεξόφλησης βάσει της αγοράς, πρέπει να είναι διαθέσιμα στους συμμετέχοντες στην αγορά κατά την ημερομηνία εκτίμησης, πράγμα που σημαίνει ότι ο εκτιμητής δεν μπορεί να εξετάσει τις πληροφορίες που δημοσιεύονται μετά την ημερομηνία της εκτίμησης.
- 3.3.** Η επιλογή των κατάλληλων δεδομένων για τον υπολογισμό του επιτοκίου προεξόφλησης θα εξαρτηθεί από τη βάση της εκτίμησης της αξίας, η οποία έχει οριστεί από τους όρους ανάθεσης. Εάν ο εκτιμητής χρειάζεται να εκτιμήσει την Αγοραία Αξία της επιχείρησης, το επιτόκιο προεξόφλησης θα πρέπει να βασίζεται σε δεδομένα της αγοράς και να εκφράζει την άποψη του συμμετέχοντος στην αγορά για διαφορετικούς τύπους κινδύνου. Κατά την εκτίμηση της επενδυτικής αξίας της επιχείρησης, το επιτόκιο προεξόφλησης θα αντικατοπτρίζει το συγκεκριμένο ποσοστό απόδοσης που αναμένεται από τον συγκεκριμένο επενδυτή.
- 3.4.** Γενικά, οι επενδυτές επιλέγουν μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων αξιολογώντας διαφορετικά προφίλ κινδύνου και ποσοστά απόδοσης. Στη θεωρία του χαρτοφυλακίου, αναγνωρίζονται δύο τύποι κινδύνων, οι οποίοι ορίζονται στη Διεθνή Ορολογία ως εξής:
- Μη συστηματικός κίνδυνος είναι το ποσό του συνολικού κινδύνου που αφορά ένα μεμονωμένο χρεόγραφο και μπορεί να αποφευχθεί μέσω της διαφοροποίησης. Αντιπροσωπεύει τους κινδύνους της επένδυσης σε έναν συγκεκριμένο κλάδο ή εταιρεία με την υπόθεση ότι ένας ορθολογικός επενδυτής θα επενδύσει σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών ή σε διάφορες εταιρείες διαφορετικών κλάδων, προκειμένου να μειώσει αυτούς τους κινδύνους με διαφοροποίηση;
  - Συστηματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που είναι κοινός για όλα τα χρεόγραφα και δεν μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης. Δεδομένου ότι αυτού του είδους ο κίνδυνος περιλαμβάνει την ευρεία οικονομία, όπως οι περιπτώσεις της ύφεσης, του υψηλού πληθωρισμού, του πολέμου κ.λπ., δεν μπορεί να αποφευχθεί επενδύοντας σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών. Η μέτρηση του συστηματικού κινδύνου γίνεται με το συντελεστή  $\beta$ , ο οποίος δείχνει την τάση της τιμής μιας μετοχής να συσχετίζεται με τις αλλαγές σε έναν συγκεκριμένο δείκτη της αγοράς.
- 3.5.** Δεδομένου ότι η πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών περιλαμβάνει πάντα ένα ορισμένο επίπεδο αβεβαιότητας ως προς το ποσό, την ανάπτυξη, το χρονοδιάγραμμα, κ.λπ., ο εκτιμητής πρέπει να κρίνει εάν θα επιδείξει και τους κινδύνους στις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και συνεπώς, να μην συμπεριλάβει συγκεκριμένους εταιρικούς κινδύνους στο επιτόκιο προεξόφλησης ή εναλλακτικά, να εκφράσει τον πρόσθετο κίνδυνο προσαρμόζοντας το επιτόκιο προεξόφλησης, που βασίζεται στην αγορά.

- 3.6. Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές συνήθως θεωρούνται λιγότερο επισφαλείς εάν βασίζονται συμβατικά ή προβάλλονται ως οι πιο πιθανές ταμειακές ροές. Εναλλακτικά, είναι δυνατό να αντικατοπτρίζονται διάφορα επίπεδα αβεβαιότητας, προβάλλοντας διαφορετικά μελλοντικά σενάρια και στη συνέχεια εξάγοντας σταθμισμένα τις πιο πιθανές ταμειακές ροές. Ο εκτιμητής θα πρέπει να καθορίσει ένα κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης και να προβεί σε προσαρμογές, εάν είναι απαραίτητο, για τους πρόσθετους κινδύνους ή την αβεβαιότητα, ανάλογα με τον τύπο της προβλεπόμενης ταμειακής ροής που χρησιμοποιείται για την εφαρμογή της μεθόδου DCF στην εκτίμηση των επιχειρήσεων.

## 4. Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM)

- 4.1. Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) αποτελεί μέρος της θεωρίας της κεφαλαιαγοράς και είναι η πιο κοινή μέθοδος που χρησιμοποιείται στην ευρωπαϊκή πρακτική εκτίμησης επιχειρήσεων για τον προσδιορισμό του επιτοκίου προεξόφλησης.

### 4.2. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

- 4.2.1. Εάν οι προβλέψεις των ταμειακών ροών αναφέρονται σε καθαρή μετά από φόρους βάση, π.χ. συμπεριλαμβανομένων των πληρωμών τόκων και χρεών στις ταμειακές ροές, το επιτόκιο προεξόφλησης θα προσδιορίζεται ως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και το αποτέλεσμα της εκτίμησης θα είναι σε επίπεδο μετοχών.
- 4.2.2. Σύμφωνα με το CAPM, ο βασικός τύπος για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι ο ακόλουθος:

$$E(R_i) = R_f + \beta \times ERP, \text{ όπου}$$

$$E(R_i) = \text{κόστος ιδίων κεφαλαίων } R_f = (\text{επιτόκιο μηδενικού κινδύνου-risk-free rate})$$

$$\beta = \text{beta}$$

$$ERP = \text{ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων (ή ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς)}$$

- 4.2.3. Καθώς το CAPM αποτελεί μέρος της θεωρίας της κεφαλαιαγοράς, τα χρεόγραφα θεωρούνται ότι κατέχονται σε ένα απόλυτα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, κάτι το οποίο δεν συμβαίνει στην εκτίμηση των επιχειρήσεων, όπου το αντικείμενο της εκτίμησης είναι ένα συγκεκριμένο επιχειρηματικό συμφέρον. Επομένως, ο τύπος CAPM πρέπει να προσαρμοστεί προσθέτοντας τον ειδικό κίνδυνο που είναι γνωστός ως παράγοντας «άλφα» ( $\alpha$ ), αλλάζοντας τον βασικό τύπο σε:

$E(R_i) = R_f + \beta \times ERP + \alpha$ , όπου:

$E(R_i)$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων  $R_f$  = (επιτόκιο μηδενικού κινδύνου-risk-free rate)

$\beta$ =beta

ERP = ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων (ή ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς)

$\alpha$  = alpha (ειδικός κίνδυνος)

### 4.3. Επιτόκιο Μηδενικού Κινδύνου

- 4.3.1. Το σημείο εκκίνησης για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι ο καθορισμός ενός επιτοκίου μηδενικού κινδύνου κατά την ημερομηνία της εκτίμησης. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ορίζεται ως το ποσοστό απόδοσης που είναι διαθέσιμο στην αγορά για μια επένδυση χωρίς τον κίνδυνο αθέτησης.
- 4.3.2. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου αυξάνεται συνήθως σε μια περίοδο αυξημένων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, αυξάνοντας το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και συνήθως μειώνεται όταν μειώνονται οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Σε περιπτώσεις, στις οποίες οι προβλέψεις και ο συντελεστής προεξόφλησης πρέπει να εκφραστούν σε πραγματικούς όρους, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου θα πρέπει να προσαρμόζεται αφαιρώντας το μακροπρόθεσμα διατηρήσιμο ποσοστό πληθωρισμού.
- 4.3.3. Τα κρατικά ομόλογα αναγνωρίζονται ευρέως ότι έχουν έναν πολύ μικρό κίνδυνο. Ένα παράδειγμα είναι τα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα σε ευρώ με αξιολόγηση AAA με διαφορετικές διάρκειες. Στην εκτίμηση των επιχειρήσεων, αποτελεί κοινή πρακτική η χρήση ομολόγων μηδενικού ρίσκου με 10ετή ή 20ετή διάρκεια. Ο λόγος για τη χρήση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων των ομολόγων είναι επειδή αυτές οι αποδόσεις ταιριάζουν καλύτερα με τη χρονική περίοδο της υπό εκτίμηση επένδυσης.
- 4.3.4. Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου μπορεί να εξαχθεί με διαφορετικούς τρόπους ανάλογα με το νόμισμα στο οποίο γίνονται οι προβλέψεις και τα διαθέσιμα δεδομένα για το συγκεκριμένο νόμισμα. Για ενεργές και κινητικές τοπικές αγορές με τακτική έκδοση μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων 10ετούς ή μεγαλύτερης διάρκειας, διαθέσιμων κοντά στην ημερομηνία εκτίμησης, τα ομόλογα αυτά μπορούν να αντιπροσωπεύουν ικανοποιητικά το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου σε τοπικό νόμισμα ή σε ευρώ. Εάν τα ομόλογα αυτά δεν είναι μακροπρόθεσμα ή/και δεν εκδίδονται τακτικά, η κοινή πρακτική στην Ευρώπη είναι να εξαχθεί το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου με βάση τα 10ετή ή 20ετή γερμανικά ομόλογα και να αυξάνεται η απόδοση εξαγοράς κατά το κατάλληλο ασφάλιστρο κινδύνου χώρας, ανάλογα με το αντικείμενο της εκτίμησης. Εάν οι προβλέψεις είναι σε τοπικό νόμισμα, απαιτούνται πρόσθετες προσαρμογές του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου σε ευρώ για να ληφθούν υπόψη οι διαφορετικοί συντελεστές πληθωρισμού μεταξύ του ευρώ και του τοπικού νομίσματος.

- 4.3.5.** Το ασφάλιστρο κινδύνου της χώρας μπορεί να εξαχθεί με υποχώρηση των αποδόσεων της αγοράς μετοχών της τοπικής χώρας έναντι των αποδόσεων της αγοράς μιας χώρας με ανεπτυγμένη κεφαλαιαγορά. Ο εκτιμητής θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει διάφορες πηγές για το ασφάλιστρο κινδύνου χώρας που είναι ευρέως αναγνωρισμένες και ενημερωμένες, ή θα μπορούσε να υπολογίσει κατάλληλα προσαρμοσμένο ένα ασφάλιστρο κινδύνου χώρας συγκρίνοντας τα μακροπρόθεσμα γερμανικά ομόλογα, τα κρατικά ομόλογα της εν λόγω χώρας και κρατικά ομόλογα άλλων χωρών με παρόμοια πιστοληπτική αξιολόγηση.

#### 4.4. Ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων

- 4.4.1.** Μια απόδοση πέραν του επιτοκίου άνευ κινδύνου, το ασφάλιστρο κινδύνου μετοχών - ERP (ή ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς) αναγνωρίζεται ως ποσοστό απόδοσης που αντανάκλα τον πρόσθετο κίνδυνο των μετοχικών μέσων. Μπορεί να βασίζεται στις ιστορικές αποδόσεις που μερικές φορές χρησιμοποιούνται για να αποδείξουν μια προσδοκία της αγοράς για μελλοντικές και μακροπρόθεσμες αποδόσεις.
- 4.4.2.** Εάν χρησιμοποιούνται ιστορικές αποδόσεις για τη μέτρηση μελλοντικών αποδόσεων, το ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με τον ακόλουθο τύπο:

$ERP = E(R_m) - R_f$ , όπου:

ERP = ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων

$E(R_m)$  = ιστορική απόδοση σε ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχικών τίτλων, από το 1926 έως σήμερα

$R_f$  = ποσοστό απόδοσης που αναμένεται για έναν τίτλο χωρίς κίνδυνο, που αντιπροσωπεύει την ιστορική απόδοση εισοδήματος των κρατικών ομολόγων για μια συγκεκριμένη περίοδο. Αυτό το ποσοστό απόδοσης αντιστοιχεί στο έτος της  $E(R_m)$

- 4.4.3.** Σήμερα υπάρχει ένας ικανός αριθμός διαθέσιμων μελετών για τη μέτρηση ERP χρησιμοποιώντας διαφορετικές πηγές. Όταν χρησιμοποιείται οποιαδήποτε από αυτές τις πηγές, ο εκτιμητής θα πρέπει να έχει κατανοήσει πώς η πηγή έχει υπολογίσει το ERP.
- 4.4.4.** Έρευνες δείχνουν ότι το ERP ακολουθεί τον επιχειρηματικό κύκλο. Το ERP μπορεί να υπολογιστεί ως ο μακροπρόθεσμος μέσος όρος κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου ή με βάση τα τρέχοντα επίπεδα χρηματιστηρίου. Ο λόγος για τον οποίο βασισόμαστε σε μακροπρόθεσμα δεδομένα είναι η καλύτερη σταθερότητα των αποδόσεων κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, συμπεριλαμβανομένων των επιπτώσεων εκτάκτων γεγονότων (οικονομική κρίση, παγκόσμιος πόλεμος, ύφεση, κ.λπ.) και η μεγαλύτερη ακρίβεια λόγω των περισσότερων πολυάριθμων παρατηρήσεων. Από την άλλη πλευρά, η πιο πρόσφατη ιστορία αντανάκλα τις πραγματικές αποδόσεις και αποκλείει έκτακτα γεγονότα που άλλαξαν σημαντικά την οικονομία και τις προσδοκίες των επενδυτών. Επιπλέον, οι εκτιμητές θα πρέπει να γνωρίζουν ότι η επιλογή διαφορετικών χρονικών περιόδων μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα, όπως π.χ. οι αποδόσεις μεταξύ των ετών 1900-1950 δίνουν χαμηλότερο ERP από τις αποδόσεις μεταξύ των ετών 1950-2000.



- 4.4.5. Εκτός από τη χρήση ιστορικών δεδομένων, το ERP μπορεί επίσης να υπολογιστεί ως το ασφαλιστρό κινδύνου, που προκύπτει από την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς στο μέλλον.

#### 4.5. Συντελεστής βήτα (beta)

- 4.5.1. Το beta είναι ένα άλλο στοιχείο του μοντέλου CAPM, που αντιπροσωπεύει τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου. Το beta είναι μια συνάρτηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης ενός μεμονωμένου τίτλου και της απόδοσης στην αγορά, όπως υπολογίζεται από έναν ευρύ δείκτη αγοράς.
- 4.5.2. Για τον δείκτη της αγοράς στο σύνολό του, ο μέσος όρος του beta, εξ ορισμού, είναι 1,0, με βάση την υπόθεση του επενδυτή ότι κάθε μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί διατηρώντας ένα τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων.
- 4.5.3. Εάν μια μετοχή τείνει να έχει απόδοση μεγαλύτερη από την αγορά, πάνω από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και αρνητική απόδοση σε σχέση με την αγορά, κάτω από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, τότε το beta της μετοχής είναι μεγαλύτερο από 1,0. Αντίθετα, εάν η διαφορά μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο τείνει να είναι μικρότερη από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της αγοράς και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, το βήτα της μετοχής είναι μικρότερο από 1,0.
- 4.5.4. Χρεόγραφα με beta υψηλότερο από 1,0 θεωρούνται μεγαλύτερου κινδύνου από την αγορά σε σύγκριση με τίτλους με beta μικρότερο από 1,0, οι οποίοι έχουν συστηματικούς κινδύνους χαμηλότερους από την αγορά.
- 4.5.5. Στην εκτίμηση επιχειρήσεων, το beta υπολογίζεται με υποχώρηση των πλεοναζουσών αποδόσεων της εξεταζόμενης εταιρείας έναντι των πλεοναζουσών αποδόσεων στην αγορά για μια ορισμένη χρονική περίοδο, συνήθως από τρία έως πέντε χρόνια. Εάν η εν λόγω εταιρεία δεν αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, μπορούν να χρησιμοποιηθούν τα δημοσιευμένα beta παρομοίων εταιρειών, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακή αγορά (αυτές οι εταιρείες είναι γνωστές ως εταιρείες αξιολόγησης Α ή πρότυπες δημόσιες εισηγμένες εταιρείες). Αποτελεί ευθύνη του εκτιμητή να επιλέξει την κατάλληλη περίοδο μέτρησης του beta ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς και τα διαθέσιμα δεδομένα.
- 4.5.6. Προκειμένου να εξαχθεί ο πιο σχετικός παράγοντας beta για την επιχείρηση, ο εκτιμητής θα πρέπει κανονικά να επιλέξει τις πρότυπες δημόσιες εισηγμένες εταιρείες του ίδιου κλάδου χρησιμοποιώντας τα ίδια κριτήρια όπως και για την προσέγγιση της αγοράς (βλ. ΕΠΕΕ 3 Εκτιμητικές Προσεγγίσεις και Μέθοδοι, ενότητα 6.2.9) και να επιλέξει το beta από την ομάδα των ομοειδών εταιρειών. Με αυτόν τον τρόπο, η ίδια ομάδα δημοσίων εταιρειών θα χρησιμοποιηθεί και κατά την εφαρμογή της μεθόδου των συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών για τον υπολογισμό του επιτοκίου προεξόφλησης με τη μέθοδο DCF, βελτιώνοντας τη συνάφεια μεταξύ των δύο μεθόδων εκτίμησης.

- 4.5.7. Το δημοσιευμένο beta, με βάση την τιμή της μετοχής που διαπραγματεύεται, ονομάζεται «μοχλευμένο» beta, επειδή αντικατοπτρίζει την πραγματική οικονομική μόχλευση και το φορολογικό καθεστώς της πρότυπης δημόσιας εταιρείας. Προκειμένου να υπολογιστεί το beta που αντιπροσωπεύει τη κεφαλαιακή διάρθρωση του υπό εξέταση κλάδου, το δημοσιευμένο beta θα πρέπει να απομοχλευχθεί, να ληφθεί το beta του περιουσιακού στοιχείου και, στη συνέχεια, να επαναμοχλευθεί με την αντιπροσωπευτική κεφαλαιακή διάρθρωση του κλάδου ή τη κεφαλαιακή δομή της εταιρείας. 4.5.8.
- 4.5.8. Ένας από τους τρόπους υπολογισμού του μη μοχλευμένου beta είναι με τον ακόλουθο τύπο:

Μη μοχλευμένο  $\beta = \text{Μοχλευμένο } \beta / (1 + (1-t) \times (D / E))$ , όπου:

Μη μοχλευμένο  $\beta = \text{Μη μοχλευμένο Beta}$

Μοχλευμένο  $\beta = \text{Μοχλευμένο Beta}$

$t = \text{Ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής της πρότυπης εταιρείας}$

$D = \text{Η αξία του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της πρότυπης εταιρείας}$

$E = \text{Η αξία των ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της πρότυπης εταιρείας}$

- 4.5.9. Το επόμενο βήμα είναι να εφαρμοστεί το μοχλευμένο beta στην υπό εξέταση εταιρεία, βάσει του φορολογικού συντελεστή και της κεφαλαιακής διάρθρωσης του αντιπροσωπευτικού κλάδου ή της εταιρείας, εφαρμόζοντας τον επόμενο τύπο:

Μη μοχλευμένο  $\beta = \text{Μοχλευμένο } \beta / (1 + (1-t) \times (D / E))$ , όπου:

Μη μοχλευμένο  $\beta = \text{Μη μοχλευμένο Beta}$

Μοχλευμένο  $\beta = \text{Μοχλευμένο Beta}$

$t = \text{Ο εταιρικός φορολογικός συντελεστής της υπό εξέταση εταιρείας}$

$D = \text{Η αξία του χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση εταιρείας}$

$E = \text{Η αξία των ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση εταιρείας}$

## 4.6. Ειδικός κίνδυνος

- 4.6.1. Ο βασικός τύπος του CAPM για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων βασίζεται στο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και στο ασφάλιστρο κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων, προσαρμοσμένα κατά το beta, τα οποία σχετίζονται με τη γενική οικονομία της χώρας. Αυτό το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, θα είναι κατάλληλο για μια μεγάλη δημόσια εταιρεία. Εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι μια μικρή εταιρεία με μικρή διασπορά μετοχικού κεφαλαίου, τότε απαιτείται πρόσθετο ασφάλιστρο κινδύνου (ειδικός κίνδυνος).

- 4.6.2. Ο παράγοντας του ειδικού κινδύνου αντανακλά μια διαφορά στον κίνδυνο μεταξύ της μεγάλης δημόσιας εταιρείας και της μικρής εταιρείας με μικρή διασπορά μετοχικού κεφαλαίου, η οποία σχετίζεται κυρίως με το μέγεθος, αλλά και με άλλα ειδικά στοιχεία κινδύνου, όπως η ρευστότητα, ο λειτουργικός ή ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Όπως σημειώθηκε ανωτέρω, αυτό το ασφάλιστρο απαιτείται επίσης λόγω της απουσίας διαφοροποίησης για τους περισσότερους επενδυτές σε μικρές εταιρείες με μικρή διασπορά μετοχικού κεφαλαίου.
- 4.6.3. Η προσαύξηση λόγω μεγέθους, ως η διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιρειών, υπολογίζεται σε διαφορετικές μελέτες, μέσω ιστορικών αποδόσεων της αγοράς. Οι εκτιμητές θα πρέπει να κρίνουν αν θα εφαρμόσουν μια προσαύξηση λόγω μεγέθους, καθώς οι μελέτες για το μέγεθος της προσαύξησης έχουν υποστεί μεγάλη κριτική, με τους επικριτές να αναφέρουν ότι η προσαύξηση δεν εφαρμόζεται από το 1980. Ως αποτέλεσμα, μια μικρή προσαύξηση λόγω μεγέθους δεν εφαρμόζεται σε μερικές χώρες.
- 4.6.4. Εκτός από τον κίνδυνο λόγω μεγέθους, μπορεί να είναι σκόπιμο να ενσωματωθούν στον ειδικό κίνδυνο και άλλοι συγκεκριμένοι επιχειρηματικοί παράγοντες, εάν δεν έχουν ήδη αποτυπωθεί στις προβλέψεις των ταμειακών ροών ή από κάποια μείωση λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (βλ. ΕΟΕΕ 1). Ο εκτιμητής θα πρέπει να προσέξει τυχόν διπλομετρήσεις π.χ. εάν ορισμένοι παράγοντες αβεβαιότητας περιλαμβάνονται ήδη στις προβλέψεις, δεν θα πρέπει να περιλαμβάνονται ως πρόσθετα στοιχεία ειδικού κινδύνου στο επιτόκιο προεξόφλησης. Επίσης, εάν ορισμένες παραδοχές που χρησιμοποιούνται για τις προβλέψεις είναι πιο αισιόδοξες από την άποψη του συμμετέχοντος στην αγορά και δεν ελέγχονται μέσω πολλαπλών σεναρίων, αυτοί οι συγκεκριμένοι επενδυτικοί παράγοντες μπορεί να αποτυπωθούν με τη χρήση ενός υψηλότερου επιτοκίου προεξόφλησης. Παραδείγματα είναι η υψηλότερη ανάπτυξη, η κερδοφορία, η κυριαρχία ενός ή περιορισμένου αριθμού πελατών ή προμηθευτών κ.λπ.

## 4.7. Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου

- 4.7.1. Εάν οι προβλέψεις των ταμειακών ροών βασίζονται στην ταμειακή ροή του επενδυμένου κεφαλαίου, π.χ. χωρίς την εξυπηρέτηση χρέους στις ταμειακές ροές, το επιτόκιο προεξόφλησης θα πρέπει να προσδιορίζεται ως το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC) και το αποτέλεσμα της εκτίμησης θα είναι στο επίπεδο του επενδυμένου κεφαλαίου (αξία επιχείρησης).
- 4.7.2. Το WACC στη διεθνή ορολογία ορίζεται ως «*το κόστος κεφαλαίου (επιτόκιο προεξόφλησης) που καθορίζεται από το μέσο σταθμισμένο όρο, σε Αγοραία Αξία, του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης*».

473. Ο βασικός τύπος για τον υπολογισμό ενός μετά από φόρους WACC παρουσιάζεται κατωτέρω :

$WACC = (E/V \times Re) + ((D/V \times Rd) \times (1 - t))$ , όπου:

E = Αγοραία Αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας

D = Αγοραία Αξία του χρέους της εταιρείας

V = Συνολική Αξία Κεφαλαίου (Ίδια Κεφάλαια συν χρέος)

E/V = Ίδια Κεφάλαια ως ποσοστό επί του συνολικού κεφαλαίου

D/V = Χρέος ως ποσοστό επί του συνολικού κεφαλαίου

Re = Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Rd = Κόστος χρέους

t = Συντελεστής εταιρικού φόρου

474. Η κοινή εκτιμητική πρακτική κατά τον υπολογισμό του WACC είναι η εφαρμογή της αντιπροσωπευτικής κεφαλαιακής διάρθρωσης του κλάδου με βάση την ανάλυση των εισηγμένων εταιρειών του ίδιου κλάδου, ως αντιπροσωπευτική της βέλτιστης κεφαλαιακής δομής. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως για τον παράγοντα beta, (βλ. παραπάνω 4.5.6), είναι γενικά πιο σημαντικό για τη συγκεκριμένη επιχείρηση να επιλέγεται μια κεφαλαιακή διάρθρωση του κλάδου από την ομάδα ομοειδών κυρίαρχων εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, αντί να βασίζεται σε γενικές ενδείξεις χρησιμοποιώντας στοιχεία που βασίζονται σε έναν ευρύτερο κατάλογο εταιρειών.
475. Εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι το δικαίωμα μειοψηφίας, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάσει εάν θα χρησιμοποιήσει την κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση εταιρείας ή την αντιπροσωπευτική κεφαλαιακή διάρθρωση του κλάδου κατά τον υπολογισμό του WACC. Εάν εφαρμόζεται μια κεφαλαιακή διάρθρωση του κλάδου, θα πρέπει να εφαρμόζεται μια κατάλληλη απομείωση στη μέθοδο DCF, λόγω έλλειψης της πλειοψηφίας, καθώς οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν μπορούν να αλλάξουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και η εταιρεία θα έχει συνήθως μια διαφορετική κεφαλαιακή διάρθρωση.
476. Κατά την εκτίμηση του κεφαλαιακού κόστους του χρέους για τους σκοπούς υπολογισμού του WACC, θα πρέπει να εφαρμόζεται η Αγοραία Αξία του χρέους. Αυτό μπορεί να διαφέρει από το λογιστικό ποσό του χρέους της εταιρείας. Αποτελεί κοινή εκτιμητική πρακτική η χρήση του μέσου επιτοκίου στην τοπική αγορά, όπως δημοσιεύεται από την κεντρική τράπεζα. Ωστόσο, εάν η εταιρεία ασκεί επιχειρηματικές δραστηριότητες σε διάφορες αγορές και θα μπορούσε ενδεχομένως να αυξήσει το χρέος της σε πολλές χώρες, ο εκτιμητής θα πρέπει να εξετάσει διάφορες επιλογές και να κρίνει ποια θα είναι κατάλληλη στη συγκεκριμένη περίπτωση, προσέχοντας να υπολογίσει το κόστος του χρέους και το συνολικό επιτόκιο προεξόφλησης στο ίδιο νόμισμα.

## 5. Μέθοδος Συσσώρευσης

- 5.1.** Ένα επιτόκιο προεξόφλησης μπορεί να καθοριστεί με βάση τη μέθοδο συσσώρευσης. Αυτή χρησιμοποιείται λιγότερο στην πρακτική εκτίμησης των επιχειρήσεων, αλλά θα μπορούσε να εφαρμοστεί εάν δεν υπάρχουν τα κατάλληλα δεδομένα αγοράς για τον υπολογισμό του beta ή δεν υπάρχει κατάλληλη ομάδα ομοειδών εταιρειών, η οποία δεν απαιτείται σε αυτήν τη μέθοδο.
- 5.1.1.** Ο τύπος για τη μέθοδο συσσώρευσης είναι παρόμοιος με τον υπολογισμό του προσαρμοσμένου κόστους ιδίων κεφαλαίων με χρήση CAPM, όπως τροποποιήθηκε για να περιλαμβάνει συγκεκριμένους παράγοντες κινδύνου. Ωστόσο, η μέθοδος συσσώρευσης αποκλείει τον παράγοντα beta, ως εξής:

$E(R_i) = R_f + ERP + \alpha$ , όπου:

$E(R_i)$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων  $R_f$  = (επιτόκιο μηδενικού κινδύνου-risk-free rate)

ERP = ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων (ή ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς)

$\alpha$  = alpha (ειδικός κίνδυνος)

- 5.1.2.** Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου και το ασφάλιστρο κινδύνου ιδίων κεφαλαίων υπολογίζονται με τον ίδιο τρόπο όπως εξηγείται στην ΕΕΕΟ 2, ενότητες 4.3. και 4.4.
- 5.1.3.** Οι ειδικοί παράγοντες κινδύνου παρουσιάζονται ανωτέρω στη μέθοδο CAPM, στην ενότητα 4.6. Δεδομένου ότι ο παράγοντας beta δεν περιλαμβάνεται στη μέθοδο συσσώρευσης, ο συστηματικός κίνδυνος πρέπει να αποτυπωθεί, συνήθως με τη χρήση ενός παράγοντα κινδύνου του κλάδου. Ωστόσο, τόσο ο κίνδυνος προσαύξησης λόγω μεγέθους όσο και ο ειδικός κίνδυνος που σχετίζεται με τις δραστηριότητες της εταιρείας θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και να περιλαμβάνονται καταλλήλως.
- 5.1.4.** Όπως σημειώνεται στον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων με τη χρήση CAPM, ο εκτιμητής πρέπει να είναι προσεκτικός για να αποφύγει τη διπλή καταμέτρηση ορισμένων κινδύνων αβεβαιότητας και πρέπει να εκτιμήσει εάν έχουν ήδη προσαρμοστεί στις προβλέψεις των ταμειακών ροών ή εάν όχι, πρέπει να κρίνει και να εκτιμήσει ποιος τύπος συγκεκριμένων κινδύνων πρέπει να ληφθεί και σε ποιο επίπεδο.
- 5.1.5.** Στην πράξη, η μέθοδος της συσσώρευσης χρησιμοποιείται συνήθως για την εκτίμηση της αξίας μικρότερων εταιρειών με μικρή διασπορά μετοχικού κεφαλαίου, με απλές κεφαλαιακές δομές, με υψηλά ίδια κεφάλαια και με χαμηλότερους επιχειρηματικούς κινδύνους.



# ΕΟΕΕ 3 Εκτίμηση Άυλων Περιουσιακών Στοιχείων

1. Εισαγωγή
2. Πεδίο εφαρμογής
3. Σχολιασμός των κατηγοριών άυλων περιουσιακών στοιχείων
4. Στοιχεία, τεκμηρίωση και πηγές πληροφοριών
5. Συνήθεις βάσεις αξίας
6. Προσέγγιση Εισοδήματος
7. Προσέγγιση Αγοράς (Συγκριτική)
8. Προσέγγιση Περιουσιακών Στοιχείων
9. Διαδικασίες Συμφιλίωσης
10. Νομικές πτυχές στην εκτίμηση της διανοητικής ιδιοκτησίας

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι περιουσιακά στοιχεία που παρουσιάζονται μέσω των οικονομικών τους ιδιοτήτων: δεν έχουν φυσικό χαρακτήρα, αλλά χορηγούν δικαιώματα και προνόμια στον ιδιοκτήτη τους και συνήθως παράγουν εισόδημα ή άλλα οφέλη για τον ιδιοκτήτη τους. Η αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να κατηγοριοποιηθεί ως αποτέλεσμα δικαιωμάτων, σχέσεων, συνέργειας ομαδοποιημένων άυλων στοιχείων ενεργητικού και δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας.
- 1.2. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούνται μέσω διαδικασιών καινοτομίας αντιπροσωπεύουν σημαντικό μερίδιο της αξίας των σημερινών επιχειρήσεων. Τα δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας (ΔΔΙ) που συνδέονται με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν το νομικό υπόβαθρο για τις πιθανές αποδόσεις των επενδύσεων στην εν λόγω καινοτομία.
- 1.3. Ενδέχεται να απαιτούνται εκτιμήσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων για διάφορους πιθανούς σκοπούς, συμπεριλαμβανομένων: των ανακτήσεων και εκποιήσεων επιχειρήσεων ή τμημάτων επιχειρήσεων, τις συγχωνεύσεις, τις πωλήσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων, τις εγγυήσεις δανείων, την απόκτηση αδειών, τον καθορισμό πληρωμών τόκων ή δικαιωμάτων, τις ενδεχόμενες δικαστικές διαφορές, τον καθορισμό αποζημίωσης του δικαίουχου για ζημιές που δημιουργήθηκαν από παραβάσεις κλπ.
- 1.4. Δεδομένου ότι τα περισσότερα άυλα περιουσιακά στοιχεία, και ιδίως τα ΔΔΙ, είναι από τη φύση τους καινοτόμα και, ως εκ τούτου, διαφορετικά, κάθε περίπτωση εκτίμησης απαιτεί έρευνα και όχι έναν αυτοματοποιημένο υπολογισμό. Εκ του αποτελέσματος, η εκτίμηση των ΔΔΙ των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας θεωρείται άποψη σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που εμπλέκονται και τα αποδεικτικά στοιχεία μπορούν να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στο συμπέρασμα της αξίας.

## 2. Πεδίο εφαρμογής

- 2.1. Το ΕΟΕΕ 3 παρέχει σχόλια σχετικά με τις διάφορες κατηγορίες άυλων περιουσιακών στοιχείων, τις διαφορετικές μεθόδους εκτίμησης και την εφαρμογή τους στην εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με την ευρωπαϊκή πρακτική εκτίμησης.
- 2.2. Η εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων περιπλέκεται από το γεγονός ότι δύο άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι ποτέ τα ίδια. Αυτό συμβαίνει όταν η διανοητική ιδιοκτησία προστατεύεται από δικαιώματα όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας και εμπορικά σήματα όταν απαραίτητη προϋπόθεση για την απόκτηση τέτοιων δικαιωμάτων είναι το άυλο περιουσιακό στοιχείο να μην υφίσταται ήδη. Αυτή η μοναδικότητα των άυλων περιουσιακών στοιχείων καθιστά δύσκολη τη σύγκριση με άλλα άυλα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που κάνει



δύσκολη τη χρησιμότητα των μεθόδων εκτίμησης που βασίζονται σε συγκριτική μελέτη. Ως αποτέλεσμα αυτού, οι εκτιμήσεις βασίζονται συχνά σε υποθέσεις σχετικά με τη μελλοντική χρήση του άυλου περιουσιακού στοιχείου, ποια σημαντικά ορόσημα θα επιτευχθούν και ποιες διαχειριστικές αποφάσεις θα ληφθούν.

- 2.3. Μολονότι οι αρχές, οι μέθοδοι και οι τεχνικές εκτίμησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι παρόμοιες με άλλους κλάδους εκτίμησης, η εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων απαιτεί ειδική εκπαίδευση, κατάρτιση, δεξιότητες και εμπειρία.

### 3. Σχολιασμός των κατηγοριών άυλων περιουσιακών στοιχείων

#### 3.1. Ορισμός άυλων περιουσιακών στοιχείων και συναφών δικαιωμάτων

- 3.1.1. Σύμφωνα με τον Λογιστικό Κανόνα 6 της ΕΕ, ο ορισμός των άυλων περιουσιακών στοιχείων για σκοπούς οικονομικών καταστάσεων είναι:

*«Ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο είναι ένα αναγνωρίσιμο μη νομισματικό περιουσιακό στοιχείο χωρίς υλική υπόσταση.»*

- 3.1.2. Ένα περιουσιακό στοιχείο είναι αναγνωρίσιμο εάν:

- Είναι διαχωρίσιμο, δηλαδή είναι σε θέση να διαχωριστεί ή να διαιρεθεί από την οντότητα και να πωληθεί, μεταβιβαστεί, αδειοδοτηθεί, ενοικιαστεί ή ανταλλαχθεί, είτε μεμονωμένα, είτε μέσω σχετικής σύμβασης, αναγνωρίσιμου περιουσιακού στοιχείου ή οφειλής, ανεξάρτητα από το αν η οικονομική οντότητα προτίθεται να το πράξει.
- Προκύπτει από δεσμευτικές ρυθμίσεις (συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων από συμβάσεις ή άλλα νομικά δικαιώματα), ανεξάρτητα από το αν τα εν λόγω δικαιώματα είναι μεταβιβάσιμα ή διαχωρίσιμα από την οικονομική οντότητα ή από άλλα δικαιώματα και υποχρεώσεις.

- 3.1.3. Από λογιστικής άποψης, σύμφωνα με το «ΔΛΠ 38 Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία», υπάρχουν δύο κριτήρια αναγνώρισης των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων τα οποία πρέπει να πληρούνται ως εξής:

- *«Είναι πιθανό τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που αποδίδονται στο περιουσιακό στοιχείο να εισρέουν στην οντότητα.»* και
- *«Το κόστος των στοιχείων ενεργητικού μπορεί να επιμετρηθεί αξιόπιστα.»*

- 3.1.4. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία καταγράφονται στον ισολογισμό στο κόστος κτήσης τους, εφόσον πληρούνται τα δύο παραπάνω κριτήρια. Ωστόσο, εάν ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο αποκτηθεί σε συνένωση επιχειρήσεων, το κόστος απόκτησης θα εκτιμηθεί και θα καταγραφεί στην Εύλογη Αξία, σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 3 Συνενώσεις Επιχειρήσεων.

- 3.1.5. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία δεν έχουν φυσικό χαρακτήρα και αντιπροσωπεύουν ορισμένα νομικά δικαιώματα και οικονομικά οφέλη που συσσωρεύονται από τον ιδιοκτήτη. Διατηρούνται είτε για χρήση στο πλαίσιο παραγωγής ή άλλης διαδικασίας, είτε για μίσθωση σε άλλα μέρη είτε για διοικητικούς σκοπούς. 3.1.6.
- 3.1.6. Δικαιώματα υπάρχουν σύμφωνα με σύμβαση -γραπτή ή άγραφη- οικονομικού οφέλους για τα μέρη. Παραδείγματα αποτελούν, μεταξύ άλλων, η προμήθεια, η διανομή και τα συμβόλαια αγοράς.
- 3.1.7. Οι σχέσεις μεταξύ των μερών μπορεί να είναι εξωσυμβατικές και μπορεί να είναι βραχύβιες, αλλά μπορούν ωστόσο να έχουν μεγάλη αξία για τα μέρη. Παραδείγματα αποτελούν το συγκεντρωμένο εργατικό δυναμικό, οι σχέσεις με τους πελάτες, οι σχέσεις με τους προμηθευτές, οι σχέσεις με τους διανομείς και οι διαρθρωτικές σχέσεις μεταξύ των μερών.
- 3.1.8. Η ικανότητα μιας οικονομικής οντότητας να ελέγχει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη ή τις δυνατότητες εξυπηρέτησης από ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο θα προερχόταν κανονικά από νομικά δικαιώματα που είναι εκτελεστά σε δικαστήριο. Ελλείψει νομικών δικαιωμάτων, είναι πιο δύσκολο να αποδειχθεί ο έλεγχος. Ωστόσο, η νομική εκτελεστότητα ενός δικαιώματος δεν αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τον έλεγχο, διότι μια οικονομική οντότητα μπορεί να είναι σε θέση να ελέγχει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη ή τις δυνατότητες εξυπηρέτησης κατά κάποιο εναλλακτικό τρόπο.

## 3.2. Ταξινόμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων

- 3.2.1. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, είτε καταγράφονται στον ισολογισμό της εταιρείας είτε όχι, μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κύριες κατηγορίες:
- Αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία· και
  - Υπεραξία, ως μέρος των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων (μη προσδιορίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία).

Η παραπάνω κατηγοριοποίηση και ταυτοποίηση θα έχει καθοριστική σημασία στη διαδικασία της εκτίμησης.

- 3.2.2. Οι εκτιμήσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων εξαρτώνται από την ύπαρξη ειδικών χαρακτηριστικών των άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως:
- Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αναγνωρίζονται χωριστά από άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως π.χ. τα μελλοντικά έσοδα που αποδίδονται στο περιουσιακό στοιχείο μπορούν να πωληθούν, να ενοικιαστούν, να ανταλλαχθούν ή να διανεμηθούν.
  - Ανήκουν ή ελέγχονται από την επιχείρηση, π.χ. η επιχείρηση μπορεί να αποκομίσει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που απορρέουν από το άυλο περιουσιακό στοιχείο και να περιορίσει την πρόσβαση τρίτων στα εν λόγω οφέλη.

- Αποκτώνται ή, στην περίπτωση εσωτερικά παραγόμενων άυλων περιουσιακών στοιχείων, παράγονται από γεγονός που συνέβη σε συγκεκριμένο χρόνο. Έχουν περιορισμένη ωφέλιμη οικονομική ζωή.
- Δημιουργούν κάποιο μετρήσιμο ποσό οικονομικού οφέλους για τον ιδιοκτήτη τους.
- Ενισχύουν την αξία των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων με τα οποία συνδέονται.

### 3.3. Αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία

3.3.1. Σε γενικές γραμμές, η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει το «δικαίωμα διανοητικής ιδιοκτησίας» όπως αυτό ορίζεται στο άρθρο 2 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ 608/2013:

- Εμπορικό σήμα
- Σχέδιο ή υπόδειγμα
- Πνευματικό ή συγγενικό δικαίωμα, όπως προβλέπεται στο εθνικό ή στο ενωσιακό δίκαιο
- Γεωγραφική ένδειξη
- Δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, όπως προβλέπεται στο εθνικό ή στο ενωσιακό δίκαιο
- Συμπληρωματικό πιστοποιητικό προστασίας για ιατροφαρμακευτικά προϊόντα
- Συμπληρωματικό πιστοποιητικό προστασίας για φυτοπροστατευτικά προϊόντα
- Κοινοτικό δικαίωμα φυτικής ποικιλίας
- Δικαίωμα επί φυτικής ποικιλίας, όπως προβλέπεται από το εθνικό δίκαιο
- Τοπογραφία προϊόντος ημιαγωγών, όπως προβλέπεται στο εθνικό ή στο ενωσιακό δίκαιο
- Υπόδειγμα χρησιμότητας εφόσον προστατεύεται από δικαίωμα διανοητικής ιδιοκτησίας από το εθνικό ή το ενωσιακό δίκαιο
- Εμπορική επωνυμία, εφόσον προστατεύεται ως αποκλειστικό δικαίωμα διανοητικής ιδιοκτησίας από το εθνικό ή το ενωσιακό δίκαιο

3.3.2. Ο ορισμός της διανοητικής ιδιοκτησίας (ΔΙ) και των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας (ΔΔΙ) παρέχεται από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Διανοητικής Ιδιοκτησίας (ΠΟΔΙ):

*«Η ΔΙ αναφέρεται σε δημιουργίες του νου: εφευρέσεις, λογοτεχνικά και καλλιτεχνικά έργα και σύμβολα, ονόματα, εικόνες και σχέδια που χρησιμοποιούνται στο εμπόριο. Η ΔΙ χωρίζεται σε δύο κατηγορίες: Βιομηχανική ιδιοκτησία, η οποία περιλαμβάνει εφευρέσεις (δίπλωμα ευρεσιτεχνίας), εμπορικά σήματα, βιομηχανικά σχέδια και γεωγραφικές ενδείξεις προέλευσης· και πνευματικά δικαιώματα (copyright), τα οποία περιλαμβάνουν λογοτεχνικά και καλλιτεχνικά έργα όπως μυθιστορήματα, ποιήματα και θεατρικά έργα, ταινίες, μουσικά έργα, καλλιτεχνικά έργα όπως σχέδια, πίνακες ζωγραφικής, φωτογραφίες και γλυπτά και αρχιτεκτονικά σχέδια. Τα δικαιώματα που σχετίζονται με τα πνευματικά δικαιώματα περιλαμβάνουν τα δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας των ερμηνευτών καλλιτεχνών στις παραστάσεις τους, των δημιουργών φωνογραφήματων στις ηχογραφήσεις τους, καθώς και εκείνα των ραδιοτηλεοπτικών φορέων στα ραδιοφωνικά και τηλεοπτικά τους προγράμματα.»*

- 3.3.3. Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν επίσης αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία πέρα από τη διανοητική ιδιοκτησία που αποτελεί αντικείμενο εκτίμησης, όπως:
- Εκπαιδευμένες και συγκεντρωμένες ομάδες εργασίας
  - Ευνοϊκές εργασιακές συμφωνίες
  - Συμφωνίες υπαγωγής
  - Ευνοϊκές μισθώσεις
  - Ευνοϊκά ασφαλιστήρια συμβόλαια
  - Ευνοϊκές συμβάσεις προμήθειας
  - Συμβάσεις εργασίας
  - Συμφωνίες μη ανταγωνισμού
  - Σχέσεις με τους πελάτες
  - Άδειες
  - Τεχνικές βιβλιοθήκες και αρχεία εφημερίδων και
  - Άλλα αντικείμενα.
- 3.3.4. Τα αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμώνται μεμονωμένα, σε περιπτώσεις όπου είναι δυνατό να τους προσαρτηθεί περιορισμένη ή αόριστη οικονομική ζωή και εάν αποφέρουν ποσοτικά οφέλη για την επιχείρηση κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου.
- 3.3.5. Τα αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν επίσης να αποτιμώνται συλλογικά, ως μέρος μιας επιχείρησης. Αυτά αφορούν τα εσωτερικά παραγόμενα εμπορικά σήματα, τίτλους εφημερίδων και περιοδικών, τίτλους εκδόσεων, πελατολόγια και στοιχεία όμοια σε ουσία, καθώς οι δαπάνες για την ανάπτυξή τους δεν μπορούν να διαφοροποιηθούν από το κόστος ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της οικονομικής οντότητας στο σύνολό της. Σύμφωνα με τον Λογιστικό Κανόνα 6 της ΕΕ, δεν αναγνωρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις ως άυλα περιουσιακά στοιχεία.

## 3.4. Υπεραξία

- 3.4.1. Το ΔΠΧΑ 3 ορίζει την «υπεραξία» ως εξής:

*«Ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο αντιπροσωπεύει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από άλλα περιουσιακά στοιχεία που αποκτήθηκαν σε μια συνένωση επιχειρήσεων τα οποία δεν προσδιορίζονται μεμονωμένα και δεν αναγνωρίζονται ξεχωριστά.»* Το ΔΠΧΑ αναφέρει επίσης ότι η υπεραξία είναι «η διαφορά μεταξύ της συμμετοχής του αποκτώντος στο καθαρό ποσό των περιουσιακών στοιχείων που αποκτήθηκαν και του κόστους της συνένωσης επιχειρήσεων. Μετά την αρχική αναγνώριση μεταφέρεται στο κόστος μείον συσσωρευμένες αποσβέσεις και απομειώσεις.»

- 3.4.2. Η υπεραξία η οποία συνδέεται με μια επιχείρηση περιλαμβάνεται στην τιμή συναλλαγής της εν λόγω επιχείρησης και μεταβιβάζεται με την επιχείρηση κατά την πώλησή της. Από την άλλη, η προσωπική υπεραξία που συνδέεται με το πρόσωπο που διευθύνει την επιχείρηση δεν μεταβιβάζεται στην πώληση και, ως εκ τούτου, δεν περιλαμβάνεται στην αξία της επιχείρησης, εκτός εάν ορίζεται στη συμφωνία αγοραπωλησίας ότι ο πωλητής εξακολουθεί να εργάζεται στην επιχείρηση μετά την πώληση για συμφωνημένο χρονικό διάστημα.
- 3.4.3. Η υπεραξία, ως μέρος της συνένωσης επιχειρήσεων, σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 3 είναι ένα εναπομένον ποσό μετά την κατανομή της συνολικής επιχειρηματικής αξίας σε όλα τα αναγνωρίσιμα περιουσιακά στοιχεία (άυλα, υλικά και τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία) μείον όλες τις υποχρεώσεις κατά την ημερομηνία απόκτησης.

#### 4. Στοιχεία, τεκμηρίωση και πηγές πληροφοριών

- 4.1. Οι εκτιμητές άυλων περιουσιακών στοιχείων συχνά πρέπει να βασίζονται σε πληροφορίες που λαμβάνονται από έναν πελάτη ή από εκπροσώπους ενός πελάτη. Η πηγή των δεδομένων αυτών πάνω στα οποία βασίστηκε η εκτίμηση πρέπει να αναφέρεται από τον εκτιμητή σε προφορικές ή γραπτές εκθέσεις και τα δεδομένα πρέπει να επαληθεύονται όπου είναι ευλόγως δυνατό.
- 4.2. Ο εκτιμητής πρέπει να διασφαλίζει ότι όλες οι πηγές δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν είναι αξιόπιστες και κατάλληλες για την εκπόνηση της εκτίμησης. Σε πολλές περιπτώσεις θα είναι πέραν του πεδίου εφαρμογής του έργου του εκτιμητή η διενέργεια πλήρους ελέγχου των δευτερογενών ή τριτογενών δεδομένων. Συνεπώς, ο εκτιμητής πρέπει να λάβει εύλογα μέτρα για να επαληθεύσει την ακρίβεια τους καθώς επίσης και τον εύλογο χαρακτήρα των πηγών δεδομένων.
- 4.3. Τα ζητήματα που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους εκτιμητές άυλων περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνουν:
- Τη φύση και το ιστορικό των άυλων περιουσιακών στοιχείων. Δεδομένου ότι η αξία εγκείται στο όφελος από την μελλοντική ιδιοκτησία, το ιστορικό είναι σημαντικό, καθώς αποτελεί οδηγό για τα πιθανά μελλοντικά οικονομικά οφέλη που προκύπτουν από την κυριότητα των άυλων περιουσιακών στοιχείων.
  - Τα δικαιώματα, τα προνόμια ή οι προϋποθέσεις που συνδέονται με το περιουσιακό στοιχείο. Τα δικαιώματα ιδιοκτησίας θα καθορίζονται σε νομικά έγγραφα και όποιος κατέχει την κυριότητα της δεσμεύεται από αυτά. Ενδέχεται να υπάρχουν δικαιώματα και προϋποθέσεις που περιέχονται είτε σε κάποιο συμφωνητικό ή εναλλακτικά σε ανταλλαγή αλληλογραφίας. Τα δικαιώματα αυτά μπορούν ή δεν μπορούν να μεταβιβαστούν σε αγοραστή.
  - Την εναπομένουσα ωφέλιμη ζωή ή/και νομική ζωή του άυλου περιουσιακού στοιχείου.
  - Την ικανότητα παραγωγής κερδών του άυλου περιουσιακού στοιχείου και τον σχετικό κίνδυνο.
  - Ο εντοπισμός και ο διαχωρισμός των οικονομικών οφελών ενός συγκεκριμένου άυλου περιουσιακού στοιχείου μπορεί να είναι πολύ δύσκολος και μερικές φορές αδύνατος.

- Οι οικονομικές προοπτικές ενδέχεται να επηρεάσουν την αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου, όπως και οι πολιτικές προοπτικές και οι κυβερνητικές πολιτικές. Θέματα όπως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια θα έχουν διαφορετικό αντίκτυπο ανάλογα με τον συγκεκριμένο τομέα της οικονομίας. Η οικονομική ευρωστία και οι προοπτικές του συγκεκριμένου κλάδου παραγωγής ενδέχεται να επηρεάσουν την αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου.
- Οι προηγούμενες συναλλαγές (εάν υπάρχουν) του άυλου περιουσιακού στοιχείου ενδέχεται να χρειαστεί να ληφθούν υπόψη.
- Άλλα στοιχεία της αγοράς, όπως πχ. ποσοστά απόδοσης εναλλακτικών επενδύσεων κ.λπ.
- Οι τιμές της αγοράς για την απόκτηση παρόμοιων άυλων περιουσιακών στοιχείων. Συχνά είναι δύσκολο ή αδύνατο να ληφθούν επαρκείς πληροφορίες, ιδίως οι όροι των συναλλαγών. Ενώ η πραγματική τιμή συναλλαγής μπορεί να είναι γνωστή, ο εκτιμητής μπορεί να μην είναι σε θέση να γνωρίζει τις εγγυήσεις και τις αποζημιώσεις που δόθηκαν από τον πωλητή, ποιο όροι δόθηκαν ή ελήφθησαν ή τι αντίκτυπο είχε ο φορολογικός σχεδιασμός στη συναλλαγή.

## 5. Συνήθειες βάσεις αξίας

- 5.1. Η κατάλληλη βάση εκτίμησης κάθε είδους άυλου περιουσιακού στοιχείου εξαρτάται από τον σκοπό της εκτίμησης και από τη λειτουργική και οικονομική κατάσταση του άυλου περιουσιακού στοιχείου.
- 5.2. Όταν απαιτείται εκτίμηση Αγοραίας Αξίας, ο εκτιμητής θα πρέπει να υιοθετεί τους ορισμούς, τις διαδικασίες και τις μεθοδολογίες όπως αυτές ορίζονται σε άλλα σημεία των ΕΠΕΕ 2020. Όταν οι συμβατικοί όροι ορίζουν ότι απαιτείται άλλη βάση αξίας πέρα από την Αγοραία Αξία, ο εκτιμητής πρέπει να αποσαφηνίζει την βάση αξίας, να ορίζει την εν λόγω βάση και να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για να διακρίνει την εκτίμηση από μια Εκτίμηση Αγοράς.
- 5.3. Οι βάσεις αξίας εκτός της Αγοραίας Αξίας που εφαρμόζονται στην εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι:
  - Εύλογη Αξία ενός μεμονωμένου άυλου περιουσιακού στοιχείου για σκοπούς χρηματοοικονομικής αναφοράς σύμφωνα με το ΔΛΠ 38 ή το ΔΠΧΑ 3 στο πλαίσιο της δέσμευσης κατανομής των τιμών αγοράς·
  - Αξία εν χρήσει ενός μεμονωμένου άυλου περιουσιακού στοιχείου (ή ομάδας περιουσιακών στοιχείων) ή Υπεραξία στο πλαίσιο ελέγχου απομείωσης σύμφωνα με το ΔΛΠ 36, το οποίο ορίζει την αξία που χρησιμοποιείται ως «την παρούσα αξία των εκτιμώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από τη συνεχιζόμενη χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου και από τη διάθεσή του στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του».

- 5.4.** Στις περιπτώσεις όπου ζητείται από έναν εκτιμητή να εκπονήσει αποτιμήσεις με βάση αξίας διαφορετική από αυτή της Αγοραίας Αξίας, ο εκτιμητής θα πρέπει να προχωρήσει στην εργασία μόνο στη περίπτωση που η εκτίμηση αυτή δεν παραβαίνει τη νομοθεσία και παράλληλα δεν είναι παραπλανητική.

## 6. Προσέγγιση Εισοδήματος

- 6.1.** Η Προσέγγιση Εισοδήματος προσδιορίζει την αξία ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου ή δικαιωμάτων σε ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο, υπολογίζοντας την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών οφελών. Θεωρητικά, τα έσοδα μπορούν να καθοριστούν με διάφορους τρόπους, αλλά στην πράξη, οι κατηγορίες των εσόδων που λογίζονται κατά την εκτίμηση είναι συνήθως τα ακαθάριστα έσοδα, τα καθαρά λειτουργικά έσοδα, τα καθαρά έσοδα προ φόρων, τα καθαρά έσοδα μετά από φόρους, οι λειτουργικές ταμειακές ροές ή οι ελεύθερες ταμειακές ροές.
- 6.2.** Οι διάφορες μέθοδοι εκτίμησης εξαρτώνται από:
- Τη φύση του άυλου περιουσιακού στοιχείου που αποτελεί αντικείμενο εκτίμησης και
  - Τη φύση και τη βιωσιμότητα του εισοδήματος.
- 6.3.** Κατά την εφαρμογή της προσέγγισης εισοδήματος, η αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου μπορεί να επηρεαστεί σημαντικά από την εκτίμηση της υπολειπόμενης οικονομικής ζωής του. Ως εκ τούτου, ο εκτιμητής πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα βασικά χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου, τη ζήτηση και τις τάσεις της αγοράς, τυχόν νομικούς περιορισμούς και διαφορετικούς οικονομικούς παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την περίοδο κατά την οποία το περιουσιακό στοιχείο θα δημιουργήσει το εισόδημα.
- 6.4.** Οι κύριοι μέθοδοι εκτίμησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων στο πλαίσιο της προσέγγισης εισοδήματος είναι:
- Μέθοδος οφέλους μη πληρωμής / ελάφρυνσης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης.
  - Μέθοδος πλεοναζόντων κερδών.
  - Μέθοδος Κέρδους Υπέρ το άρτιο - Μέθοδος κερδών με χρήση θεωρητικού άυλου περιουσιακού στοιχείου.
  - Μέθοδος Γκρίνφιλντ.
- 6.5.** Το προεξοφλητικό επιτόκιο που εφαρμόζεται στο άυλο περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να αντανakλά τον κίνδυνο που συνδέεται με τα έσοδα που παράγει. Εάν το αντικείμενο της εκτίμησης είναι το κύριο άυλο περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης, συνήθως το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) θα υπολογίζεται (βλ. EOOE 2) και, εάν είναι απαραίτητο, θα προσαρμόζεται για πρόσθετο κίνδυνο ανάλογα με το είδος του άυλου περιουσιακού στοιχείου.

- 6.6.** Εάν η εντολή εκτίμησης περιλαμβάνει εκτίμηση των διαφόρων τύπων περιουσιακών στοιχείων (άυλα, υλικά και υπάρχοντα οικονομικά στοιχεία), όπως η κατανομή της τιμής αγοράς (Purchase Price Allocation), εκτός από τον καθορισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), θα πρέπει να υπολογιστεί η σταθμισμένη μέση απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (WARA) για κάθε είδος περιουσιακού στοιχείου και να συμβιβαστεί με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC).
- 6.7.** Η σταθμισμένη μέση απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (WARA) υπολογίζεται με βάση την εκτίμηση κάθε κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων, βάσει του ποσοστού απόδοσης που καθορίζεται για κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων προσαρμοσμένου για συγκεκριμένο κίνδυνο και βάσει του ποσοστού μεριδίου κάθε εκτιμώμενης κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων στο συνολικό καθαρό ενεργητικό. Οι τυπικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων για την ανάλυση της σταθμισμένης μέσης απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων (WARA) περιλαμβάνουν τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης, την υπεραξία και τα αναγνωρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. εμπορική ονομασία, πελατειακή σχέση, Έρευνα & Ανάπτυξη, δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, συγκεντρωμένο εργατικό δυναμικό κ.λπ.).
- 6.8.** Κατά την εκτίμηση ενός συγκεκριμένου κινδύνου για κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, ο εκτιμητής θα πρέπει να αναλύει το συνολικό χαρτοφυλάκιο από την οπτική του συμμετέχοντος στην αγορά, προκειμένου να καταλήξει σε μια εύλογη κλίμακα κινδύνων. Για παράδειγμα, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και τα πάγια στοιχεία ενεργητικού είναι συνήθως λιγότερο επισφαλής από τα άυλα περιουσιακά στοιχεία. Επίσης, η Έρευνα & Ανάπτυξη έχει υψηλότερο κίνδυνο από τις συμβάσεις των πελατών, την εμπορική ονομασία ή μια κατοχυρωμένη με δίπλωμα ευρεσιτεχνίας τεχνολογία που χρησιμοποιείται.
- 6.9.** Ένα από τα στοιχεία της μεθόδου εκτίμησης στο πλαίσιο της προσέγγισης εισοδήματος είναι ο υπολογισμός του οφέλους απόσβεσης φόρου (TAB). Αυτό ισχύει εάν η απόσβεση του κόστους απόκτησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων εκπίπτει για φορολογικούς σκοπούς. Η εκτίμηση του οφέλους απόσβεσης φόρου θα πρέπει να εφαρμόζεται σύμφωνα με το νόμο, εάν υπάρχει τέτοιο όφελος απόσβεσης. Το όφελος απόσβεσης φόρου αυξάνει την αξία του υπό εξέταση περιουσιακού στοιχείου και εάν η περίοδος απόσβεσης φόρου είναι μικρότερη, το περιουσιακό στοιχείο θα αξίζει περισσότερο, διατηρώντας σταθερές τις λοιπές παραμέτρους.
- 6.10.** Η μέθοδος οφέλους μη πληρωμής/ελάφρυνσης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης αφορά τη στερητική αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου. Βάσει αυτής της θεωρίας, η αξία του άυλου περιουσιακού στοιχείου ισούται με το κεφαλαιοποιημένο ποσό των δικαιωμάτων που θα ήταν πληρωτέα εάν το άυλο στοιχείο δεν ανήκε σε κάποιο από τα εμπλεκόμενα μέρη αλλά έπρεπε να αδειοδοτηθεί σύμφωνα με τους όρους της αγοράς από τρίτο μέρος.
- 6.10.1.** Η απαλλαγή από τη μέθοδο οφέλους μη πληρωμής/ελάφρυνσης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης συνήθως εφαρμόζεται για την εκτίμηση εμπορικών σημάτων και εμπορικών επωνυμιών, διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, ορισμένων ειδών τεχνολογίας ή άλλων τύπων άυλων περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να αδειοδοτηθούν ξεχωριστά και να αποφέρουν δικαιώματα εκμετάλλευσης.
- 6.10.2.** Τα κύρια βήματα που απαιτούνται για την εφαρμογή αυτής της μεθόδου είναι:
- Εκτίμηση της εναπομένουσας οικονομικής ζωής του άυλου περιουσιακού στοιχείου ή, με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του, με συμπέρασμα ότι έχει άοριστο κύκλο





- Καθορισμός των παραδοχών και προβολή των εσόδων που αναμένεται να προκύψουν από το περιουσιακό στοιχείο μέχρι το τέλος της οικονομικής του ζωής ή, εάν το περιουσιακό στοιχείο έχει αόριστη διάρκεια ζωής, συμπεριληψη μιας τερματικής περιόδου στις προβλέψεις.
  - Εκτίμηση τυχόν εξόδων που ενδέχεται να συνδέονται άμεσα με το περιουσιακό στοιχείο (π.χ. συντήρησης, διοικητικά κ.λπ.).
  - Καθορισμός του κατάλληλου ποσοστού δικαιωμάτων εκμετάλλευσης και εφαρμογή στα προβλεπόμενα ακαθάριστα ή καθαρά έσοδα, ανάλογα με το αν οι προβλέψεις περιλαμβάνουν δαπάνες και εάν το ποσοστό δικαιωμάτων που λαμβάνονται είναι στο ακαθάριστο ή καθαρό επίπεδο.
  - Εφαρμογή φορολογικού συντελεστή εισοδήματος και καθορισμός της ροής εξοικονόμησης δικαιωμάτων μετά από φόρους.
  - Καθορισμός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου για το περιουσιακό στοιχείο.
  - Προεξόφληση της προβλεπόμενης ελάφρυνσης δικαιωμάτων μετά τη φορολογία, πρόσθεση της τελικής αξίας (εάν περιλαμβάνεται στις προβολές) και πρόσθεση του οφέλους απόσβεσης φόρου για να αντληθεί η αξία του υπό εξέταση άυλου περιουσιακού στοιχείου.
- 6.10.3.** Η βασική εισροή είναι ο καθορισμός ενός ποσοστού δικαιωμάτων που είναι συγκρίσιμο και εφαρμόζεται στο υπό εξέταση άυλο περιουσιακό στοιχείο, ιδίως τα δικαιώματα ιδιοκτησίας σε σύγκριση με τα δικαιώματα βάσει σύμβασης παραχώρησης άδειας εκμετάλλευσης, το οποίο χρησιμοποιείται ως συγκριτική πηγή για το ποσοστό δικαιωμάτων εκμετάλλευσης. Ο εκτιμητής πρέπει να διαβάσει προσεκτικά τις συμβάσεις παραχώρησης άδειας εκμετάλλευσης που επιλέγονται από ενδεδειγμένες βάσεις δεδομένων και να κατανοήσει τι περιλαμβάνει το συγκρίσιμο ποσοστό δικαιωμάτων εκμετάλλευσης καθώς και τη βάση υπολογισμού του (ακαθάριστα/καθαρά έσοδα, καθαρά κέρδη κ.λπ.).
- 6.10.4.** Η καταλληλότερη πηγή για το ποσοστό των δικαιωμάτων θα ήταν άλλες συμβάσεις παραχώρησης άδειας εκμετάλλευσης παρόμοιων τύπων άυλων περιουσιακών στοιχείων. Εάν τα επιμέρους έργα των συγκεντρωμένων συμβάσεων παραχώρησης άδειας εκμετάλλευσης δεν είναι παρόμοια με το αντικείμενο της εκτίμησης ή/και ο εκτιμητής θα ήθελε να ελέγξει το ποσοστό δικαιωμάτων εκμετάλλευσης που αποκτήθηκε, μπορεί να εφαρμοστεί ο «κανόνας του 25%» του λειτουργικού κέρδους.
- 6.11.** Η μέθοδος πλεοναζόντων κερδών καθορίζει την αξία της διανοητικής ιδιοκτησίας κεφαλοποιώντας τα πρόσθετα κέρδη που προκύπτουν από την επιχείρηση που κατέχει την ιδιοκτησία πέραν των κερδών που παράγονται από παρόμοιες επιχειρήσεις που δεν έχουν το προνόμιο της ιδιοκτησίας.
- 6.11.1.** Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε αποτιμήσεις που χρησιμοποιούνται για χρηματοοικονομικές αναφορές όταν απαιτείται από τον αγοραστή να καταλείψει τη συνολική καταβληθείσα αμοιβή για την αγορά μιας επιχείρησης μεταξύ υλικών περιουσιακών στοιχείων, αναγνωρίσιμων άυλων περιουσιακών στοιχείων και υπεραξίας ως μη προσδιορίσιμου περιουσιακού στοιχείου. Στην πράξη, εφαρμόζεται συνήθως για το πρωτογενές εισόδημα που παράγει άυλα περιουσιακά στοιχεία που μπορεί να είναι άυλα στοιχεία που σχετίζονται με τον πελάτη ή βασική τεχνολογία.

- 6.11.2. Η μέθοδος πλεοναζόντων κερδών μπορεί να εφαρμοστεί είτε χρησιμοποιώντας διάφορες περιόδους προβλέψεων ταμειακών ροών (μέθοδος πλεοναζόντων κερδών πολλαπλών περιόδων) είτε χρησιμοποιώντας μία μόνο περίοδο προβλέψεων ταμειακών ροών δηλαδή τη «μέθοδο πλεοναζόντων κερδών μίας περιόδου». Στην πράξη, η μέθοδος πλεοναζόντων κερδών πολλαπλών περιόδων χρησιμοποιείται συχνότερα επειδή ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο θα αποφέρει – υπό κανονικές συνθήκες - νομισματικά οφέλη για παρατεταμένη περίοδο.
- 6.11.3. Τα κύρια βήματα για την εφαρμογή της μεθόδου πλεοναζόντων κερδών περιλαμβάνουν:
- Τον προσδιορισμό των σημαντικότερων άυλων περιουσιακών στοιχείων για τη δημιουργία εσόδων της εταιρείας που πρέπει να υπολογίζονται με τη μέθοδο των πλεοναζόντων κερδών.
  - Τον προσδιορισμό όλων των άλλων άυλων και υλικών περιουσιακών στοιχείων που είναι απαραίτητα για τη στήριξη της δημιουργίας εισοδήματος από πρωτογενή άυλα περιουσιακά στοιχεία, γνωστά ως ανταποδοτικά περιουσιακά στοιχεία (εμπορική ονομασία, δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, άδεια κ.λπ.) ή υλικά περιουσιακά στοιχεία (κεφάλαιο κίνησης).
  - Την ανάλυση της σχετικής επιχείρησης με την ίδια λογική της ανάλυσης που πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της μεθόδου εκτίμησης DCF (βλ. ΕΠΕΕ 3).
  - Μελλοντικά έσοδα που προκύπτουν από το πρωτογενές περιουσιακό στοιχείο και από υποστηρικτικά περιουσιακά στοιχεία -γνώστά και ως ανταποδοτικές χρεώσεις περιουσιακών στοιχείων- για την περίοδο της εναπομένουσας οικονομικής ζωής του υπό εξέταση περιουσιακού στοιχείου.
  - Δαπάνες έργου που προκύπτουν άμεσα από τα πρωτογενή έσοδα από άυλα περιουσιακά στοιχεία και τα συναφή ανταποδοτικά περιουσιακά στοιχεία, λαμβανομένων υπόψη μόνο των λειτουργικών δαπανών που είναι απαραίτητες για το υφιστάμενο υπό εξέταση περιουσιακό στοιχείο (για παράδειγμα, ο εκτιμητής δεν πρέπει να λαμβάνει υπόψη δαπάνες μάρκετινγκ ή έξοδα για την Έρευνα & Ανάπτυξη που θα είναι απαραίτητα για την προσέλκυση νέων πελατών μεν, αλλά παράλληλα δεν προαπαιτούνται στο πλαίσιο διατήρησης των υπαρχόντων πελατών, τα οποία αποτελούν μέρος του υπό εξέταση άυλου περιουσιακού στοιχείου που σχετίζεται με τον πελάτη).
  - Καθορισμός του προεξοφλητικού συντελεστή για το πρωτογενές άυλο περιουσιακό στοιχείο και τον συντελεστή απόδοσης μετά τη φορολογία για κάθε περιουσιακό στοιχείο που συνεισφέρει.
  - Υπολογισμός του περιουσιακού στοιχείου που χρεώνεται και αφαιρείται από το προβλεπόμενο εισόδημα (πλεονάζοντα κέρδη) που προκύπτει από το πρωτογενές άυλο περιουσιακό στοιχείο.
  - Υπολογισμός της παρούσας αξίας των πλεοναζόντων κερδών προεξοφλώντας με τον κατάλληλο προεξοφλητικό συντελεστή.
  - Προσθήκη του οφέλους απόσβεσης φόρου, κατά περίπτωση, προκειμένου να υπολογισθεί η αξία του υπό εξέταση άυλου περιουσιακού στοιχείου.
- 6.11.4. Δεδομένου ότι η μέθοδος πλεοναζόντων κερδών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση των πρωταρχικών άυλων περιουσιακών στοιχείων, όλα τα άλλα είδη αναγνωρίσιμων άυλων περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να υπολογίζονται με άλλες μεθόδους εκτίμησης. Κάθε συνεισφερόμενο περιουσιακό στοιχείο συμβάλλει στο εισόδημα και, ως εκ τούτου, οι επιβαρύνσεις των συνεισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων υπολογίζονται συνήθως ως ποσοστό των εσόδων.

- 6.12.** Η Μέθοδος Κέρδους Υπέρ το άρτιο - Μέθοδος κερδών με χρήση θεωρητικού άυλου περιουσιακού στοιχείου αποτελεί παραλλαγή της μεθόδου πλεοναζόντων κερδών και χρησιμοποιείται συχνά για την εκτίμηση εμπορικών σημάτων στον τομέα των καταναλωτικών προϊόντων, όπου είναι σύνηθες ένα επώνυμο προϊόν να είναι ακριβότερο από ένα ισοδύναμο χωρίς εμπορικό σήμα.
- 6.12.1.** Ως επίπεδο προσαυξημένου κέρδους υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ του λειτουργικού κέρδους που προκύπτει από τη χρήση του υπό εξέταση άυλου περιουσιακού στοιχείου (πχ την πώληση προϊόντων με ισχυρό εμπορικό σήμα) και του λειτουργικού κέρδους δίχως τέτοια περιουσιακά στοιχεία (πώληση προϊόντων χωρίς τέτοιο εμπορικό σήμα).
- 6.12.2.** Η αξία αυτού του προσαυξημένου κέρδους που προβλέπεται κατά την εναπομένουσα οικονομική ζωή ή επ' αόριστον ζωή του εμπορικού σήματος, αφού από αυτή αφαιρεθεί το κόστος εμπορικής προώθησης καθώς και άλλες δαπάνες στήριξης της επωνυμίας που πραγματοποιήθηκαν για την επίτευξη των εσόδων αυτών, προεξοφλείται στην παρούσα αξία και παρέχει αξία για το εμπορικό σήμα. Ένα μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι είναι πολύ δύσκολο αυτές τις μέρες να βρεθεί ένα προϊόν δίχως εμπορικό σήμα.
- 6.12.3.** Το προσαυξημένο κέρδος θα μπορούσε επίσης να οφείλεται στην εξοικονόμηση κόστους που παράγεται από τα υπό εξέταση άυλα περιουσιακά στοιχεία σε σύγκριση με την επιχείρηση που δεν χρησιμοποιεί τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία.
- 6.13.** Η μέθοδος Greenfield (επίσης γνωστή ως build-out method) είναι παρόμοια με τη μέθοδο πλεοναζόντων κερδών. Η κύρια διαφορά βρίσκεται στο ότι ο ιδιοκτήτης του άυλου περιουσιακού στοιχείου δεν διαθέτει άλλα σχετικά επιχειρηματικά περιουσιακά στοιχεία κατά την ημερομηνία εκτίμησης. Ως εκ τούτου, τα απαραίτητα άυλα περιουσιακά στοιχεία ή άλλα άυλα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να αγοράζονται, να κατασκευάζονται ή να ενοικιάζονται.
- 6.13.1.** Μετά την πρόβλεψη των εσόδων και των δαπανών που προκύπτουν από το υπό εξέταση άυλο περιουσιακό στοιχείο, οι συνολικές επενδύσεις που απαιτούνται για την απόκτηση των αναγκαίων περιουσιακών στοιχείων για την επιχείρηση πρέπει να αφαιρεθούν από τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές. Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται συχνά για την εκτίμηση συμφωνιών δικαιόχρησης ή αδειών εκπομπής.

## 7. Προσέγγιση Αγοράς (Συγκριτική)

- 7.1.** Η Προσέγγιση Αγοράς συγκρίνει το υπό εξέταση περιουσιακό στοιχείο με παρόμοια άυλα περιουσιακά στοιχεία, ή χρεόγραφα, ή δικαίωμα σε παρόμοια άυλα περιουσιακά στοιχεία που έχουν πωληθεί στην αγορά.
- 7.2.** Οι δύο πιο κοινές πηγές δεδομένων που χρησιμοποιούνται στην Προσέγγιση Αγοράς είναι οι αγορές στις οποίες υπάρχει εμπόριο ιδιοκτησιών παρόμοιων άυλων περιουσιακών στοιχείων ή έχουν υπάρξει προηγούμενες συναλλαγές στην κυριότητα του υπό εξέταση άυλου περιουσιακού στοιχείου. Πρέπει να υπάρχει εύλογη βάση για τη σύγκριση, με βάση συγκρίσιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία του ίδιου κλάδου ή της ίδιας επιχείρησης με το υπό εξέταση περιουσιακό στοιχείο

ή που ανταποκρίνονται στις ίδιες οικονομικές μεταβλητές. Η σύγκριση πρέπει να γίνεται με ουσιαστικό τρόπο και δεν πρέπει να είναι παραπλανητική.

- 7.3.** Όταν χρησιμοποιούνται ιστορικές συγκρίσιμες συναλλαγές κατά την εκπόνηση της εκτίμησης, ενδέχεται να χρειαστεί να γίνουν προσαρμογές σχετικά με την πάροδο του χρόνου καθώς επίσης και τις μεταβαλλόμενες συνθήκες στην οικονομία.
- 7.4.** Τα βασικά στοιχεία σύγκρισης που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την επιλογή και την ανάλυση των συναλλαγών πωλήσεων:
- Τα νόμιμα δικαιώματα ιδιοκτησίας άυλων περιουσιακών στοιχείων που μεταβιβάζονται στη συναλλαγή
  - Η ύπαρξη ειδικών χρηματοδοτικών όρων ή ρυθμίσεων. Κατά πόσον υπάρχουν στοιχεία πώλησης υπό συνθήκες συναλλακτικούς όρους
  - Οι οικονομικές συνθήκες που υφίστανται στην κατάλληλη δευτερογενή αγορά κατά τη στιγμή της συναλλαγής πώλησης
  - Ο κλάδος ή οι υπηρεσίες του κλάδου στον οποίο χρησιμοποιήθηκε ή πρόκειται να χρησιμοποιηθεί το άυλο περιουσιακό στοιχείο
  - Τα λειτουργικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων
  - Τα τεχνολογικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων
  - Τα οικονομικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων
  - Η συμπερίληψη άλλων (μη άυλων) περιουσιακών στοιχείων στη συναλλαγή
- 7.5.** Μολονότι ο αριθμός των συναλλαγών που αφορούν αποκλειστικά την πώληση άυλων περιουσιακών στοιχείων (σε αντίθεση με το σύνολο των δραστηριοτήτων) αυξάνεται, ο αριθμός των τιμών αναφοράς που μπορούν να αντληθούν είναι περιορισμένος. Επιπρόσθετα, ακόμη και όταν υπάρχουν αξιόπιστα δεδομένα συναλλαγών, τα χαρακτηριστικά των άυλων περιουσιακών στοιχείων ποικίλλουν σημαντικά και είναι δύσκολο να προσαρμοστούν οι τιμές αναφοράς έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν τις διαφορές μεταξύ των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η αξία ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου μπορεί να εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το ποιος χρησιμοποιεί το περιουσιακό στοιχείο και πώς αυτό χρησιμοποιείται. Ως εκ τούτου, καθώς τα δεδομένα σχετικά με την πώληση άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι ασυνήθιστα, πρέπει να δίδεται παράλληλα προσοχή κατά τη χρήση μιας τιμής αναφοράς για ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο, καθώς η τιμή που καταβάλλεται σε ένα πλαίσιο μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτική της αξίας του ίδιου περιουσιακού στοιχείου σε διαφορετικό πλαίσιο.

## 8. Προσέγγιση βάσει περιουσιακών στοιχείων

- 8.1.** Υπάρχουν δύο κύριες μεθοδολογίες που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία και

μπορούν να εφαρμοστούν για την εκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων: το ιστορικό κόστος και το κόστος αντικατάστασης. Και οι δύο μεθοδολογίες επιδιώκουν να συγκεντρώσουν το επιφερόμενο κόστος στην ανάπτυξη του άυλου περιουσιακού στοιχείου. Το ιστορικό κόστος αντικατοπτρίζει το αρχικό κόστος που προέκυψε από τη δημιουργία του άυλου περιουσιακού στοιχείου, ενώ το κόστος αντικατάστασης ποσοτικοποιεί το εκτιμώμενο κόστος αντικατάστασης του άυλου περιουσιακού στοιχείου ή εναλλακτικά την δημιουργία ισοδύναμου περιουσιακού στοιχείου.

- 8.2.** Ενώ η μέθοδος που βασίζεται στο ιστορικό κόστος μπορεί να πληροί τα κριτήρια αντικειμενικότητας, συνέπειας και αξιοπιστίας, η χρήση της έχει ένα θεμελιώδες μειονέκτημα: δεν υπάρχει απαραίτητα συσχέτιση μεταξύ της δαπάνης σε ένα περιουσιακό στοιχείο και της επακόλουθης αξίας του.
- 8.3.** Η μέθοδος κόστους αντικατάστασης ξεπερνά σε κάποιο βαθμό αυτές τις δυσκολίες. Δεν προκύπτει το πρόβλημα της μετατροπής ενός ιστορικού κόστους σε τρέχον κόστος, δεδομένου ότι η μέθοδος αυτή βασίζεται στις τρέχουσες τιμές. Μπορεί, ωστόσο, να εισαγάγει ένα πρόσθετο πρακτικό εμπόδιο στο ότι η εκτίμηση του κόστους επαναδημιουργίας του άυλου περιουσιακού στοιχείου μπορεί να είναι υποκειμενική εάν δεν υπάρχουν διαθέσιμοι δείκτες αναφοράς της αγοράς.
- 8.4.** Ο εκτιμητής πρέπει να προσδιορίζει και να εφαρμόζει την κατάλληλη μορφή απαξίωσης — λειτουργική, κανονιστική, τεχνολογική ή οικονομική — στην αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων που έχει παρατεθεί στις ανωτέρω μεθόδους.
- 8.5.** Σε γενικές γραμμές, η προσέγγιση βάσει περιουσιακών στοιχείων είναι πιθανό να παράγει τη λιγότερο ρεαλιστική ένδειξη της αξίας των άυλων περιουσιακών στοιχείων και, ως εκ τούτου, χρησιμοποιείται όταν δεν εφαρμόζονται οι προσεγγίσεις εισοδήματος ή αγοράς. Πρακτικά εφαρμόζεται συνήθως για την εκτίμηση εσωτερικά ανεπτυγμένων λογισμικών, τεχνικής και εργαστηριακής τεκμηρίωσης, καθώς και συγκεντρωμένου εργατικού δυναμικού.
- 8.6.** Ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων κατά την εφαρμογή της προσέγγισης βάσει περιουσιακών στοιχείων, ιδίως κατά την εκτίμηση της απαξίωσης, είναι η εναπομένουσα ωφέλιμη ζωή. Υπάρχουν διάφορες τεχνικές για την ανάλυση της εναπομένουσας ωφέλιμης ζωής άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως:

- Εναπομένουσα νομική ζωή (σύμφωνα με τη σύμβαση ή τη νομική προστασία)
- Εναπομένουσα φυσική ζωή (λόγω της ηλικίας)
- Εναπομένουσα τεχνολογική ζωή (όταν η τρέχουσα τεχνολογία είναι πιθανό να θεωρηθεί παρωχημένη)
- Εναπομένουσα οικονομική ζωή (τέλος της παραγωγής κερδών)

Κατά την εφαρμογή της προσέγγισης βάσει περιουσιακών στοιχείων, ο εκτιμητής πρέπει να λαμβάνει υπόψη όλα αυτά τα μέτρα της εναπομένουσας ωφέλιμης ζωής κατά την ανάλυση των διαφορετικών τύπων απαξίωσης.

## 9. Διαδικασίες Συμφιλίωσης

- 9.1.** Η αξιοπιστία της τελικής αξίας του άυλου περιουσιακού στοιχείου εξαρτάται από:
- Τη βάση που υιοθετήθηκε στην εκτίμηση.
  - Όλες τις σχετικές πληροφορίες που είναι διαθέσιμες κατά την ημερομηνία εκτίμησης, λαμβάνοντας υπόψη τους συμβατικούς όρους.
  - Την επιλογή των κατάλληλων μεθόδων, η οποία εξαρτάται από την κρίση του εκτιμητή, λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά του υπό εξέταση περιουσιακού στοιχείου και τα διαθέσιμα δεδομένα.
- 9.2.** Ο εκτιμητής πρέπει να παρέχει το σκεπτικό και την αιτιολόγηση των χρησιμοποιούμενων μεθόδων εκτίμησης, σταθμίζοντας τη διαφορά μεταξύ των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τις εφαρμοσμένες μεθόδους και καταλήγοντας στο τελικό συμπέρασμα της εκτίμησης.

## 10. Νομικές πτυχές στην εκτίμηση της διανοητικής ιδιοκτησίας

- 10.1.** Κατά τη διενέργεια αποτιμήσεων διανοητικής ιδιοκτησίας, είναι ιδιαίτερα σημαντικό ο εκτιμητής να έχει πλήρη επίγνωση όλων των νομικών πτυχών, του προστατευόμενου καθεστώτος, του δικαιώματος διανοητικής ιδιοκτησίας, των διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, των συμφωνιών δικαιόχρησης ή των αξιώσεων τρίτων.
- 10.2.** Κατά την εκτίμηση της διανοητικής ιδιοκτησίας, η οποία χρησιμοποιεί δικαίωμα βάσει άδειας, ο εκτιμητής θα πρέπει επίσης να εξετάσει όλες τις συμβατικές διατάξεις, οι οποίες, μεταξύ άλλων, επηρεάζουν τις καταβολές ενοικίου ή δικαιωμάτων εκμετάλλευσης.
- 10.3.** Η καταχώριση, η προστασία και η μετάδοση των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας υπόκεινται στους εθνικούς και ενωσιακούς νόμους καθώς και τις διεθνείς συμφωνίες. Ο εκτιμητής πρέπει να λαμβάνει υπόψη όλους τους σχετικούς νομικούς παράγοντες των ανωτέρω που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αξία των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων.





# III.

## Εκτίμηση Επιχειρήσεων και Βιωσιμότητα



1. Εισαγωγή
2. Βιωσιμότητα
3. Βιωσιμότητα και Επιχειρήσεις
4. Εκτίμηση και Βιωσιμότητα

## 1. Εισαγωγή

- 1.1. Επιπροσθέτως και με βάση τις συνήθειες ανησυχίες σχετικά με την οικονομική ικανότητα μιας εν λειτουργία επιχείρησης, οι διπλές πιέσεις για δημιουργία δημόσιας πολιτικής και πρακτικής οικονομίας σημαίνει ότι πολλές επιχειρήσεις και όσοι ασχολούνται με αυτές δίνουν μεγαλύτερη προσοχή σε μια σειρά ζητημάτων που αφορούν τους πόρους, υπό την έννοια της βιωσιμότητας. Αναμένεται ότι τόσο ο κανονισμός όσο και το κλίμα της αγοράς θα καταστήσουν όλο και πιο σημαντικά αυτά τα ζητήματα αποτελεσματικότητας και περιβαλλοντικής απόδοσης και βιωσιμότητας σε όσους λειτουργούν, επενδύουν και δανείζουν σε επιχειρήσεις και κατ' επέκταση στην αποτίμησή τους.
- 1.2. Οι επιχειρήσεις ενδεχομένως να έχουν διάφορα κίνητρα για να εξετάσουν γενικές ή ειδικές πτυχές της βιωσιμότητας, όπως είναι για παράδειγμα η ενεργειακή απόδοση ή η μείωση των παραγόμενων αποβλήτων. Αυτά κυμαίνονται από την προσωπική δέσμευση της κάθε επιχείρησης μέχρι την περικοπή εξόδων, από τη συμμόρφωση με τους κανονισμούς μέχρι το να φανεί ως ένα πλεονέκτημα στους πελάτες, να στηρίξει ή να χτίσει τη φήμη της ή την αξία του εμπορικού της σήματος.
- 1.3. Αυτό το μεταβαλλόμενο πλαίσιο με τις αναπτυσσόμενες προσδοκίες της αγοράς, το οποίο επηρεάζει τόσο τις επιδόσεις των συναλλαγών όσο και την αξία του ισολογισμού, θέτει προκλήσεις σε πολλές καθιερωμένες επιχειρήσεις, προσφέρει ωστόσο και ευκαιρίες σε άλλες επιχειρήσεις, υπάρχουσες και νεοσυσταθείσες. Οι επιπτώσεις αυτές μπορούν να είναι άμεσες, όπως η αλλαγή αγορών και η διάρθρωση του κόστους, ή να αφορούν πιο συγκεκριμένες ανησυχίες σχετικά με την φήμη και το εμπορικό σήμα της εκάστοτε επιχείρησης, καθώς εξετάζονται λεπτομερέστερα ιδιαίτερα ζητήματα βιωσιμότητας. Η αυξανόμενη προσδοκία ότι οι επιχειρήσεις θα λογοδοτούν και θα δίνουν αναφορά σχετικά με τις επιδόσεις τους στον τομέα της βιωσιμότητας, μπορεί να προκαλέσει τόσο εσωτερική αναθεώρηση όσο και εξωτερική πρόκληση. Ορισμένοι εταίροι επιχειρήσεων, επενδυτές, δανειοδότες και άλλοι, συμπεριλαμβανομένων των υπαλλήλων, ενδεχομένως να επιθυμούν ολοένα υψηλότερα πρότυπα σε σχέση με τη βιωσιμότητα και να προσδοκούν παρόμοια πρότυπα και από εκείνους με τους οποίους συνεργάζονται.

14. Είναι πολύ σαφές ότι τα ζητήματα αυτά εξελίσσονται, όχι μόνο με τη μεγαλύτερη επιστημονική γνώση και την εμπειρία της πολιτικής, αλλά και με την πολύ μεγαλύτερη εστίαση στον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή σε αυτήν. Όσον αφορά το μετριασμό, πολλά κράτη-μέλη της ΕΕ έχουν υιοθετήσει το στόχο μείωσης των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου ως επίτευξης της κλιματικής ουδετερότητας μέχρι το 2050, ζήτημα το οποίο έχει αναλάβει πλέον η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, γεγονός το οποίο έφερε στο προσκήνιο το Δεκέμβριο του 2019 μια Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία με 49 προτάσεις χρήσης πολιτικής αναφορικά με θέματα κανονισμών, εμπορίου και επενδύσεων για την μείωση των εκπομπών άνθρακα. Η προσαρμογή είναι ζήτημα ανθεκτικότητας στην κλιματική αλλαγή, είτε αφορά πλημμύρες, καύσωνες, έλλειψη νερού ή καταιγίδες. Τόσο οι εν λόγω πιέσεις όσο και η αυξανόμενη δυναμική των πολιτικών παρεμβάσεων ως απάντηση φαίνεται ότι θα οδηγήσουν σε σημαντικές αλλαγές. Όπως ανέφερε και η ανερχόμενη Πρόεδρος της Επιτροπής, Ursula von der Leyen, στην COP25 διάσκεψη για την κλιματική αλλαγή:

*«Ο στόχος μας είναι να καταστεί η πρώτη κλιματικά ουδέτερη ήπειρος μέχρι το 2050. Εφόσον θέλουμε να επιτύχουμε αυτό το στόχο, πρέπει να δράσουμε τώρα.»*

15. Παρουσίαση των προκλήσεων αυτών για τις επιχειρήσεις και τα ακίνητα που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις:

- Όπως παρατηρείται σε περιοχές από τη Βενετία και τη λεκάνη απορροής του Έλβα μέχρι τον κάτω Δούναβη και τις γαλλικές μεσογειακές ακτές, οι δομημένες ιδιοκτησίες με τις ζώες, τις επιχειρήσεις και τις επενδύσεις των ανθρώπων μπορεί να κινδυνεύουν από πλημμύρες, είτε από ξαφνικές καταιγίδες, είτε από εκτεταμένες βροχοπτώσεις, είτε από την άνοδο της στάθμης της θάλασσας, με επακόλουθες επιπτώσεις στις δυνατότητες ανάπτυξης
- Οι περίοδοι καύσωνα καταλήγουν σε αυξανόμενη θνησιμότητα, καθιστούν πολλά κτίρια άβολα προς χρήση και αυξάνουν τον κίνδυνο ευρέων πυρκαγιών
- Η ζέστη και η έλλειψη νερού περιορίζουν τόσο την ανάπτυξη όσο και την παραγωγή τροφής, καθώς επίσης επιβαρύνουν τη δασοκομία
- Ορισμένα πρότυπα χρήσης γης στην Ευρώπη καταλήγουν σε σοβαρή διάβρωση του εδάφους και τα συνεπακόλουθα προβλήματα
- Σε παγκόσμιο επίπεδο, αυτού του είδους οι αλλαγές δυσχεραίνουν τη ζωή και ωθούν στη μετανάστευση.

Το γεγονός αυτό οδήγησε τις χρηματοοικονομικές αρχές να εξελίξουν τις προτάσεις της Ειδικής Ομάδας για τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με το κλίμα, σε προειδοποιήσεις όσον αφορά τον κίνδυνο λανθασμένης τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων, τα οποία ενδεχομένως να αποδειχθούν μη βιώσιμα όσο αποκαλύπτονται οι τρέχουσες τάσεις. Αυτό μπορεί με τη σειρά του να επηρεάσει τις προτάσεις επενδυτών και δανειοδοτών και κατ'επέκταση το κόστος και τη διαθεσιμότητα κονδυλίων για μια επιχείρηση και την αξία των περιουσιακών στοιχείων, όπως την ακίνητη περιουσία, στον ισολογισμό της.

- 1.6.** Ταυτόχρονα με την προώθηση της προσαρμογής και της ανθεκτικότητας έναντι αυτών των προκλήσεων, οι αρμόδιοι χάραξης πολιτικής δίνουν έμφαση στα μέτρα που αφορούν στον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής, πολλά εκ των οποίων βαραινούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων των ακόλουθων:
- Οποιοδήποτε μέτρο αφορά τη μείωση ή την αλλαγή της χρήσης άνθρακα ή την παγίδευση του διοξειδίου του άνθρακα για την απομάκρυνση του διοξειδίου του άνθρακα από την ατμόσφαιρα.
  - Την ανάπτυξη ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.
  - Τη βελτιωμένη ενεργειακή απόδοση κτιρίων και επιχειρήσεων.
  - Μέτρα για την απαλλαγή των μέσων μεταφοράς από ορυκτά καύσιμα ή την βελτιστοποίηση της ποιότητας του αέρα, όπως τους ταξιδιωτικούς περιορισμούς, ενδεχομένως με την αλλαγή τιμών ανά τοποθεσία ή της επιπτώσεις επί των επιχειρήσεων.
- 1.7.** Ευρύτερα ζητήματα γύρω από άλλα περιβαλλοντικά θέματα, από τη βιοποικιλότητα μέχρι την ποιότητα του αέρα και του νερού, τροφοδοτούν τώρα τη συζήτηση για τη βιωσιμότητα και τη βέλτιστη χρήση των πόρων για το μέλλον.
- 1.8.** Η έμφαση μεταξύ των εμπλεκόμενων θεμάτων θα αλλάξει καθώς η νομοθεσία και το κλίμα της αγοράς εξελίσσεται. Αν και ενδέχεται να υπάρχουν ακόμα εξωτερικοί παράγοντες από οικονομικής σκοπιάς, που δεν επηρεάζουν τις αξίες, οι ρυθμίσεις (συμπεριλαμβανομένης της φορολογίας) και οι καινούργιες αγορές, όπως του άνθρακα, ενδέχεται να αυξήσει το αντίκτυπο αυτών ζητημάτων, εν μέρει για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που τίθενται λόγω πολιτικών εξωτερικών παραγόντων. Επομένως, ενώ η αγορά ενδεχομένως να μη λαμβάνει συχνά υπόψιν της τα συγκεκριμένα ζητήματα, πιθανότατα να το κάνει στο μέλλον. Καθώς συγκεκριμένα ζητήματα αποσαφηνίζονται και γίνονται κατανοητά, γίνονται μέρος μιας πάγιας πρακτικής.
- 1.9.** Η ολοένα αυξανόμενη αξία των ζητημάτων ενέργειας, επηρεαζόμενη από το κόστος, τα ζητήματα πόρων και τώρα από τις ανησυχίες της κλιματικής αλλαγής, αποτελεί ένα καλό παράδειγμα αυτής της εξέλιξης. Η εισαγωγή της σταδιακά ενισχυόμενης ρύθμισης (όπως η παρούσα αναδιτύπωση της οδηγίας της ΕΕ για την ενεργειακή απόδοση των κτιρίων με τα αντίστοιχα Πιστοποιητικά Ενεργειακής Απόδοσης (ΠΕΑ) και άλλα εργαλεία) θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη ευαισθησία όσον αφορά την ενεργειακή απόδοση και αποτελεσματικότητα. Αυτό σημαίνει πως τα συστήματα επισήμανσης και πιστοποίησης που χρησιμοποιούν ανεξάρτητες πληροφορίες θα χρησιμοποιούνται πιο συχνά και οι κανονισμοί θα γίνουν πιο αυστηροί. Ενδεχομένως να υπάρξουν επιδοτήσεις για επενδύσεις στη βιωσιμότητα ή κυρώσεις για λιγότερο φιλική προς το περιβάλλον δραστηριότητα, ίσως μέσω του φορολογικού συστήματος. Όλα αυτά έχουν τις επιπτώσεις τους μέσω της ενσωμάτωσης των αρνητικών εξωτερικών επιπτώσεων. Καθώς και όπου ανάλογοι κανόνες και τυχόν διαφορές μεταξύ επιχειρήσεων, που συμμορφώνονται περισσότερο ή λιγότερο, αφορούν τα εμπλεκόμενα μέρη, όπως ιδιοκτήτες, διευθυντές, επενδυτές, δανειοδότες, εργαζόμενους και άλλους, τότε η αγορά θα τους λάβει υπόψιν της, μαζί με άλλους παράγοντες, όσον αφορά την αξία. Ανησυχίες σχετικά με τη λειψυδρία, την ποιότητα του νερού και άλλα ζητήματα ενδεχομένως να ακολουθήσουν ανάλογη γραμμή.

- 1.10.** Πολλά από τα συνδεδεμένα με τη βιωσιμότητα ζητήματα περιλαμβάνουν μια μακροπρόθεσμη προοπτική, όπως προσδοκίες σχετικά με τις τιμές ενέργειας ή τη διαχείριση του περιβαλλοντικού κινδύνου, αν και οι απαραίτητες εξειδικευμένες πληροφορίες ενδέχεται να είναι αβέβαιες και οι μέθοδοι ανάλυσης ακόμα υπό ανάπτυξη. Ωστόσο, αυτοί οι περιορισμοί δεν αποδυναμώνουν τα ζητήματα αυτά.
- 1.11.** Οι εκτιμητές οφείλουν να δρουν εντός των ορίων που ορίζονται από τις επαγγελματικές τους δεξιότητες και τις τρέχουσες προσδοκίες της αγοράς. Αυτό ενδεχομένως να σημαίνει ότι θα πρέπει να επικαλούνται σχετική εμπειρογνωμοσύνη, πιστοποίηση και εκθέσεις αναφορικά με ζητήματα βιωσιμότητας μιας επιχείρησης, παρά να περιμένουν να τα προετοιμάσουν προσωπικά. Είναι συνεπακόλουθο των υπαρχουσών πρακτικών ως προς περιβαλλοντικά ζητήματα, όπως η εκτίμηση της ρύπανσης, ο αμίαντος, ο κίνδυνος πλημμύρας ή η διάβρωση του εδάφους, για τα οποία οι εκτιμητές θα πρέπει να είναι σε θέση να κατανοήσουν το νόημα εξειδικευμένων αναφορών και να κρίνουν τη βαρύτητα που θα πρέπει να τους προσδώσουν. Οι εκτιμητές μπορούν να αξιολογήσουν μόνο με βάση την αγορά αυτή καθαυτή κι όχι με βάση μελλοντικές υποθέσεις. Αυτό το κομμάτι των ΕΠΕΕ προσφέρεται στους εκτιμητές για να τους βοηθήσει να συνειδητοποιήσουν και να ευαισθητοποιηθούν σε τέτοια ζητήματα, καθώς και για να τα κατανοήσουν καθώς οι αγορές εξελίσσονται.

## 2. Βιωσιμότητα

- 2.1.** Γενικά, ως βιωσιμότητα νοείται η ικανότητα ενός πράγματος να αντέχει. Αν και το παρόν απόσπασμα εστιάζει στις περιβαλλοντικές πτυχές της βιωσιμότητας, έχει και οικονομικές και κοινωνικές διαστάσεις και ενδεχομένως πολλά ζητήματα οικονομικής βιωσιμότητας να έχουν ήδη αποτελέσει αντικείμενο αξιολόγησης. Πράγματι, οικονομικές έννοιες όπως το βιώσιμο κέρδος και η βιώσιμη ταμειακή ροή υπήρχαν πολύ πριν την τις τρέχουσες χρήσεις της λέξης. Ανθεκτικότητα είναι η ικανότητα αντοχής, απορρόφησης και αποκατάστασης μετά από κάποιο σοκ – κάτι το οποίο ορισμένες φορές περιγράφεται ως «καλύτερη επαναφορά».
- 2.2.** Δεδομένου ότι οι πιέσεις στους πόρους και τα φυσικά συστήματα έχουν αυξηθεί, η προσοχή έχει επικεντρωθεί στον βαθμό με τον οποίο αυτή η ικανότητα μπορεί να προστατευθεί μέσω παρέμβασης και σωστής διαχείρισης. Η επικέντρωση στους περιβαλλοντικούς περιορισμούς έχει οδηγήσει στο να ορίσουμε τη βιωσιμότητα ως βελτίωση της ποιότητας της ανθρώπινης ζωής στη φέρουσα ικανότητα υποστήριξης των οικοσυστημάτων.
- 2.3.** Βιώσιμη Ανάπτυξη – Αυτή η προσέγγιση υπονοεί τα προβλήματα που προκύπτουν από την προσπάθεια συμβιβασμού της έννοιας της βιωσιμότητας με οποιαδήποτε ενέργεια ή αλλαγή. Η έννοια της «βιώσιμης ανάπτυξης» προωθήθηκε από την Παγκόσμια Επιτροπή για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη (από την Επιτροπή της Brundtland) στην αναφορά του 1987. Υπήρξε έκτοτε βασική συνιστώσα σε πολλές συζητήσεις πολιτικής για οικονομική, κοινωνικά και περιβαλλοντικά ζητήματα. Στην εν λόγω Αναφορά, η Επιτροπή της Brundtland όρισε το Κοινό μας Μέλλον ως:

*«ανάπτυξη η οποία ανταποκρίνεται στις ανάγκες των σύγχρονων γενιών χωρίς να διακινδυνεύεται η ικανότητα των μελλοντικών γενιών να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες».*

Οι προτάσεις της Επιτροπής της Brundtland εγκρίθηκαν από τη Συνδιάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη που διεξήχθη το 1992 στο Ρίο Ντε Τζανέιρο, συμπεριλαμβανομένης της Επιτροπής των Ηνωμένων Εθνών για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, γεγονός το οποίο προσέλκυσε την προσοχή τόσο σε εθνικό όσο και παγκόσμιο επίπεδο.

- 2.4. Απεδείχθη μια ανθεκτική και ευρεία έννοια. Η διατύπωσή της δε χρειάζεται να εκτελεί χρέη διαίτησας στους οικονομικούς, περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς στόχους της, όταν αυτοί συγκρούονται. Πράγματι, καθώς η έμφαση μεταξύ αυτών των στόχων ποικίλλει ανάλογα με τα εμπλεκόμενα μέρη, τις καταστάσεις και τη χρονική στιγμή, αυτή η ρευστότητα μπορεί να βοηθήσει στη γενική αποδοχή του, αν όχι στην ανθεκτικότητά του. Δεν υπάρχει πιο ακριβής ορισμός. Αυτός ο ορισμός θα έχει διαφορετικές εκδοχές ανάλογα με τους ανθρώπους, το πλαίσιο και τη χρονική στιγμή.
- 2.5. Με την αναπτυσσόμενη δυναμική τέτοιων συζητήσεων πολιτικής, η βιώσιμη ανάπτυξη μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητή ως διαδικασία παρά ως προκαθορισμένος στόχος, μια διαδικασία η οποία επηρεάζεται όλο και περισσότερο από τις ανησυχίες για την κλιματική αλλαγή και τους πόρους.
- 2.6. Μια σειρά εργαλείων και εννοιών δημιουργήθηκαν για την εξέταση περιβαλλοντικών ζητημάτων ιδιοκτησίας, συμπεριλαμβανομένης της Αξιολόγησης του Κύκλου Ζωής, του εγχειρήματος «Cradle to Cradle», της ανάλυσης του Ενεργειακού Αποτυπώματος και των πράσινων κτιρίων. Ευρύτερα, η χρήση εννοιών όπως το αποτύπωμα άνθρακα, το Φυσικό κεφάλαιο και οι υπηρεσίες οικοσυστήματος παίζουν και αυτές το ρόλο τους στην χάραξη πολιτικής και τη δημόσια επιλογή, επηρεάζοντας τη συμπεριφορά σε ιδιωτικό επίπεδο. Εξετάζουν ποικιλοτρόπως την επιρροή της ανάπτυξης σε περιβαλλοντικά και οικολογικά συστήματα διαχρονικά, με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στη χρήση πηγών και με μικρότερη υποβάθμιση του περιβάλλοντος, αναπτύσσοντας ανθεκτικότητα και προσαρμοστικότητα, λαμβάνοντας ταυτόχρονα υπόψη την κοινωνική ισότητα. Όλα αυτά υπολογίζονται μέσω ενός ευρέος φάσματος ελέγχων, διαδικασιών και δεικτών, τα οποία επιχειρούν να συλλάβουν τις διάφορες πλευρές της ευρύτερης έννοιας και να επηρεάσουν τις αποφάσεις και κατά συνέπεια να αυξήσουν την επιρροή τους επί των αγορών και των επιχειρήσεων. Αυτό δεν επιτυγχάνεται μόνο μέσω της δημόσιας πολιτικής και των κανονισμών, αλλά και μέσω των αντιλήψεων της αγοράς και των απαιτήσεων των επενδυτών, των επιχειρήσεων και των πελατών τους.

- 2.7.** Μια πρόκληση σε αυτή την ανάλυση είναι το να κατανοήσουμε σε κάθε περίπτωση ξεχωριστά το κατά πόσο η βιωσιμότητα προσθέτει ή αφαιρεί από την αξία. Μπορεί να θεωρηθεί τόσο κόστος όσο και περιορισμός. Ομοίως, μπορεί να συναντήσουμε οικονομικές ευκαιρίες και στην πράσινη ανάπτυξη, μαζί με την τεχνική καινοτομία που αυτή συνεπάγεται, ενώ η τήρηση των προτύπων μπορεί να προστατεύσει ή και να ενισχύσει την αξία. Από τη στιγμή που ένα ρυθμιστικό πρότυπο ή ένα πρότυπο αγοράς θεωρείται ως ο κανόνας, η μη τήρησή του μπορεί να έχει ως συνέπεια τις κυρώσεις επί των ακινήτων που δεν συμμορφώνονται με αυτόν.
- 2.8.** Σε ευρύτερο επίπεδο, αρμόζει να εξετάσουμε την οικονομική ανάπτυξη ως μια πρόκληση για τις περιβαλλοντικές ανησυχίες, ωστόσο υπάρχουν αποδείξεις (ορισμένες φορές συνοψίζονται στην περιβαλλοντική καμπύλη Kuznets) ότι τα υψηλότερα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης μπορεί να συνεπάγεται μικρότερη περιβαλλοντική υποβάθμιση, ίσως εν μέρει επειδή τότε είναι διαθέσιμοι οι πόροι για την αντιμετώπιση ζητημάτων ιδιαίτερου ενδιαφέροντος και επειδή η φύση της οικονομικής δραστηριότητας και η τεχνολογία που χρησιμοποιείται αλλάζει. Αυτή η μετάβαση με την αυξανόμενη οικονομική δραστηριότητα φαίνεται να μειώνει πρώτες τις τοπικές εξωτερικές επιδράσεις, με ευρύτερες εξωτερικές επιδράσεις να επηρεάζουν τα υψηλότερα εισοδήματα. Καθώς αναπτύσσονται τεχνικές υποβάθμισης, γίνεται ολοένα και ευκολότερο για τους υπολοίπους να τις υιοθετήσουν.
- 2.9.** Η αυξανόμενη γνώση, η τεχνογνωσία και η επιστημονική πρόοδος επιφέρουν με τη σειρά τους νέες προκλήσεις – λίγοι θα είχαν προβληματιστεί από τις εκπομπές CO<sub>2</sub> πριν από 40 χρόνια – αλλά και νέους τρόπους προσαρμογής σε αυτές και μετριάσής τους.
- 2.10.** Καθώς οι έννοιες αποσαφηνίζονται επί του πρακτέου και η καθοδήγηση εξελίσσεται, τόσο πιο πιθανό καθίσταται να δημιουργηθούν άυλα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία θα χρήζουν και τα ίδια εκτίμησης, όπου μπορούν να διαχωριστούν από το υπό εξέταση περιουσιακό στοιχείο.
- 2.11.** Όπως είναι φυσικό, οι εξελίξεις αυτές γίνονται θέμα διερεύνησης από τους εκτιμητές. Το Σύμφωνο εκτίμησης του Βανκούβερ του 2007 ήταν ένα πρώιμο φόρουμ διεθνούς συζήτησης ζητημάτων εκτιμήσεων που σχετίζονται με το διάλογο περί βιωσιμότητας: *«μια δέσμευση από τις οργανώσεις που ασχολούνται με τα κριτήρια αξιολόγησης παγκοσμίως να αρχίσουν να ξεκινήσουν να περιλαμβάνουν τη βιωσιμότητα στην εκτίμηση και τις αξιολογήσεις»*, έτσι ώστε να καταστεί βασικό μέλημα.
- 2.12.** *«Αποτύπωμα Άνθρακα»* - Ορισμένες επιχειρήσεις, ίσως εκείνες κυρίως που αφορούν καταναλωτές, επιθυμούν να εξηγήσουν τις περιβαλλοντικές τους επιπτώσεις, χρησιμοποιώντας ως μέσο μάρκετινγκ τη μείωση τους, τόσο για την τρέχουσα φήμη τους όσο και για την υστεροφημία τους, καθώς και για τα σχετικά οφέλη ως προς την αποτελεσματικότητα και την ενδεχόμενη μείωση του κόστους. Ένα από τα μέτρα προς αυτό είναι η εκτίμηση του όγκου του άνθρακα που χρησιμοποιήθηκε κατά τη λειτουργία μιας επιχείρησης. Για τις επιχειρήσεις παραγωγής, ο όγκος αυτός αφορά και τον άνθρακα που εκπέμπεται για την κατασκευή, τη συσκευασία, τη μεταφορά και την αποθήκευση των αγαθών αλλά ισχύει και ευρύτερα για επιχειρήσεις στον τομέα των υπηρεσιών και στους πρωτογενείς τομείς της οικονομίας. Κάτι τέτοιο απαιτεί τυπικά πρότυπα εξωτερικής επαλήθευσης ή πιστοποίησης.



- 2.13.** Χρήση Υλικών – Γενικότερα, για κάθε επιχείρηση αυτό σχετίζεται με μια ευρύτερη εκτίμηση της βιώσιμης χρήσης πρώτων υλών, με τις όποιες περιβαλλοντικές τους επιπτώσεις, με τα πάντα να είναι δυναμικά στο στόχαστρο, από τις επιπτώσεις στα τροπικά δάση (όπως με τη χρήση του φοινικέλαιου) μέχρι και τα πλαστικά μιας χρήσης. Αυτό σχετίζεται με την αυξανόμενη εστίαση της πολιτικής στην επίτευξη μιας «*κυκλικής οικονομίας*» στην οποία χρησιμοποιημένα υλικά και υπολείμματα δεν αποτελούν πλέον απόβλητα αλλά χρησιμοποιούνται ως ανακυκλώσιμη πρώτη ύλη, χρησιμοποιώντας όσο περισσότερο γίνεται τους πόρους, με ένα ελάχιστο αριθμό αυτών να καταλήγουν σε χώρους υγειονομικής ταφής. Παράλληλα με την εστίαση στις τρέχουσες επιχειρησιακές διαδικασίες και τα ζητήματα σχεδιασμού, κάτι τέτοιο θα αποτελέσει τόσο πρόκληση όσο και ευκαιρία για τις επιχειρήσεις από τους κατασκευαστικούς τομείς μέχρι τους τομείς της πληροφορικής.
- 2.14.** Απόβλητα και Ρύπανση – Η Οδηγία- Πλαίσιο για τα απόβλητα 2008/98 της ΕΕ καθιέρωσε μια ιεραρχία αποβλήτων πέντε σταδίων προς εφαρμογή από τα κράτη-μέλη, η οποία βασίζεται σε μια ανάλυση του κύκλου ζωής των υλικών και της μείωσης του όγκου των υλικών που επιτέλους απομακρύνθηκαν από το σύστημα διάθεσης αποβλήτων, το οποίο θα πρέπει να θεωρείται ως η έσχατη λύση. Τα πέντε αυτά στάδια είναι τα ακόλουθα:
- Πρόληψη αποβλήτων – πρόληψη και μείωση της παραγωγής αποβλήτων
  - Επαναχρησιμοποίηση και προετοιμασία για επαναχρησιμοποίηση των αποβλήτων — Δίνουμε στα προϊόντα μια δεύτερη ευκαιρία πριν γίνουν απόβλητα
  - Ανακύκλωση αποβλήτων – οποιαδήποτε εργασία επαναξιοποίησης μέσω της οποίας τα υλικά μετατρέπονται σε προϊόντα, υλικά ή ουσίες είτε για τους αρχικούς ή άλλους σκοπούς. Σε αυτές τις εργασίες περιλαμβάνεται η κομποστοποίηση αλλά όχι η αποτέφρωση.
  - Ανάκτηση από τα απόβλητα – συμπεριλαμβανομένης της αποτέφρωσης ορισμένων αποβλήτων.
  - Διάθεση αποβλήτων – διαδικασίες διάθεσης αποβλήτων, όπως η υγειονομική ταφή, η αποτέφρωση, η πυρόλυση, η αεριοποίηση και ισοδύναμες λύσεις.

Αυτό οδήγησε στο Σχέδιο Δράσης Κυκλικής Οικονομίας της ΕΕ το Μάρτιο του 2019, το οποίο θα αποτελέσει κομβικό σημείο της προτεινόμενης Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας.

- 2.15.** Η προτεινόμενη Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία προωθεί τις υφιστάμενες ανησυχίες αναφορικά με τη ρύπανση του περιβάλλοντος, συμπεριλαμβανομένης της ρύπανσης από τη βιομηχανία, με ένα «*Σχέδιο δράσης της ΕΕ για μηδενική ρύπανση του αέρα, του νερού και του εδάφους*».
- 2.16.** Αποτίμηση Φυσικού Κεφαλαίου και Οικοσυστημικών Υπηρεσιών - Ένας αυξανόμενος όγκος εργασιών, αρχικά για τον προσδιορισμό και την εφαρμογή της οικονομικής και περιβαλλοντικής πολιτικής, αλλά τώρα και για τις αγορές, τις επιχειρήσεις και τη διαχείριση, αναπτύσσει προσεγγίσεις για την αποτίμηση τέτοιων πόρων και περιβαλλοντικών ζητημάτων όπως:
- Ρύπανση, ενέργεια και υλικά
  - Προστασία του περιβάλλοντος και διαχείριση πόρων

- Φυσικοί πόροι
- Εκτίμηση ροών μη εμπορεύσιμων προϊόντων και περιβαλλοντικά προσαρμοσμένων μακροοικονομικών μεγεθών.

Με τη σημείωση των ισχυουσών κατευθυντήριων γραμμών για την ενσωμάτωση των υπηρεσιών οικοσυστήματος στη λήψη αποφάσεων, η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία προτείνει «όλες οι πολιτικές της ΕΕ να συμβάλλουν στο διατήρηση και την αποκατάσταση του φυσικού κεφαλαίου της Ευρώπης».

- 2.17.** Το υποκείμενο μοντέλο δείχνει το υφιστάμενο απόθεμα της φύσης, είτε αναγνωρίζεται από τις αγορές είτε όχι, καθώς το φυσικό κεφάλαιο εμπλέκεται σε υπηρεσίες από την τροφή ως την ποιότητα του αέρα και του νερού και από πολιτιστικά τοπία έως την ποιότητα του εδάφους και την επικοινωνία. Η διάβρωση του φυσικού κεφαλαίου μειώνει το απόθεμα της φύσης. Η δημιουργία περισσότερων υπηρεσιών για το οικοσύστημα ενδέχεται να το αυξήσει. Αν και τυπικά συζητείται με όρους διαχείρισης γεωργικών γαιών και ακινήτων, ίσως να διακυβεύεται η αποτελεσματικότητα των επιχειρησιακών διεργασιών, όπως η μείωση των αποβλήτων ως μέρος της κίνησης προς μια κυκλική οικονομία. Για τις επιχειρήσεις δημοσίου προφίλ, η καταπολέμηση ανάλογων ζητημάτων θα αποτελεί μέρος της παρουσιάσής τους στις αγορές και της διαχείρισης της φήμης τους.
- 2.18.** Η εξελισσόμενη διερεύνηση αυτού του είδους εννοιών ως εργαλείων επιλογής δημοσίων πολιτικών και ιδιωτικών συναλλαγών για τον ορισμό της αξίας, όπως αυτή θα συμφωνηθεί μεταξύ αγοραστών και πωλητών, προς επίτευξη περιβαλλοντικών αποτελεσμάτων, ενδέχεται να φέρει στον συγκεκριμένο τομέα μηχανισμούς της αγοράς και βοήθεια για την επίλυση των πολυάριθμων τρεχουσών εξωτερικών επιπτώσεων.
- 2.19.** Αυτού του είδους οι προσεγγίσεις, οι οποίες συνήθως προκύπτουν από το περιβαλλοντικό υπόβαθρο των χρηματοοικονομικών αλλά με τη χρήση όρων γνωστών προς τους εκτιμητές, τείνουν να προσδιορίζουν τις αξίες με βάση πολύ διαφορετικές παραδοχές από αυτές που απαιτούνται από το επάγγελμα του εκτιμητή, οι οποίες μπορεί να μην είναι πάντα ιδιαίτερες αντικειμενικές. Οι εκτιμήσεις που προκύπτουν, οι οποίες συνήθως αντικατοπτρίζουν εξωτερικές επιπτώσεις και συχνά είναι πολύ ευαίσθητες σε αλλαγές στις παραδοχές, μπορούν ωστόσο να είναι χρήσιμες στη χάραξη δημόσιας πολιτικής, αναλόγως με το πόσο ρεαλιστικές είναι αυτές οι υποθέσεις και πόσο ακριβής η ανάλυσή τους. Εντούτοις δεν θα αποτελέσουν ούτε Αγοραία Αξία ούτε Έυλογη Αξία.
- 2.20.** Αυτού του είδους οι εκτιμώμενες για το Φυσικό Κεφάλαιο αξίες φαίνεται ότι γίνονται καλύτερα κατανοητές ως Επενδυτική Αξία (βλ. *Ευρωπαϊκά Εκτιμητικά Πρότυπα, EVS 2*), ήτοι η αξία για την κοινωνία (ή οποιοδήποτε άλλο ενδιαφερόμενο μέλος) του υπό μέτρηση αντικείμενου. Αυτό βοηθά τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να λάβουν αποφάσεις, όταν τάσσονται έναντι του κόστους των επιλογών τους, και κατ' επέκταση τους ενημερώνει ως αγοραστές, ενεργώντας για λογαριασμό της κοινωνίας, σε αναζήτηση αλλαγών στη συμπεριφορά σε ιδιωτικό επίπεδο. Αυτές οι εκτιμήσεις που βασίζονται περισσότερο στην οικονομική πλευρά του οικοσυστήματος, φαίνονται να σχετίζονται περισσότερο με τη σύγκριση των διαθέσιμων επιλογών χρησιμοποιώντας σχετικές αξίες, παρά προσδιορίζοντας απόλυτες αξίες.

- 2.21. Όπου αυτό οδηγεί στην αγορά δημόσιων αγαθών, είτε άμεσα μέσω κρατικών οργανισμών είτε από άλλα σώματα όπως εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο συγκεκριμένο τομέα για δικούς τους σκοπούς, διαφαίνεται η εμφάνιση τιμών συναλλαγής, γεγονός το οποίο συμφέρει τόσο τους αγοραστές όσο και τους πιθανούς παρόχους αυτού του είδους υπηρεσιών να έρθουν σε συμφωνία. Αυτές οι τιμές μπορεί να είναι ανάλογες με την Εύλογη Αξία, και ίσως ακόμα και με την Αγοραία Αξία, καθώς συγκεντρώνεται ένα μεγαλύτερο μέγεθος εμπειρίας και συγκρίσιμων μεγεθών.

### 3. Βιωσιμότητα και Επιχειρήσεις

- 3.1. Ειδικά μετά τη Συμφωνία του Παρισιού το 2015 για την κλιματική αλλαγή, οι εργασίες για τη βιωσιμότητα υπαγορεύονται ολοένα και περισσότερο από τις κλιματικές ανησυχίες, με έμφαση στα ζητήματα ενέργειας και άνθρακα.

- 3.2. Ακόμα και με τη συνεχώς αυξανόμενη βαρύτητα της κλιματικής αλλαγής ως πηγής πολιτικής ανησυχίας, τα ενεργειακά κόστη ενδέχεται να αφορούν μόνο το 1% του κόστους λειτουργίας ορισμένων επιχειρήσεων, ενώ το κόστος προσωπικού μπορεί να ανέρχεται στο 85% του κόστους λειτουργίας για τον μισθωτή ενός γραφείου. Τέτοιου είδους συντελεστές έχουν περιορίσει τις επιπτώσεις των ενεργειακών ζητημάτων. Ωστόσο, θα μπορούσαν ομοίως να σημαίνουν ότι οι πτυχές του κατασκευαστικού τομέα που επηρεάζουν το εργασιακό περιβάλλον και κατ' επέκταση την άνεση των υπαλλήλων, δεν τυχαίνουν της αρμόζουσας αναγνώρισης, αν και αυτό μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον οικονομικό κύκλο.

- 3.3. Για τους ιδιοκτήτες και τις επιχειρήσεις που κρίνουν καθαρά εμπορικά, η απαραίτητη επένδυση οφείλει να επιδείξει μια ικανοποιητική απόδοση. Μπορεί η απαραίτητη επένδυση στον εξοπλισμό του κτιρίου (θέρμανση, εξαερισμός, κλιματισμός) να μην φαίνεται να δικαιολογείται από τα οικονομικά οφέλη της βελτιωμένης ενεργειακής αποτελεσματικότητας, αλλά ενδεχομένως να είναι αποδοτική υπό όρους πρόσληψης προσωπικού ή συντήρησης.

- 3.4. Καθώς οι επιχειρήσεις επιλέγουν, ή αναμένονται όλο και περισσότερο, να λειτουργούν με μεγαλύτερη ευαισθησία ως προς τα συγκεκριμένα ζητήματα, οι ιδιοκτήτες και οι πελάτες τους ίσως να τείνουν να απαιτούν σχετικότερα διαπιστευτήρια προς απόδειξη αυτού. Για μεγαλύτερες επιχειρήσεις, τέτοια διαπιστευτήρια ενδεχομένως περιλαμβάνουν:

- Την αυξανόμενη προσδοκία να αναφέρουν την απόδοσή τους στον συγκεκριμένο τομέα
- Επίδειξη Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης (CSR)
- Δέσμευση Μείωσης Αποτυπώματος Άνθρακα (CRC)
- Διαπίστευση σύμφωνα με το ISO 14001- το διεθνές πρότυπο συστημάτων περιβαλλοντικής διαχείρισης ή το EMAS, το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα οικολογικής διαχείρισης και οικολογικού ελέγχου.

Ένα από τα παραδείγματα αυτού του είδους δέσμευσης από όλα τα εμπλεκόμενα μέρη μπορεί να είναι η χρήση «*πράσινων μισθώσεων*».

**3.5.** «*Πράσινο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*» - 34 κεντρικές τράπεζες και χρηματοπιστωτικοί επόπτες, που αντιπροσωπεύουν την εποπτεία των 2/3 των σημαντικών συστημικών τραπεζών και ασφαλιστών παγκοσμίως, δημιούργησαν το Πράσινο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (NGFS) το 2017, στο πλαίσιο του οποίου συμφωνήθηκε:

- Να ενσωματωθεί η παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων που συνδέονται με το κλίμα στην καθημερινή εποπτική εργασία, με την προσδοκία ότι η χρηματοδότηση θα λαμβάνει υπόψιν τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους της κλιματικής αλλαγής καθώς και την αναγνώριση των κινδύνων.
- Να διευκολύνεται η πρόσβαση σε δεδομένα που αφορούν τους σχετικούς με το κλίμα κινδύνους.
- Να δομηθεί η ικανότητα και η γνώση για τη διαχείριση κινδύνων σχετικών με το κλίμα σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Το Πράσινο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα ενθαρρύνει την ανάπτυξη συστημάτων μετρήσεων και ταξινόμησης για την ταυτοποίηση των οικονομικών δραστηριοτήτων που συμβάλλουν στη μετάβαση προς μια οικονομία πράσινη και χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα, η οποία θα στηρίζει τους χρηματοπιστωτικούς παράγοντες στην επίτευξη βιώσιμων επενδύσεων και αποφάσεων δανειοδότησης. Όπως εξήγησαν από κοινού οι Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών του Ηνωμένου Βασιλείου και της Γαλλίας με τον Πρόεδρο του NGFS τον Απρίλιο του 2019, ο στόχος είναι να αποφύγουμε:

*«Μια ‘Minsky moment’ ως απόρροια του κλίματος - ένας όρος ο οποίος χρησιμοποιείται για να αναφερθούμε σε ξαφνική κατάρρευση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων».*

**3.6.** Η νέα Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Christine Lagarde, δήλωσε ότι η στρατηγική επισκόπηση της ΕΚΤ για το 2020:

*«... θα περιλαμβάνει την τεράστια πρόκληση που θέτει στον καθένα μας η κλιματική αλλαγή, όπου κι αν βρίσκεται και όποια και να είναι η αποστολή του ή τα καθήκοντά του...θα μπορούμε στην μάχη που άρχισε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ελπίζω κι άλλα Ευρωπαϊκά Θεσμικά Όργανα, και θα δούμε πού και πώς μπορούμε να συμμετέχουμε σε αυτή την ιδιαίτερη προσπάθεια».*

*Δήλωση και Συνέντευξη Τύπου, 12 Δεκεμβρίου 2019*

Αν και η νομισματική πολιτική από μόνη της μπορεί να έχει περιορισμένο άμεσο ρόλο, οι οικονομικές αγορές που επηρεάζονται από τις αρχές επηρεάζουν και αυτές με τη σειρά τους σημαντικά τις επιχειρήσεις και όλους τους δρώντες. Για παράδειγμα, αξιοσημείωτα καιρικά γεγονότα μπορεί να προκαλέσουν μεγάλες απώλειες στους ασφαλιστές των οποίων οι επενδύσεις παίζουν σημαντικό ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η αύξηση της ευαισθητοποίησης σχετικά με τους πιθανούς κινδύνους μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την προσεκτικότερη τιμολόγηση από τους δανειστές και τους επενδυτές. Τα εργαλεία της ΕΚΤ προς τον σκοπό αυτό περιλαμβάνουν:

- Τραπεζική εποπτεία, με ευαισθητοποίηση ως προς τους κινδύνους, ώστε οι τράπεζες να μπορούν να τους διαχειρίζονται αποτελεσματικά.
- Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, με κοινοποίηση των κινδύνων που διατρέχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα από την αλλαγή του κλίματος.
- Ορισμένες επενδύσεις σε πράσινα ομόλογα.

**3.7.** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέγγειλε τον Μάρτιο του 2018 Σχέδιο Δράσης για τη Χρηματοδότηση της Βιώσιμης Ανάπτυξης (Σχέδιο Δράσης), με τρεις ευρείς στόχους:

- Τον επαναπροσανατολισμό της ροής κεφαλαίων προς μια πιο βιώσιμη οικονομία.
- Τη διατήρηση της βιωσιμότητας στη διαχείριση κινδύνων.
- Την ενίσχυση της διαφάνειας και του μακροπρόθεσμου σχεδιασμού.

Τα Θεσμικά Όργανα της ΕΕ προχώρησαν τη συζήτηση και στην πιθανότητα ενός «παράγοντα στήριξης της πράσινης ανάπτυξης» για την προσαρμογή των κεφαλαιακών απαιτήσεων όπως αυτές επιβάλλονται από τον «φιλικό προς το περιβάλλον» δανεισμό, όπως ακριβώς παρέιχαν ευνοϊκότερη μεταχείριση στον δανεισμό μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, μετά την οικονομική κρίση του 2008.

**3.8.** Η διεθνής Ειδική Ομάδα για τις Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες που σχετίζονται με το Κλίμα (TCFD), με υποστηρικτές σε τράπεζες, εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων, συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστές, οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, λογιστικές εταιρείες, συμβουλευτικές μετοχικές υπηρεσίες, με ισολογισμό πάνω από 120 τρις \$, διαδραματίζει καίριο ρόλο. Καθιστά τις κλιματικές συμφωνίες εκ μέρους των επιχειρήσεων μέρος της λήψης αποφάσεων επί οικονομικών θεμάτων σε αυτό το επίπεδο, με τις όποιες επιπτώσεις επί των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων:

- Φυσικών κινδύνων από την έκθεση υποθηκευμένων περιουσιακών στοιχείων στον κίνδυνο πλημύρας και τις επιπτώσεις ακραίων καιρικών φαινομένων σε κίνδυνο δημόσιου χρέους
- Κινδύνων μετάβασης συμπεριλαμβανομένης της έκθεσης σε τομείς εντατικής παραγωγής άνθρακα και δανεισμό με νέες απαιτήσεις αναφορικά με τη βιωσιμότητα.

Το έργο του TCFD αποσκοπεί επίσης στην παροχή πληροφοριών στις αγορές που θα επιτρέψουν την αποτελεσματική και δυναμική κατανομή του κεφαλαίου όπου θα υποστηρίζεται καλύτερα η δημιουργία αξίας. Ο καθορισμός, ο εντοπισμός και η αξιολόγηση των κινδύνων βοηθά στην κατανομή οικονομικών πόρων για τη χρηματοδότηση μιας ανθεκτικής και βιώσιμης ανάπτυξης.

**3.9.** Αυτές οι τάσεις μεταδίδονται μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η Έκθεση οικονομικής σταθερότητας του ΔΝΤ περιλαμβάνει πλέον και ένα κεφάλαιο για τη βιώσιμη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης της ακόλουθης άποψης:

*«Ο πιθανός αντίκτυπος των κλιματικών κινδύνων είναι μεγάλος, μη γραμμικός και δύσκολο να εκτιμηθεί. Οι απώλειες από τον κίνδυνο που σχετίζεται με το κλίμα επηρεάζουν άμεσα και έμμεσα το χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσω της χαμηλότερης*

*οικονομικής ανάπτυξης και των αυστηρότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Οι ασφαλιστικές απαιτήσεις από φυσικές απώλειες έχουν ήδη τετραπλασιαστεί από τη δεκαετία του 1980».*

Το 2017, το One Planet συγκέντρωσε μια ομάδα επενδυτικών ταμείων, συμπεριλαμβανομένης της Υπηρεσίας Επενδύσεων του Κουβέιτ, με περιουσιακά στοιχεία 15 τρισεκατομμυρίων δολαρίων και στόχο να ενσωματώσουν την κλιματική αλλαγή στο χαρτοφυλάκιο τους. Υπάρχει μια αυξανόμενη συνειδητοποίηση ότι αυτά τα ζητήματα μπορεί να επηρεάσουν τον τρόπο με τον οποίο οι κατανομές κεφαλαίων θα συνεχίσουν να κινούνται μεταξύ των διαφόρων τομέων, των περιουσιακών στοιχείων και των τοποθεσιών, αφήνοντας ορισμένους «εκτεθειμένους» απέναντι στις νέες προσεγγίσεις στις υποδομές και τη χρήση της γης.

- 3.10.** Οι υπηρεσίες χρηματοοικονομικών δεδομένων, όπως η MSCI, συλλέγουν και αναλύουν τώρα κλιματικά δεδομένα ως μέρος της υπηρεσίας που προσφέρουν με τον Remy Briand, επικεφαλής του ESG της MSCI, να δηλώνει:
- «Πιστεύουμε ότι η κλιματική αλλαγή θα γίνει μακροπρόθεσμα ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες επενδύσεων. Οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να είναι σε θέση να αναλύσουν την έκθεση των χαρτοφυλακίων τους σε κλιματικούς κινδύνους, ενώ παράλληλα θα πρέπει να είναι σε θέση να λογοδοτούν ως προς την στρατηγική τους για το κλίμα».*

*Environmental Finance, Φθινόπωρο 2019*

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δείχνουν τώρα μεγαλύτερο ενδιαφέρον για αυτά τα θέματα. Το 2018, η Moody's προσδιόρισε 11 τομείς, συμπεριλαμβανομένης της ναυτιλίας, της βιομηχανίας χάλυβα και της αυτοκινητοβιομηχανίας, που θεωρείται ότι διατρέχουν κίνδυνο υποβάθμισης σε αξιολογήσεις εξαιτίας των ανησυχιών για τις εκπομπές άνθρακα, ενώ η Fitch εισήγαγε «βαθμολογίες καταλληλότητας» για να δείξει πώς οι αποφάσεις της για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζονται από τέτοιους παράγοντες. Τα εξετάζουν επίσης σε ένα ευρύτερο πλαίσιο αναφορικά με την ικανότητα μια επιχείρησης να διαχειριστεί νέους κινδύνους, με τη Moody's να συμβουλεύει:

*«Μια ισχυρή οικονομική θέση και μια χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση είναι σημαντικά χαρακτηριστικά για τη διαχείριση αυτών των περιβαλλοντικών και κοινωνικών κινδύνων».*

*<https://www.moody's.com/research/Moodys-changes-ExxonMobils-outlook-to-nega-tive-->*

*PR\_413126, 19 Νοεμβρίου 2019*

Επί του παρόντος μη παγιωμένες περιβαλλοντικές υποχρεώσεις (όπως οι σχετικές με τη ρύπανση του εδάφους) ενδέχεται σε ορισμένες περιπτώσεις να αποδειχθούν σημαντικές σε σύγκριση με τον ισολογισμό μιας εταιρείας. Τόσο οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας όσο και οι τράπεζες μπορεί να εξετάζουν την έκθεση μιας επιχείρησης σε πιθανά μέτρα πολιτικής αυτού του είδους, όπως οι φόροι για την εκπομπή άνθρακα ή άλλες ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Αυτό στη συνέχεια εξελίσσεται σε μια επιπρόσθετη πίεση στις εταιρείες να παράγουν δεδομένα ως προς τις περιβαλλοντικές τους επιδόσεις, να κάνουν παρουσιάσεις σε δανειστές, επενδυτές και άλλους.

- 3.11.** Αυτές οι αναπτυσσόμενες τάσεις στον τομέα της «πράσινης χρηματοδότησης»,

συμπεριλαμβανομένων των «πράσινων στεγαστικών δανείων», θα εξελιχθούν περαιτέρω από το έργο των Ηνωμένων Εθνών, με τους στόχους που έχουν ορίσει για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, μέσα από τις Αρχές για Υπεύθυνη Επένδυση, που υποστηρίζονται από χιλιάδες επενδυτές και τώρα μέσα από τις Αρχές για Υπεύθυνη Τραπεζική, επηρεάζοντας τις κυβερνήσεις καθώς και τις τράπεζες που έχουν υπογράψει τις σχετικές συμφωνίες. Κάτι τέτοιο προωθεί την ενσωμάτωση των ζητημάτων περιβαλλοντικής, κοινωνικής και εταιρικής διακυβέρνησης (ESG) στις εταιρικές πολιτικές και πρακτικές, προσφέροντας μια σειρά εργαλείων προς τούτο. Η δήλωσή του απαιτεί από τις εταιρείες να ανατρέξουν στους «παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών (...)για να ενσωματώσουν τους παράγοντες ESG στην εξελισσόμενη έρευνα και ανάλυση».

- 3.12.** Αναπτύσσονται τα απαραίτητα πρότυπα ώστε τα δεδομένα να απαντούν στα προβλήματα αξιόπιστης μέτρησης και επαλήθευσης των περιβαλλοντικών επιδόσεων. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΕ αναπτύσσει την Πράσινη Ταξινόμησή της (καθώς και ένα Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων) για την ταξινόμηση πράσινων επενδύσεων, έτσι ώστε να υποδείξει την πρόοδο των υπό μετάβαση εταιρειών, για τη βελτίωση των περιβαλλοντικών τους επιδόσεων, καθώς και για την εκτίμηση του κατά πόσο ανταποκρίνονται στα ύψιστα πρότυπα ή όχι. Αν και τα κριτήρια της Πράσινης Ταξινόμησης για τη βιώσιμη ανάπτυξη ακόμα σχεδιάζονται, φαίνεται ότι θα επικεντρωθούν στην επίτευξη ουδέτερου ισοζυγίου άνθρακα και τη χρήση τεχνολογιών ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Η ανάπτυξη αυτών των προσεγγίσεων και τα αποτελέσματά τους στους επενδυτές και τους δανειστές θα επηρεάσουν με τη σειρά τους τον τρόπο με τον οποίο εξελίσσεται το real estate και οι άλλες αγορές, με τον κίνδυνο να καταστεί ακριβότερη ή πιο περιορισμένη η πρόσβαση σε κεφάλαια για τις εταιρείες που θεωρούνται ότι έχουν χαμηλές επιδόσεις.
- 3.13.** Η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (CSR) περιγράφει την εθελοντική επιλογή των εταιρειών να ενσωματώνουν την εξέταση κοινωνικών και περιβαλλοντικών θεμάτων στην καθημερινότητά τους, έτσι ώστε να επιδείξουν ηθική συμπεριφορά και να βελτιώσουν τις κοινωνικές συνθήκες. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει το να λαμβάνουν υπόψιν τους:
- Εισροές, όπως πρώτες ύλες, ενέργεια, νερό
  - Διαδικασίες, όπως η φιλική προς το περιβάλλον παραγωγή αποβλήτων και τα συναφή
  - Διαφήμιση, όπως οι κοινοτικές σχέσεις.
- 3.14.** Αν και λειτουργεί ακόμα σε προαιρετικό επίπεδο, ένας αυξανόμενος αριθμός εταιρειών αποδέχεται την CSR ως στοιχείο στα επιχειρηματικά σχέδια και τις ετήσιες εταιρικές καταστάσεις. Σε ορισμένες περιπτώσεις, μπορεί να θεωρείται ως υποκατάστατο για την ποιότητα και την καλή και ευαίσθητη διαχείριση. Μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι μεγαλύτερες εταιρείες θα υποχρεωθούν νομικά να λογοδοτούν για αυτά τα ζητήματα. Σε ορισμένες χώρες, ο νόμος ρυθμίζει ήδη την παρουσίαση μη χρηματοοικονομικών δεικτών απόδοσης.
- 3.15.** Αν και θεωρούνται από ορισμένες επιχειρήσεις ως επιβεβλημένη από τους κανονισμούς αγγαρεία, που τις αποσπά από το να εστιάσουν στην αξία για τους μετόχους, με τις εκθέσεις που προκύπτουν να διαβάζονται από λίγους, αυτού του είδους οι προσεγγίσεις, όπως η CSR και η ευαισθητοποίηση που σχετίζεται με το κλίμα, αποτελούν μέρος των μεταβαλλόμενων προσδοκιών και μπορούν ενδεχομένως:
- Να προωθήσουν τις διαδικασίες για εσωτερική αναθεώρηση.

- Να είναι χρήσιμες στην επίτευξη ετοιμότητας για τις μελλοντικές απαιτήσεις και περαιτέρω κυβερνητικές επιρροές σε αγορές και επιχειρήσεις.
- Να προσφέρουν το απαραίτητο υλικό για την ανταπόκριση σε εξωτερικές προκλήσεις.
- Να προετοιμάσουν τις επιχειρήσεις για συνομιλίες με όσους τις χρηματοδοτούν.

**3.16.** Μια πολιτική CSR μπορεί να υπαγορεύεται από το στρατηγικό σχέδιο μιας εταιρείας, τη στρατηγική εταιρικού κινδύνου της, τις ανάγκες για επιχορηγήσεις και χρηματοδότηση ή την πίεση που δέχεται από επενδυτές, πελάτες και λοιπούς παράγοντες. Χρειάζεται μια σαφής δήλωση του σκεπτικού της εταιρείας για οποιαδήποτε εκτίμηση των επιπτώσεων της. Γενικότερα, μπορεί να σχετίζεται με την ανησυχία για μείωση του κινδύνου που διατρέχει η φήμη της και να χρειάζεται να περιλαμβάνει τον έλεγχο της εφοδιαστικής της αλυσίδας.

**3.17.** Ορισμένες εταιρείες περιλαμβάνουν τις οικολογικές, κοινωνικές και οικονομικές πτυχές της βιωσιμότητας στην έννοια της «Triple Bottom Line», ήτοι την ανάλυση και την αναφορά της απόδοσης σε κάθε κατηγορία. Αυτό είναι, αναγκαστικά, μια μόνιμα εξελισσόμενη προσέγγιση και μάλιστα η βιωσιμότητα θα μπορούσε να επεκταθεί ώστε να λαμβάνεται υπόψη η τεχνική και λειτουργική ποιότητα.

**3.18.** Τα Συστήματα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης (EMS) προσφέρουν εργαλεία έτσι ώστε οι επιχειρήσεις να εξετάζουν τα όποια ζητήματα βιωσιμότητας αναζητώντας συνεχή βελτίωση με βάση τα τέσσερα στάδια προγραμματισμού:

- Τι πρέπει να γίνει
- Υλοποίησή του
- Έλεγχος ώστε να διασφαλιστεί ότι έγινε και
- Εφαρμογή βελτιωτικών κινήσεων.

Μέσα σε αυτά τα στάδια πρέπει να εξετάζονται ταυτόχρονα οι επιπτώσεις στο περιβάλλον και η δραστηριότητα που προκαλεί αυτή την αλλαγή. Αυτό μπορεί να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να εξετάσουν την εξοικονόμηση κόστους, τη διαχείριση νομικών και οικονομικών κινδύνων, καθώς και τους κινδύνους φήμης τους (συμπεριλαμβανομένου του προσδιορισμού των πιθανών νομικών απαιτήσεων), τις ευκαιρίες μάρκετινγκ και τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών. Μπορεί να ξεκινήσει από την αναθεώρηση της τρέχουσας θέσης (ως γραμμική βάση) που μπορεί δείχνει ότι έχουν ήδη γίνει πολλά χωρίς να το έχουν αντιληφθεί ως «περιβαλλοντική κίνηση» και στη συνέχεια να αναπτυχθεί μια περιβαλλοντική πολιτική για την μελλοντική προώθηση της διαδικασίας.

**3.19.** Το ISO 14001 θέτει τα πρότυπα βάσει των οποίων μπορούν στη συνέχεια να ελέγχονται οι επιχειρήσεις. Αυτά καλύπτουν πέντε πτυχές ή στάδια:

- Περιβαλλοντική πολιτική
- Σχεδιασμός δράσης
- Εφαρμογή και λειτουργία του σχεδίου



- Έλεγχος και διορθωτικές δράσεις
  - Επισκόπηση διαχείρισης
- 3.20.** Το Σύστημα Οικολογικής Διαχείρισης και Οικολογικού Ελέγχου (EMAS), το οποίο αναπτύχθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τις εταιρείες και άλλους οργανισμούς να αξιολογούν, να αναφέρουν και να βελτιώνουν τις περιβαλλοντικές τους επιδόσεις, προσφέρει ένα ευρωπαϊκό πρότυπο που είναι προαιρετικό, αλλά μετά την υιοθέτησή του υπόκειται σε υποχρεωτικό έλεγχο (σε αντίθεση με το ISO 14001). Καθώς ορισμένες από τις απαιτήσεις υποστηρίζονται από τη νομοθεσία (Κανονισμός ΕΕ 1221/2009 όπως τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό 2017/1505), μπορεί να είναι πιο απαιτητικό από το ISO 14001 με το οποίο μοιάζει επί της ουσίας. Μια επιχείρηση πρέπει να προσδιορίζει τις άμεσες και έμμεσες περιβαλλοντικές επιπτώσεις της και να αξιολογεί τη σημασία τους. Οι εσωτερικοί έλεγχοι πρέπει να καλύπτουν τη διαχείριση του ζητήματος, την απόδοση και τη συμμόρφωσή του και υπάρχει εξωτερικός έλεγχος σε τριετή βάση.
- 3.21.** Κόστος κύκλου ζωής — Συζητείται όλο και περισσότερο η κρίση της βιωσιμότητας ενός σχεδίου ή ενός περιουσιακού στοιχείου σε ολόκληρο τον κύκλο ζωής του μαζί με τις σχετικές εξωτερικές επιπτώσεις. Η ανησυχία για τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου συχνά υποδεικνύει τη μέγιστη δυνατή αξιοποίηση των υφιστάμενων κτιρίων αντί να καταφεύγουμε σε κατεδάφιση και αντικατάσταση.
- 3.22.** Η ανάλυση του κόστους του κύκλου ζωής (LCCA) υπολογίζει την υφιστάμενη αξία όλων των δαπανών για όλη την υπολειπόμενη διάρκεια ζωής ενός κτιρίου, συμπεριλαμβανομένης της κατασκευής, λειτουργίας, συντήρησης και του κόστους στο τέλος του κύκλου ζωής του. Τέτοιες προσεγγίσεις ενδέχεται να μην μπορούν να συλλάβουν ακόμη όλες τις πιθανές εξωτερικές επιδράσεις. Ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες έχουν εθνικά πρότυπα και οδηγίες για τη διενέργεια LCCA ενώ το διεθνές πρότυπο είναι το ISO 15686-5 σχετικά με τα κτίρια και τις δομικές κατασκευές – Σχεδιασμός διάρκειας ζωής — Μέρος 5: Συντήρηση και κοστολόγηση του κύκλου ζωής, το οποίο καθορίζει το πλαίσιο. Ωστόσο, το ISO 15686-5, δεν ορίζει μια κοινή δομή για αυτήν την ανάλυση, επιτρέποντας διαφορετικές προσεγγίσεις επί του πρακτέου.
- 3.23.** Μια μετάβαση προς την αξιολόγηση του κύκλου ζωής μπορεί να μετακινήσει την ισορροπία προς την ανακαίνιση ακινήτων αντί για την εκ νέου κατασκευή, δεδομένου του ενσωματωμένου κόστους κατασκευής ακόμη και με σκυρόδεμα και χάλυβα εξαιρετικά χαμηλής περιεκτικότητας σε άνθρακα.
- 3.24.** «*Πράσινα Κτίρια*» — Με την κατοχή ιδιοκτησίας να αποτελεί μέρος της δραστηριότητας μιας επιχείρησης, ως «πράσινο» ή «βιώσιμο κτίριο» νοείται εκείνο που προσδιορίζεται ότι χρησιμοποιεί πόρους όπως ενέργεια, νερό, υλικά και γη, πιο αποτελεσματικούς από τα κτίρια που κατασκευάζονται με τα υφιστάμενα ελάχιστα πρότυπα. Μπορεί να παράγει λιγότερα απόβλητα, να έχει λιγότερες εκπομπές και δυνητικά να προσφέρει ένα καλύτερο εσωτερικό περιβάλλον εργασίας, προς όφελος της υγείας, της άνεσης και της χρησιμότητας με λιγότερους ρύπους, παρότι είναι πιο αεροστεγές. Δεδομένου ότι η βιωσιμότητα προϋποθέτει ότι οι ανάγκες του παρόντος δεν θα πρέπει να διακυβεύουν

την ικανότητα των μελλοντικών γενιών να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες, τα πράσινα κτίρια θα πρέπει να λαμβάνουν επίσης υπόψιν κοινωνικά, οικολογικά και περιβαλλοντικά ζητήματα. Αυτός ο ευρύτερος ορισμός περιλαμβάνει τις εξωτερικές επιδράσεις και τις επιπτώσεις από γενιά σε γενιά, καθώς και στον κύκλο ζωής του ακινήτου.

- 3.25.** Με μια ευρεία γκάμα προτύπων και πράσινων συστημάτων πιστοποίησης, η ΕΕ αναπτύσσει την προσέγγισή της για τα Επίπεδα ως μια κοινή και δομημένη βάση για την υποβολή εκθέσεων σχετικά με τη βιωσιμότητα των κτιρίων. Για ακίνητα που ενοικιάζονται από επιχειρήσεις, έχει αναπτυχθεί η έννοια της «πράσινης μίσθωσης», στο πλαίσιο της οποίας προσφέρεται γενικά μειωμένο ενεργειακό και άλλα κόστη, με την ελπίδα επίτευξης υψηλότερου μισθώματος.
- 3.26.** Οι πολιτικές και οι προσδοκίες για βιωσιμότητα συνεχίζουν να αλλάζουν και να αναπτύσσονται. Έτσι, τα υποχρεωτικά πρότυπα για τα νέα κτίρια που επιβάλλονται μέσω των συστημάτων ελέγχου της ανάπτυξης ή των οικοδομικών κανονισμών μπορεί κάλλιστα να επικεντρώνονται όλο και περισσότερο σε όλο και πιο απαιτητικά πρότυπα χαμηλής ενεργειακής κατανάλωσης ή παθητικής κατοικίας και στη χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, καθώς και σε γενικότερα κριτήρια βιωσιμότητας. Σε ορισμένους τομείς, αυτές οι κανονιστικές απαιτήσεις ενδέχεται είτε να αντικαταστήσουν τα εκούσια εργαλεία αξιολόγησης πράσινων κτιρίων είτε να ενθαρρύνουν πιο φιλόδοξες εκούσιες αξιολογήσεις.

## 4. Εκτίμηση και Βιωσιμότητα

- 4.1.** Ο εκτιμητής μπορεί να εκφράσει μια γνώμη για την αξία μόνο με βάση στοιχεία, αντικατοπτρίζοντας έτσι την εμπειρία του για την αγορά. Η γνώμη αυτή δεν μπορεί να δηλώνει ότι κάτι πρέπει να έχει αξία ή ότι μια τρέχουσα αξία μπορεί να μην διατηρηθεί στο μέλλον, απλώς ότι έχει μια αξία που εκτιμάται από την κρίση των διαθέσιμων δεδομένων. Η γνώμη αυτή πρέπει να στηρίζεται και να καταρτίζεται με τέτοιο τρόπο, εντός των ορίων των διαθέσιμων στοιχείων, ώστε ο πελάτης να μπορεί να βασιστεί σε αυτήν για τον σκοπό για τον οποίον έδωσε την εντολή για εκτίμηση.
- 4.2.** Δεν μπορεί να υπάρξει γενικός κανόνας σχετικά με τυχόν συνήθεις μορφές υπεραξίας ή μειώσεων αναφορικά με περιβαλλοντικά θέματα. Ακόμα και όταν τα θέματα αυτά είναι σημαντικά για την αγορά, πολλοί θα στραφούν σε παράγοντες όπως η κατάσταση της αγοράς, η διαφάνεια των πληροφοριών, η θέση, ο τομέας, η έκθεση σε περιβαλλοντικούς κινδύνους στην περιοχή και η ευαισθησία των καταναλωτών. Εν κατακλείδι, εντός οποιουδήποτε κανονιστικού πλαισίου, αυτά είναι ζητήματα προσφοράς και ζήτησης και έτσι μπορεί να επηρεαστούν από αλλαγές στα πρότυπα της ζήτησης από επιχειρήσεις, επενδυτές και, πέραν αυτών, από τους καταναλωτές.
- 4.3.** Οι αγορές ενδέχεται κατά καιρούς να διαφοροποιούνται σε ό,τι αφορά τις αξίες των επιχειρήσεων, για περιβαλλοντικούς λόγους. Εκείνες με την υψηλότερη απόδοση μπορεί να αρχίσουν να προσελκύουν πρόσθετη αξία σε ορισμένες αγορές, είτε με το να αυξάνουν τα κέρδη είτε με το να εγγυώνται χαμηλότερα επιτόκια κεφαλαιοποίησης. Ενώ αυτό μπορεί να ισχύει για κάποιο χρονικό διάστημα, μπορεί στη συνέχεια, καθώς η

αγορά αρχίζει να αναμένει τέτοια πρότυπα ή να τα απαιτεί η νομοθεσία, η προσαύξηση αυτή η αντικατασταθεί από απομείωση για άλλες επιχειρήσεις που θεωρούνται ότι έχουν χειρότερες επιδόσεις. Καθ' όλη τη διάρκεια, υπάρχει ο κίνδυνος για μια ευνομούμενη επιχείρηση να βλάψει κάτι τη φήμη της και, επομένως, και την αξία της. Τέτοιες αλλαγές θα είναι φαινόμενα της αγοράς και δεν μπορεί να υπάρξει κάποιος γενικός κανόνας για την επίδραση αυτών των θεμάτων στις αποδόσεις και τις αξίες των επιχειρήσεων.

- 4.4. Τα θέματα στα οποία εστιάζει η έννοια της βιωσιμότητας μπορεί να σχετίζονται, ή μπορεί και όχι, με την άποψη σχετικά με την αξία, ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης ή των περιουσιακών στοιχείων, τις σχετικές συνθήκες και τη συμπεριφορά των δυνητικών αγοραστών. Έτσι, η συσχέτισή τους μπορεί να αφορά διάφορους παράγοντες συμπεριλαμβανομένου του βαθμού στον οποίον τα θέματα αυτά:
- Δεν αποτελούν εξωγενείς παράγοντες, αλλά παράγοντες σχετικούς με το τμήμα που κάποιος θα καταβάλει,
  - Είναι επωφελή ως κίνητρα ή ανασταλτικοί παράγοντες για τους αγοραστές.

Στην ουσία, το ζήτημα είναι κατά πόσον τα στοιχεία δείχνουν ότι ένας πρόθυμος, καταρτισμένος και συνετός πλειοδότης θα τα λάβει υπόψη όταν εξετάζει την αγορά μιας συγκεκριμένης επιχείρησης.

- 4.5. Επιρροή σε αυτά μπορεί να ασκούν και οι συνθήκες της αγοράς. Όταν υπάρχει ισχυρή ζήτηση με περιορισμένη προσφορά επιχειρήσεων, η αγορά μπορεί να μην κάνει ιδιαίτερη διάκριση μεταξύ των ακινήτων με βάση τη βιωσιμότητα. Ωστόσο, επειδή τα θέματα αυτά απασχολούν αγοραστές και χρήστες και επειδή υπάρχουν ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις που πληρούν τα αναγνωρισμένα κριτήρια βιωσιμότητας, η αγορά μπορεί να διαφοροποιείται στο θέμα αυτό, ιδίως όταν τα αντανακλαστικά της αγοράς είναι χαλαρά.

- 4.6. Μπορεί να υπάρχουν συγκεκριμένες κατηγορίες υποψηφίων αγοραστών στους οποίους τα ζητήματα βιωσιμότητας να φαίνονται πιο σημαντικά. Προφανώς, τα ζητήματα αυτά θα περιλαμβάνουν εκείνα για τα οποία οι ηθικές πτυχές έχουν μεγαλύτερη σημασία, είτε λόγω προσωπικής πεποίθησης είτε βάσει των κανόνων ενός συγκεκριμένου επενδυτικού οργανισμού. Κάποιοι μπορεί να ενδιαφέρονται για την καινοτομία («*πρώτοι στην υιοθέτηση*») ή να θεωρούν ότι τους δίνει ένα εμπορικό πλεονέκτημα. Άλλοι μπορεί να δουν το χτίσιμο της φήμης ως ανάπτυξη της ανθεκτικότητας ενάντια στους κλυδωνισμούς και προστασία της αξίας.

- 4.7. Άλλοι τα θεωρούν κριτήρια που συνδυάζονται με πιθανές μελλοντικές κινήσεις αναφορικά με την αξία. Θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις που πληρούν συγκεκριμένα πρότυπα είναι πιθανότερο να αυξήσουν την αξία τους, ενώ οι επιχειρήσεις που δεν ανταποκρίνονται σε αυτά κινδυνεύουν περισσότερο να αποτελέσουν αντικείμενο απομειώσεων στη μελλοντική αγορά. Μόνο το μέλλον θα δείξει αν είχαν δίκιο ή άδικο, τόσο σχετικά με τις μελλοντικές αντιδράσεις των αγορών όσο και τα συγκεκριμένα κριτήρια που επέλεξαν. Εάν αυτοί οι αγοραστές επιλέξουν τα σωστά κριτήρια και οι αγορές τελικά κινηθούν όπως αυτοί ελπίζουν, τότε θα ξεπεράσουν τη γενική αγορά είτε αγοράζοντας προνομιούχες επιχειρήσεις είτε πουλώντας αυτές με τον μεγαλύτερο κίνδυνο περιβαλλοντικών παραμέτρων. Οι αγορές, βέβαια, μπορεί να κινηθούν προς απρόβλεπτες κατευθύνσεις

ή να θεωρήσουν άλλους παράγοντες ως πιο σχετικούς. Η ιστορία της βιωσιμότητας έχει δει τη μεταβολή στην έμφαση μεταξύ συγκεκριμένων ζητημάτων με την πάροδο του χρόνου, με τις ανησυχίες που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή να είναι πλέον πιο πιθανό να κυριαρχούν.

- 4.8. Όπου οι αγορές κινούνται προς την ισχυροποίηση της βιωσιμότητας, είτε μόνο για παράδειγμα λόγω των θεμάτων ενέργειας ή ενός ευρύτερου φάσματος θεμάτων, τότε θα επηρεαστεί η εκτίμηση της Αγοραίας Αξίας. Πρακτικά, η ανάλυση αυτή μπορεί να μην είναι θέμα γενικής βιωσιμότητας, αλλά εκτίμησης του ρόλου που παίζουν συγκεκριμένα θέματα (όπως η ενέργεια), τα οποία μπορεί να αλληλεπιδρούν με το λειτουργικό κόστος ή να αποτελούν τη στιγμή εκείνη εξαιρετικά σημαντικά θέματα που απασχολούν την αγορά.
- 4.9. Πολλοί ίσως δηλώσουν ότι θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε μια επιχείρηση που συμμορφώνεται με ένα καθορισμένο πρότυπο, αλλά, αυτό δεν είναι προφανές αν παρατηρήσουμε τις τρέχουσες πρακτικές. Δύσκολα μπορεί να πει κανείς, από την εμπειρία της αγοράς με βάση τις πραγματικές συναλλαγές ότι οι παραδοσιακοί παράγοντες συχνά φαίνεται να εξηγούν το αποτέλεσμα. Ωστόσο, η άνοδος της ηθικής και πολιτικής δεοντολογίας σε επενδυτικούς οργανισμούς μπορεί να δώσει σε αυτές τις προοπτικές αυξανόμενη ισχύ στην αγορά.
- 4.10. Αντιθέτως, επειδή η νομοθεσία, η ψυχολογία της αγοράς και ίσως η φορολογία επιβάλλουν ολοένα και περισσότερο τα θέματα βιωσιμότητας, το κόστος συμμόρφωσης και βελτίωσης πολλών υφιστάμενων επιχειρήσεων ίσως επηρεάσει δυσμενώς την αξία τους.
- 4.11. «Πράσινη Αξία» — Μερικές φορές αναφέρεται η έννοια της «πράσινης» ή «ηθικής» αξίας, αν και μπορεί απλώς να σημαίνει ότι οι ιδιότητες των επιχειρήσεων που σχετίζονται με την βιωσιμότητα μπορεί να αντικατοπτρίζονται στην αξία τους. Μολονότι δεν υπάρχουν κοινώς αποδεκτοί ορισμοί για αυτές και οι ποικίλες προσεγγίσεις αντικατοπτρίζουν τις ανησυχίες των εμπλεκόμενων μερών, η ανησυχία σχετικά με τον κίνδυνο «πράσινης (οικολογικής) πλύσης εγκεφάλου», η παρουσίαση των επενδύσεων ως πιο πράσινων από ό,τι μπορούν να εγγυηθούν, έχει οδηγήσει την ΕΕ να αναπτύξει την Πράσινη Ταξινόμια για να επικυρώσει τέτοιους ισχυρισμούς.
- 4.12. Προσεγγίσεις – Αν και δίνεται ολοένα και μεγαλύτερη προσοχή στα θέματα βιωσιμότητας, συχνά παρατηρούμε ότι συνήθως αυτά δεν αντικατοπτρίζονται στις αγοραίες αξίες. Όπως και κάθε θέμα που απασχολεί γενικότερα τους αγοραστές, έτσι και αυτά γίνονται απλώς μέρος του γενικού πλαισίου παραγόντων που επηρεάζουν την Αγοραία Αξία. Επιπλέον, όπως δείχνουν ορισμένες μελέτες από την ανάλυση μεγαλύτερων δειγμάτων δεδομένων για συναλλαγές, οι επιπτώσεις μπορεί να είναι μικρές αλλά όμως διαδεδομένες, όχι ευδιάκριτες από μόνες τους και πιθανώς να οδηγούνται μόνο από ένα μικρό μέρος των αγοραστών ή των μισθωτών, ικανές όμως να επηρεάσουν τις τιμές. Το αποτέλεσμα, βεβαίως, μπορεί να μην είναι μια υπεραξία σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις, αλλά αντιθέτως, οι λιγότερο συμβατές επιχειρήσεις να έχουν μειωμένη αξία.

- 4.13.** Η βιωσιμότητα, η ενεργειακή απόδοση και τα πράσινα χαρακτηριστικά μπορεί να αντικατοπτρίζονται στην εκτίμηση μόνο όταν υποστηρίζονται από παρατηρήσιμα στοιχεία της αγοράς. Δεν υπάρχει λόγος να θεωρούμε ότι η συμμόρφωση ή αδυναμία συμμόρφωσης με μια πτυχή της βιωσιμότητας θα οδηγήσει γενικά σε υπεραξία ή μικρότερη αξία μιας επιχείρησης. Οι επιπτώσεις ενός χαρακτηριστικού ποικίλουν ανάλογα με τον χρόνο, τους διάφορους τομείς, τις χρήσεις ή τις περιοχές.
- 4.14.** Όλες οι υπάρχουσες μέθοδοι εκτίμησης, είτε πρόκειται για άμεση σύγκριση αξίας, το εισόδημα ή για πληροφορίες από τον ισολογισμό, είναι κατάλληλες για την εκτίμηση των επιχειρήσεων. Οι συγκρίσιμες συναλλαγές (συγκριτική μέθοδος) αποτελούν την καλύτερη απόδειξη της προθυμίας της αγοράς να πληρώσει για συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, όπως σχετικά με την βιωσιμότητα.
- 4.15.** Ένα πρακτικό πρόβλημα είναι το γεγονός ότι τα θέματα βιωσιμότητας δεν είναι απομονωμένα, αλλά όπως ήδη αναφέραμε, αλληλεπιδρούν με άλλους παράγοντες. Για παράδειγμα, η ενεργειακή απόδοση μπορεί να είναι πλεονέκτημα, να προσφέρει εξοικονόμηση κόστους, να επιτρέπει καλύτερης ποιότητας εργασιακό περιβάλλον, να αποτελεί πτυχή μιας επιχείρησης προσανατολισμένης στο μέλλον με μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στις τρέχουσες αλλαγές. Από μόνη της η ενεργειακή απόδοση μπορεί να μην είναι ο καθοριστικός παράγοντας που επηρεάζει την αξία.
- 4.16.** Ως πρακτικό επάγγελμα, η εκτιμητική βασίζεται στην παρατήρηση και την εκτίμηση. Στις παρούσες συνθήκες, η εξέταση των θεμάτων βιωσιμότητας και η σχέση τους με τις επιχειρήσεις απαιτεί προσεκτική ανάλυση. Σπάνια τα θέματα βιωσιμότητας θεωρούνται και εξετάζονται γενικά, αλλά συνήθως ενδιαφέρουν ειδικότερα θέματα και πιο συγκεκριμένα, ειδικότερα πρότυπα και προδιαγραφές. Τα πρότυπα, οι πιστοποιήσεις και οι δείκτες αξιολόγησης συνοψίζουν και παρουσιάζουν τις σημαντικότερες πληροφορίες αναφορικά, για παράδειγμα, με την ενέργεια, με τέτοιο τρόπο ώστε η αγορά να μπορεί πιο εύκολα να τα λάβει υπόψη της. Έτσι, είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε πώς να:
- Αναγνωρίζουμε περιγράφουμε και εκτιμάμε τα σχετικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων
  - Ερμηνεύουμε και κρίνουμε τις αξιολογήσεις τους
  - Εξετάζουμε αν έχουν ήδη ληφθεί υπόψη στον βαθμό που επηρεάζουν την αξία
  - Επιλέγουμε τον κατάλληλο τρόπο να λαμβάνουμε υπόψη άλλα τυχόν στοιχεία, χωρίς να τα υπολογίζουμε διπλά
- 4.17.** Όταν προσδιοριστούν και αποτιμηθούν με τον τρόπο αυτόν οι σχετικοί παράγοντες, τότε μπορούν, κατ' αρχάς, να ληφθούν υπόψη στις εκτιμήσεις όπως και κάθε άλλος ειδικός παράγοντας. Δεν χρειάζονται νέες εκτιμητικές μέθοδοι, αλλά μάλλον ήρεμη και πρακτική εκτίμηση σύμφωνα με τους όρους της βάσης εκτίμησης που υιοθετήθηκε. Επίσης, πρέπει να παρουσιάζονται επαρκώς και δεόντως στην έκθεση εκτίμησης.

- 4.18.** Η έκταση στην οποία η έκθεση εκτίμησης θα αναφέρεται στην βιωσιμότητα είναι θέμα αξιολόγησης των συνθηκών. Θα πρέπει να αντικατοπτρίζεται εν μέρει ο βαθμός στον οποίο τα θέματα βιωσιμότητας σχετίζονται με την αξία και εν μέρει με τα συμφέροντα του πελάτη. Τα δύο αυτά θέματα συνδυάζονται όταν ο πελάτης που ενδιαφέρεται για θέματα βιωσιμότητας δίνει εντολή για μια εκτίμηση με βάση την Επενδυτική Αξία.
- 4.19.** Συνήθως πρέπει να αναφέρεται και κάθε αναγνωρισμένη πιστοποίηση ή δείκτης κατάταξης που έχει αποδοθεί στην επιχείρηση.
- 4.20.** Όταν για μια εκτίμηση επιχείρησης εγείρονται θέματα βιωσιμότητας, ο εκτιμητής πρέπει να συλλέξει τις κατάλληλες πληροφορίες, να τις αξιολογήσει και να τις λάβει υπόψη του στην έκθεσή του, είτε ως πτυχές της συνηθισμένης δομής της έκθεσης είτε ως ξεχωριστά μέρη, με ή χωρίς παραρτήματα, ανάλογα με την περίπτωση. Η διαφοροποίηση των επιχειρήσεων και η εξελισσόμενη φύση της βιωσιμότητας συνδυάζονται, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να καταρτιστεί κατάλληλος, πόσο μάλλον διεξοδικός γενικός κατάλογος ελέγχου γι' αυτό. Ωστόσο, μπορεί, ανάλογα με την εν λόγω επιχείρηση, να είναι σκόπιμο να εξεταστούν ορισμένα ή όλα από τα ακόλουθα πιθανά σημεία, καθώς και άλλα που μπορεί να προκύψουν από τα σημεία αυτά, την επιχείρηση ή την εμπειρία του εκτιμητή.
- 4.21.** Ένας αρχικός κατάλογος των πιθανών σημείων για τον έλεγχο της βιωσιμότητας μιας επιχείρησης, που καλύπτει τις τρέχουσες λειτουργίες, δίνει προσοχή στα κόστη και την προετοιμάζει για το μέλλον:

**4.21.1. Χρηματοδότηση, κίνδυνοι και συνολική βιωσιμότητα**

- Είναι η επιχείρηση οικονομικά εύρωστη για όσα ενδέχεται να χρειαστεί να κάνει;
- Είναι οι δραστηριότητές της ευάλωτες στην κλιματική αλλαγή ή σε άλλα περιβαλλοντικά προβλήματα, όπως πλημμύρες, πυρκαγιές ή χιονοστιβάδες;
- Είναι η επιχείρηση ευάλωτη στις κλιματικές ή περιβαλλοντικές δημόσιες πολιτικές;
- Είναι η επιχειρηματική δραστηριότητα ευάλωτη στις αλλαγές που προκύπτουν στο δημόσιο αίσθημα ή στις προσδοκίες της αγοράς για τους λόγους αυτούς;
- Είναι ευάλωτες οι αλυσίδες εφοδιασμού της;
- Αυτές οι αλλαγές προσφέρουν ευκαιρίες στην επιχείρηση;
- Υπάρχουν αντικειμενικές αξιολογήσεις για τη βιωσιμότητα, την ενεργειακή απόδοση ή την αποδοτικότητα των υδάτων, τη διαχείριση αποβλήτων ή κάποιον άλλο παράγοντα;
- Το ακίνητο της επιχείρησης διατηρείται με «πράσινη μίσθωση»;

**4.21.2. Ενέργεια**

- Ποια είναι η βαθμολογία του πιστοποιητικού ενεργειακής απόδοσης των κτιρίων της και τι μπορεί να γίνει για τη βελτίωσή αυτής;
- Είναι αποδοτικές οι εγκαταστάσεις μονάδας ενέργειας ή ο εξοπλισμός για διεργασίες, θέρμανση, ψύξη ή άλλους σκοπούς;
- Πώς θα αντικατασταθούν;
- Παρακολουθείται η κατανάλωση ενέργειας;
- Ποια μέτρα λαμβάνονται για την εξοικονόμηση ενέργειας;
- Υπάρχουν ρεαλιστικά σχέδια με στόχους για τον περιορισμό της κατανάλωσης;
- Χρησιμοποιούνται ανανεώσιμες πηγές ενέργειας;

**4.21.3. Ύδρευση**

- Ποια είναι η παροχή; Εξαρτάται από άδειες;
- Είναι αποδοτική η εγκατάσταση / ο εξοπλισμός παροχής;
- Πώς θα αντικατασταθούν;
- Παρακολουθείται η κατανάλωση και η απόρριψη νερού;
- Ποια μέτρα λαμβάνονται για την εξοικονόμηση νερού;
- Χρησιμοποιούνται αυτοί οι παράγοντες για τον καθορισμό ρεαλιστικών στόχων περιορισμού της κατανάλωσης;
- Συγκομίζεται το νερό της βροχής;

**4.21.4. Απορρίμματα**

- Εφαρμόζεται η ιεράρχηση των αποβλήτων;
- Διαχωρίζονται τα ανακυκλώσιμα υλικά ή τα απόβλητα τροφίμων;
- Παρακολουθούνται τα ρεύματα αποβλήτων;
- Πού πηγαίνουν τα απόβλητα μετά τη συλλογή;
- Χρησιμοποιούνται αυτοί οι παράγοντες για τον καθορισμό ρεαλιστικών στόχων περιορισμού της κατανάλωσης;
- Ποια μέτρα λαμβάνονται για τη μείωση των αποβλήτων;
- Υπάρχει ρύπανση της γης;
- Υπάρχει αμιάντος στα κτίρια;

**4.21.5. Προμήθειες**

- Χρησιμοποιούνται τοπικά ή δεοντολογικά παραγόμενα αγαθά και υπηρεσίες, όπου είναι δυνατόν;
- Προτιμάται τα προϊόντα να έχουν απλή συσκευασία;
- Εξετάζεται το ενδεχόμενο επαναχρησιμοποίησης και ανακύκλωσης των αγορασθέντων αγαθών;

**4.21.6. Υλικά και αποθήκευση**

- Αποθηκεύονται καύσιμα, πετρέλαιο και άλλα δυνητικά επικίνδυνα υγρά σε ασφαλείς δεξαμενές;
- Διατηρούνται εύφλεκτα υλικά μακριά από πηγές ανάφλεξης;
- Είναι εκπαιδευμένο το προσωπικό να διαχειρίζεται υλικά τηρώντας ακριβή αρχεία;
- Γίνονται παραδόσεις σε ασφαλή και καλυπτόμενη περιοχή μακριά από αγωγούς επιφανειακών υδάτων;
- Διατηρούνται δυνητικά επιβλαβείς χημικές ουσίες σε ασφαλείς εγκαταστάσεις αποθήκευσης;

**4.21.7. Μεταφορές**

- Ελαχιστοποιούνται τα επαγγελματικά ταξίδια με τη χρήση τηλεδιασκέψεων, τηλεφωνικών κλήσεων ή ηλεκτρονικού ταχυδρομείου;
- Υπάρχει σύστημα διαχείρισης στόλου που μειώνει τις χιλιομετρικές αποστάσεις;
- Πόσο χρησιμοποιούνται ηλεκτρικά ή υβριδικά οχήματα;

**4.21.8. Προσωπικό**

- Το προσωπικό είναι πλήρως δεσμευμένο στις περιβαλλοντικές πολιτικές;

**4.21.9. Συμμόρφωση και αντιμετώπιση καταστάσεων έκτακτης ανάγκης**

- Η επιχείρηση διαθέτει τις κατάλληλες άδειες ή αδειοδοτήσεις για τις δραστηριότητές της;
- Συμμορφώνεται με την περιβαλλοντική νομοθεσία;
- Έχει σχέδιο αντιμετώπισης σε περίπτωση διαρροής ή κάποιου συμβάντος;
- Είναι εκπαιδευμένο το προσωπικό για το πώς να ανταποκρίνεται σε μια ρύπανση ή άλλο περιστατικό;

**4.21.10. Προϊόντα**

- Εξετάζεται ο κύκλος ζωής των προϊόντων στο στάδιο του σχεδιασμού;
- Είναι ενσωματωμένη η ανακυκλωσιμότητα και η δυνατότητα επαναχρησιμοποίησης στο στάδιο του σχεδιασμού;
- Αξιολογείται το αποτύπωμα άνθρακα των προϊόντων;
- Συνεργάζεται η επιχείρηση με την αλυσίδα εφοδιασμού της για τη μείωση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων;

**4.21.11. Λογοδοσία και επικοινωνία**

- Δημοσιεύονται λεπτομέρειες για τις περιβαλλοντικές επιδόσεις;
- Κοινοποιούνται μέσω της ιστοσελίδας, blogs/social media, ενημερωτικά δελτία, συνέδρια, εμπορικά φόρουμ ή με άλλους τρόπους;
- Τι δέσμευση υπάρχει με τα ενδιαφερόμενα μέρη ή την τοπική κοινωνία;



- 4.22. Ο συνδυασμός των πολιτικών ανησυχιών για την κλιματική αλλαγή, την αποδοτικότητα των πόρων και το φυσικό περιβάλλον, απαιτούν προοδευτική αλλαγή τα επόμενα χρόνια, ενώ σχετίζονται όλο και περισσότερο με επιχειρηματικές αποφάσεις και, ως εκ τούτου, με τις εκτιμήσεις. Ορισμένες επιχειρήσεις που απειλούνται από τις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής ή δεν μπορούν να ανταποκριθούν στα νέα πρότυπα ενδέχεται να χάσουν αξία, ενώ άλλες μπορεί να βρουν αξία σε νέες ευκαιρίες. Οι προσδοκίες της αγοράς θα λάβουν υπόψιν αυτούς τους παράγοντες, όπου αγοραστές και χρηματοδότες τους θεωρήσουν σχετικούς, σε συνάρτηση με τα φυσικά γεγονότα, το γενικό αίσθημα, τη νομοθεσία ή τη φορολογία. Το καθήκον του εκτιμητή στην αξιολόγηση μιας επιχείρησης είναι να κατανοήσει και να ερμηνεύσει, όπου χρειάζεται, αυτά τα ζητήματα, καθώς και την αντίδραση της αγοράς σε αυτά, εφαρμόζοντας την επαγγελματική του κρίση στα διαθέσιμα στοιχεία για την εύρεση της αξίας μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη στιγμή, ώστε να δώσει στον πελάτη τη δυνατότητα να λάβει τεκμηριωμένες αποφάσεις.



# IV.

## Ο Κώδικας Δεοντολογίας των Ευρωπαϊών Εκτιμητών Επιχειρήσεων

Η TEGOVA αναμένει από τους εκτιμητές των ενώσεων-μελών της να τηρούν, ως ζήτημα προσωπικής ευθύνης, τον παρόντα Κώδικα που βασίζεται:

- Στις αρχές της επαγγελματικής συμπεριφοράς και
- Στην προσδοκία των πελατών ότι μια εκτίμηση θα εκπονηθεί επαγγελματικά από έναν ειδικευμένο εκτιμητή

Οι εκτιμητές πρέπει να τηρούν και να επιδεικνύουν επαγγελματικά πρότυπα στην εργασία τους και έτσι να προστατεύουν την εμπιστοσύνη των πελατών τους, απέναντι στους οποίους έχουν καθήκον να λειτουργούν με επιμέλεια, των ρυθμιστικών αρχών και της κοινωνίας γενικότερα.

Ο Κώδικας της TEGOVA ενσωματώνει τις κάτωθι αξίες:

- Δικαιοσύνη
- Δέοντα επαγγελματικό σεβασμό για τους άλλους και για τα πρότυπα
- Υπευθυνότητα και αξιοπιστία

Τέτοια επαγγελματικά πρότυπα εκτείνονται πέρα από τις απαιτήσεις του νόμου (που ισχύουν για όλους) και απαιτούν την αντιμετώπιση του πελάτη με φροντίδα καθώς και σεβασμό προς τρίτους, ενεργώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στο πλαίσιο των δυνατοτήτων του εκτιμητή, χωρίς διακρίσεις σε βάρος τρίτων λόγω εθνικότητας, καταγωγής, φυλής ή κοινωνικής καταγωγής, χρώματος, θρησκείας, πεποιθήσεων ή πολιτικών πεποιθήσεων, οικογενειακής κατάστασης, φύλου, αυτοπροσδιορισμού φύλου ή σεξουαλικού προσανατολισμού, ηλικίας ή αναπηρίας.

Τυχόν παράβαση του παρόντος Κώδικα μπορεί να οδηγήσει σε πειθαρχικά μέτρα από την αρμόδια ένωση-μέλος.

## Ο Κώδικας

- A.** Ο εκτιμητής οφείλει να ενεργεί με ειλικρίνεια, ακεραιότητα και επιμέλεια ανά πάσα στιγμή, με την υποχρέωση να αντιμετωπίζει τον πελάτη με επιμέλεια, καθώς και με προσοχή, ικανότητα και σεβασμό απέναντι σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.
- B.** Ο εκτιμητής πρέπει να κρίνει με επαγγελματισμό, αντικειμενικά και ανεξάρτητα κατά την ανάληψη της ανάθεσης της εργασίας και, ανάλογα με την περίπτωση, να τιμά τα καθήκοντα ενός επαγγελματία έναντι οποιουδήποτε δικαστηρίου, διαιτητικής αρχής ή αντίστοιχου φόρουμ.
- Γ.** Ο εκτιμητής πρέπει να διατηρεί ένα επίπεδο επαγγελματικών γνώσεων και τεχνικών δεξιοτήτων που να ανταποκρίνεται τουλάχιστον στις απαιτήσεις του επαγγελματικού εκτιμητικού σώματος, στο οποίο είναι μέλος ο εκτιμητής και να ενημερώνεται για επαγγελματικά θέματα και σχετικές τρέχουσες εξελίξεις, ώστε να είναι ικανός στην άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας.
- Δ.** Ο εκτιμητής πρέπει να αποδέχεται την εντολή του πελάτη μόνο εάν έχει τις επαγγελματικές δεξιότητες, τις γνώσεις και τις ικανότητες που είναι απαραίτητες για το έργο που του ζητείται να αναλάβει. Η εκτίμηση πρέπει να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις παροχής μιας υπηρεσίας με επαγγελματισμό. Η παροχή υπηρεσίας με επαγγελματισμό προϋποθέτει ότι η ικανότητα, η γνώση και οι δυνατότητες του εκτιμητή είναι επαρκείς για το είδος και το μέγεθος της εκτίμησης, αποκλεισμένου οποιουδήποτε παράγοντα που θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο μια αντικειμενική αξιολόγηση.
- Ε.** Ο εκτιμητής οφείλει να λειτουργεί με διαφάνεια και υπευθυνότητα έναντι του πελάτη κατά την ανάληψη εκτιμητικού έργου.
- ΣΤ.** Ο εκτιμητής οφείλει να αποφεύγει όλες τις συγκρούσεις συμφερόντων, σε περίπτωση δε αντικρουόμενων συμφερόντων οφείλει να ενημερώνει εγγράφως τον πελάτη πριν από τη σύνταξη της έκθεσης εκτίμησης.
- Ζ.** Ο εκτιμητής οφείλει να μην αποκαλύπτει προνομαικές ή εμπιστευτικές πληροφορίες.
- Η.** Ο εκτιμητής οφείλει να διαθέτει διαδικασία χειρισμού παραπόνων σχετικά με την επαγγελματική του συμπεριφορά και οφείλει να ενημερώνει τους πελάτες εγγράφως για την ύπαρξη της.
- Θ.** Ο εκτιμητής έχει το καθήκον να παρέχει στο εθνικό επαγγελματικό εκτιμητικό σώμα στο οποίο ανήκει οποιοσδήποτε σημαντικές τεκμηριωμένες πληροφορίες που εύλογα υποδηλώνουν ότι άλλο μέλος του σώματος πιθανόν να έχει παραβεί τον Κώδικα Δεοντολογίας.

Όταν μια έκθεση εκτίμησης υπογράφεται στο όνομα μιας εκτιμητικής εταιρείας και όχι επώνυμα από έναν μεμονωμένο εκτιμητή, ο ανωτέρω Κώδικας ισχύει και για την εταιρεία, καθώς και για κάθε άτομο που απασχολείται από αυτήν για τη σύνταξη εκθέσεων εκτίμησης.



**V.**

**Νομοθεσία της  
Ευρωπαϊκής Ένωσης  
και Εκτίμηση  
Επιχειρήσεων**





1. Γενική Εισαγωγή
2. Εκτίμηση για το εταιρικό δίκαιο της ΕΕ
3. Εκτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων
4. Εκτίμηση Ασφαλιστικών και Αντασφαλιστικών Ιδρυμάτων
5. Εκτίμηση Επενδυτικών Κεφαλαίων
6. Εκτίμηση για τη Φορολογική Νομοθεσία
7. Εκτίμηση Τιμών Μεταβίβασης
8. Εκτίμηση για τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων
9. Εκτίμηση για την επιβολή των Δικαιωμάτων Διανοητικής Ιδιοκτησίας
10. Εκτίμηση για Διαδικασίες Αφερεγγυότητας ή Σχέδια Αναδιάρθρωσης
11. Παράρτημα Νομοθεσίας ΕΕ

Προσοχή — Αυτό το κείμενο συντάσσεται ως μια σύντομη, γενική ανασκόπηση της νομοθεσίας της ΕΕ, όπως αυτή μπορεί να ισχύει για τις επιχειρήσεις ή/και την εκτίμηση επιχειρήσεων. Προσφέρει ενδείξεις και όχι καθοδήγηση για τεχνικά θέματα, τα οποία συχνά είναι πολύπλοκα. Το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση νομοθεσίας προέρχεται από οδηγίες. Αυτό σημαίνει ότι τα κράτη μέλη θα τις έχουν γενικά ενσωματώσει στη δική τους, εθνική νομοθεσία. Ομοίως, πολλές διατάξεις των Κανονισμών μπορεί να ενσωματώνονται ή/και να συμπληρώνονται στην εθνική νομοθεσία. Είναι επομένως πιθανό να υπάρξουν τοπικά σημαντικά ζητήματα καθώς και αλληλεπιδράσεις με λοιπούς εθνικούς νόμους.

Το παρόν κείμενο έχει σκοπό να προσφέρει γενική βοήθεια στους εκτιμητές επιχειρήσεων ως προς την επαγγελματική τους ιδιότητα — και όχι σε οποιονδήποτε άλλο ρόλο, συμπεριλαμβανομένου και αυτού της ιδιοκτησίας της επιχείρησης — και βασίζεται στην κατανόηση του δικαίου ως έχει κατά την 1η Ιανουαρίου 2020. Όταν ένα ζήτημα σχετίζεται με μια εκτίμηση, συνιστάται στον εκτιμητή να αναζητήσει περαιτέρω συγκεκριμένες πληροφορίες ή συμβουλές.

## 1. Γενική εισαγωγή

- 1.1. Νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και Εκτίμηση Επιχειρήσεων - Από τη δημιουργία της, η ΕΕ επιδιώκει σταθερά να προωθήσει την ενιαία αγορά αγαθών, υπηρεσιών, εργασίας και κεφαλαίου και να επιτρέψει τον υγιή ανταγωνισμό. Αυτό είχε σημαντικό αντίκτυπο στις επιχειρήσεις. Ειδικότερα, έχει δημιουργηθεί μια σειρά Κανονισμών και Οδηγίων, που θεσπίζουν τα ελάχιστα πρότυπα για τις επιχειρήσεις σε ολόκληρη την ΕΕ. Ένας κεντρικός στόχος όλων αυτών των νομοθετικών πράξεων είναι η μείωση των εμποδίων στην ελευθερία δημιουργίας επιχειρήσεων εντός της ΕΕ μέσω μιας διαδικασίας εναρμόνισης των βασικών νόμων. Σε ορισμένες περιπτώσεις, προβλέπουν ειδικές προβλέψεις για την εκτίμηση των επιχειρήσεων στο σύνολό τους ή για την εκτίμηση επί μέρους περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.
- 1.2. Πεδίο εφαρμογής της Νομοθεσίας της ΕΕ - Κατά τις περασμένες δεκαετίες, η ΕΕ δραστηριοποιήθηκε πολύ έντονα στον καθορισμό ελάχιστων εταιρικών προτύπων, καλύπτοντας ζητήματα όπως οι απαιτήσεις για τη σύσταση, το κεφάλαιο και τις δημοσιεύσεις, οι κανόνες εξαγοράς για ανώνυμες εταιρείες, οι συγχωνεύσεις και διασπάσεις, οι ελάχιστοι κανόνες για μονοπρόσωπες ΑΕ και εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, οι χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις καθώς και η ευκολότερη και ταχύτερη πρόσβαση σε πληροφορίες για αυτές τις εταιρείες. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις και η εκτίμηση των επιχειρήσεων μπορούν επίσης να επηρεάζονται από ειδική νομοθεσία της ΕΕ, π.χ. στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, τις κρατικές ενισχύσεις και τη διανοητική ιδιοκτησία.
- 1.3. Η εναρμόνιση των εθνικών κανόνων που αφορούν στις εταιρείες καλύπτουν διάφορα θέματα.
- 1.4. Για μεγάλο χρονικό διάστημα η νομοθεσία της ΕΕ επικεντρωνόταν κυρίως στη ρύθμιση των εισηγμένων εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των ασφαλιστικών οργανισμών. Για παράδειγμα, ο κανονισμός 1606/2002 απαιτεί από τις εισηγμένες εταιρείες να συντάσσουν τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους λαμβάνοντας

υπόψη την Εύλογη Αξία των εταιρικών τους περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ).

- 1.5. Τα τελευταία χρόνια, η ΕΕ έχει αναγνωρίσει ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της ευρωπαϊκής οικονομίας κι έδωσε τη δυνατότητα σε αυτές τις εταιρείες να λειτουργούν σε ολόκληρη την Ένωση υπό ένα ενιαίο νομικό πλαίσιο. Η οδηγία 2013/34/ΕΕ, γνωστή ως «λογιστική οδηγία», μειώνει τη διοικητική επιβάρυνση για τις μικρές εταιρείες με απλουστευμένο καθεστώς υποβολής χρηματοοικονομικών καταστάσεων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και πολύ ακόμη πιο απλουστευμένο καθεστώς για πολύ μικρές εταιρείες με λιγότερους από 10 εργαζόμενους. Η παρούσα οδηγία όχι μόνο καθορίζει τις γενικές αρχές των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως η συνεπής εφαρμογή των λογιστικών πολιτικών και των βάσεων επιμέτρησης από το ένα έτος στο άλλο για εταιρείες περιορισμένης ευθύνης στην ΕΕ, αλλά εισάγει και αρκετούς ορισμούς, οι οποίοι είναι απαραίτητοι για την εκτίμηση επιχειρήσεων.
- 1.6. Άλλα όργανα επικεντρώνονται σε συγκεκριμένα νομικά πρόσωπα ή/και συναλλαγές. Για παράδειγμα, ο Κανονισμός 2157/2001 καθορίζει το καταστατικό για μια ευρωπαϊκή εταιρεία (Societas Europaea ή «SE») και απαιτεί, μεταξύ άλλων, ένας ανεξάρτητος πραγματογνώμονας να πιστοποιήσει ότι η εταιρεία έχει περιουσιακά στοιχεία τουλάχιστον ισότιμα με το κεφάλαιό της σε περίπτωση που μια SE προτίθεται να μετατραπεί σε ανώνυμη εταιρεία. Η Οδηγία 2017/1132, όπως τροποποιήθηκε με την Οδηγία 2019/2121 θέτει τις θεσμικές απαιτήσεις για τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και θεσπίζει κανόνες για τις διασυννοριακές μετατροπές, συγχωνεύσεις και διασπάσεις. Απαιτείται εκτίμηση από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα για στοιχεία του ενεργητικού πλην των μετρητών πριν η εταιρεία συσταθεί ή εξουσιοδοτηθεί να ξεκινήσει τις εργασίες της. Ο Κανονισμός 1435/2003 για το Καταστατικό της Ευρωπαϊκής Συνεταιριστικής Εταιρείας (SCE) θέτει παρόμοια απαίτηση. Η οδηγία 2004/25/ΕΚ ορίζει τα ελάχιστα πρότυπα για δημόσιες προσφορές (ή αλλαγές στη διοίκηση) που αφορούν μετοχές εταιρειών της ΕΕ.
- 1.7. Αν και οι φόροι εισοδήματος και οι εταιρικοί φόροι δεν είναι εναρμονισμένοι, οι εθνικοί φορολογικοί κανόνες οφείλουν να σέβονται τη νομοθεσία της ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, μπορεί να γίνει αναφορά στην οδηγία 2016/1164, η οποία επιβάλλει ένα τέλος εξόδου (exit tax) στους φορολογούμενους που μεταφέρουν τη φορολογική τους έδρα, επιχείρηση ή περιουσιακά τους στοιχεία σε μια χώρα με χαμηλή φορολογία. Το ποσό του τέλους εξόδου ισούται με την Αγοραία Αξία των μεταβιβαζόμενων περιουσιακών στοιχείων κατά την έξοδο, απομειούμενη κατά τη λογιστική αξία τους. Η εκτίμηση αυτή πρέπει να γίνεται με βάση την αρχή των ίσων αποστάσεων.
- 1.8. Η αρχή των ίσων αποστάσεων αποκτά επίσης ολοένα και μεγαλύτερη σημασία στο πλαίσιο της εφαρμογής των κανόνων περί κρατικών ενισχύσεων. Σύμφωνα με το πλαίσιο για τις κρατικές ενισχύσεις, η μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων σε αξία μεγαλύτερη από την «αγοραία τιμή» μπορεί να χαρακτηριστεί ως κρατική ενίσχυση. Στο πλαίσιο αυτό, το ΔΕΕ ανέπτυξε το «κριτήριο του ιδιώτη πωλητή» (private vendor test) για να εκτιμήσει κατά πόσον μια πώληση που πραγματοποιήθηκε από δημόσιο οργανισμό συνεπάγεται κρατική ενίσχυση, λαμβάνοντας υπόψη κατά πόσον ένας ιδιώτης πωλητής, υπό κανονικές συνθήκες αγοράς, θα μπορούσε να έχει επιτύχει την ίδια ή καλύτερη τιμή.

- 1.9. Η χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε σημαντική έλλειψη επαρκών εργαλείων σε επίπεδο Ένωσης για την αποτελεσματική αντιμετώπιση περιπτώσεων πιστωτικών ιδρυμάτων και εταιρειών επενδύσεων που δεν λειτουργούν ή πτωχεύουν. Καθώς πολλά κράτη μέλη έπρεπε να εισφέρουν δημόσιο χρήμα στα τραπεζικά τους συστήματα για τη διάσωση τραπεζών, η οδηγία 2014/59/ΕΕ στοχεύει στην αποφυγή «διάσωσης» με χρήση των χρημάτων των φορολογουμένων σε μελλοντικές περιπτώσεις πτώχευσης τράπεζας και εισάγει κοινούς ευρωπαϊκούς κανόνες για την ανάκαμψη και την αναδιάρθρωση των τραπεζών που πτωχεύουν.
- 1.10. Οι κανονισμοί της Επιτροπής 2016/1075 και 2018/345 που συμπληρώνουν την οδηγία 2014/59/ΕΕ αναγνωρίζουν την εκτίμηση ως κρίσιμη σημασίας για την εκτέλεση εξυγίανσης. Αυτοί οι κανονισμοί προβλέπουν επίσης ορισμένες ειδικές διατάξεις που αφορούν στα προσόντα του εκτιμητή, τα κριτήρια που ο εκτιμητής θα λάβει υπόψη κατά την εκτέλεση της εκτίμησης και τα περιεχόμενα της Έκθεσης Εκτίμησης.
- 1.11. Για την υποστήριξη των αρχών εξυγίανσης στο πλαίσιο της εκτίμησης, η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή Τραπεζών έχει αναπτύξει ένα Εγχειρίδιο εκτίμησης για σκοπούς εξυγίανσης, παρέχοντας μια μη πλήρη επισκόπηση επιλεγμένων πτυχών των μεθοδολογιών εκτίμησης, οι οποίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κατά τη διενέργεια μιας εκτίμησης σύμφωνα με το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ.
- 1.12. Φύση και αντίκτυπος της νομοθεσίας της ΕΕ — Το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση νομοθεσίας της ΕΕ στις ακόλουθες ενότητες στηρίζεται σε οδηγίες, τις οποίες τα κράτη - μέλη πρέπει να ενσωματώνουν στη νομοθεσία τους.
- 1.13. Ειδικότερα, μόλις μια οδηγία εγκριθεί, αυτή είναι δεσμευτική ως προς το αποτέλεσμα που πρέπει να επιτευχθεί εντός της προθεσμίας που ορίζει η εν λόγω οδηγία. Ως εκ τούτου, το αποτέλεσμα μιας οδηγίας εξαρτάται από το πώς αυτή έχει συνταχθεί.. Για παράδειγμα, στην υπόθεση Επιτροπή κατά ΗΒ (C-56/90) το ΔΕΕ έχει αποφανθεί ότι όταν μια οδηγία ορίζει ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα, όπως μια συγκεκριμένη ποιότητα υδάτων κολύμβησης, αυτό το αποτέλεσμα πρέπει να επιτευχθεί. Σε μια τέτοια περίπτωση, αυτό δεν είναι αρκετό για ένα κράτος μέλος για να ληφθούν όλα τα πρακτικά μέτρα. Αντίθετα, όταν μια γενικότερη οδηγία «πλαίσιο» δεν προσδιορίζει τα αποτελέσματα τόσο στενά, η συμμόρφωση με την εν λόγω οδηγία και η αξιολόγηση της ενδέχεται να επηρεασθούν περισσότερο από την προσέγγιση, την οποία έχουν ακολουθήσει τα κράτη μέλη.
- 1.14. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι ευρωπαϊκές απαιτήσεις θα αλληλεπιδράσουν με άλλες υφιστάμενες εγχώριες νομοθεσίες ή θα εφαρμοστούν παράλληλα με άλλα εσωτερικά μέτρα. Σε αυτό το πλαίσιο, το ΔΕΕ αποφάσισε στην υπόθεση *Marleasing* (C-106/89) ότι η εθνική νομοθεσία πρέπει, στο μέτρο του δυνατού, να ερμηνευθεί «*υπό το πρίσμα της διατύπωσης και του σκοπού της οδηγίας, προκειμένου να επιτευχθεί το αποτέλεσμα που επιδιώκει η τελευταία*». Επιπλέον, ενώ οι κανονισμοί της ΕΕ ισχύουν απευθείας για τα κράτη μέλη, αυτοί καλύπτονται συχνά από την εσωτερική νομοθεσία, παρέχοντας περαιτέρω επιχειρησιακά ζητήματα για την εξασφάλιση της αποτελεσματικής τους εφαρμογής.

- 1.15.** Λαμβάνοντας υπόψη αυτά τα στοιχεία, μεγάλο μέρος αυτού του κοινού πλαισίου και της αυξανόμενης επιρροής του, δεν είναι άμεσα εμφανές σε πολλούς που δραστηριοποιούνται στις τοπικές αγορές τους. Ωστόσο, αν και μεγάλο μέρος της νομοθεσίας της ΕΕ εφαρμόζεται μέσω των εθνικών νόμων, αυτό δεν μειώνει τον βασικό ρόλο της ΕΕ ως πηγή πολλών συνθηκών, οι οποίες επηρεάζουν την εκτίμηση των επιχειρήσεων.
- 1.16.** Η νομοθεσία της ΕΕ και τα ΕΠΕΕ — Τα τρέχοντα πρότυπα παρέχουν μια σύντομη περιγραφή των κύριων τομών πολιτικής και των μέσων που, άμεσα ή έμμεσα, έχουν αντίκτυπο στην εκτίμηση των επιχειρήσεων ή/και των επιχειρήσεων. Με την έκταση της νομοθεσίας της ΕΕ που έχει επιτευχθεί και που φαίνεται πιθανό να αναπτυχθεί ουσιαστικά, αυτό το κείμενο δεν μπορεί φυσικά να εξαντλεί την ανασκόπηση των Οδηγιών και των Κανονισμών που επηρεάζουν την εκτίμηση συγκεκριμένων επιχειρήσεων, αλλά υπογραμμίζει τους πιο σημαντικούς τομείς.

## 2. Εκτίμηση για το εταιρικό δίκαιο της ΕΕ

### 2.1. Εκτίμηση για τις θεσμικές ανάγκες σύμφωνα με το εταιρικό δίκαιο της ΕΕ

**2.1.1.** Εταιρείες περιορισμένης ευθύνης — Οι θεσμικές απαιτήσεις για τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης ορίζονται από την οδηγία 2017/1132, η οποία κωδικοποιεί και αντικαθιστά μια σειρά από προηγούμενες οδηγίες σχετικά με ορισμένες πτυχές του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου, όπως:

- Δημοσίευση πληροφοριών για εταιρείες στα μητρώα επιχειρήσεων
- Διατήρηση κεφαλαίου
- Διάσπαση εταιρειών
- Συγχωνεύσεις εντός μιας χώρας
- Διασυνοριακές συγχωνεύσεις.

Η εν λόγω οδηγία τροποποιήθηκε με την οδηγία 2019/2121 για να συμπεριλάβει επίσης νέους κανόνες για διασυνοριακές τροποποιήσεις, συγχωνεύσεις και διασπάσεις.

**2.1.2.** Το άρθρο 1 της οδηγίας θεσπίζει μέτρα προκειμένου να υπάρχουν ισοδύναμες διασφαλίσεις για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και τρίτων μερών, όσον αφορά στα ακόλουθα:

- Ίδρυση ανωνύμων εταιρειών και διατήρηση και τροποποίηση του κεφαλαίου τους
  - Απαιτήσεις γνωστοποίησης για δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης γενικά, καθώς και για υποκαταστήματα που ανοίγουν σε κράτος μέλος από δημόσιες και ιδιωτικές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, οι οποίες διέπονται από το δικαίο άλλου κράτους μέλους ή από αντίστοιχες εταιρείες εκτός ΕΕ
  - Συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών εντός ενός κράτους μέλους
  - Διασυννοριακές τροποποιήσεις, συγχωνεύσεις και διασπάσεις εταιρειών περιορισμένης ευθύνης.
- 2.1.3.** Οι διασφαλίσεις που απαιτούνται από την οδηγία περιλαμβάνουν τη σύνταξη Έκθεσης από έναν ή περισσότερους εμπειρογνώμονες για οποιοδήποτε ζήτημα εκτός από τα μετρητά πριν από τη σύσταση της εταιρείας σε σώμα την έναρξη της επιχειρηματικής της δραστηριότητας (*άρθρο 49*). Ομοίως, σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (έκδοση μετοχών) σε είδος (πλην μετρητών), θα πρέπει να προηγουμένως να συντάσσεται Έκθεση εμπειρογνομώνων (*άρθρο 70*).
- 2.1.4.** Οι Εκθέσεις αυτές απαιτούν τη συμμετοχή εκτιμητών ή «εμπειρογνομώνων», οι οποίοι είναι (*άρθρο 49(1)*):
- Ανεξάρτητοι από την εταιρεία
  - Διορισμένοι ή αναγνωρισμένοι από διοικητική ή δικαστική αρχή
  - Είτε φυσικά είτε νομικά πρόσωπα είτε εταιρείες ή επιχειρήσεις, σύμφωνα με τη νομοθεσία κάθε κράτους μέλους.
- 2.1.5.** Η έκθεση των εμπειρογνομώνων πρέπει να (*άρθρο 49(2) και (3)*):
- περιέχει τουλάχιστον την περιγραφή κάθε εισφοράς καθώς και τους τρόπους υπολογισμού που υιοθετήθηκαν
  - υποδεικνύει αν οι αξίες που προκύπτουν από τους τρόπους αυτούς αντιστοιχούν τουλάχιστον στον αριθμό και την ονομαστική αξία ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, στη λογιστική αξία και, ενδεχομένως στο πρόσθετο ποσό που καταβάλλεται για την έκδοση των μετοχών που πρόκειται να πραγματοποιηθεί έναντι των εισφορών
  - δημοσιεύεται με τον τρόπο που προβλέπει η νομοθεσία κάθε κράτους μέλους.
- 2.1.6.** Επιπλέον, οι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες εξετάζουν το σχέδιο των όρων συγχώνευσης και διαίρεσης και συντάσσουν έγγραφη Έκθεση προς τους μετόχους, αναφέροντας εάν κατά τη γνώμη τους ότι η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και εύλογη (*άρθρα 96 και 142*). Η δήλωσή τους πρέπει να (*άρθρο 96(2)*):
- καταδεικνύει τη μέθοδο ή τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να καταλήξουν στον προτεινόμενο λόγο ανταλλαγής μετοχών

- δηλώνει εάν αυτή η μέθοδος ή μέθοδοι είναι κατάλληλες στην εν λόγω περίπτωση, να αναφέρει τις αξίες που προέκυψαν χρησιμοποιώντας καθεμία από αυτές τις μεθόδους και να γνωμοδοτεί σχετικά με τη σχετική σημασία που αποδίδεται σε τέτοιες μεθόδους για τον υπολογισμό της αξίας.
  - περιγράφει τυχόν ειδικές δυσκολίες που έχουν προκύψει κατά την εκτίμηση.
- 2.1.7. Οι νέοι κανόνες για τις διασυνориакές μετατροπές, συγχωνεύσεις και διασπάσεις εταιρειών περιορισμένης ευθύνης που ορίζονται από την οδηγία 2019/2121 προβλέπουν τη σύνταξη Έκθεσης ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα, ως εξής:
- Σε περίπτωση διασυνориакής μετατροπής (άρθρα 86στ και 86ιθ).
  - Σε περίπτωση διασυνориакής συγχώνευσης (άρθρα 125 και 133α).
  - Σε περίπτωση διασυνориакής διάσπασης (άρθρα 160στ και 160κ).

Σε κάθε περίπτωση, η γνώμη του πραγματογνώμονα πρέπει να είναι «αμερόληπτη και αντικειμενική και [...] με σκοπό την παροχή βοήθειας στην αρμόδια αρχή σύμφωνα με τις απαιτήσεις ανεξαρτησίας και αμεροληψίας βάσει του νόμου και των επαγγελματικών προτύπων, στα οποία υπόκειται ο πραγματογνώμονας».

- 2.1.8. Στις επιχειρήσεις τουλάχιστον δύο κρατών μελών που επιθυμούν να συσταθούν ως SE παρέχονται διάφορες επιλογές: συγχώνευση, σύσταση εταιρείας χαρτοφυλακίου, σύσταση θυγατρικής ή μετατροπή σε SE. Η SE πρέπει να λάβει μορφή εταιρείας με μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο θα αντιπροσωπεύει ένα ποσό ύψους 120 000 ευρώ κατ'ελάχιστον.
- 2.1.9. Ο κανονισμός απαιτεί τη γνώμη ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα στις ακόλουθες διαδικασίες σύστασης και διάλυσης SE:

- Άρθρο 22: Αντί για τους εμπειρογνώμονες που ενεργούν για λογαριασμό κάθε μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, ένας ή περισσότεροι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες, κατά την έννοια του άρθρου 10 της οδηγίας 78/855/ΕΟΚ, οι οποίοι έχουν διοριστεί προς τούτο κατόπιν κοινής αιτήσεως των εταιριών αυτών από δικαστική ή διοικητική αρχή του κράτους μέλους στο οποίο υπάγεται μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες ή η υπό ίδρυση SE, μπορούν να εξετάσουν το σχέδιο συγχώνευσης και να συντάξουν ενιαία έκθεση για το σύνολο των μετόχων.
- Άρθρο 32 παράγραφος 4: Ένας ή περισσότεροι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες των εταιριών που προωθούν την σύσταση, διοριζόμενοι ή εγκρίνομενοι από τη δικαστική ή διοικητική αρχή του κράτους μέλους στο οποίο υπάγεται κάθε εταιρία, σύμφωνα με τις εθνικές διατάξεις που θεσπίζονται κατ'εφαρμογήν της οδηγίας 78/855/ΕΟΚ, εξετάζουν το σχέδιο συστατικής πράξης που συντάχθηκε κατά την παράγραφο 2 και συντάσσουν γραπτή έκθεση προς τους μετόχους κάθε εταιρίας. Κατόπιν συμφωνίας μεταξύ όλων των εταιριών που προωθούν την σύσταση, μπορεί να συνταχθεί έκθεση για τους μετόχους του συνόλου των εταιριών εκ μέρους ενός ή περισσότερων ανεξάρτητων εμπειρογνώμονων που διορίζονται ή εγκρίνονται από τη δικαστική ή διοικητική αρχή του κράτους μέλους στο οποίο υπάγεται μια εκ των εταιριών που προωθούν τη σύσταση ή τη μελλοντική SE σύμφωνα με τις εθνικές διατάξεις που θεσπίζονται κατ'εφαρμογήν της οδηγίας 78/855/ΕΟΚ.

- Άρθρο 37 παράγραφος 6: Πριν από τη γενική συνέλευση που προβλέπεται στην παράγραφο 7, ένας ή περισσότεροι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες που διορίζονται ή εγκρίνονται, σύμφωνα με τις εθνικές διατάξεις που θεσπίζονται κατ' εφαρμογή του άρθρου 10 της οδηγίας 78/855/ΕΟΚ από δικαστική ή διοικητική αρχή του κράτους στο οποίο υπάγεται η εταιρία που μετατρέπεται σε SE, πιστοποιούν σύμφωνα με την οδηγία 77/91/ΕΟΚ (8) *mutatis mutandis* την ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων αξίας τουλάχιστον ίσης προς το κεφάλαιο, επί πλέον των αποθεματικών που δεν επιτρέπεται να διανεμηθούν σύμφωνα με το νόμο ή το καταστατικό.
  - Άρθρο 66 παράγραφος 5: προκειμένου να πιστοποιηθεί ότι η εταιρεία διαθέτει περιουσιακά στοιχεία τουλάχιστον ισοδύναμα με το κεφάλαιο της στην περίπτωση που μια SE πρόκειται να μετατραπεί σε ανώνυμη εταιρεία (ο εμπειρογνώμονας θα οριστεί από δικαστική ή διοικητική αρχή στο κράτος μέλος, στο οποίο θα έχει έδρα η νέα ανώνυμη εταιρεία, η οποία θα προκύψει από τη μετατροπή της SE).
- 2.1.10.** Ευρωπαϊκή Συνεταιριστική Εταιρεία (SCE) - Ο κανονισμός 1435/2003 σχετικά με το καταστατικό της Ευρωπαϊκής Συνεταιριστικής Εταιρείας (SCE) θεσπίζει ένα νομικό καταστατικό για την SCE. Επιτρέπεται η σύσταση συνεταιρισμού από άτομα που κατοικούν σε διαφορετικά κράτη – μέλη κράτη ή από νομικά πρόσωπα που έχουν συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία διαφορετικών κρατών μελών. Με ελάχιστο κεφάλαιο 30.000 ευρώ, η νέα SCE μπορεί να λειτουργήσει σε ολόκληρη την Ένωση με ένα μοναδικό νομικό προσωπικότητα, σύνολο κανόνων και δομής.
- 2.1.11.** Ο κανονισμός απαιτεί τη γνώμη ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα στις ακόλουθες διαδικασίες σύστασης και διάλυσης SCE:
- Άρθρο 26: σε περίπτωση σύστασης μέσω συγχώνευσης, το εφαρμοστέο δίκαιο στις συγχωνεύσεις των ανώνυμων εταιρειών σχετικά με τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των εμπειρογνομώνων εφαρμόζονται κατ' αναλογία στη συγχώνευση συνεταιρισμών.
  - Άρθρο 35 παράγραφος 5: σε περίπτωση μετατροπής υφιστάμενου συνεταιρισμού σε SCE, όταν ένας ή περισσότεροι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες διορίζονται ή εγκρίνονται από δικαστική ή διοικητική αρχή στο κράτος μέλος στο οποίο ο συνεταιρισμός θα μετατραπεί σε SCE, θα πιστοποιούν, τηρουμένων των αναλογιών ότι λαμβάνεται υπ' όψη η αναλογία ανταλλαγής μετοχών του κατατεθειμένου κεφαλαίου και τυχόν ποσού μετρητών.
  - Άρθρο 76: σε περίπτωση μετατροπής μιας SCE σε συνεταιρισμό, ένας περισσότεροι ανεξάρτητοι εμπειρογνώμονες διορίζονται ή εγκρίνονται, σύμφωνα με την εθνική δικαστική ή διοικητική αρχή του κράτους μέλους στην οποία υπόκειται η SCE που μετατρέπεται σε συνεταιρισμό και πιστοποιούν ότι η τελευταία έχει περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού τουλάχιστον ισοδύναμα με το κεφάλαιο της.
- 2.1.12.** Το εφαρμοστέο δίκαιο περί ανώνυμων εταιρειών στο κράτος μέλος όπου η SCE έχει την έδρα της, σχετικά με το διορισμό εμπειρογνομώνων και την εκτίμηση οποιασδήποτε εισφοράς στο κεφάλαιο πλην μετρητών, εφαρμόζεται κατ' αναλογία στην SCE (*άρθρο 4 παράγραφος 6*).



**2.1.13.** Προσφορές εξαγοράς — Η οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς αποσκοπεί στη θέσπιση ελάχιστων κατευθυντήριων γραμμών για τη διεξαγωγή των προσφορών εξαγοράς που αφορούν μετοχές που είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε μια ρυθμιζόμενη αγορά εγκατεστημένη στην ΕΕ. Θέτει ελάχιστα πρότυπα για την εξαγορά ή την αλλαγή διοικήσεως και στοχεύει στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας, των εργαζομένων και λοιπών τρίτων μερών. Ένα από τα μέτρα που εφαρμόζει η οδηγία για την προστασία των μετόχων μειοψηφίας είναι ότι οποιοσδήποτε αποκτά τον έλεγχο μιας εταιρείας πρέπει να καταθέσει μια προσφορά σε «δίκαιη τιμή» το συντομότερο δυνατόν σε όλους τους κατόχους τίτλων. *(άρθρο 5 παράγραφος 1)*. Ως «δίκαιη τιμή» ορίζεται «η υψηλότερη τιμή που κατέβαλε ο προσφέρων για τους τίτλους κατά τη διάρκεια μιας περιόδου 6 έως 12 μηνών πριν από την προσφορά» *(άρθρο 5 παράγραφος 4)*.

## Νομοθεσία

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2157/2001 του Συμβουλίου, της 8ης Οκτωβρίου 2001, για το καταστατικό μιας ευρωπαϊκής εταιρείας (SE)

Οδηγία του Συμβουλίου 2001/86/ΕΚ από 8 Οκτωβρίου 2001, για τη συμπλήρωση του καταστατικού ευρωπαϊκής εταιρείας, όσον αφορά στη συμμετοχή των εργαζομένων

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1435/2003 του Συμβουλίου, της 22ας Ιουλίου 2003, για το καταστατικό μιας ευρωπαϊκής συνεταιριστικής εταιρείας (SCE)

Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις προσφορές εξαγοράς

Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με ορισμένες πτυχές του εταιρικού δικαίου

Οδηγία (ΕΕ) 2019/2121 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου από 27ης Νοεμβρίου 2019 για την τροποποίηση της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, όσον αφορά στις διασυνοριακές μετατροπές, συγχωνεύσεις και διασπάσεις.

## 2.2. Εκτίμηση εταιρικών λογαριασμών

- 2.2.1.** Νόμιμοι έλεγχοι — Οι εταιρείες πρέπει να παρέχουν μια αληθινή και δίκαιη εικόνα της οικονομικής κατάστασής τους. Η ΕΕ έχει θεσπίσει κανόνες για τη διασφάλιση συνεπών και συγκρίσιμων οικονομικών καταστάσεων.
- 2.2.2.** Η οδηγία 2014/56/ΕΕ για την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ σχετικά με τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών καθορίζει το πλαίσιο για τους υποχρεωτικούς ελέγχους και το ελεγκτικό επάγγελμα. Ο υποχρεωτικός έλεγχος είναι μια νομικά απαιτούμενη επισκόπηση των οικονομικών αρχείων. Οι υποχρεωτικοί έλεγχοι μπορούν να διενεργούνται μόνο από νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία εγκεκριμένα από τις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών. Τα κράτη μέλη πρέπει να τηρούν δημόσιο μητρώο αυτών.

- 2.2.3. Οι νόμιμοι ελεγκτές και τα ελεγκτικά γραφεία πρέπει να είναι ανεξάρτητοι όταν διενεργούν υποχρεωτικούς ελέγχους και να αποφεύγουν τη σύγκρουση συμφερόντων. Η επαρκής εσωτερική οργάνωση των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων θα πρέπει να συμβάλλει στην αποτροπή τυχόν απειλών για την ανεξαρτησία τους.
- 2.2.4. Εισηγμένες εταιρείες — Οι κανονισμοί 1606/2002 και 1126/2008 προβλέπουν ότι όλοι οι ενοποιημένοι λογαριασμοί των εισηγμένων εταιρειών πρέπει να καταρτίζονται σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ). Αυτά περιλαμβάνουν επίσης τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (ΔΠΧΑ).
- 2.2.5. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις — Οδηγία 2003/51/ΕΚ για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ, 83/349/ΕΟΚ, 86/635/ΕΟΚ και 91/674/ΕΟΚ σχετικά με τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών, τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Η οδηγία αυτή αναφέρεται στην «Εύλογη Αξία» ως γενική βάση εκτίμησης των επιχειρήσεων.
- 2.2.6. Η οδηγία 91/674 για τους ετήσιους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων διευκρινίζει ότι στην περίπτωση επενδύσεων εκτός από γη και κτίρια, η τρέχουσα αξία θα πρέπει σημαίνει «Αγοραία Αξία» (άρθρο 48(1)).
- 2.2.7. Εταιρείες που υποβάλλουν στοιχεία εκτός από τα ΔΠΧΑ — Η Οδηγία 2013/34/ΕΕ, γνωστή ως «Λογιστική Οδηγία», ορίζει απαιτήσεις για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που ισχύουν για εταιρείες περιορισμένης ευθύνης στην ΕΕ. Εξασφαλίζει τη σαφήνεια και τη συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων εκτός των ΔΠΧΑ και επιτρέπει εξαιρέσεις ή απλουστεύσεις στις υποχρεώσεις χρηματοοικονομικής αναφοράς σε πολλούς τομείς για τις ΜΜΕ και τις πολύ μικρές επιχειρήσεις. Οι βασικές απαιτήσεις είναι οι εξής:
- Προκειμένου να διασφαλισθεί η δημοσίευση συγκρίσιμων και ισότιμων πληροφοριών, οι αρχές της αναγνώρισης και της επιμέτρησης θα πρέπει να περιλαμβάνουν επιπλέον το τεκμήριο ότι η επιχείρηση συνεχίζει τις δραστηριότητές της, τη σύνεση και τη λογιστική απεικόνιση σε δεδουλευμένη βάση (Αιτιολογική σκέψη 16).
  - Η αναγνώριση, η επιμέτρηση, η απεικόνιση, η δημοσίευση και η ενοποίηση στις οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να διέπονται από την αρχή της σημαντικότητας (Αιτιολογική σκέψη 17).
  - Τα στοιχεία που αναγνωρίζονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να επιμετρούνται βάσει της αρχής της τιμής κτήσης ή του κόστους παραγωγής, ώστε να διασφαλίζεται η αξιοπιστία των πληροφοριών που περιέχονται στις οικονομικές καταστάσεις (Αιτιολογική σκέψη 18).
  - Εφόσον τα συστήματα λογιστικής αποτίμησης στην εύλογη αξία παρέχουν πληροφορίες που μπορεί να φανούν χρησιμότερες στους χρήστες οικονομικών καταστάσεων σε σχέση με τις πληροφορίες που βασίζονται στην τιμή κτήσης ή στο κόστος παραγωγής, τα κράτη μέλη θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να επιτρέπουν ή να απαιτούν τη λογιστική αποτίμηση στην εύλογη αξία στοιχείων του ενεργητικού, πλην των χρηματοπιστωτικών μέσων (Αιτιολογική σκέψη 19).

**Νομοθεσία**

Οδηγία 91/674/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 19ης Δεκεμβρίου 1991 για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 19ης Ιουλίου 2002, για την εφαρμογή διεθνών λογιστικών προτύπων

Οδηγία 2003/51/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 18ης Ιουνίου 2003, για την τροποποίηση των οδηγιών του Συμβουλίου 78/660/ΕΟΚ, 83/349/ΕΟΚ, 86/635/ΕΟΚ και 91/674/ΕΟΚ σχετικά με τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών, τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών επιχειρήσεων

Οδηγία 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1126/2008 της Επιτροπής, της 3ης Νοεμβρίου 2008, για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

Οδηγία 2013/34/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και συναφείς εκθέσεις επιχειρήσεων ορισμένων μορφών, την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και την κατάργηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου

### 3. Εκτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

- 3.1. Τραπεζικές κεφαλαιακές απαιτήσεις και ρύθμιση — Οι διεθνείς συμφωνίες της Βασιλείας επιδιώκουν να επιβάλουν ένα συνετό πλαίσιο και, ως εκ τούτου, θέτουν μια βάση για τον υπολογισμό του κεφαλαίου που πρέπει να διατηρεί ένα πιστωτικό ίδρυμα έναντι των υποχρεώσεών του. Αυτό το πλαίσιο παρέχει επίσης μια προσέγγιση για την εκτίμηση των φυσικών και χρηματοοικονομικών εξασφαλίσεων του.
- 3.2. Η ΕΕ έχει αντιμετωπίσει αυτά τα ζητήματα με διαδοχικά νομοθετήματα για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, με πιο πρόσφατο τον Κανονισμό 575/2013 σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων, μετά την

- 3.3.** Το Καθεστώς Κεφαλαιακών Απαιτήσεων (τώρα CRD IV) ρυθμίζει τα πιστωτικά ιδρύματα και έτσι παρέχει το πλαίσιο για τη λειτουργία τους στην εσωτερική αγορά της ΕΕ. Για να το κάνει αυτό, εφαρμόζει τις απαιτήσεις των συμφωνιών της Βασιλείας. Με βάση την αποτίμηση της επιχείρησης για το σκοπό αυτό, προβλέπει ότι *«τα ιδρύματα αποτιμούν τις εμπράγματα εξασφαλίσεις εκτός της ακίνητης περιουσίας στην αγοραία αξία τους»* την οποία ορίζει ως *«το εκτιμώμενο ποσό έναντι του οποίου το ακίνητο θα ανταλλάσσονταν κατά την ημερομηνία της αποτίμησης μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή που εκφράζουν ελεύθερα τη δικαιοπρακτική τους βούληση και συναλλάσσονται υπό κανονικές συνθήκες ανταγωνισμού»* (άρθρο 229 παράγραφος 3 Κανονισμός 575/2013).
- 3.4.** Ανάκαμψη και αναδιάρθρωση τραπεζών σε πτώχευση — Επειδή πολλά κράτη μέλη χρειάστηκε να εισφέρουν δημόσιο χρήμα στα τραπεζικά τους συστήματα μετά την οικονομική κρίση του 2008, η ΕΕ ενέκρινε την Οδηγία 2014/59/ΕΕ, η οποία θεσπίζει κοινούς ευρωπαϊκούς κανόνες για την ανάκαμψη και την αναδιάρθρωση των χρεοκοπημένων τραπεζών.
- 3.5.** Οι κατ' εξουσιοδότηση κανονισμοί 2016/1075 και 2018/345 της Επιτροπής αναγνωρίζουν τον κρίσιμο ρόλο της εκτίμησης τόσο πριν όσο και μετά την ανάκαμψη και θεσπίζουν ειδικές διατάξεις εκτίμησης:
- Τους ορισμούς «αξία κατοχής», «αξία εκχώρησης», «αξία δικαιόχρησης», «αξία μετοχικού κεφαλαίου» και «ανεξάρτητος εκτιμητής».
  - Κατάλογο προσόντων, εμπειρίας, ικανότητας, γνώσεων και πόρων που θα πρέπει να διαθέτει ο πραγματογνώμων εκτιμητής (άρθρο 39 του Κανονισμού 2016/1075).
  - Τα γενικά κριτήρια, τις πηγές πληροφοριών και τους παράγοντες που θα εξετάσει ο πραγματογνώμων εκτιμητής κατά την εκτέλεση της εκτίμησης (άρθρο 7 έως 12 του Κανονισμού 2018/345).
  - Τα περιεχόμενα της Έκθεσης Εκτίμησης (άρθρο 6 του Κανονισμού 2018/345).
- 3.6.** Οι Κανονισμοί δεν ασχολούνται με τη μεθοδολογία εκτίμησης, αλλά ορίζουν ότι *«ο εκτιμητής καθορίζει τις πλέον κατάλληλες μεθοδολογίες αποτίμησης, που μπορεί να βασίζονται στα εσωτερικά μοντέλα της οντότητας, εφόσον το κρίνει σκόπιμο, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση του πλαισίου διαχείρισης κινδύνων της οντότητας και την ποιότητα των διαθέσιμων δεδομένων και πληροφοριών»* (Article 7(2) of Regulation 2018/345).
- 3.7.** Προκειμένου να υποστηρίξει τις αρχές εξυγίανσης, όσον αφορά στην εκτίμηση, η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών έχει αναπτύξει ένα Εγχειρίδιο για σκοπούς εξυγίανσης με σκοπό τη λειτουργία της διαδικασίας εκτίμησης. Στόχος του είναι να παρέχει μια μη εξαντλητική επισκόπηση επιλεγμένων απόψεων περί των μεθοδολογιών εκτίμησης που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κατά τη διεξαγωγή της εκτίμησης σύμφωνα με το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ, καθώς και της σχετικής εφαρμοστικής διαδικασίας.
- 3.8.** Αν και επικεντρώνεται κυρίως στην εκτίμηση σχετικά με την ανάκαμψη και την αναδιάρθρωση των κανόνων των τραπεζών υπό πτώχευση, το Εγχειρίδιο αυτό αποτελεί

το πρώτο έγγραφο από Σώματα της ΕΕ που περιέχει μια περιγραφή των αναγνωρισμένων προσεγγίσεων Εκτίμησης Επιχειρήσεων και παρέχει οδηγίες για την εφαρμογή τους (μεθοδολογία DCF, μεθοδολογία Αγοράς Αξίας, μεθοδολογία βάσει προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας).

#### Νομοθεσία

Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012

Οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τη θέσπιση πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 82/891/ΕΟΚ του Συμβουλίου, και των οδηγιών 2001/24/ΕΚ, 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2005/56/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2011/35/ΕΕ, 2012/30/ΕΕ και 2013/36/ΕΕ, καθώς και των κανονισμών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/1075 της Επιτροπής, της 23ης Μαρτίου 2016, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για τον καθορισμό του περιεχομένου των σχεδίων ανάκαμψης, των σχεδίων εξυγίανσης και των σχεδίων εξυγίανσης ομίλων, των ελάχιστων κριτηρίων που πρέπει να αξιολογεί η αρμόδια αρχή όσον αφορά τα σχέδια ανάκαμψης και τα σχέδια ανάκαμψης ομίλων, των προϋποθέσεων για τη χρηματοπιστωτική στήριξη ομίλου, των απαιτήσεων για τους ανεξάρτητους εκτιμητές, της συμβατικής αναγνώρισης των εξουσιών απομείωσης και μετατροπής, των διαδικασιών και του περιεχομένου των απαιτήσεων κοινοποίησης και της ειδοποίησης αναστολής, καθώς και του τρόπου λειτουργίας των σωμάτων εξυγίανσης

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2018/345 της Επιτροπής, της 14ης Νοεμβρίου 2017, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα που προσδιορίζουν τα κριτήρια σχετικά με τη μεθοδολογία για την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων ιδρυμάτων ή οντοτήτων

Εγχειρίδιο ΕΒΑ της 22ας Φεβρουαρίου 2019 σχετικά με την εκτίμηση για σκοπούς εξυγίανσης

## 4. Εκτίμηση Ασφαλιστικών και Αντασφαλιστικών Ιδρυμάτων

- 4.1. Ο ασφαλιστικός και αντασφαλιστικός τομέας διέπεται πλέον από το καθεστώς Solvency II, σύμφωνα με την πλαίσιο της οδηγίας 2009/138/ΕΚ. Η οδηγία αυτή απαιτεί τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων φερεγγυότητας κάθε ιδρύματος τουλάχιστον μία φορά τον

χρόνο. Προβλέπει επίσης ειδικούς κανόνες για την εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων, συμπεριλαμβανομένων των τεχνικών προβλέψεων για τις ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές δραστηριότητες.

- 4.2. Οι ειδικοί κανόνες για την εκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού καθορίζονται από το άρθρο 75 παράγραφος 1 της οδηγίας που ορίζει ότι:
- «Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά, οι επιχειρήσεις ασφάλισης και αντασφάλισης αποτιμούν τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού ως εξής:*
- (α) *τα στοιχεία του ενεργητικού αποτιμούνται στο ποσό για το οποίο μπορούν να ανταλλαγούν μεταξύ καλώς πληροφορημένων και πρόθυμων ατόμων στο πλαίσιο μιας συναλλαγής με ίσους όρους.*
- (β) *τα στοιχεία του παθητικού αποτιμώνται στο ποσό για το οποίο μπορούν να μεταβιβάζονται, ή να διακανονίζονται, μεταξύ καλώς πληροφορημένων και πρόθυμων ατόμων στο πλαίσιο μιας συναλλαγής με ίσους όρους.*
- Κατά την αποτίμηση των στοιχείων του παθητικού δυνάμει του στοιχείου β), δεν γίνεται καμία προσαρμογή προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ίδια πιστωτική διαβάθμιση της ασφαλιστικής ή της αντασφαλιστικής επιχείρησης.»*
- 4.3. Η αιτιολογική σκέψη 46 της οδηγίας ορίζει ότι *«οι κανόνες αξιολόγησης για τους σκοπούς της εποπτείας θα πρέπει, κατά το δυνατόν, να είναι συμβατοί με τις διεθνείς εξελίξεις όσον αφορά τους λογαριασμούς, ούτως ώστε να περιορίζεται η διοικητική επιβάρυνση των ασφαλιστικών ή αντασφαλιστικών επιχειρήσεων.*
- 4.4. Η Οδηγία 2014/51 (Omnibus II) και ο Κανονισμός 2015/35 (κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός Solvency II) τροποποίησαν το καθεστώς της Solvency II με διάφορους τρόπους. Για παράδειγμα, το άρθρο 9(3) του Κανονισμού 2015/35 προβλέπει ότι, όπου απαιτείται, το άρθρο 75 της οδηγίας 2009/138 υπερισχύει των διεθνών λογιστικών προτύπων. Επιπλέον, το άρθρο 2 του Κανονισμού προβλέπει ότι οι εκτιμήσεις «βασίζονται στην εμπειρογνώμηση προσώπων που διαθέτουν τις σχετικές γνώσεις, την πείρα και την κατανόηση των εγγενών κινδύνων της ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής δραστηριότητας» και ότι οι εκτιμητές πρέπει να παρέχουν αναγνωρισμένες πιστοποιήσεις επί του αντικειμένου τους.
- 4.5. Οι βασικές παραδοχές που διέπουν την εκτίμηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων, καθώς και τις προσεγγίσεις που πρέπει να εφαρμόζονται για διαφορετικές κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού και παθητικού εξηγούνται στο Κεφάλαιο II του κανονισμού 2015/35, που αναφέρει ότι για τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι εκτιμητές:
- θα πρέπει να αποτιμούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις με βάση την υπόθεση ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει ομαλά τις δραστηριότητές της.
  - θα πρέπει να αποτιμούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.
  - θα πρέπει να αποτιμούν τα επιμέρους πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις επιμέρους υποχρεώσεις ξεχωριστά.
  - θα πρέπει να ακολουθούν την ιεραρχία εκτίμησης που παρατίθεται κατωτέρω, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του πάγιου περιουσιακού στοιχείου ή της υποχρέωσης, όπου οι συμμετέχοντες παίκτες της αγοράς θα έπαιρναν λάμβαναν υπόψη κατά την εκτίμηση του πάγιου περιουσιακού στοιχείου ή της

υποχρέωσης κατά την ημερομηνία εκτίμησης, συμπεριλαμβανομένης της κατάστασης και της θέσης του πάγιου περιουσιακού στοιχείου ή της υποχρέωσης και των περιορισμών, αν υπάρχουν, από την πώληση ή τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου.

- Η ενδεδειγμένη μέθοδος εκτίμησης θα πρέπει να αποτιμά τα πάγια στοιχεία ενεργητικού και παθητικού με τη χρήση πράξεων που θα πραγματοποιούνται σε μια ενεργή αγορά για τα ίδια πάγια περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις,
- Όπου η χρήση πράξεων αγοραπωλησιών σε ενεργές αγορές για τα ίδια περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεων δεν είναι δυνατή, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις θα πρέπει να αποτιμώνται αναπροσαρμόζοντας τις υφιστάμενες πράξεις με συντελεστές που αντανακλούν τις διαφορές.
- Η χρήση των πράξεων αγοραπωλησιών θα βασίζεται στα κριτήρια των ενεργών αγορών, όπως ορίζονται στα διεθνή λογιστικά πρότυπα,
- Όταν χρησιμοποιούνται εναλλακτικές μέθοδοι εκτίμησης, οι εκτιμητές θα πρέπει να βασίζονται σε όσο το δυνατόν λιγότερες υποθέσεις και να χρησιμοποιείται όσο το δυνατόν περισσότερα δεδομένα της αγοράς,
- Θα πρέπει να αποτιμώνται τόσο η υπεραξία, όσο και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία και όχι μόνο η υπεραξία, εκτός εάν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να πωληθούν χωριστά με μηδενική αξία.

#### Νομοθεσία

Οδηγία 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Νοεμβρίου 2009, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Φερεγγυότητα ΙΙ)

Οδηγία 2014/51/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, σχετικά με την τροποποίηση των οδηγιών 2003/71/ΕΚ και 2009/138/ΕΚ, και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, (ΕΕ) αριθ. 1094/2010 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010, όσον αφορά τις εξουσίες της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων) και της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) (Οmnibus ΙΙ)

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2015/35 της Επιτροπής, της 10ης Οκτωβρίου 2014, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Φερεγγυότητα ΙΙ)

## 5. Εκτίμηση Επενδυτικών Κεφαλαίων

- 5.1. Διαφορετικά επενδυτικά κεφάλαια - Τα επενδυτικά κεφάλαια είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα που συλλέγουν τα χρήματα των επενδυτών και επενδύουν το συγκεντρωμένο κεφάλαιο μέσω ενός χαρτοφυλακίου χρηματοοικονομικών εργαλείων. Τα πιο

συνηθισμένα επενδυτικά κεφάλαια στην Ευρώπη είναι επιχειρήσεις συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (UCITS) που πωλούνται σε ιδιώτες επενδυτές. Ρυθμίζονται από την οδηγία 2009/65/ΕΚ, όπως τροποποιήθηκε από την οδηγία 2014/91/ΕΕ («οδηγία ΟΣΕΚΑ»). Οι επενδυτικοί οργανισμοί που δεν υπάγονται στο ρυθμιστικό πλαίσιο της ΕΕ από την παραπάνω οδηγία, συμπεριλαμβανομένων των αμοιβαίων κεφαλαίων ακινήτων, των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου και των ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων, είναι εναλλακτικά επενδυτικά κεφάλαια. Είναι σχεδιασμένα για επαγγελματίες επενδυτές και διέπονται από την οδηγία 2011/61/ΕΕ σχετική με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων («οδηγία ΔΟΕΕ»)

- 5.2.** Εκτίμηση για ΟΣΕΚΑ - Οι κανόνες εκτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού, καθώς και οι κανόνες υπολογισμού της τιμής έκδοσης ή διάθεσης και της τιμής εξαγοράς ή εξόφλησης των μεριδίων ενός ΟΣΕΚΑ, καθορίζονται με το ισχύον εθνικό δίκαιο, στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου ή στα καταστατικά έγγραφα της εταιρείας επενδύσεων. (άρθρο 85 της οδηγίας ΟΣΕΚΑ).
- 5.3.** Σε περίπτωση συγχώνευσης επιχειρήσεων συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (UCITS), ένας θεματοφύλακας ή ένας ανεξάρτητος ελεγκτής, εγκεκριμένος σύμφωνα με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, θα πρέπει να συντάσσει έκθεση για λογαριασμό όλων των εμπλεκόμενων ΟΣΕΚΑ. Η εν λόγω έκθεση θα πρέπει να επικυρώνει τις μεθόδους εκτίμησης του ενεργητικού και του παθητικού του ΟΣΕΚΑ και τη μέθοδο υπολογισμού της σχέσης ανταλλαγής που ορίζεται στο κοινό σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, καθώς και την πραγματική σχέση ανταλλαγής και, κατά περίπτωση, την πληρωμή σε μετρητά ανά μερίδιο. Προκειμένου να περιοριστεί το κόστος που συνδέεται με τις διασυννοιακές συγχωνεύσεις, ο νόμιμος ελεγκτής του απορροφώμενου ή του απορροφώντος ΟΣΕΚΑ θα πρέπει να μπορεί να συντάσσει ενιαία έκθεση για όλους τους ΟΣΕΚΑ που συμμετέχουν στη συγχώνευση.
- 5.4.** Εκτίμηση για τα αμοιβαία κεφάλαια εναλλακτικών επενδύσεων - Η οδηγία για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (οδηγία ΔΟΕΕ) θεσπίζει κανόνες για την εκτίμηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων και τον υπολογισμό της καθαρής αξίας ενεργητικού ανά μονάδα ή ανά μερίδιο των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων.
- 5.5.** Οι κύριοι κανόνες της Οδηγίας ΔΟΕΕ είναι:
- Η διαδικασία αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και υπολογισμού της καθαρής αξίας ενεργητικού θα πρέπει να είναι λειτουργικά ανεξάρτητη από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και η πολιτική αμοιβών των ΔΟΕΕ και άλλα μέτρα θα πρέπει να εξασφαλίζουν την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων και άσκησης αθέμιτης επιρροής στους υπαλλήλους. (Απτιολογική σκέψη 29),
  - Οι χρησιμοποιούμενες διαδικασίες αποτίμησης εξασφαλίζουν ότι τα στοιχεία ενεργητικού αποτιμώνται και η καθαρή αξία ενεργητικού ανά μερίδιο ή μετοχή υπολογίζονται τουλάχιστον μία φορά το χρόνο. (άρθρο 19(3)).
  - Υπό ορισμένες προϋποθέσεις και προσόντα, οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων εναλλακτικών επενδύσεων θα πρέπει να είναι σε θέση να διορίζουν εξωτερικό εκτιμητή για την εκτέλεση της αποτίμησης (άρθρο 19(5)).



**Νομοθεσία**

Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009 , για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)

Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές κεφαλαίων εναλλακτικών επενδύσεων και την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) Νο 1095/2010

Οδηγία 2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Ιουλίου 2014 , για την τροποποίηση της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τις λειτουργίες θεματοφύλακα, τις πολιτικές αποδοχών και τις κυρώσεις

**6. Εκτίμηση για τη Φορολογική Νομοθεσία****6.1. Φόρος Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ)**

- 6.1.1.** Οδηγία ΦΠΑ - Ο ΦΠΑ είναι ένας φόρος επί της προστιθέμενης αξίας κατά την παροχή αγαθών και υπηρεσιών. Η ισχύουσα νομοθεσία της ΕΕ είναι η Έβδομη οδηγία ΦΠΑ 2006/112. Η οδηγία αυτή παρέχει ένα κοινό πλαίσιο σχετικά με το πεδίο εφαρμογής (*άρθρα 1 έως 30*), τον τρόπο εφαρμογής του ΦΠΑ (*άρθρα 31 έως 92*), τους κανονικούς συντελεστές (*άρθρα 93 έως 130*), τις εξαιρέσεις (*άρθρα 131 έως 166*) και τις μειώσεις (*άρθρα 167 έως 192*).
- 6.1.2.** Η σημασία για την εκτίμηση επιχειρήσεων - Η οδηγία περιέχει διαφορετικές διατάξεις οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία εκτίμησης των επιχειρήσεων λόγω των επιπτώσεων που έχουν στις ταμειακές ροές. Είναι ζωτικής σημασίας για τις επιχειρήσεις που εκτελούν διασυννοριακές δραστηριότητες, καθώς και για επιχειρήσεις εκμετάλλευσης και ανάπτυξης ακίνητης περιουσίας.
- 6.1.3.** Ενώ οι μισθοί και η χρηματοδότηση δεν υπόκεινται σε ΦΠΑ, όταν ο ΦΠΑ επιβάλλεται σε μια μεταβίβαση μπορεί να αποτελέσει σημαντικό παράγοντα με διάφορους τρόπους:
- Ενώ οι περισσότερες επιχειρήσεις μπορούν να ανακτήσουν τον ΦΠΑ για τις εισροές που πληρούν τις προϋποθέσεις, εξακολουθεί να ασκεί πίεση στις ταμειακές ροές.
  - Όταν ένα συμβαλλόμενο μέρος σε μια συναλλαγή δεν είναι εγγεγραμμένο στο μητρώο ΦΠΑ, δεν μπορεί να τον ανάκτησει επί των εισροών.
- 6.1.4.** Υποκείμενοι στον φόρο και πράξεις - Ο ΦΠΑ εφαρμόζεται σε όλες τις πράξεις που πραγματοποιούνται στην ΕΕ έναντι ανταλλάγματος (πληρωμής) από υποκείμενο στον φόρο, δηλαδή από κάθε φυσικό πρόσωπο ή οργανισμό που παρέχει φορολογητέα αγαθά

και υπηρεσίες στο πλαίσιο επιχειρηματικής δραστηριότητας (άρθρα 12 και 13). Οι εισαγωγές υπόκεινται επίσης σε ΦΠΑ. Οι φορολογητέες πράξεις περιλαμβάνουν τις παραδόσεις αγαθών ή υπηρεσιών εντός ενός κράτους μέλους, ενδο-κοινοτικές αποκτήσεις αγαθών (αγαθά που παραδίδονται και αποστέλλονται ή μεταφέρονται από επιχείρηση σε ένα κράτος μέλος σε επιχείρηση σε άλλο) και τις εισαγωγές αγαθών στην ΕΕ από τρίτες χώρες (άρθρα 14 έως 30).

- 6.1.5.** Μεταβίβαση δικαιωμάτων, μετοχών και μεριδίων - Τα κράτη μέλη μπορούν να θεωρούν τη μεταβίβαση των ακόλουθων δικαιωμάτων, μετοχών και μεριδίων ως μεταβίβαση αγαθών: (i) ορισμένα δικαιώματα επί ακινήτων, (ii) εμπράγματα δικαιώματα που παρέχουν στον κάτοχο τους δικαίωμα χρήσης επί ακινήτων και (iii) μετοχές ή δικαιώματα ισοδύναμα με μετοχές που παρέχουν στον κάτοχο τους *de jure* ή *de facto* δικαιώματα κυριότητας ή κατοχής επί ακινήτων ή μέρους αυτών (άρθρο 15(2)).
- 6.1.6.** Αντιμετώπιση των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης - Το άρθρο 16 της οδηγίας ορίζει ότι η χρησιμοποίηση από υποκείμενο στον φόρο αγαθών που ανήκουν στην επιχειρηματική του περιουσία για προσωπική του χρήση ή για χρήση του προσωπικού του ή η δωρεάν διάθεσή τους ή, γενικότερα, η χρησιμοποίησή τους για σκοπούς άλλους από τους σκοπούς της επιχείρησής τους, εξομοιώνεται με παράδοση αγαθών με αντάλλαγμα, εφόσον ο ΦΠΑ των εν λόγω αγαθών ή των συστατικών τους μερών ήταν εν όλω ή εν μέρει εκπεστέος. Ωστόσο, η χρησιμοποίηση των αγαθών για επαγγελματική χρήση ως δείγματα δεν θεωρείται παράδοση αγαθών έναντι ανταλλάγματος.
- 6.1.7.** Διασυνοριακή μεταβίβαση ενσώματων επιχειρηματικών περιουσιακών στοιχείων - Η μεταβίβαση από άτομο υποκείμενο στο φόρο αγαθών που αποτελούν μέρος της επιχειρηματικής του περιουσίας σε άλλο κράτος μέλος κατ' αρχήν θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως παράδοση αγαθών έναντι ανταλλάγματος (άρθρο 17(1)). Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένες εξαιρέσεις από τον κανόνα αυτό (άρθρο 17(2)).
- 6.1.8.** Μεταβίβαση συνεχιζόμενης δραστηριότητας - Τα κράτη μέλη μπορούν να θεωρούν τη μεταβίβαση «μιας ολόκληρης πάγιων περιουσιακών στοιχείων ή μέρους αυτών» δεν αποτελεί παράδοση αγαθών, αλλά αντίθετα θεωρείται ότι ο νέος ιδιοκτήτης αντιμετωπίζεται απλώς ως διάδοχος του μεταβιβάζοντος (άρθρο 19).
- 6.1.9.** Φορολογητέα βάση για την πώληση ή τη διάθεση επιχειρηματικών περιουσιακών στοιχείων - Σύμφωνα με το άρθρο 74 της οδηγίας, η φορολογητέα βάση για την πώληση ή τη διάθεση επιχειρηματικών περιουσιακών στοιχείων είναι η τιμή αγοράς των αγαθών ή παρόμοιων αγαθών ή, ελλείψει τιμής αγοράς, η τιμή κτήσης, η οποία προσδιορίζεται κατά τον χρόνο εφαρμογής, διάθεσης ή διακράτησης. Αυτό θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την εκτίμηση επιχειρήσεων με περιορισμένη διάρκεια ζωής, των οποίων η τελική αξία αποτελεί προϊόν πώλησης περιουσιακών στοιχείων, καθώς και κατά την εφαρμογή προσεγγίσεων εκτίμησης βάσει περιουσιακών στοιχείων.

## Νομοθεσία

Οδηγία 2006/112/ΕΚ του Συμβουλίου, της 28ης Νοεμβρίου 2006, σχετικά με το κοινό σύστημα φόρου προστιθέμενης αξίας

Οδηγία 2009/47/ΕΚ του Συμβουλίου, της 5ης Μαΐου 2009, για την τροποποίηση της οδηγίας 2006/112/ΕΚ σχετικά με τους μειωμένους συντελεστές φόρου προστιθέμενης αξίας

## 6.2. Έμμεσος φόρος στην άντληση κεφαλαίων

- 6.2.1. Η οδηγία 2008/7/EK σχετικά με τους έμμεσους φόρους στην άντληση κεφαλαίων απαγορεύει την επιβολή έμμεσων φόρων σε ορισμένες συναλλαγές.
- 6.2.2. Ωστόσο, σύμφωνα με το άρθρο 7 παράγραφος 1 της οδηγίας, τα κράτη μέλη που φορολογούσαν επί των εισφορών κεφαλαίου την 1η Ιανουαρίου 2006, μπορούν να συνεχίσουν να το πράττουν βάσει των όρων που καθορίζονται στην οδηγία.
- 6.2.3. Σύμφωνα με το άρθρο 11 της οδηγίας, μία από τις προϋποθέσεις αυτές αφορά τη βάση της επιβολής του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου. Όσον αφορά τους ακόλουθους τύπους κεφαλαιακών εισφορών ο κεφαλαιουχικός φόρος θα πρέπει να βασίζεται στην πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων, μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων και των εξόδων που βαρύνουν την εταιρεία:
- Η σύσταση μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας.
  - Μια αύξηση του κεφαλαίου μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας με εισφορά περιουσιακών στοιχείων της κάθε είδους.
  - Αύξηση του ενεργητικού μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας με εισφορά ενεργητικού οποιουδήποτε είδους, με αντάλλαγμα όχι μετοχές στο κεφάλαιο ή στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, αλλά δικαιώματα του ίδιου είδους με εκείνα των μελών, όπως δικαίωμα ψήφου, μερίδιο στα κέρδη ή μερίδιο στο πλεόνασμα κατά την εκκαθάριση.
  - Η μεταφορά από τρίτη χώρα σε κράτος μέλος του κέντρου της πραγματικής διαχείρισης κεφαλαιουχικής εταιρείας με καταστατική έδρα σε τρίτη χώρα.
  - Η μεταφορά από τρίτη χώρα σε κράτος μέλος της καταστατικής έδρας της κεφαλαιουχικής εταιρείας της οποίας το κέντρο της πραγματικής διαχείρισης βρίσκεται σε τρίτη χώρα.
  - Μια αύξηση του ενεργητικού μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας μέσω της παροχής υπηρεσιών από ένα μέλος που δεν συνεπάγονται αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας, αλλά η οποία οδηγεί σε μεταβολή των δικαιωμάτων στην εταιρεία ή η οποία μπορεί να αύξηση της αξίας των μετοχών της εταιρείας.

### Νομοθεσία

Οδηγία 2008/7/EK του Συμβουλίου, της 12ης Φεβρουαρίου 2008, σχετικά με τους έμμεσους φόρους επί της άντλησης κεφαλαίων

### 6.3. Εταιρικός φόρος

- 6.3.1. Στο σχέδιο δράσης για ένα δίκαιο και αποτελεσματικό σύστημα φορολόγησης των εταιρειών στην ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέφερε ότι η ΕΕ χρειάζεται ένα πλαίσιο για δίκαιη και αποτελεσματική φορολόγηση των εταιρειών, προκειμένου να κατανοηθεί δίκαιη η φορολογική επιβάρυνση, να προωθηθεί η βιώσιμη ανάπτυξη και οι επενδύσεις, να διαφοροποιηθούν οι πηγές χρηματοδότησης της ευρωπαϊκής οικονομίας και να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα της ΕΕ.
- 6.3.2. Το 2016 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε μια δέσμη μέτρων κατά της φορο-αποφυγής η οποία υπογράμμισε ότι *«[μια] συντονισμένη προσέγγιση για την εφαρμογή φιλικών προς την ανάπτυξη φορολογικών συστημάτων και η αντιμετώπιση των διασυννοριακών προβλημάτων είναι απαραίτητη για την εύρυθμη λειτουργία μιας ενιαίας Αγοράς»*.
- 6.3.3. Η οδηγία 2016/1164 για την πρόληψη της φορο-αποφυγής των επιχειρήσεων περιλαμβάνει μέτρα κατά της «διάβρωσης» της βάσης και της μετατόπισης των κερδών (BEPS), π.χ. επιθετικές στρατηγικές φορο-αποφυγής που αποσκοπούν στην εκμετάλλευση κενών και αναντιστοιχιών στους φορολογικούς κανόνες, ώστε να μεταφέρουν τεχνητά τα κέρδη τους σε περιοχές με χαμηλή ή μηδενική φορολογία. Η οδηγία εφαρμόζεται σε όλους τους φορολογούμενους που υπόκεινται σε εταιρικό φόρο σε ένα ή περισσότερα κράτη μέλη.
- 6.3.4. Η Οδηγία προβλέπει τέσσερις δέσμες κανόνων κατά της BEPS:
- Κανονισμοί περιορισμού των τόκων: οι κανόνες αυτοί ρυθμίζουν το ποσό των τόκων που ένας φορολογούμενος μπορεί να αφαιρέσει.
  - Κανόνες φορολόγησης εξόδου: οι κανόνες αυτοί επιβάλλουν φόρο εξόδου όταν ένας φορολογούμενος μεταφέρει τη φορολογική έδρα, επαγγελματικές δραστηριότητες ή τα περιουσιακά του στοιχεία σε χώρα με χαμηλή φορολογία.
  - Γενικός κανόνας κατά της κατάχρησης: ο κανόνας αυτός υποχρεώνει τα κράτη μέλη να αρνούνται στους φορολογούμενους το όφελος από καταχρηστικές φορολογικές ρυθμίσεις.
  - Κανόνες ελεγχόμενης αλλοδαπής εταιρείας: οι κανόνες αυτοί ανακατανέμουν το εισόδημα μιας χαμηλής φορολογούμενης ελεγχόμενης αλλοδαπής θυγατρικής στην πιο υψηλά φορολογούμενη μητρική της εταιρεία.
- 6.3.5. Το Άρθρο 5(1) της Οδηγίας προβλέπει ότι το ποσό του φόρου εξόδου ισούται με την Αγοραία Αξία των μεταβιβαζόμενων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, κατά τη στιγμή της εξόδου των περιουσιακών στοιχείων, αφαιρούμενης της αξίας τους για φορολογικούς σκοπούς. Η έννοια της «Αγοραίας Αξίας» ορίζεται ως *«το ποσό με το οποίο μπορεί να ανταλλαγεί ένα περιουσιακό στοιχείο ή να διακανονιστούν αμοιβαίες υποχρεώσεις μεταξύ πρόθυμων μη σχετιζόμενων συναλλακτικά αγοραστών και πωλητών σε μια απευθείας συναλλαγή»*.
- 6.3.6. Για να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική φορολόγηση των κερδών στην ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα Κράτη Μέλη έχουν επίσης λάβει μέτρα μέσω των κανόνων για τις τιμές μεταβίβασης και τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων.

## Νομοθεσία

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της 17ης Ιουνίου 2015 — Ένα δίκαιο και αποτελεσματικό σύστημα φορολογίας εταιρειών στην Ευρωπαϊκή Ένωση: 5 βασικοί τομείς δράσης

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της 28ης Ιανουαρίου 2016 — Δέσμη για την καταπολέμηση της φοροαποφυγής: επόμενα βήματα για την επίτευξη αποτελεσματικής φορολογίας και μεγαλύτερης φορολογικής διαφάνειας στην ΕΕ

Οδηγία (ΕΕ) 2016/1164 του Συμβουλίου, της 12ης Ιουλίου 2016, για τη θέσπιση κανόνων κατά των πρακτικών φοροαποφυγής που επηρεάζουν άμεσα τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς

## 7. Εκτίμηση Τιμών Μεταβίβασης

- 7.1. Σε έναν κόσμο όλο και πιο ολοκληρωμένων εθνικών οικονομιών, ταχείας προόδου της τεχνολογίας και αυξανόμενων μεταφορών και επικοινωνιών, ο ρόλος των Πολυεθνικών Επιχειρήσεων (ΠΕΕ) στο διεθνές διασυνοριακό εμπόριο έχει γίνει όλο και πιο σημαντικός.
- 7.2. Ως αποτέλεσμα αυτής της τάσης, οι ενδοομιλικές συναλλαγές πολλαπλασιάστηκαν, γεγονός που με τη σειρά του επέστρεψε την προσοχή στις τιμές που χρεώνονται για «ελεγχόμενες» συναλλαγές μεταξύ διαφόρων τμημάτων του ίδιου εταιρικού ομίλου. Αυτές οι τιμές μεταβίβασης δεν είναι εγγενώς οι τιμές της αγοράς που ισχύουν σε «μη ελεγχόμενες» συναλλαγές μεταξύ μη συνδεδεμένων μερών που ενεργούν ανεξάρτητα. Στην πραγματικότητα, δεδομένου ότι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις έχουν οικονομικό κίνητρο να κατανέμουν όσο το δυνατόν λιγότερα κέρδη σε δικαιοδοσίες όπου τα κέρδη αυτά υπόκεινται σε υψηλότερη φορολογία, αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε υπερβολικές τιμές μεταβίβασης, οι οποίες δεν θα πρέπει να γίνονται δεκτές ως βάση για τον υπολογισμό του φορολογητέου εισοδήματος.
- 7.3. Ειδικότερα, ο ορισμός των τιμών μεταβίβασης των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι ένα πολύπλοκο ζήτημα λόγω των ιδιαιτεροτήτων των συναλλαγών που αφορούν άυλα περιουσιακά στοιχεία. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν καμία φυσική ή οικονομική ενσωμάτωση (π.χ. εμπορικά μυστικά, εμπορικά σήματα, πνευματικά δικαιώματα, άδειες και παραχωρήσεις, συμβάσεις με πελάτες ή το ανεκτέλεστο υπόλοιπο παραγωγής). Αυτός ο ειδικός χαρακτήρας καθιστά δύσκολο τον προσδιορισμό της αξίας κατά τη στιγμή της συναλλαγής. Επιπλέον, η επανατοποθέτηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι ευκολότερη από ό,τι για τα υλικά πάγια περιουσιακά στοιχεία (π.χ. μηχανήματα ή εργοστάσια). Αυτό ενισχύει την πιθανότητα τα άυλα περιουσιακά στοιχεία να μεταβιβαστούν σε τιμή χαμηλότερη από την Αγοραία Αξία τους ή ότι τα άυλα περιουσιακά στοιχεία κατανέμονται σε περιβάλλοντα χαμηλής φορολογίας σε συναλλαγές που θα ήταν απίθανο να συμβούν μεταξύ μη συνδεδεμένων μερών.
- 7.4. Η νομοθεσία περί τιμών μεταβίβασης στην ΕΕ δεν είναι εναρμονισμένη.

7.5. Η σημερινή κατάσταση όσον αφορά την εφαρμογή των κανόνων για τις τιμές μεταβίβασης είναι τέτοια ώστε όλα τα κράτη μέλη έχουν υιοθετήσει ή ακολουθούν τις μη δεσμευτικές Κατευθυντήριες Γραμμές του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ).

7.6. Στην απόφασή της 21ης Οκτωβρίου 2010 σχετικά με την κρατική ενίσχυση SA.38374 που εφαρμόστηκε από την υπόθεση Ολλανδία κατά Starbucks, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναφέρθηκε εκτενώς στις κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ, διότι πιστεύει ότι «*οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές αποτελούν ένα υπάρχον εγχειρίδιο στον τομέα των τιμών μεταβίβασης που είναι αποτέλεσμα συζητήσεων εμπειρογνομώνων στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ και επεξεργάζονται τεχνικές που αποσκοπούν στην αντιμετώπιση κοινών προκλήσεων της εφαρμογής της αρχής της εγγύτητας σε συγκεκριμένες καταστάσεις*». Αυτό έχει επιβεβαιωθεί από το Γενικό Δικαστήριο στην υπόθεση Κάτω Χώρες κατά Επιτροπής (T-760/15 και T-636/16), υπογραμμίζοντας ότι οι κατευθυντήριες γραμμές «*αντικατοπτρίζουν τη διεθνή συναίνεση που επιτεύχθηκε όσον αφορά την τιμολόγηση μεταβιβάσεων*».

7.7. Η κεντρική έννοια των κατευθυντήριων γραμμών για τις τιμές μεταβίβασης είναι η λεγόμενη «*αρχή των ίσων αποστάσεων*». Η αρχή αυτή ορίζεται στο σημείο 1.6 των κατευθυντήριων γραμμών για τις τιμές μεταβίβασης που αναφέρει τα εξής:

*«Επιδίδοντας την προσαρμογή των κερδών με αναφορά στις συνθήκες που θα είχαν επιτευχθεί μεταξύ ανεξάρτητων επιχειρήσεων σε συγκρίσιμες συναλλαγές και παραδειγματικές συνθήκες (δηλαδή σε 'συγκρίσιμες μη ελεγχόμενες συναλλαγές'), η αρχή των ίσων αποστάσεων ακολουθεί την προσέγγιση της αντιμετώπισης των μελών ενός ομίλου πολυεθνικών επιχειρήσεων σαν να λειτουργούν ως ξεχωριστές οντότητες και όχι ως αδιαχώριστα μέρη μιας ενιαίας επιχείρησης. Επειδή η προσέγγιση της χωριστής οντότητας αντιμετωπίζει τα μέλη μιας πολυεθνικής επιχείρησης σαν να ήταν ανεξάρτητες οντότητες, η προσοχή επικεντρώνεται στη φύση των συναλλαγών μεταξύ των μελών αυτών και κατά πόσον οι όροι τους διαφέρουν από τις συνθήκες που θα επιτυγχάνονταν σε συγκρίσιμες μη ελεγχόμενες συναλλαγές. Μια τέτοια ανάλυση των ελεγχόμενων και μη ελεγχόμενων συναλλαγών, η οποία αναφέρεται ως 'συγκριτική ανάλυση', βρίσκεται στο επίκεντρο της εφαρμογής της αρχής των ίσων αποστάσεων».*

7.8. Η εφαρμογή της αρχής των ίσων αποστάσεων βασίζεται γενικά σε μια σύγκριση των όρων μιας ελεγχόμενης συναλλαγής με τους όρους των συναλλαγών μεταξύ ανεξάρτητων μερών. Αυτή η λεγόμενη «συγκριτική ανάλυση» έχει δύο βασικές πτυχές, ήτοι:

- Τον προσδιορισμό των εμπορικών και χρηματοοικονομικών σχέσεων μεταξύ των σχετιζόμενων επιχειρήσεων, των συνθηκών και των οικονομικά συναφών καταστάσεων που συνδέονται με τις σχέσεις αυτές, ώστε η ελεγχόμενη συναλλαγή να είναι οριοθετημένη με ακρίβεια,

- Την αναζήτηση συγκριτικών στοιχείων, που περιγράφεται στο σημείο 1.33 του Κανονισμού των Κατευθυντήριων Γραμμών των Τιμών Μεταβίβασης ως η σύγκριση «των συνθηκών και των οικονομικά συναφών συνθηκών της ελεγχόμενης συναλλαγής, όπως αυτές περιγράφονται επακριβώς με τη συνθήκη και τις οικονομικά συναφείς περιστάσεις συγκρίσιμων συναλλαγών μεταξύ ανεξάρτητων επιχειρήσεων».

- 7.9.** Οι δύο αυτές πτυχές είναι φυσικά στενά συνδεδεμένες, δεδομένου ότι η οριοθέτηση της συναλλαγής έχει σημαντικές συνέπειες στο αποτέλεσμα της ανάλυσης των συγκριτικών. Όσο καλύτερα είναι τα δεδομένα και οι καταστάσεις της συναλλαγής και οι λειτουργίες, όσο πιο αποσαφηνισμένα είναι τα επενδυτικά αγαθά και οι κίνδυνοι, τόσο πιο ακριβής θα είναι η αναζήτηση συγκριτικών στοιχείων.
- 7.10.** Τα συναφή οικονομικά χαρακτηριστικά ή οι συγκριτικοί παράγοντες που πρέπει να εντοπίζονται στις εμπορικές ή οικονομικές σχέσεις μεταξύ των συνδεδεμένων επιχειρήσεων επιχειρήσεις προκειμένου να οριοθετηθεί με ακρίβεια η πραγματική συναλλαγή μπορούν σε γενικές γραμμές να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:
- Οι λειτουργίες που εκτελούνται από τα μέρη της συναλλαγής
  - Οι συμβατικοί όροι της συναλλαγής
  - Οι οικονομικές συνθήκες των μερών και της αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται τα μέρη
  - Η φύση των παρεχόμενων αγαθών ή/και υπηρεσιών.
- 7.11.** Όσον αφορά την αναζήτηση συγκρίσιμων δεδομένων, πρέπει να βρεθεί μια ισορροπία μεταξύ, αφενός, της προσοχής, της σκέψης και της ανάλυσης και, αφετέρου, της συνέπειας και της αντικειμενικότητας. Στο πλαίσιο αυτό, το Κοινό Φόρουμ της ΕΕ για τις τιμές μεταβίβασης (JTPF) εξέδωσε έκθεση σχετικά με τη χρήση συγκρίσιμων στοιχείων στην ΕΕ με διάφορες συστάσεις και βέλτιστες πρακτικές για την αύξηση της αντικειμενικότητας και της διαφάνειας της αναζήτησης συγκρίσιμων στοιχείων για τις τιμές μεταβίβασης. Το 2016 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποδέχθηκε τη μελέτη σχετικά με τα συγκρίσιμα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τη διαμόρφωση των τιμών μεταβίβασης στην ΕΕ, η οποία παρέχει επισκόπηση και αξιολόγηση της διαθεσιμότητας και της ποιότητας των δεδομένων της αγοράς που χρησιμοποιούνται για σκοπούς διαμόρφωσης των τιμών μεταβίβασης στην ΕΕ. Επιπλέον, εκτιμά και αξιολογεί καταστάσεις που χαρακτηρίζουν την έλλειψη ή/και τη μη αξιοπιστία συγκρίσιμων δεδομένων, καθώς και την κατάσταση για τις πανευρωπαϊκές συγκρίσιμες αναζητήσεις.
- 7.12.** Οι κατευθυντήριες γραμμές για τις τιμές μεταβίβασης προβλέπουν τόσο τις «παραδοσιακές μεθόδους συναλλαγής» όσο και τις «μεθόδους συναλλακτικού κέρδους» που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να διαπιστωθεί κατά πόσον οι όροι που επιβάλλονται στις σχέσεις μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων συνάδουν με την αρχή των ίσων αποστάσεων. Οι παραδοσιακές μέθοδοι συναλλαγής περιλαμβάνουν τη μέθοδο της συγκρίσιμης μη ελεγχόμενης τιμής, τη μέθοδο της τιμής μεταπώλησης και τη μέθοδο «κόστος συν», ενώ η μέθοδος του καθαρού περιθωρίου κέρδους της συναλλαγής και η μέθοδος του διαχωρισμού του κέρδους της συναλλαγής πρέπει να

- 7.13.** Παρόλο που οι κατευθυντήριες γραμμές δηλώνουν ρητή προτίμηση στις παραδοσιακές μεθόδους δράσης «ως το πιο άμεσο μέσο για να διαπιστωθεί αν οι συνθήκες σε εμπορικές και χρηματοοικονομικές σχέσεις μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων δεν είναι στενές» εξηγείται ότι καμία μέθοδος δεν είναι κατάλληλη σε κάθε πιθανή κατάσταση. Ειδικότερα, η επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου μεταφοράς τιμολόγησης θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη διάφορους παράγοντες, όπως την καταλληλότητα της μεθόδου που εξετάζεται ενόψει της ελεγχόμενης συναλλαγής, της διαθεσιμότητας αξιόπιστων πληροφοριών και τον βαθμό συγκρισιμότητας μεταξύ των ελεγχόμενων και των μη ελεγχόμενων συναλλαγών.
- 7.14.** Τον Δεκέμβριο του 2016 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποδέχθηκε τη μελέτη σχετικά με την εφαρμογή των τεχνικών οικονομικής εκτίμησης για τον προσδιορισμό των τιμών μεταβίβασης των διασυνοριακών συναλλαγών μεταξύ μελών πολυεθνικών ομίλων στην ΕΕ. Η παρούσα μελέτη παρέχει μια επισκόπηση του τρόπου με τον οποίο οι τεχνικές εκτίμησης μπορούν πρακτικά να χρησιμοποιούνται πιο αποτελεσματικά για σκοπούς τιμολόγησης μεταβιβάσεων στην ΕΕ, ιδίως για συναλλαγές που αφορούν άυλα περιουσιακά στοιχεία. Στο ίδιο πνεύμα, το JTFP συμφώνησε στην έκθεση σχετικά με τη χρήση τεχνικών οικονομικής εκτίμησης στην μεταφορά τιμολόγησης που παρέχει μια ολοκληρωμένη περιγραφή των τεχνικών οικονομικής εκτίμησης για σκοπούς μεταφοράς τιμολόγησης.

#### Νομοθεσία

Μελέτη σχετικά με Συγκρίσιμα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για Τιμές Μεταβίβασης στην ΕΕ (Ειδική σύμβαση αρ. 5 βάσει σύμβασης-πλαισίου TAXUD/2014/CC/126)

Μελέτη Εφαρμογής Τεχνικών Οικονομικής εκτίμησης για τον Προσδιορισμό Τιμών Μεταβίβασης Διασυνοριακών Συναλλαγών μεταξύ Μελών Πολυεθνικών Ομίλων Επιχειρήσεων στην ΕΕ (Ειδική σύμβαση αρ. 6 βάσει σύμβασης-πλαισίου TAXUD/2014/CC/126)

Έκθεση JTFP σχετικά με τη χρήση συγκρίσιμων στοιχείων στην ΕΕ

Έκθεση JTFP σχετικά με τη χρήση τεχνικών οικονομικής εκτίμησης στη μεταβίβαση τιμολόγησης Κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις και τις φορολογικές διοικήσεις



## 8. Εκτίμηση για τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων

**8.1.** Με την προώθηση μιας ανοικτής εσωτερικής αγοράς, η ΕΕ προσπάθησε να ρυθμίσει τον βαθμό στον οποίο οι κυβερνήσεις και οι δημόσιοι φορείς μπορούν να χρησιμοποιούν τις επιδοτήσεις, τόσο ρητές όσο και σιωπηρές, ως εργαλείο προστατευτισμού, στρεβλώνοντας την ελεύθερη λειτουργία της εν λόγω αγοράς. Οι κανόνες για τις κρατικές ενισχύσεις αποτέλεσαν σημαντικό μέρος αυτής της πολιτικής, παρέχοντας ένα νομικό πλαίσιο στο οποίο μπορούν να ρυθμίζονται, να εγκρίνονται ή να απαγορεύονται δράσεις στα κράτη μέλη.

**8.2.** Στο πλαίσιο αυτό, το άρθρο 107 (1) της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) προβλέπει τα εξής:

*«Ενισχύσεις που χορηγούνται υπό οποιαδήποτε μορφή από τα κράτη ή με κρατικούς πόρους και που νοθεύουν ή απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό διά της ευνοϊκής μεταχειρίσεως ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένων κλάδων παραγωγής είναι ασυμβίβαστες με την εσωτερική αγορά, κατά το μέτρο που επηρεάζουν τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές, εκτός αν οι Συνθήκες ορίζουν άλλως.»*

**8.3.** Εκτίμηση και ύπαρξη κρατικής ενίσχυσης - Το άρθρο 107 (1) της ΣΛΕΕ ορίζει τέσσερις σωρευτικές προϋποθέσεις για να θεωρηθεί ένα μέτρο ως κρατική ενίσχυση. Ειδικότερα, το μέτρο πρέπει i) να παρέχει στον δικαιούχο οικονομικό πλεονέκτημα, ii) να χρηματοδοτείται από το κράτος ή μέσω κρατικών πόρων, iii) να ευνοεί επιλεκτικά ορισμένες επιχειρήσεις ή την παραγωγή ορισμένων αγαθών και iv) να στρεβλώνει τον ανταγωνισμό και να επηρεάζει τις συναλλαγές μεταξύ των κρατών μελών.

**8.4.** Το 2016 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε την Ανακοίνωση σχετικά με την έννοια της Κρατικής ενίσχυσης, η οποία παρέχει γενικές οδηγίες για όλες τις πτυχές του ορισμού της Κρατικής ενίσχυσης. Η Ανακοίνωση παρέχει σαφείς οδηγίες σχετικά με το πότε οι δημόσιες δαπάνες εμπίπτουν και πότε όχι στο πεδίο εφαρμογής του ελέγχου των κρατικών ενισχύσεων της ΕΕ.

**8.5.** Στο πλαίσιο της Εκτίμησης Επιχειρήσεων, το κύριο στοιχείο θα είναι ο προσδιορισμός της ύπαρξης/του μεγέθους ενός οικονομικού πλεονεκτήματος.

**8.6.** Η έννοια του «πλεονεκτήματος» δεν ορίζεται στη ΣΛΕΕ, αλλά το ΔΕΕ έχει αποφανθεί ότι πρέπει να ερμηνεύεται ευρέως. Περιλαμβάνει όχι μόνο θετικά οφέλη, αλλά και παρεμβάσεις που μετριάζουν τις επιβαρύνσεις που συνήθως περιλαμβάνονται στον προϋπολογισμό μιας επιχείρησης και τα οποία, χωρίς επομένως να αποτελούν επιχορηγήσεις με την αυστηρή έννοια της λέξης, έχουν παρόμοιο χαρακτήρα και το ίδιο αποτέλεσμα. Εν ολίγοις, το πλεονέκτημα κατά την έννοια του άρθρου 107 (1) της ΣΛΕΕ μπορεί να οριστεί ως: το κάθε οικονομικό όφελος το οποίο μια επιχείρηση δεν θα είχε αποκομίσει υπό κανονικές συνθήκες λειτουργίας της αγοράς.

- 8.7.** Το τεστ του φορέα της οικονομίας της αγοράς (ΜΕΟ) - Οι οικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται από δημόσιους φορείς (συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων επιχειρήσεων) δεν παρέχουν πλεονέκτημα και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν κρατική ενίσχυση, εάν πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις συνήθεις συνθήκες της αγοράς. Για να αξιολογηθεί κατά πόσον μια σειρά οικονομικών συναλλαγών που πραγματοποιούνται από δημόσιους φορείς πραγματοποιούνται υπό κανονικές συνθήκες αγοράς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΕΕ ανέπτυξαν το τεστ ΜΕΟ. Σκοπός αυτού του τεστ είναι να αξιολογηθεί κατά πόσον οι δημόσιοι φορείς ενήργησαν όπως θα έκανε ένας φορέας της οικονομίας της αγοράς σε παρόμοια κατάσταση. Σε αντίθετη περίπτωση, η δικαιούχος επιχείρηση έχει λάβει οικονομικό πλεονέκτημα το οποίο δεν θα είχε λάβει υπό κανονικές συνθήκες της αγοράς, γεγονός που την τοποθετεί σε ευνοϊκότερη θέση σε σχέση με τους ανταγωνιστές της.
- 8.8.** Η αρχή αυτή έχει αναπτυχθεί σε σχέση με διάφορες οικονομικές συναλλαγές. Η «αρχή του επενδυτή στην οικονομία της αγοράς» χρησιμοποιείται για τον εντοπισμό της ύπαρξης κρατικής ενίσχυσης σε περιπτώσεις δημόσιων επενδύσεων. Το «τεστ του ιδιώτη πιστωτή» αναπτύχθηκε για να εξεταστεί κατά πόσον οι επαναδιαπραγματεύσεις χρέους από δημόσιους πιστωτές ενέχουν κρατική ενίσχυση, συγκρίνοντας τη συμπεριφορά ενός δημόσιου πιστωτή με εκείνη υποθετικών ιδιωτών πιστωτών που βρίσκονται σε παρόμοια κατάσταση. Τέλος, το ΔΕΕ ανέπτυξε το «τεστ του ιδιώτη πωλητή» για να εκτιμήσει αν μια πώληση που πραγματοποιείται από δημόσιο φορέα ενέχει κρατική ενίσχυση, εξετάζοντας αν ένας ιδιώτης πωλητής, υπό κανονικές συνθήκες αγοράς, θα μπορούσε να επιτύχει την ίδια ή καλύτερη τιμή.
- 8.9.** Η εφαρμογή του τεστ ΜΕΟ εξαρτάται από τις διαθέσιμες πληροφορίες. Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ των καταστάσεων στις οποίες η συμβατότητα της συναλλαγής της επιχείρησης με τις συνθήκες της αγοράς μπορεί να διαπιστωθεί άμεσα μέσω δεδομένων της αγοράς για συγκεκριμένες συναλλαγές και καταστάσεις στις οποίες, λόγω της απουσίας τέτοιων δεδομένων, η συμμόρφωση της συναλλαγής με τις συνθήκες της αγοράς πρέπει να είναι αξιολογείται με βάση άλλες διαθέσιμες μεθόδους.
- 8.10.** Η συμμόρφωση μιας συναλλαγής με τους όρους της αγοράς μπορεί να διαπιστωθεί άμεσα μέσω πληροφοριών της αγοράς σχετικά με τη συναλλαγή i) όταν η συναλλαγή πραγματοποιείται «pari passu» από δημόσιους φορείς και ιδιωτικούς φορείς ή ii) όταν αφορά την πώληση και αγορά περιουσιακών στοιχείων, αγαθών και υπηρεσιών (ή άλλες συγκρίσιμες συναλλαγές) που πραγματοποιούνται μέσω ανταγωνιστικής, διαφανούς, αμερόληπτης και άνευ όρων διαγωνιστικής διαδικασίας σύμφωνα με τις αρχές της ΣΛΕΕ για τις δημόσιες συμβάσεις. Σε τέτοιες περιπτώσεις, εάν οι συγκεκριμένες πληροφορίες της αγοράς σχετικά με τη συναλλαγή δείχνουν ότι αυτή δεν συνάδει με τις συνθήκες της αγοράς, δεν θα ήταν συνήθως σκόπιμο να χρησιμοποιηθούν άλλες μεθοδολογίες αξιολόγησης για να καταλήξουμε σε διαφορετικό συμπέρασμα.
- 8.11.** Εάν μια συναλλαγή δεν έχει πραγματοποιηθεί μέσω διαγωνισμού ή εάν η παρέμβαση των δημόσιων φορέων δεν είναι «pari passu» με εκείνη των ιδιωτικών φορέων, αυτό δεν σημαίνει αυτομάτως ότι η συναλλαγή δεν είναι σύμφωνη με τους όρους της αγοράς. Στις περιπτώσεις αυτές, η συμμόρφωση με τους όρους της αγοράς μπορεί να αξιολογηθεί με

βάση τους όρους με τους οποίους πραγματοποιήθηκαν συγκρίσιμες συναλλαγές από συγκρίσιμους ιδιωτικούς φορείς σε συγκρίσιμες καταστάσεις (συγκριτική αξιολόγηση) ή με βάση τυποποιημένες μεθόδους αξιολόγησης (π.χ. τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης ή την καθαρή παρούσα αξία).

- 8.12.** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε επίσης ένα έγγραφο κατευθυντήριων γραμμών σχετικά με τη χρηματοδότηση, την αναδιάρθρωση και την ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων που συνάδουν με τις κρατικές ενισχύσεις. Το εν λόγω Κατευθυντήριο Έγγραφο παρέχει μια βάση, η οποία πρέπει να τηρείται κατά τη χρηματοδότηση, την αναδιάρθρωση ή/και την ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων. Το έγγραφο εξηγεί ότι όταν η ιδιωτικοποίηση πραγματοποιείται με αρχική δημόσια προσφορά ή πώληση μετοχών στο χρηματιστήριο, θεωρείται γενικά ότι γίνεται με όρους της αγοράς και ότι δεν περιλαμβάνει κρατική ενίσχυση.
- 8.13.** Αποζημίωση για την παροχή υπηρεσίας γενικού οικονομικού συμφέροντος (ΥΓΟΣ)  
 - Στην απόφαση Altmark (C-280/00), το ΔΕΕ κατέστησε σαφές ότι η χορήγηση πλεονεκτήματος μπορεί να αποκλειστεί όσον αφορά την αποζημίωση για το κόστος παροχής ΥΓΟΣ. Η εξαίρεση αυτή υπόκειται ωστόσο σε αυστηρές προϋποθέσεις. Ένας από τους όρους αυτούς είναι ότι ο πάροχος ΥΓΟΣ θα πρέπει να επιλεγεί μετά από διαδικασία σύναψης δημόσιας σύμβασης για την επιλογή προσφέροντος που είναι σε θέση να παράσχει την υπηρεσία με το μικρότερο δυνατό κόστος για την κοινότητα ή, ελλείψει τέτοιας διαδικασίας, το επίπεδο της αντιστάθμισης θα πρέπει να καθοριστεί βάσει ανάλυσης του κόστους στο οποίο θα είχε υποβληθεί μια τυπική επιχείρηση, καλά διοικούμενη και επαρκώς εφοδιασμένη με μέσα για την εκπλήρωση των απαιτήσεων δημόσιας υπηρεσίας, κατά την εκπλήρωση των υποχρεώσεων αυτών, λαμβανομένων υπόψη των σχετικών εσόδων και ενός εύλογου κέρδους για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων.
- 8.14.** Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθέτησε τη λεγόμενη δέσμη μέτρων ΥΓΟΣ για την αντιστάθμιση των ΥΓΟΣ που δεν πληρούν αυτή την αυστηρή προϋπόθεση.
- 8.15.** Ο ήσσονος σημασίας κανονισμός εξαιρεί από τους κανόνες κρατικών ενισχύσεων, ενισχύσεις ύψους έως 500.000 ευρώ ανά εταιρεία για μια τριετία, οι οποίες χορηγούνται ως αποζημίωση για την πρόβλεψη μιας ΥΓΟΣ. Μια αποζημίωση αυτού του μεγέθους θεωρείται ότι δεν συνιστά Κρατική ενίσχυση επειδή δεν επηρεάζει τον ανταγωνισμό ή το εμπόριο μεταξύ των κρατών μελών.
- 8.16.** Στο πλαίσιο της δέσμης υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος, η Επιτροπή εξέδωσε επίσης Απόφαση που απαλλάσσει τα κράτη μέλη από την υποχρέωση κοινοποίησης των αποζημιώσεων για την παροχή δημόσιας υπηρεσίας για ορισμένες κατηγορίες ΥΓΟΣ στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Η απαλλαγή ισχύει για αποζημιώσεις που δεν υπερβαίνουν το ετήσιο ποσό των 15 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, τα νοσοκομεία και οι πάροχοι ΥΓΟΣ που καλύπτουν ορισμένες κοινωνικές ανάγκες (π.χ. κοινωνική στέγαση και φροντίδα παιδιών) επωφελοούνται από την εφαρμογή της απόφασης ανεξάρτητα από το ποσό της αποζημίωσης. Το άρθρο 5 (1) της απόφασης ορίζει ότι, για να απαλλαγούν από την κοινοποίηση, το ποσό της αποζημίωσης δεν μπορεί να υπερβαίνει το αναγκαίο ποσό για την κάλυψη του καθαρού κόστους που προκύπτει από την εκπλήρωση των υποχρεώσεων παροχής δημόσιας υπηρεσίας, συμπεριλαμβανομένου

εύλογου κέρδους, το οποίο υπολογίζεται σύμφωνα με τους ακόλουθους κανόνες:

- Το καθαρό κόστος μπορεί να υπολογιστεί ως η διαφορά μεταξύ κόστους και εσόδων. Εναλλακτικά, μπορεί να υπολογιστεί ως η διαφορά μεταξύ του καθαρού κόστους για την επιχείρηση λειτουργίας με την ΥΓΟΣ και του καθαρού κόστους ή κέρδους της ίδιας επιχείρησης που λειτουργεί χωρίς ΥΓΟΣ,
- Το κόστος περιλαμβάνει όλες τις δαπάνες για τη λειτουργία της ΥΓΟΣ,
- Τα έσοδα πρέπει να περιλαμβάνουν τουλάχιστον το σύνολο των εσόδων από την ΥΓΟΣ, ανεξάρτητα από το αν τα έσοδα χαρακτηρίζονται ως κρατικές ενισχύσεις κατά την έννοια του άρθρου 107 της ΣΛΕΕ,
- Το ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου σημαίνει το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης που επιτυγχάνει η επιχείρηση επί του επενδυμένου κεφαλαίου της κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάθεσης.

Το επίπεδο κινδύνου εξαρτάται από τον τομέα, το είδος της υπηρεσίας και τα χαρακτηριστικά της αποζημίωσης. Το ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου σημαίνει το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης που επιτυγχάνει η επιχείρηση επί του επενδυμένου κεφαλαίου της κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάθεσης. Το επίπεδο κινδύνου εξαρτάται από τον τομέα, το είδος της υπηρεσίας και τα χαρακτηριστικά της αποζημίωσης. Όταν, λόγω ειδικών συνθηκών, δεν ενδείκνυται η χρήση του ποσοστού απόδοσης του κεφαλαίου, τα κράτη μέλη μπορούν να βασίζονται, για τον προσδιορισμό του εύλογου κέρδους, σε δείκτες επιπέδου κέρδους εκτός από το ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου, όπως η μέση απόδοση ιδίων κεφαλαίων, η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου, απόδοση ενεργητικού ή απόδοση πωλήσεων.

**8.17.** Τέλος, η Επιτροπή ενέκρινε ένα πλαίσιο για την αξιολόγηση των μεγάλων αποζημιώσεων που χορηγούνται σε φορείς εκτός του τομέα των κοινωνικών υπηρεσιών. Οι υποθέσεις αυτές θα πρέπει να κοινοποιούνται στην Επιτροπή και μπορούν να κηρυχθούν συμβατές εάν πληρούν ορισμένα κριτήρια. Οι νέοι κανόνες εισάγουν, ειδικότερα, μια πιο ακριβή μεθοδολογία για τον καθορισμό του ποσού της αποζημίωσης, μια απαίτηση των κρατών μελών για την εισαγωγή κινήτρων αποδοτικότητας στους μηχανισμούς αποζημίωσης και την απαίτηση να συμμορφωθεί με τους κανόνες της ΕΕ για τις δημόσιες συμβάσεις.

**8.18.** Φορολογικοί κανονισμοί - Οι φορολογικοί κανονισμοί δεν θεωρούνται ότι παραβιάζουν τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων, εάν οι κανονισμοί απλά επιβεβαιώνουν ότι οι φορολογικές ρυθμίσεις μεταξύ εταιρειών εντός του ίδιου ομίλου συμμορφώνονται με τη σχετική φορολογική νομοθεσία. Ωστόσο, θα υπάρξει πλεονέκτημα σε περίπτωση που οι δημόσιες αρχές χορηγήσουν σε ορισμένες επιχειρήσεις ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση που τους θέτει σε ευνοϊκότερη οικονομική θέση από ό,τι άλλους φορολογούμενους. Στο πλαίσιο αυτό, το Γενικό Δικαστήριο επιβεβαίωσε στην υπόθεση Κάτω Χώρες κατά Επιτροπής (Τ-760/15 και Τ-636/16) ότι το άρθρο 107 (1) ΣΛΕΕ επιτρέπει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να ελέγξει κατά πόσον η τιμολόγηση μιας ενταγμένης επιχείρησης αντιστοιχεί στην τιμολόγηση υπό συνθήκες αγοράς, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν υπάρχει πλεονέκτημα που μπορεί να έχει χορηγηθεί στην εν λόγω επιχείρηση. Επιπλέον, το Δικαστήριο κατέστησε σαφές ότι η αρχή των ίσων αποστάσεων που περιγράφεται στις κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ για τις τιμές μεταβίβασης μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο για τη σύγκριση αυτή.

- 8.19.** Η Εκτίμηση και η συμβατότητα με τις Κρατικές Ενισχύσεις - Η εκτίμηση δεν αποτελεί μόνο βασικό παράγοντα για να προσδιοριστεί η ύπαρξη/το μέγεθος ενός οικονομικού πλεονεκτήματος. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί επίσης να είναι σημαντική για τη δήλωση κρατικών ενισχύσεων που είναι συμβατές με την εσωτερική αγορά. Για παράδειγμα, μπορεί να γίνει αναφορά στο μήνυμα από την Επιτροπή σχετικά με τη μεταχείριση των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων στον Κοινοτικό τραπεζικό τομέα που καθορίζει κριτήρια για τη συμβατότητα των μέτρων ελάφρυνσης περιουσιακών στοιχείων. Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή επισημαίνει ότι μια ορθή και συνεπής προσέγγιση στην εκτίμηση των επιλέξιμων περιουσιακών στοιχείων είναι σημαντική για την αποφυγή αδικαιολόγητων στρεβλώσεων του ανταγωνισμού και για την αποφυγή ενός «αγώνα» επιδοτήσεων μεταξύ των κρατών μελών. Επιπλέον, υπογραμμίζεται ότι η εκτίμηση πρέπει να βασίζεται σε διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα και σημεία αναφοράς και ότι, κατά την αξιολόγηση των προτεινόμενων μεθόδων εκτίμησης από τα κράτη μέλη, η Επιτροπή θα ζητάει τη γνώμη ομάδων εμπειρογνομόνων εκτιμητών.

### Νομοθεσία

Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με την αντιμετώπιση των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων στον κοινοτικό τραπεζικό τομέα

Απόφαση της Επιτροπής, της 20ής Δεκεμβρίου 2011, σχετικά με την εφαρμογή του άρθρου 106 παράγραφος 2 της ΣΛΕΕ στις κρατικές ενισχύσεις με τη μορφή αντιστάθμισης δημόσιας υπηρεσίας που χορηγείται σε ορισμένες επιχειρήσεις στις οποίες έχει ανατεθεί η εκμετάλλευση υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος

Ανακοίνωση της Επιτροπής — Πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για κρατικές ενισχύσεις με τη μορφή αντιστάθμισης δημόσιας υπηρεσίας (2011)

Έγγραφο καθοδήγησης της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2012, σχετικά με τη χρηματοδότηση, την αναδιάρθρωση και την ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων σύμφωνα με τις κρατικές ενισχύσεις

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 360/2012 της Επιτροπής, της 25ης Απριλίου 2012, σχετικά με την εφαρμογή των άρθρων 107 και 108 της ΣΛΕΕ στις ενισχύσεις de minimis που χορηγούνται σε επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες γενικού οικονομικού συμφέροντος

Ανακοίνωση της Επιτροπής της 19ης Ιουλίου 2016 σχετικά με την έννοια της κρατικής ενίσχυσης όπως αναφέρεται στο άρθρο 107 παράγραφος 1 της ΣΛΕΕ

## 9. Εκτίμηση για την επιβολή των Δικαιωμάτων Διανοητικής Ιδιοκτησίας

- 9.1. Σύμφωνα με μια ανακοίνωση καθοδήγησης που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τα άυλα περιουσιακά στοιχεία αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το ήμισυ της αξίας των εταιρειών και η σημασία τους αυξάνεται. Καθώς οι ευρωπαϊκές εταιρείες ανταγωνίζονται όλο και περισσότερο για την καινοτομία, τη δημιουργικότητα και την ποιότητα, τα δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας αποτελούν ισχυρό εργαλείο για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας όλων των εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων των ΜΜΕ.
- 9.2. Η οδηγία 2004/48/ΕΚ για την επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας προβλέπει ένα ελάχιστο αλλά τυπικό σύνολο μέτρων, διαδικασιών και διορθωτικών μέτρων που επιτρέπουν την αποτελεσματική πολιτική επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας. Στοχεύει στη διασφάλιση υψηλού, ισοδύναμου και ομοιογενούς επιπέδου προστασίας στην εσωτερική αγορά με τη συμφιλίωση των εθνικών νομοθετικών συστημάτων.
- 9.3. Το άρθρο 13 της οδηγίας ορίζει ότι τα κράτη μέλη μεριμνούν ώστε οι αρμόδιες δικαστικές αρχές, μετά από αίτηση του ζημιωθέντος, να υποχρεώνουν τον παραβάτη που εν γνώσει του ή με εύλογους λόγους να γνωρίζει ότι εμπλέκεται σε παραβατική δραστηριότητα, να πληρώσει ο δικαιούχος αποζημιώνει ανάλογη με την πραγματική ζημία που υπέστη ως αποτέλεσμα της παραβίασης.
- 9.4. Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 26 της οδηγίας, στόχος της παροχής αποζημίωσης δεν είναι να εισαχθεί υποχρέωση πρόβλεψης τιμωρητικής αποζημίωσης, αλλά να επιτραπεί η αποζημίωση βάσει αντικειμενικού κριτηρίου, λαμβανομένων υπόψη των δαπανών που πραγματοποιήθηκαν από τον δικαιούχο, όπως η κόστος αναγνώρισης και έρευνας. Το άρθρο 13 παράγραφος 1 της οδηγίας ορίζει ότι οι δικαστικές αρχές:
- λαμβάνουν υπόψη όλες τις κατάλληλες πτυχές, όπως τις αρνητικές οικονομικές συνέπειες, συμπεριλαμβανομένων των διαφυγόντων κερδών, που υπέστη ο ζημιωθείς, τυχόν αθέμιτα κέρδη του παραβάτη και, σε κατάλληλες περιπτώσεις, στοιχεία εκτός των οικονομικών παραγόντων, όπως η ηθική βλάβη που προκλήθηκε στον δικαιούχο από την προσβολή- ή
  - Εναλλακτικά, μπορούν, σε κατάλληλες περιπτώσεις, να ορίσουν την αποζημίωση ως κατ' αποκοπήν ποσό βάσει στοιχείων όπως τουλάχιστον το ποσό των δικαιωμάτων ή αμοιβών που θα έπρεπε να καταβληθούν εάν ο παραβάτης είχε ζητήσει άδεια χρήσης του εν λόγω δικαιώματος διανοητικής ιδιοκτησίας.
- 9.5. Το άρθρο 13 παράγραφος 2 της οδηγίας ορίζει περαιτέρω ότι, όταν ο παραβάτης δεν προέβη εν γνώσει του ή δεν είχε βάσιμους λόγους να γνωρίζει ότι προέβη σε παραβατική δραστηριότητα, τα κράτη μέλη μπορούν να ορίζουν ότι οι δικαστικές αρχές μπορούν να διατάξουν την ανάκτηση των κερδών ή την καταβολή αποζημίωσης, η οποία μπορεί να είναι προκαθορισμένη.

- 9.6.** Τον Νοέμβριο του 2017 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε, στο πλαίσιο της δέσμης μέτρων για τη διανοητική ιδιοκτησία, την ανακοίνωση καθοδήγησης που αποσαφηνίζει τις διατάξεις της οδηγίας στις περιπτώσεις όπου υπήρξαν διαφορετικές ερμηνείες στα κράτη μέλη, σχετικά με το πεδίο εφαρμογής της, τους κανόνες για τη λήψη και τη διατήρηση αποδεικτικών στοιχείων, τα ασφαλιστικά μέτρα ή τον υπολογισμό της αποζημίωσης. Αυτή η καθοδήγηση λαμβάνει υπόψη τη νομολογία του ΔΕΕ και τις βέλτιστες πρακτικές που έχουν αναπτυχθεί στα κράτη μέλη.
- 9.7.** Το 2013 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διόρισε μια ομάδα εμπειρογνομόνων για την εκτίμηση των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας που προέρχονται από μια σειρά επιστημονικών κλάδων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ασχολούνται με τη λογιστική, την εκτίμηση επιχειρήσεων, τις δραστηριότητες επιδίκασης ζημιών και τη συμβουλευτική και τις δικαστικές διαφορές σχετικά με τα δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας. Η εν λόγω Ομάδα Εμπειρογνομόνων έλαβε την εντολή να επανεξετάσει τις μεθόδους εκτίμησης των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας και τη χρήση τους, να εντοπίσει τα σημεία συμφόρησης στις μεθόδους εκτίμησης που χρησιμοποιούνται για τους σκοπούς της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης μιας εταιρείας, της πρόσβασης σε χρηματοδότηση και των δικαστικών διαφορών, να εντοπίσει τις ορθές πρακτικές και να συστήσει πιθανές δράσεις πολιτικής. Τα αποτελέσματα αυτής της Ομάδας Εμπειρογνομόνων συνοψίζονται στην Τελική Έκθεση της 29ης Νοεμβρίου 2013, η οποία παρέχει πολύτιμες συμβουλές για την εκτίμηση των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας.

#### Νομοθεσία

Οδηγία 2004/48/ΕΚ για την επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας

Τελική έκθεση της Ομάδας Εμπειρογνομόνων για την εκτίμηση της διανοητικής ιδιοκτησίας της 29ης Νοεμβρίου 2013

Ανακοίνωση καθοδήγησης σχετικά με ορισμένες πτυχές της οδηγίας 2004/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας

## 10. Εκτίμηση για Διαδικασίες Αφερεγγυότητας ή Σχέδια Αναδιάρθρωσης

- 10.1.** Ο κανονισμός 2015/848 για τις διαδικασίες αφερεγγυότητας συμβάλλει στην επίλυση συγκρούσεων δικαιοδοσίας και νόμων και διασφαλίζει την αναγνώριση των δικαστικών αποφάσεων σε ολόκληρη την ΕΕ.
- 10.2.** Οι σχετικοί κανόνες για τις αναθέσεις Εκτίμησης Επιχειρήσεων περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:
- Από τη στιγμή που μια απόφαση που ανοίγει διαδικασία αφερεγγυότητας σε ένα κράτος μέλος παράγει αποτελέσματα, πρέπει να αναγνωρίζεται σε όλα τα άλλα κράτη μέλη.

- Οι διαδικασίες διεξάγονται στα δικαστήρια του κράτους μέλους όπου επικεντρώνονται τα κύρια συμφέροντα του οφειλέτη και το εφαρμοστέο δίκαιο είναι αυτό της χώρας στην οποία διεξάγεται η διαδικασία.
  - Εάν ο οφειλέτης έχει έδρα σε άλλο κράτος μέλος από εκείνο στο οποίο βρίσκονται τα κύρια συμφέροντα του οφειλέτη, το εν λόγω κράτος μέλος μπορεί επίσης να κινήσει διαδικασία αφερεγγυότητας κατά του οφειλέτη, εφόσον η εν λόγω «δευτερεύουσα διαδικασία» περιορίζεται στα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται στο εν λόγω κράτος μέλος.
- 10.3.** Η οδηγία 2019/1023 για την αναδιάρθρωση και την αφερεγγυότητα αποσκοπεί στην άρση των εμποδίων που προκύπτουν από τις διαφορές μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών και διαδικασιών σχετικά με την προληπτική αναδιάρθρωση, την αφερεγγυότητα, την απαλλαγή από τα χρέη και τους αποκλεισμούς και στη διασφάλιση ότι:
- Οι βιώσιμες επιχειρήσεις και οι επιχειρηματίες που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες θα έχουν πρόσβαση σε αποτελεσματικά εθνικά πλαίσια προληπτικής αναδιάρθρωσης τα οποία θα τους επιτρέψουν να συνεχίσουν τη λειτουργία τους.
  - Οι έντιμοι αφερέγγυοι ή υπερχρεωμένοι επιχειρηματίες θα μπορούν να απαλλάσσονται πλήρως από τα χρέη τους μετά από εύλογο διάστημα που θα τους προσφέρει μια δεύτερη ευκαιρία.
  - Βελτιώνεται η αποτελεσματικότητα των διαδικασιών αναδιάρθρωσης, αφερεγγυότητας και εξόφλησης του χρέους.
- 10.4.** Στις περιπτώσεις που τα κράτη μέλη έχουν επιλέξει να προβούν σε αποτίμηση του οφειλέτη ως επιχείρησης εν λειτουργία, στην αξία της επιχείρησης σε συνθήκες δρώσας οικονομικής κατάστασης θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αξία της επιχείρησης του οφειλέτη σε πιο μακροπρόθεσμη βάση, σε αντίθεση με την αξία εκκαθάρισης. Η αξία της εν λειτουργία επιχείρησης είναι, κατά κανόνα, μεγαλύτερη από την αξία εκκαθάρισης της επιχείρησης, επειδή εδράζεται στην υπόθεση ότι η επιχείρηση συνεχίζει τη δραστηριότητα και τα συμβόλαιά της με την ελάχιστη δυνατή διατάραξη, απολαμβάνει την εμπιστοσύνη των πιστωτών, των μετόχων/εταίρων και των πελατών της, συνεχίζει να παράγει εισόδημα και περιορίζει τις επιπτώσεις για τους υπαλλήλους της. *(Αιτιολογική σκέψη 49).*
- 10.5.** Οι δικαστικές ή διοικητικές αρχές αποφασίζουν για την εκτίμηση μιας επιχείρησης εάν ένα διαφωνούν ενδιαφερόμενο μέρος αμφισβητεί το σχέδιο αναδιάρθρωσης. Για το σκοπό αυτό, οι δικαστικές ή διοικητικές αρχές μπορούν να διορίσουν ή να δεχθούν σε ακρόαση εμπειρογνώμονες με τα αναγκαία προσόντα *(άρθρο 14)*. Όταν λαμβάνεται η απόφαση για τη διενέργεια εκτίμησης, τα κράτη μέλη θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να προβλέπουν ειδικούς κανόνες, χωριστούς από το γενικό αστικό δικονομικό δίκαιο, για την εκτίμηση σε υποθέσεις αναδιάρθρωσης, με σκοπό να διασφαλίζεται η ταχεία διεξαγωγή της *(Αιτιολογική σκέψη 63)*.



**Νομοθεσία**

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 2015/848 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Μαΐου 2015, σχετικά με τις διαδικασίες αφερεγγυότητας

Οδηγία (ΕΕ) 2019/1023 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, περί πλαισίου για την προληπτική αναδιάρθρωση, την απαλλαγή από τα χρέη και τις ανικανότητες ή την έκπτωση οφειλετών, καθώς και περί μέτρων βελτίωσης των διαδικασιών αυτών, και για την τροποποίηση της οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (Οδηγία για την αναδιάρθρωση και την αφερεγγυότητα)

**11. Παράρτημα Νομοθεσίας ΕΕ****11.1. Εκτίμηση για θεσμικές ανάγκες**

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2157/2001 του Συμβουλίου, της 8ης Οκτωβρίου 2001, για το καταστατικό μιας ευρωπαϊκής εταιρείας (SE)

Οδηγία του Συμβουλίου 2001/86/ΕΚ από 8 Οκτωβρίου 2001, για τη συμπλήρωση του καταστατικού ευρωπαϊκής εταιρείας, όσον αφορά στη συμμετοχή των εργαζομένων

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1435/2003 του Συμβουλίου, της 22ας Ιουλίου 2003, για το καταστατικό μιας ευρωπαϊκής συνεταιριστικής εταιρείας (SCE)

Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις προσφορές εξαγοράς

Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με ορισμένες πτυχές του εταιρικού δικαίου

Οδηγία (ΕΕ) 2019/2121 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου από 27ης Νοεμβρίου 2019 για την τροποποίηση της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, όσον αφορά στις διασυνοριακές μετατροπές, συγχωνεύσεις και διασπάσεις.

**11.2. Εκτίμηση για εταιρικούς λογαριασμούς**

Οδηγία 91/674/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 19ης Δεκεμβρίου 1991 για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 19ης Ιουλίου 2002, για την εφαρμογή διεθνών λογιστικών προτύπων

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 19ης Ιουλίου 2002, για την εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων

Οδηγία 2003/51/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 18ης Ιουνίου 2003, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ, 83/349/ΕΟΚ, 86/635/ΕΟΚ και 91/674/ΕΟΚ για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς ορισμένων τύπων εταιρειών, τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών επιχειρήσεων

Οδηγία 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1126/2008 της Επιτροπής, της 3ης Νοεμβρίου 2008, για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

Οδηγία 2013/34/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και συναφείς εκθέσεις επιχειρήσεων ορισμένων μορφών, την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και την κατάργηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου

Οδηγία 2014/56/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών

### **11.3. Εκτίμηση Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων**

Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012

Οδηγία 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τη θέσπιση πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 82/891/ΕΟΚ του Συμβουλίου, και των οδηγιών 2001/24/ΕΚ, 2002/47/ΕΚ, 2004/25/ΕΚ, 2005/56/ΕΚ, 2007/36/ΕΚ, 2011/35/ΕΕ, 2012/30/ΕΕ και 2013/36/ΕΕ, καθώς και των κανονισμών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 και (ΕΕ) αριθ. 648/2012

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/1075 της Επιτροπής, της 23ης Μαρτίου 2016, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για τον καθορισμό του περιεχομένου των σχεδίων ανάκαμψης, των σχεδίων εξυγίανσης και των σχεδίων εξυγίανσης ομίλων, των ελάχιστων κριτηρίων που πρέπει να αξιολογεί η αρμόδια αρχή

όσον αφορά τα σχέδια ανάκαμψης και τα σχέδια ανάκαμψης ομίλων, των προϋποθέσεων για τη χρηματοπιστωτική στήριξη ομίλου, των απαιτήσεων για τους ανεξάρτητους εκτιμητές, της συμβατικής αναγνώρισης των εξουσιών απομείωσης και μετατροπής, των διαδικασιών και του περιεχομένου των απαιτήσεων κοινοποίησης και της ειδοποίησης αναστολής, καθώς και του τρόπου λειτουργίας των σωμάτων εξυγίανσης

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2018/345 της Επιτροπής, της 14ης Νοεμβρίου 2017, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2014/59/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα που προσδιορίζουν τα κριτήρια σχετικά με τη μεθοδολογία για την εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων ιδρυμάτων ή οντοτήτων

Εγχειρίδιο ΕΒΑ της 22ας Φεβρουαρίου 2019 σχετικά με την εκτίμηση για σκοπούς εξυγίανσης

#### **11.4. Εκτίμηση Ασφαλιστικών και Αντασφαλιστικών Ιδρυμάτων**

Οδηγία 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Νοεμβρίου 2009, για την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας ασφάλισης και αντασφάλισης (Solvency II)

Οδηγία 2014/51/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/71/ΕΚ και 2009/138/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, (ΕΕ) αριθ. ΕΕ αριθ. 1095/2010 σχετικά με τις εξουσίες της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων) και της Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) (Omnibus II)

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2015/35 της Επιτροπής, της 10ης Οκτωβρίου 2014, για τη συμπλήρωση της οδηγίας 2009/138/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας ασφάλισης και αντασφάλισης (Solvency II)

#### **11.5. Εκτίμηση Επενδυτικών Κεφαλαίων**

Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)

Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές κεφαλαίων εναλλακτικών επενδύσεων και την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) Νο 1095/2010

Οδηγία 2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Ιουλίου 2014, για την τροποποίηση της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τον θεματοφύλακα λειτουργίες, πολιτικές αποδοχών και κυρώσεις

### **11.6. Εκτίμηση για Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ)**

Οδηγία 2006/112/EK του Συμβουλίου, της 28ης Νοεμβρίου 2006, σχετικά με το κοινό σύστημα φόρου προστιθέμενης αξίας

Οδηγία 2009/47/EK του Συμβουλίου, της 5ης Μαΐου 2009, για την τροποποίηση της οδηγίας 2006/112/EK σχετικά με τους μειωμένους συντελεστές φόρου προστιθέμενης αξίας

### **11.7. Εκτίμηση για Έμμεσο Φόρο άντλησης κεφαλαίων**

Οδηγία 2008/7/EK του Συμβουλίου, της 12ης Φεβρουαρίου 2008, σχετικά με τους έμμεσους φόρους επί της άντλησης κεφαλαίων

### **11.8. Εκτίμηση για Εταιρικό Φόρο**

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της 17ης Ιουνίου 2015 — Ένα δίκαιο και αποτελεσματικό σύστημα φορολογίας εταιρειών στην Ευρωπαϊκή Ένωση: 5 βασικοί τομείς δράσης

Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της 28ης Ιανουαρίου 2016 — Δέσμη για την καταπολέμηση της φοροαποφυγής: επόμενα βήματα για την επίτευξη αποτελεσματικής φορολογίας και μεγαλύτερης φορολογικής διαφάνειας στην ΕΕ

Οδηγία (ΕΕ) 2016/1164 του Συμβουλίου, της 12ης Ιουλίου 2016, για τη θέσπιση κανόνων κατά των πρακτικών φοροαποφυγής που επηρεάζουν άμεσα τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς

### **11.9. Εκτίμηση Τιμών Μεταβίβασης**

Μελέτη σχετικά με Συγκρίσιμα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για Τιμές Μεταβίβασης στην ΕΕ (Ειδική σύμβαση αρ. 5 βάσει σύμβασης-πλαisiού TAXUD/2014/CC/126)

Μελέτη Εφαρμογής Τεχνικών Οικονομικής εκτίμησης για τον Προσδιορισμό Τιμών Μεταβίβασης Διασυνοριακών Συναλλαγών μεταξύ Μελών Πολυεθνικών Ομίλων Επιχειρήσεων στην ΕΕ (Ειδική σύμβαση αρ. 6 βάσει σύμβασης-πλαisiού TAXUD/2014/CC/126)

Έκθεση JTPF σχετικά με τη χρήση συγκρίσιμων στοιχείων στην ΕΕ

Έκθεση JTPF σχετικά με τη χρήση τεχνικών οικονομικής εκτίμησης στη μεταβίβαση τιμολόγησης Κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις και τις φορολογικές διοικήσεις

### 11.10. Εκτίμηση για τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων

Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με την αντιμετώπιση των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων στον κοινοτικό τραπεζικό τομέα

Απόφαση της Επιτροπής, της 20ής Δεκεμβρίου 2011, σχετικά με την εφαρμογή του άρθρου 106 παράγραφος 2 της ΣΛΕΕ στις κρατικές ενισχύσεις με τη μορφή αντιστάθμισης δημόσιας υπηρεσίας που χορηγείται σε ορισμένες επιχειρήσεις στις οποίες έχει ανατεθεί η εκμετάλλευση υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος

Ανακοίνωση της Επιτροπής — Πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης για κρατικές ενισχύσεις με τη μορφή αντιστάθμισης δημόσιας υπηρεσίας (2011)

Έγγραφο καθοδήγησης της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2012, σχετικά με τη χρηματοδότηση, την αναδιάρθρωση και την ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων σύμφωνα με τις κρατικές ενισχύσεις

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 360/2012 της Επιτροπής, της 25ης Απριλίου 2012, σχετικά με την εφαρμογή των άρθρων 107 και 108 της ΣΛΕΕ στις ενισχύσεις de minimis που χορηγούνται σε επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες γενικού οικονομικού συμφέροντος

Ανακοίνωση της Επιτροπής της 19ης Ιουλίου 2016 σχετικά με την έννοια της κρατικής ενίσχυσης όπως αναφέρεται στο άρθρο 107 παράγραφος 1 της ΣΛΕΕ

### 11.11. Εκτίμηση για την επιβολή των Δικαιωμάτων Διανοητικής Ιδιοκτησίας

Οδηγία 2004/48/ΕΚ για την επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας

Τελική έκθεση της Ομάδας Εμπειρογνομόνων για την Εκτίμηση της Διανοητικής Ιδιοκτησίας της 29ης Νοεμβρίου 2013

Ανακοίνωση καθοδήγησης σχετικά με ορισμένες πτυχές της οδηγίας 2004/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την επιβολή των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας

### 11.12. Εκτίμηση για Διαδικασίες Αφερεγγυότητας ή Σχέδια Αναδιάρθρωσης

Κανονισμός (ΕΕ) 2015/848 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ης Μαΐου 2015, σχετικά με τις διαδικασίες αφερεγγυότητας

Οδηγία (ΕΕ) 2019/1023 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, περί πλαισίου για την προληπτική αναδιάρθρωση, την απαλλαγή από τα χρέη και τις ανικανότητες ή την έκπτωση οφειλετών, καθώς και περί μέτρων βελτίωσης των διαδικασιών αυτών, και για την τροποποίηση της οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (Οδηγία για την αναδιάρθρωση και την αφερεγγυότητα)



# ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΤΕΓΟΒΑ

## Αλβανία

SHOQERIA E VLERESUESVE TE PASURIVE TE PALUAJTSHME (SVP)

*Αλβανική Εταιρεία Εκτιμητών Ακινήτων*

## Αργεντινή

TRIBUNAL DE TASACIONES DE LA NACIÓN ARGENTINA (TTN)

*Εθνική Υπηρεσία Εκτιμητών της Αργεντινής*

## Αυστρία

ÖSTERREICHISCHER VERBAND der IMMOBILIENWIRTSCHAFT (ÖVI)

*Αυστριακός Σύνδεσμος Ακινήτων*

VERBAND ÖSTERREICHISCHER IMMOBILIENSACHVERSTÄNDIGER

*Αυστριακή Ένωση Εμπειρογνομόνων Ακινήτων (ARE)*

## Βέλγιο

UNION DES GÉOMÈTRES-EXPERTS DE BRUXELLES (UGEB-ULEB)

*Ένωση Πραγματογνομόνων-Τοπογράφων των Βρυξελλών*

## Βόρεια Μακεδονία

ASOCIJACIJA NA NEZAVISNI PROCENUVACI

*Ένωση Ανεξάρτητων Εκτιμητών (AIV)*

BIRO ZA SUDSKI VESTACENJA (BSV)

*Γραφείο Δικαστικών Πραγματογνομόνων*

KOMORA NA PROCENUVACI NA REPUBLIKA SEVERNA MAKEDONIJA (KPRSM)

*Επιμελητήριο Εκτιμητών της Δημοκρατίας της Βόρειας Μακεδονίας*

## **Βοσνία-Ερζεγοβίνη**

UDRUŽENJE OVLAŠĆENIH PROCJENJIVAČA u BOSNI i HERCEGOVINI (UOPBiH)

*Σύνδεσμος Πιστοποιημένων Εκτιμητών στη Βοσνία & Ερζεγοβίνη*

## **Βουλγαρία**

Камарата на независимите оценители в България (ΚΗΟΒ)

*Επιμελητήριο ανεξάρτητων εκτιμητών στη Βουλγαρία (CΙΑΒ)*

Камара на професионалните оценители (ΚΠΟ)

*Επιμελητήριο Επαγγελματιών Εκτιμητών (CΡV)*

## **Γαλλία**

ASSOCIATION FRANÇAISE DES SOCIÉTÉS D'EXPERTISE IMMOBILIÈRE (AFREXIM)

*Γαλλική Ένωση Εταιρειών Εκτίμησης Ακινήτων*

CHAMBRE DES EXPERTS IMMOBILIERS DE FRANCE (CEIF-FNAIM)

*Επιμελητήριο Εκτιμητών Ακινήτων Γαλλίας*

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS IMMOBILIERS (CNEI)

*Εθνική Εταιρεία Εμπειρογνομόνων Ακινήτων*

CONFÉDÉRATION DES EXPERTS FONCIERS (CEF)

*Συνομοσπονδία Εκτιμητών Ακινήτων*

CONSEIL SUPÉRIEUR DU NOTARIAT (CSN)

*Ανώτατο Συμβούλιο Συμβολαιογραφικού Επαγγέλματος*

INSTITUT FRANÇAIS DE L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE (IFEI)

*Γαλλικό Ινστιτούτο Εκτίμησης Ακινήτων*

SYNDICAT NATIONAL DES PROFESSIONNELS IMMOBILIERS (SNPI)

*Εθνική Ένωση Επαγγελματιών Ακίνητης Περιουσίας*

UNION DES SYNDICATS DE L'IMMOBILIER (UNIS)

*Εθνική Ένωση Επαγγελματιών Ακινήτων*



## Γερμανία

BUND DER ÖFFENTLICH BESTELLTEN VERMESSUNGSINGENIEURE e.V. (BDVI)

*Γερμανική Ένωση Δημόσια διορισμένων εκτιμητών*

BUNDESVERBAND ÖFFENTLICH BESTELLTER UND VEREIDIGTER SOWIE QUALIFIZIERTER SACHVERSTÄNDIGER (BVS)

*Ένωση δημόσια πιστοποιημένων και ειδικευμένων εμπειρογνομώνων*

IMMOBILIENVERBAND DEUTSCHLAND IVD BUNDESVERBAND der IMMOBILIENBERATER, MAKLER, VERWALTER, und SACHVERSTÄNDIGEN e.V.

*Γερμανική επαγγελματική ένωση κτηματομεσιτών*

## Γεωργία

საქართველოს დაძოვნიდებელ შემფასებელთა საზოგადოება

*Ανεξάρτητη Εταιρεία Εκτιμητών της Γεωργίας (IVSG)*

## Δανία

DANSK EJENDOMSMAEGLERFORENING (DE)

*Δανικός Σύνδεσμος Μεσιτών Ακινήτων*

## Δημοκρατία της Τσεχίας

CESKA KOMORA ODHADCU MAJETKU (CKOM)

*Τσεχικό Επιμελητήριο Εκτιμητών*

## Ελλάδα

Σύλλογος Εκτιμητών Ελλάδος (ΣΕΚΕ)

PEOPLECERT HELLAS S.A.

*Φορέας Πιστοποίησης*

## **Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα**

دائرة الأراضي و الأمالك دبي

*Τμήμα Γης του Ντουμπάι (DLD)*

## **Ηνωμένο Βασίλειο**

CENTRAL ASSOCIATION OF AGRICULTURAL VALUERS (CAAV)

*Κεντρική Ένωση Γεωργικών Εκτιμητών*

INSTITUTE OF REVENUES RATING AND VALUATION (IRRV)

*Ινστιτούτο Εκτίμησης και Αξιολόγησης Εσόδων*

## **Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής**

APPRAISAL INSTITUTE (AI)

*Ινστιτούτο Εκτιμήσεων*

**INTERNATIONAL ASSOCIATION of ASSESSING OFFICERS (IAAO)**

*Διεθνής Ένωση Εκτιμητών*

## **Καναδάς**

APPRAISAL INSTITUTE OF CANADA (AIC)

*Καναδικό Ινστιτούτο Αξιολογητών*

## **Κάτω Χώρες**

NEDERLANDS REGISTER VASTGOED TAXATEURS (NRVT)

*Μητρώο Εκτιμητών Ακινήτων των Κάτω Χωρών*

NEDERLANDSE COÖPERATIEVE VERENIGING VAN MAKELAARS EN TAXATEURS IN ONROERENDE GOEDEREN NVM U.A. (NVM)

*Ολλανδική Ένωση Κτηματομεσιτών και Εκτιμητών*

Vastgoedpro

*Μητρώο Εκτιμητών Ακίνητακινήτων των Κάτω Χωρών*

VBO

*Ολλανδική Ένωση Κτηματομεσιτών και Εκτιμητών*

**WAARDERINGSKAMER**

*Ολλανδικό Συμβούλιο Εκτίμησης Ακινήτων*

**Κροατία**

HRVATSKO DRUŠTVO SUDSKIH VJEŠTAKA I PROCJENITELJA (HDSViP)

*Κροατική Ένωση Δικαστικών Πραγματογνομόνων και Εκτιμητών*

**Κύπρος**

Σύνδεσμος Επιστημόνων Εκτιμητών Ακινήτων Κύπρου

*Σύνδεσμος Εκτιμητών Κύπρου (CVA)*

**Ιρλανδία**

INSTITUTE OF PROFESSIONAL AUCTIONEERS & VALUERS (IPAV)

Ινστιτούτο επαγγελματιών δημοπρατών και εκτιμητών (IPAV)

**Ισπανία**

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE VALORACIÓN INMOBILIARIA Y URBANÍSTICA (AEVIU)

*Ισπανική Ένωση Εκτίμησης Ακινήτων και Αστικών Περιοχών*

CONSEJO GENERAL DE LA ARQUITECTURA TÉCNICA DE ESPAÑA (CGATE)

*Γενικό Συμβούλιο Τεχνικής Αρχιτεκτονικής της Ισπανίας*

CONSEJO SUPERIOR DE COLEGIOS DE ARQUITECTOS DE ESPAÑA (CSCAE)

*Ανώτατο Συμβούλιο των Συλλόγων Αρχιτεκτόνων της Ισπανίας*

**Ιταλία**

ASSOCIAZIONE SOCIETÀ DI VALUTAZIONI IMMOBILIARI (ASSOVIB)

*Ένωση Εταιρειών Εκτίμησης Ακινήτων*

CONSIGLIO NAZIONALE GEOMETRI e GEOMETRI LAUREATI (CNGeGL)

*Εθνικό Συμβούλιο Ιταλών Τοπογράφων Μηχανικών*

ISTITUTO di ESTIMO e VALUTAZIONE (IEV)

*E-Valuations - Ινστιτούτο Εκτιμήσεων και Αποτιμήσεων*

ISTITUTO ITALIANO di VALUTAZIONE IMMOBILIARE (IsIVI)

*Ιταλικό Ινστιτούτο Εκτίμησης Ακινήτων*

## **Κοσσυφοπέδιο**

SHOQATES SE VLERESUESVE TE KOSOVES (SHVK)

*Ένωση Εκτιμητών Κοσσυφοπεδίου (KAA)*

## **Λετονία**

LATVIJAS IPASUMU VERTETAJU ASOCIACIJA (LIVA)

*Λετονική Ένωση Εκτιμητών Ακινήτων*

## **Λιθουανία**

LIETUVOS TURTO VERTINTOJU ASOCIACIJA (LTVA)

*Λιθουανική Ένωση Εκτιμητών Ακινήτων*

LIETUVOS VERTINTOJU RŪMAI (LVR)

*Λιθουανικό Επιμελητήριο Εκτιμητών*

## **Μαυροβούνιο**

INSTITUT OVLAŠĆENIH PROCJENJIVAČA CRNE GORE (IOPCG)

*Ινστιτούτο Πιστοποιημένων Εκτιμητών του Μαυροβουνίου*

NACIONALNO UDRUŽENJE PROCJENITELJA CRNE GORE (NUPCG)

*Εθνική Ένωση Εκτιμητών του Μαυροβουνίου (NAVМ)*

UDRUŽENJE NEZAVISNIH PROCJENJIVAČA CRNE GORE (CUP)

*Ένωση Ανεξάρτητων Εκτιμητών του Μαυροβουνίου*

## **Μεξικό**

FEDERACIÓN DE COLEGIOS DE VALUADORES (FECOVAL)

*Ομοσπονδία Συλλόγων Εκτιμητών του Μεξικού*

## **Νορβηγία**

NORSK TAKST (NT)

*Νορβηγική Ένωση Τοπογράφων και Εκτιμητών*

## Ουκρανία

АСОЦІАЦІЯ СПЕЦІАЛІСТІВ БАНКІВСЬКОЇ ОЦІНКИ УКРАЇНИ (АСБОУ)

*Ουκρανικός Σύνδεσμος Ειδικών Εκτιμητών Τραπεζών*

УКРАЇНСЬКЕ ТОВАРИСТВО ОЦІНЮВАЧІВ (УТО)

*Ουκρανικός Σύλλογος Εκτιμητών*

## Πολωνία

POLSKA FEDERACJA STOWARZYSZEŃ RZECZOZNAWCÓW MAJĄTKOWYCH (PFSRM)

*Πολωνική Ομοσπονδία Συλλόγων Εκτιμητών*

## Πορτογαλία

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE AVALIADORES IMOBILIÁRIOS (ANAI)

*Εθνική Ένωση Εκτιμητών Ακινήτων*

ASSOCIAÇÃO PROFISSIONAL DAS SOCIEDADES DE AVALIAÇÃO (ASAVAL)

*Επαγγελματική Ένωση Εταιρειών Εκτίμησης της Πορτογαλίας*

## Ρουμανία

ASOCIATIA NAȚIONALĂ A EVALUATORILOR AUTORIZAȚI DIN ROMÂNIA (ANEVAR)

*Εθνική Ένωση Εξουσιοδοτημένων Εκτιμητών της Ρουμανίας*

## Ρωσική Ομοσπονδία

ПАРТНЕРСТВО РОССИЙСКОГО ОБЩЕСТВА ОЦЕНЩИКОВ (ПРОО)

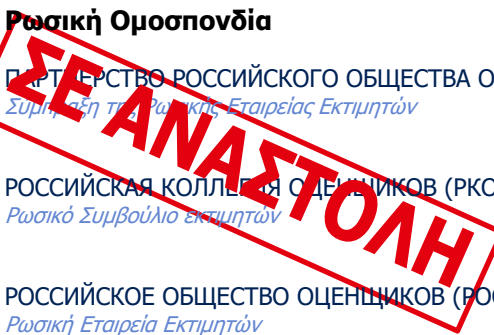
*Συμπράξη των Ρωσικών Εταιρειών Εκτιμητών*

РОССИЙСКАЯ КОЛЛЕГИЯ ОЦЕНЩИКОВ (РКО)

*Ρωσικό Συμβούλιο Εκτιμητών*

РОССИЙСКОЕ ОБЩЕСТВО ОЦЕНЩИКОВ (РОО)

*Ρωσική Εταιρεία Εκτιμητών*



## **Σερβία**

NACIONALNO UDRUZENJE PROCENITELJA SRBIJE (NUPS)

*Εθνική Ένωση Εκτιμητών της Σερβίας*

## **Σλοβενία**

SLOVENSKI INSTITUT ZA REVIZIJO (SIR)

*Σλοβενικό Ινστιτούτο Ελεγκτών*

## **Σουηδία**

SAMHÄLLSBYGGGARNA-SFF

*Ένωση Σουηδών Επαγγελματιών για το Δομημένο Περιβάλλον*

## **Τουρκία**

TÜRKİYE DEĞERLEME UZMANLARI BİRLİĞİ (TDUB)

*Ένωση Τούρκων Εκτιμητών*



# ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ ΟΡΩΝ

Τα ΕΠΕΕ περιέχουν ορισμούς βασικών εννοιών αποτίμησης επιχειρήσεων που είναι απαραίτητοι για την υποστήριξη των επαγγελματιών αποτιμητών και άλλων χρηστών του EBVS.

## A

### Αγοραία Αξία

Το εκτιμώμενο ποσό για το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση πρέπει να ανταλλαγεί κατά την ημερομηνία εκτίμησης μεταξύ πρόθυμου αγοραστή και πρόθυμου πωλητή που ενεργούν ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλο, ύστερα από κατάλληλη εμπορική προώθηση όπου τα μέρη ενήργησαν το καθένα με πλήρη γνώση, σύνεση και χωρίς καταναγκασμό.

### Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός

Πόροι που ελέγχονται από μια οντότητα ως αποτέλεσμα παρελθόντων γεγονότων και από τα οποία μελλοντικά οικονομικά οφέλη ή δυνατότητες παροχής υπηρεσιών αναμένεται να εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα.

### Αξία Εκκαθάρισης

Το εκτιμώμενο ποσό που θα μπορούσαν εύλογα να αναμένουν να λάβουν οι διαφωνούντες πιστωτές ή κάτοχοι μετοχών σε περίπτωση εκκαθάρισης της επιχείρησης του οφειλέτη, είτε με αποσπασματική εκκαθάριση είτε με πώληση ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα, ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε οφειλέτη.

### Αξία επένδυσης

Η αξία μιας επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο αναγνωρισμένο μέρος για επενδυτικούς ή/και επιχειρησιακούς σκοπούς.

### Αξία Επιχείρησης

Το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας, συν το έντοκο χρέος μείον το πλεόνασμα των μετρητών και των ταμειακών ισοδυνάμων, εάν υπάρχουν.

### Αξία ιδίων κεφαλαίων

Η εκτιμώμενη καθαρή αξία, η οποία είναι διαθέσιμη σε όλους τους μετόχους της εταιρείας.

### Αξία χρήσης

Η παρούσα αξία των εκτιμώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από τη συνεχιζόμενη χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου και από τη διάθεσή του στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του.

### Απομείωση λόγω έλλειψης ελέγχου (DLOC)



Ποσό ή ποσοστό που αφαιρείται από το κατ' αναλογία μερίδιο της αξίας του 100% συμμετοχικού δικαιώματος σε μια επιχείρηση ώστε να αντικατοπτρίζει την απουσία ορισμένων ή όλων των εξουσιών ελέγχου.

## Απομείωση λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας (DLOM)

Ποσό ή ποσοστό που αφαιρείται από την αξία ενός ιδιοκτησιακού δικαιώματος ώστε να αντανακλά την σχετική έλλειψη εμπορευσιμότητας.

## Άυλα περιουσιακά στοιχεία

Αναγνωρίσιμα μη νομισματικά περιουσιακά στοιχεία χωρίς φυσική υπόσταση.

## B

### Βάση Αξίας

Δήλωση των θεμελιωδών παραδοχών για την εκτίμηση της αξίας του αντικειμένου της αποτίμησης για έναν καθορισμένο σκοπό. Πρέπει να διακρίνεται από τις μεθόδους ή τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή μιας επιλεγμένης βάσης αξίας.

## E

### Ειδικευμένος Εκτιμητής Επιχειρήσεων

Πρόσωπο καλής φήμης, είτε αυτοαπασχολούμενο είτε απασχολούμενο από εταιρεία εκτίμησης ή άλλο νομικό πρόσωπο, το οποίο συντάσσει και επιβλέπει τις εκτιμήσεις επιχειρήσεων και αναλαμβάνει την ευθύνη γι' αυτές.

### Έλεγχος Εκτίμησης

Η αξιολόγηση της Έκθεσης άλλου εκτιμητή, που δεν αποτελεί αναπροσαρμογή της αξίας, με τη μορφή Έκθεσης Ανασκόπησης Εκτίμησης.

### Επιτόκιο προεξόφλησης

Ένα ποσοστό απόδοσης που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή ενός μελλοντικού χρηματικού ποσού σε παρούσα αξία.

## Επιχειρηματική δραστηριότητα (επιχείρηση)

Μια ολοκληρωμένη σειρά δραστηριοτήτων και περιουσιακών στοιχείων που διεξάγονται και διοικούνται με σκοπό την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών σε πελάτες, τη δημιουργία εισοδήματος - από επενδύσεις (όπως μερίσματα ή τόκους) ή τη δημιουργία άλλων εσόδων από συνήθεις δραστηριότητες.

## Επιχείρηση

Κάθε οντότητα που ασκεί οικονομική δραστηριότητα, ανεξάρτητα από τη νομική της μορφή. Αυτό περιλαμβάνει, ιδίως, τους αυτοαπασχολούμενους και τις οικογενειακές επιχειρήσεις που ασκούν βιοτεχνικές ή άλλες δραστηριότητες, καθώς και τις προσωπικές εταιρείες ή ενώσεις που ασκούν τακτικά οικονομική δραστηριότητα.

## Εταιρεία

Μια επιχείρηση που έχει συσταθεί σύμφωνα με το αστικό ή το εμπορικό δίκαιο, συμπεριλαμβανομένων των συνεταιρισμών και άλλων νομικών προσώπων δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου, εκτός από τα μη κερδοσκοπικά.

## Εύλογη αξία (για σκοπούς χρηματοοικονομικής αναφοράς)

Η τιμή που θα λαμβανόταν για την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή θα καταβληθεί για τη μεταφορά μιας υποχρέωσης σε μια ομαλή συναλλαγή μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά κατά την ημερομηνία επιμέτρησης.

## Εύλογη αξία (για σκοπούς εκτός της χρηματοοικονομικής αναφοράς)

Το ποσό που θα λαμβανόταν για την πώληση μιας επιχείρησης σε μια τυπική συναλλαγή μεταξύ προσδιορισμένων συμμετεχόντων στην αγορά που διαθέτουν πλήρη γνώση των σχετικών γεγονότων και λαμβάνουν την απόφασή τους σύμφωνα με τους αντίστοιχους στόχους τους.

## K

### Καθαρή ταμειακή ροή ιδίων κεφαλαίων

Η ταμειακή ροή προς όλους τους μετόχους της εταιρείας. Αυτός ο τύπος ταμειακών ροών χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της Αξίας των Ιδίων Κεφαλαίων.

## L

### Λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία

Περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης και πρέπει να αποτιμώνται ως μέρος της επιχείρησης στο σύνολό της.

## M

### Μέγιστη και Βέλτιστη Χρήση

Η χρήση ενός μη χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου από τους συμμετέχοντες στην αγορά που θα μεγιστοποιούσε την αξία του περιουσιακού στοιχείου ή της ομάδας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων (π.χ. μιας επιχείρησης) εντός της οποίας θα χρησιμοποιούνταν το περιουσιακό στοιχείο.

## Μέθοδος εκτίμησης

Η συγκεκριμένη διαδικασία, που βασίζεται σε μία ή περισσότερες προσεγγίσεις αποτίμησης και χρησιμοποιείται από τον εκτιμητή για να καταλήξει στον προσδιορισμό της αξίας.

## Μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC)

Κόστος κεφαλαίου (προεξοφλητικό επιτόκιο) που προσδιορίζεται από τον σταθμισμένο μέσο όρο, στην Αγοραία Αξία, του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

## Μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία

Περιουσιακά στοιχεία που πλεονάζουν σε σχέση με την κύρια δραστηριότητα.

## Μη συστημικός κίνδυνος

Το τμήμα του συνολικού κινδύνου που αφορά ένα μεμονωμένο αξιόγραφο και μπορεί να αποφευχθεί μέσω της διαφοροποίησης.

## Π

### Προσαύξηση λόγω ελέγχου

Ποσό ή ποσοστό κατά το οποίο η κατ' αναλογία αξία ενός δικαιώματος κατέχοντος τον έλεγχο της επιχείρησης υπερβαίνει την κατ' αναλογία αξία ενός δικαιώματος μη κατέχοντος τον έλεγχο σε μια επιχείρηση, έτσι ώστε να αντανakλάται η δύναμη του ελέγχου.

### Προσέγγιση εκτίμησης

Ένας γενικός τρόπος προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης, χρησιμοποιώντας μία ή περισσότερες μεθόδους εκτίμησης.

## Ρ

### Ρευστότητα

Η δυνατότητα εύκολης μετατροπής ενός περιουσιακού στοιχείου, μιας επιχείρησης, ενός επιχειρηματικού μεριδίου ή μιας ασφάλειας σε μετρητά χωρίς σημαντική απώλεια κεφαλαίου.

## Σ

### Συμμετοχές

Δικαιώματα συμμετοχής στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων, που αντιπροσωπεύονται ή όχι από πιστοποιητικά, τα οποία, δημιουργώντας έναν διαρκή δεσμό με τις επιχειρήσεις αυτές, προορίζονται να συμβάλουν στις δραστηριότητες της επιχείρησης που κατέχει τα δικαιώματα αυτά.

### Συντελεστής βήτα (beta)

Μια συνάρτηση της σχέσης μεταξύ της απόδοσης ενός μεμονωμένου τίτλου και της απόδοσης στην αγορά, όπως υπολογίζεται από έναν ευρύ δείκτη αγοράς

### Συστημικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος που είναι κοινός για όλους τους τίτλους και δεν μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης.

## Τ

### Ταμειακές ροές επενδεδυμένου κεφαλαίου

Ταμειακή ροή χωρίς χρέος, που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

### Τεχνική αποτίμησης

Μια συγκεκριμένη αναλυτική διαδικασία επεξεργασίας δεδομένων, η οποία διεξάγεται στο πλαίσιο μιας μεθόδου αποτίμησης.

## Υ

### Υπεραξία

Ένα περιουσιακό στοιχείο που αντιπροσωπεύει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που

προκύπτουν από άλλα περιουσιακά στοιχεία που αποκτώνται σε μια συνένωση επιχειρήσεων, τα οποία δεν αναγνωρίζονται μεμονωμένα και δεν αναγνωρίζονται ξεχωριστά.



# ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Dotted lines for notes.

Dotted lines for writing.





.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

Ο Ευρωπαϊκός Όμιλος Συλλόγων Εκτιμητών ενώνει 72 εθνικές ενώσεις εκτιμητών από 38 χώρες που εκπροσωπούν 70 000 ειδικευμένους εκτιμητές, οι οποίοι είτε αυτοαπασχολούνται είτε απασχολούνται σε εξειδικευμένες εταιρείες συμβούλων, εταιρείες του ιδιωτικού τομέα, κυβερνητικές υπηρεσίες ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Τα Ευρωπαϊκά Εκτιμητικά Πρότυπα (EVS) αναφέρονται ως αξιόπιστα πρότυπα για την αποτίμηση των οικιστικών ακινήτων για σκοπούς ενυπόθηκου δανεισμού στην οδηγία της ΕΕ για την ενυπόθηκη πίστη και έχουν λάβει προτεραιότητα έναντι όλων των άλλων προτύπων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε διαδοχικές εκδόσεις του εγχειριδίου της για την επισκόπηση της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων για την επικαιροποίηση των αξιών των εξασφαλίσεων ακινήτων των τραπεζών.

Η εκτίμηση επιχειρήσεων είναι διαδεδομένη μεταξύ πολλών μελών της TEGOVA, με εταιρείες αποτίμησης ή μεμονωμένους εκτιμητές να συνδυάζουν συχνά τις πρακτικές του real estate και των επιχειρήσεων. Ανταποκρινόμενα στην αυξανόμενη ζήτηση των μελών, τα Ευρωπαϊκά Πρότυπα Εκτίμησης Επιχειρήσεων παρέχουν πλέον τις βασικές αρχές της βέλτιστης πρακτικής στην αποτίμηση επιχειρήσεων, με ποιότητα που μπορεί να αποτελέσει κοινό σημείο αναφοράς για τους εκτιμητές, τις δημόσιες αρχές, τους επενδυτές και τη χρηματοπιστωτική βιομηχανία σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση και πέραν αυτής.