



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
PANTEIO UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES

## Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
κατεύθυνσης «Φορολογία και Ελεγκτική»  
Διπλωματική Εργασία

### ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ:

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

ΣΠΥΡΙΔΩΝ ΠΑΡΙΣΙΑΔΗΣ

Επιβλέπων:

Ιωάννης Φίλος

*Αναπληρωτής Καθηγητής*

Αθήνα, Αύγουστος 2015

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

*Στον Δημήτριο, τον Συμεών*

*και την Μαρία*

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Φορολογία και Ελεγκτική για τις πολύτιμες γνώσεις και την καθοδήγηση που μου παρείχαν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα μου Αναπληρωτή Καθηγητή κύριο Ιωάννη Φίλο για την επίβλεψη, συμπαράσταση, στήριξη και συνεργασία που μου προσέφερε κατά την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας, καθώς και για τις υποδείξεις του σε όλη τη διάρκεια συγγραφής αυτής.

Θέλω επίσης να ευχαριστήσω θερμά όλους τους επιστημονικούς συνεργάτες του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών για την αμέριστη και ανιδιοτελή στήριξη που μου παρείχαν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κύριο Γεώργιο Αληφαντή και τον κύριο Γεώργιο Κορομηλά, όπου με τις γνώσεις τους και την προσωπικότητα τους προσέδωσαν άλλη λάμψη στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών.

Επιπροσθέτως, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους συμφοιτητές μου για την αλληλεγγύη και το πνεύμα συνεργασίας που επέδειξαν σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την σύζυγο μου Μαρία για την ηθική στήριξη που μου παρείχε και την υπομονή που επέδειξε σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Τέλος, θέλω μέσα από την καρδιά μου να ευχαριστήσω του δύο ολόλαμπρους φάρους της ζωής μου, τους υιούς μου Δημήτριο και Συμεών, για την δύναμη που μου δίνουν να δημιουργώ και να υπερκερνώ όλα τα εμπόδια που μου παρουσιάζονται.

Σπυρίδων Παρισιάδης

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εμπειρία της Ελληνικής και Διεθνούς πραγματικότητας έχει αποδείξει ότι η διοργάνωση αμιγώς Δημόσιων έργων υποδομής μόνο εύκολη υπόθεση δεν είναι. Τις τελευταίες δεκαετίες γίνεται όλο και πιο έντονο το φαινόμενο να κατασκευάζονται τα δημόσια έργα με την σύμπραξη φορέων του Δημόσιου και Ιδιωτικού τομέα.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η ανάλυση του λογιστικού κυκλώματος των εταιρειών ειδικού σκοπού που συστήνονται με σκοπό την κατασκευή, παραχώρηση και εκμετάλλευση μεγάλων έργων υποδομής με την συνεργασία φορέων του Δημοσίου.

Τα στοιχεία που αντλήθηκαν για την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας προέρχονται από ξένα επιστημονικά άρθρα, ηλεκτρονικά και έντυπα βιβλία, νόμους, λογιστικούς κανόνες και άλλες αναφορές που βρήκα στο διαδίκτυο. Όλα οι πηγές συνδυάζονται με προσωπικές απόψεις, παραδείγματα και συμπεράσματα.

Η παρούσα διπλωματική εργασία αναλύεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος περιγράφονται οι βασικές έννοιες που πραγματεύεται η παρούσα διπλωματική εργασία, στο δεύτερο μέρος αναλύονται οι λογιστικοί κανόνες παρακολούθησης των εταιρειών ειδικού σκοπού που ασχολούνται με την κατασκευή και εκμετάλλευση αυτών των έργων και στο τρίτο μέρος γίνεται ερευνητική προσέγγιση.

Αναλυτικά, το πρώτο μέρος της εργασίας αποτελείται από 6 υποενότητες στις οποίες αναλύονται οι έννοιες που σχετίζονται με τις συμβάσεις παραχώρησης και του project finance. Επιπλέον, αναλύεται η ροή κατασκευής και χρηματοδότησης αυτών των έργων, οι ρίζες αυτής της τεχνικής, καθώς και η εξέλιξη της στην Ελληνική πραγματικότητα.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας αποτελείται από 11 ενότητες, στις οποίες αναλύονται οι λογιστικοί κανόνες που διέπουν τις επιχειρήσεις ειδικού σκοπού (SPV). Δηλαδή, αναλύεται η Διερμηνεία 12 που αναφέρεται στις συμβάσεις παραχώρησης, καθώς και τα λογιστικά πρότυπα που σχετίζονται με αυτή, όπως αυτό των εσόδων, της επιμέτρησης των περιουσιακών στοιχείων, της αναγνώρισης μελλοντικών υποχρεώσεων και κινδύνων και των γνωστοποιήσεων που πρέπει να γίνονται στις οικονομικές καταστάσεις.

Στην τρίτη και τελευταία ενότητα γίνεται μια πρακτική προσέγγιση της εύρεσης της εύλογης αξίας της ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ μέσω της προεξόφλησης των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών.

Λέξεις κλειδιά: S.P.V., concession agreements, project finance, PPP's partnerships

## ABSTRACT

The experience of Greek and International Reality has proved that the organization of purely public infrastructure projects is not an easy case. The phenomenon of constructing public projects with the collaboration of public and private sectors has been becoming more intense the last decades.

The main goal of this dissertation is the analysis of the accounting circuit of special purpose companies established for the construction, concession and exploitation of large infrastructure projects in collaboration with Government entities.

The sources I used for the preparation of this dissertation consist of foreign scientific articles, electronic and printed books, laws, accounting rules and other references I found in the internet. All the sources are combined with personal views, examples and conclusions.

This dissertation consists of three parts. The first part describes the basic definitions discussed in this dissertation, the second part analyzes the accounting rules applied for the Special Purpose Vehicles, which are engaged with the construction and operation of these projects and the third part engaged with a case study.

Specifically, the first part of the dissertation consists of 6 subsections in which are analyzed the definitions related to concession agreements and project finance. Moreover, it is analyzed the constructing flow and the methods of financing of these projects, the roots of this technique, and the evolution through the Greek reality.

The second part of the dissertation consists of 11 sections, in which are analyzed the accounting rules which are applied for the Special Purpose Vehicles (SPV). Especially, it is analyzed IFRIC 12, which is referred to concession agreements, as well as the accounting standards related to this interpretation, such as those of revenues, asset's measurement, recognition of future liabilities and risks, as well as the disclosures that must be made to the financial statements.

The third and final section has been applied a practical approach of finding the fair value ATTIKI ODOS by discounting their free cash flows.

Key words: S.P.V., concession agreements, project finance, PPP's partnerships

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
<b>ΜΕΡΟΣ Α:</b> .....	10
ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE .....	10
1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE.....	10
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	11
1.3 ΟΙ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΟΙ ΦΟΡΕΙΣ ΤΟΥ PROJECT FINANCE .....	13
1.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE (ΓΙΑ ΤΟΝ ΜΕΤΟΧΟ).....	18
1.5 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ .....	20
1.6 ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	23
1.6.1 ΟΙ ΣΥΜΠΡΑΞΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ – ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ (Σ.Δ.Ι.Τ).....	24
<b>ΜΕΡΟΣ Β</b> .....	27
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ.....	27
1. Η ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑ 12 «ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ» .....	29
1.1 ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΔΔΠΧΑ 12 .....	30
2. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ.....	32
2.1 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ΔΛΠ 11 .....	32
2.2 ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΔΛΠ 11 .....	33
2.3 ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΒΑΣΕΙ ΔΛΠ 11 .....	35
2.4 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ ΕΣΟΔΟΥ .....	36
2.5 ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΛΠ 11 .....	37
3. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ.....	39
3.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΣΟΔΩΝ .....	40
3.3 ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΙΑΣ 18 .....	45
3.4 ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ ΙΑΣ 18 .....	46
4. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΣΤΑ ΒΙΒΛΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΑΡΧΗΣ .....	47
4.1 Η ΕΠΙΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ ....	48

4.1.1 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (IFRS 13:B5-B7):.....	49
4.1.2 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΚΟΣΤΟΥΣ (IFRS 13:B8-B9): .....	49
4.1.3 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (IFRS 13:B10-B30): .....	50
4.2 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	51
4.2.2 ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ .....	54
4.3 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΑΣΩΜΑΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ .....	55
4.3.1 Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ .....	56
4.3.1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΣΩΜΑΤΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ .....	57
4.3.1.2 ΓΙΑΤΙ ΑΥΤΑ ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΤΑΤΑΣΣΟΝΤΑΙ ΣΤΑ ΆΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	58
4.3.2 ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΤΟΥ ΑΣΩΜΑΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ .....	60
4.4 ΤΟ ΜΙΚΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ.....	61
5. ΕΙΣΠΡΑΞΗ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ .....	64
6. ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ.....	65
6.1 Ο ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΣ ΧΕΙΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ .....	66
7. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΥΝΤΗΡΗΣΗΣ .....	68
8. Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΥΠΟΔΟΜΩΝ .....	71
9. ΟΙ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑΣ 12 .....	72
10. Η ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΣΤΟΝ ΟΜΙΛΟ .....	74
10.1 ΑΠΑΛΕΙΦΗ ΔΙΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΚΕΡΔΩΝ Η ΖΗΜΙΩΝ) ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	75
10.1.1 ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΚΑΙ ΑΣΩΜΑΤΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ .....	75
10.1.2 ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ ....	77
11. Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	80
11.1 ΤΟ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΤΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ – Ο ΔΕΙΚΤΗΣ WACC.....	81
11.2 ΟΙ ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΕΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ.....	82
<b>ΜΕΡΟΣ Γ .....</b>	<b>85</b>
ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ – CASE STUDY .....	85
1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ.....	85
2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	86

3. ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	88
3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ.....	88
3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ .....	89
3.3 ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	91
3.3.1. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΙΜΑΤΟΣ ΜΙΑΣ ΧΩΡΑΣ.....	97
3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	100
ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΕΞΕΤΑΣΤΕΙ ΣΕ ΕΠΟΜΕΝΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ.....	101
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	102
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΑΠΟΣΠΑΣΠΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 2014.....	105
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΑΠΟΣΠΑΣΠΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 2012.....	110
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ: ΕΥΡΕΣΗ RISK-FREE RATE 2014 .....	113
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV .....	114
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V .....	115
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VI.....	116
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VII.....	117
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VIII .....	118
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΧ.....	119



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εξέλιξη του τρόπου χρηματοδότησης των μεγάλων έργων υποδομής, καθώς και η αδυναμία του Δημόσιου Τομέα να οργανώσει και να συντονίσει μεγάλα Δημόσια έργα, να χρηματοδοτήσει την κατασκευή τους, να ελέγξει του επιχειρηματικό ρίσκο των έργων, να συγκρατήσει το κόστος τους, τον χρόνο αποπεράτωσης τους και να ελέγξει τα προκύπτοντα φαινόμενα διαφθοράς οδήγησε στην δημιουργία ενός διαφορετικού μοντέλου κατασκευής έργων υποδομής.

Το μοντέλο κατασκευής έργων υποδομής που έχει επικρατήσει σήμερα είναι αυτό των συμβάσεων παραχώρησης (concessions agreements), η οποία υπογράφεται μεταξύ κάποιου φορέα Δημόσιου ή κάποιας επιχείρησης που ελέγχεται από τον Δημόσιο φορέα και μιας Ιδιωτικής Επιχείρησης ή κάποιου συνασπισμού ιδιωτικών επιχειρήσεων. Οι συμπράξεις αυτές λέγονται συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού τομέα (PPP arrangements ή Public Private Partnership arrangements). Η υπογραφή αυτών των συμβάσεων έχει ως συνέπεια την δημιουργία μιας επιχείρησης ειδικού σκοπού (SPV ή Special Purpose Vehicle) που συστήνεται με σκοπό την χρηματοδότηση, κατασκευή και εκμετάλλευση αυτών των έργων υποδομής. Το μοντέλο που χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση αυτών των έργων και είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με την υπογραφή αυτών των συμβάσεων και κατασκευή αυτών των έργων λέγεται project finance.

Το εν' λόγω μοντέλο χρηματοδότησης χρησιμοποιείται για την κατασκευή μεγάλων οδικών αρτηριών, νοσοκομείων, φυλακών, γεφυρών, σταθμών αυτοκινήτων και άλλων μικρών ή μεγάλων έργων υποδομής. Τα πρόσωπα που συμβάλλονται με τις εταιρείες ειδικού σκοπού μπορεί να είναι το Δημόσιο, επιχειρήσεις που συστήνονται από το Δημόσιο, Δήμοι, Κοινότητες, Υπουργεία και άλλα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου.

## ΜΕΡΟΣ Α:

### ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΣΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE

#### 1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE

Η έννοια του project finance (αυτοχρηματοδοτούμενα έργα) αναλύεται από **τον Finnerty J. (2003)** ως εξής:

«Το project finance ίσως καθορίζεται ως μια μορφή άντλησης κεφαλαίων περιορισμένης πηγής ή μη καθορισμένης πηγής με σκοπό την χρηματοδότηση μιας οικονομικά ανεξάρτητης κεφαλαιακής επένδυσης, κατά την οποία τα πρόσωπα που την χρηματοδοτούν αποβλέπουν στις μελλοντικές ταμειακές ροές του έργου ως πηγή για την εξυπηρέτηση των δανείων που θα χρηματοδοτήσουν.

Οι όροι του χρέους και οι εξασφαλίσεις του δανείου είναι προσαρμοσμένες στα χαρακτηριστικά των ταμειακών ροών του έργου.

Οι εξασφαλίσεις που λαμβάνουν οι δανειστές συνδέονται με τα στοιχεία του Ενεργητικού του έργου. Τα έργα που συνήθως χρηματοδοτούνται μέσω αυτής της μορφής είναι αγωγοί, διυλιστήρια, εργοστάσια ενέργειας, υδροηλεκτρικά πάρκα, λιμάνια, ανθρακωρυχεία, δρόμοι και εγκαταστάσεις επεξεργασίας ορυκτών».

Το project finance περιέχει τυπικά τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- ✓ *Μια συμφωνία από οικονομικά ανεξάρτητα μέρη με σκοπό την ολοκλήρωση ενός έργου, όπου θα καθορίζεται ο τρόπος και η επάρκεια των κεφαλαίων,*
- ✓ *Μια συμφωνία από οικονομικά ανεξάρτητα μέρη, κατά την οποία όταν η ολοκλήρωση του έργου πραγματοποιηθεί και η λειτουργία του ξεκινήσει, το έργο να έχει επαρκή ταμειακά διαθέσιμα προκειμένου να εξυπηρετεί τις λειτουργικές του ανάγκες και τις δανειακές του υποχρεώσεις και η ματαίωση της επένδυσης να οφείλεται μόνο σε λόγους ανωτέρας βίας,*
- ✓ *Υπάρχουν από τις οικονομικά ανεξάρτητες πηγές οι κατάλληλες εξασφαλίσεις ότι σε περίπτωση που κατά την περίοδο λειτουργίας του έργου προκύψουν αναταράξεις, θα υπάρχουν τα επαρκή κεφάλαια για να καθίσταται η συνέχιση της λειτουργίας της εταιρείας εφικτή.*

## 1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η γένεση αυτής της χρηματοοικονομικής τεχνικής έρχεται από πολύ παλιά, όπου Ρωμαίοι και Έλληνες έμποροι χρησιμοποιούσαν αυτή την τεχνική χρηματοδότησης για να μοιραστούν τους εγγενείς κινδύνους του ναυτιλιακού εμπορίου. Το δάνειο που χορηγούνταν σε μια ναυτιλιακή εταιρεία αφορούσε το εμπόρευμα μιας συγκεκριμένης φόρτωσης και θα αποπληρώνονταν αποκλειστικά από τα έσοδα αυτής (*Gardner D., Wright J. 2014*).

Αργότερα, το 1299 Βασίλειο της Αγγλίας διαπραγματεύτηκε ένα δάνειο από την τράπεζα Frescobaldi (η ηγέτιδα εμπορική τράπεζα της Ιταλίας εκείνης της περιόδου) για να αναπτύξει τα μεταλλεία εξόρυξης αργυρού του Devon (2000). Η σύμβαση δανείου όριζε ότι ο δανειστής θα είχε τον έλεγχο λειτουργίας αυτού του έργου για ένα χρόνο. Ο δανειστής μπορούσε να εκμεταλλευτεί όλο το ανεπεξέργαστο μετάλλευμα ενός έτους, υπό τον όρο να πληρώνει όλα τα έξοδα λειτουργίας των μεταλλείων. Στην σύμβαση δεν προβλέπονταν έξοδα τόκων. Το Βασίλειο της Αγγλίας δεν έδωσε στην δανειστρία τράπεζα εγγυήσεις σχετικές με την ποσότητα και την ποιότητα του αργυρού που θα εξάγονταν κατά την διάρκεια εκείνης της περιόδου. Μια τέτοια σύμβαση δανείου ήταν ο πρόγονος του λεγόμενου «production payment loan», όπου είναι μια μορφή δανείου, όπου ο δανειστής χρηματοδοτεί κάποια κεφάλαια για την κατασκευή ενός έργου και η εξυπηρέτηση του δανείου επιτυγχάνεται μέσω των εσόδων από την λειτουργία του έργου (*Finnerty J. – 2007*).

Ένα από τα πιο σημαντικά project αυτής της μορφής ήταν ο αγωγός της Αλάσκα (Trans Alaska Pipeline System - TAPS), ο οποίος κατασκευάστηκε την περίοδο 1969-1977. Ο αγωγός TAPS κατασκευάστηκε από μια Κοινοπραξία των 8 μεγαλύτερων εταιριών πετρελαίου στον κόσμο. Το μήκος του αγωγού ήταν 800 μίλια και το κόστος κατασκευής του ανήλθε στα 7,7 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο αγωγός αυτός μεταφέρει μαζούτ και φυσικό αέριο σε υγρή μορφή από την Βόρεια πλευρά της Αλάσκα στο λιμάνι του Valdez στην Νότια Αλάσκα. Ο αγωγός TAPS κατάφερε να αντλήσει την μεγαλύτερη χρηματοδότηση σε σχέση με τους άλλους αγωγούς που είχαν χτιστεί πρωτίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (*Finnerty J. – 2007*).

Περαιτέρω, η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης έργων εφαρμόστηκε ευρέως στην Μεγάλη Βρετανία κατά την διάρκεια της δεκαετίας τους '90. Ονομάστηκε Ιδιωτική Χρηματοδότηση της Πρωτοβουλίας (Private Finance Initiative ή αλλιώς «PFI), ξεκίνησε το 1992 και προωθούνταν ενεργά από τις Βρετανικές κυβερνήσεις. Στην συνέχεια, η PFI έδωσε την θέση της στις συμπράξεις μεταξύ του Δημοσίου και Ιδιωτικών φορέων (Public-Private Partnerships ή αλλιώς PPP). Η PPP είναι μια συγκεκριμένη μορφή του project finance, κατά την οποία ένας δημόσιος φορέας χρηματοδοτείται και λειτουργεί με την μορφή μιας σύμπραξης της Κυβέρνησης και ενός Ιδιωτικού φορέα, η οποία είναι δομημένη με την μορφή μιας μακροχρόνιας σύμβασης παραχώρησης. Καθ' όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης, η εταιρεία που τρέχει ένα τέτοιο project χρηματοδοτείται από μια συγκεκριμένη πηγή εσόδων, από την οποία οι μέτοχοι αυτού του σχήματος αντλούν κέρδη με σκοπό αφενός την αποπληρωμή των χρηματοδοτικών αναγκών του έργου και αφετέρου την απόσβεση του κεφαλαίου που έχουν εισφέρει σε αυτήν και την επίτευξη κέρδους.

Κατά την περίοδο δράσης της PFI κατασκευάζονταν μεγάλα και σημαντικά έργα υποδομής, όπως δρόμοι, σχολεία, στρατόπεδα, νοσοκομεία και φυλακές. Το 1999, η κυβέρνηση της Μεγάλης Βρετανίας υιοθέτησε ένα σταθερό πλαίσιο λειτουργίας αυτών των συμβάσεων παραχώρησης ('Standardisation of PFI Contracts ή SoPC), το οποίο ήταν η μετεξέλιξη των PPP projects. Η SoPC βοήθησε σημαντικά στην ανάπτυξη της αγοράς project finance της Μεγάλης Βρετανίας, καθώς κατά την περίοδο δράσης της υπογράφηκαν εξαιρετικά πολλές συμβάσεις παραχώρησης, μερικές από τις οποίες ήταν κάτω από 40 εκ. Ευρώ, ένα όριο το οποίο θεωρείται εξαιρετικά ασύμφορο σε σχέση με την διάρκεια και τα κόστη των περισσότερων συμβάσεων παραχώρησης (*Gardner D., Wright J. 2014*).

Κατά την τρέχουσα εποχή, οι ετήσιες επενδύσεις μέσω αυτής της χρηματοοικονομικής τεχνικής που πραγματοποιούνται σε όλο τον κόσμο υπερβαίνουν τα 200 δισεκατομμύρια δολάρια. Μόνο το 2010, πραγματοποιήθηκαν συναλλαγές ύψους 208,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των project και συγκεκριμένα το 47% τρέχουν στην Ανατολική Ασία, όπου την μερίδα του λέοντος κατέχει η Ινδία με ποσοστό 26,3% και η Ταϊβάν με ποσοστό 5,8 %. Στην Ευρωπαϊκή ήπειρο, το μεγαλύτερο μέρος των project τρέχει στην Ισπανία (ποσοστό 8,35%) και ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με ποσοστό 6,25%. Τα

περισσότερα project που τρέχουν παγκοσμίως σχετίζονται με την ενέργεια (35,21%), τις μεταφορές (25,13%) και την εξόρυξη πετρελαίου και φυσικού αερίου (12,47%) (*Gardner D., Wright J. 2014*).

### 1.3 ΟΙ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΟΙ ΦΟΡΕΙΣ ΤΟΥ PROJECT FINANCE

Οι εμπλεκόμενοι φορείς του project finance περιγράφονται σχηματικά στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 1: Οι εμπλεκόμενοι φορείς μιας σύμβασης project finance	
Χορηγοί (Sponsors)	-Οι επενδυτές και οι ιδιοκτήτες της εταιρείας ειδικού σκοπού μπορεί να είναι μία εταιρεία ή ένας συνασπισμός επενδυτών -Οι θυγατρικές των επενδυτών μπορεί να λειτουργούν σαν υπεργολάβοι, προμηθευτές πρώτων υλών, αντλητές ορυκτού πλούτου. -Στα PPP projects, η Κυβέρνηση/Διοργανωτής του έργου πολλές φορές διατηρεί ένα ποσοστό στο συγκεκριμένο έργο και πολλές φορές λειτουργεί ως επενδυτής.
Διοργανωτής του έργου (Procurer) Παραχωρούσα Αρχή	-Στα έργα αυτής της μορφής ο διοργανωτής του έργου είναι συνήθως Δήμος, Δημόσια επιχείρηση ή Υπουργείο. Ο διοργανωτής του έργου είναι υπεύθυνος για την διεξαγωγή του διαγωνισμού, την εκτίμηση των προτάσεων και την επιλογή του καλύτερου επενδυτή ή του καλύτερου συνασπισμού επενδυτών για την πραγματοποίηση του έργου.
Κυβέρνηση	- Η Κυβέρνηση πολλές φορές συμφωνεί συμβατικά να παράσχει εγγυήσεις προς την εταιρεία που κάνει το έργο, τους επενδυτές και τους δανειστές. Οι εγγυήσεις συνδέεται με τις συμβατικές υποχρεώσεις της Αναδόχου εταιρείας (πραγματικές ή ενδεχόμενες) και προβλέπονται στην σύμβαση παραχώρησης.
Ανάδοχος του Έργου (Παραχωρησιόχος)	<u>Ανάδοχος του έργου:</u> Είναι η εταιρεία ή ο συνασπισμός εταιριών στον οποία κατοχυρώθηκε ο διαγωνισμός για την κατασκευή του έργου και είναι υπεύθυνος για την αποπεράτωση αυτού, καθώς και την ορθή τήρηση των όρων της σύμβασης του. Ο Ανάδοχος του έργου συστήνει μια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV – Special Purpose Vehicle), η οποία αναλαμβάνει την εκτέλεση του project.

Εργολάβος (contractor)	- <u>Εργολάβος (contractor)</u> : Είναι η εταιρεία που εντέλλεται από τον Ανάδοχο για την κατασκευή του τεχνικού μέρους του έργου, δηλαδή έως το σημείο όπου το έργο θα φτάσει σε μια ολοκληρωμένη λειτουργική κατάσταση, μέσω την οποίας θα παράγονται ταμειακές ροές. Οι ουσιαστικής απόδοσης υποχρεώσεις της εταιρείας που πραγματοποιεί το έργο, οι οποίες σχετίζονται με την κατασκευή και λειτουργία του, πραγματοποιούνται μέσω της μηχανικής υποστήριξης και κατασκευής αυτού (engineering procurement and construction ή EPC) ή μέσω της λειτουργίας και συντήρησης του (operations and maintenance ή O&M) αντίστοιχα.
Προμηθευτές και αγοραστές (Feedstock /Offtakers)	<p>- Ο όρος αυτός είναι πιο συχνός στα έργα που σχετίζονται με την ενέργεια, την βιομηχανία, το πετρέλαιο, το φυσικό αέριο και τα πετροχημικά προϊόντα.</p> <p>- Ένα ή περισσότερα μέρη υποχρεούται συμβατικά να παρέχει πρώτες ύλες (ακατέργαστα υλικά ή πετρέλαιο) στο έργο με απόδοση την πληρωμή του.</p> <p>- Ένα ή περισσότερα μέρη υποχρεούνται συμβατικά να αγοράσουν μέρος ή το σύνολο των προϊόντων ή υπηρεσιών που παράγονται στο έργο.</p> <p>- Τα συμβόλαια των παρόχων πρώτων υλών/αγοραστών είναι τυπικά το σημείο κλειδί των δανειστών για να ερευνήσουν και να αξιολογήσουν το project. Αυτό φυσικά γίνεται σε συνδυασμό με την γενικότερη αξιολόγηση των οικονομικών του έργου (για παράδειγμα οι τιμές πώλησης και το κόστος των προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται).</p>
Δανειστές (Lenders)	-Σε αυτήν περιλαμβάνονται μία ή περισσότερες τράπεζες ή/και πολυμερείς πράκτορες ή/και πιστωτικοί πράκτορες ή/και κάτοχοι ομολόγων.

**Πηγή: Gardner D., Wright J. 2014**

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτουν τα εξής **(συμπεράσματα ερευνητή)**:

- Η σύμβαση παραχώρησης υπογράφεται από δύο μέρη, το ένα εκ' των οποίων είναι ο φορέας της κυβέρνησης ή κάποιος φορέας της τοπικής αυτοδιοίκησης (Procurer) και το άλλο το «όχημα ειδικού σκοπού».

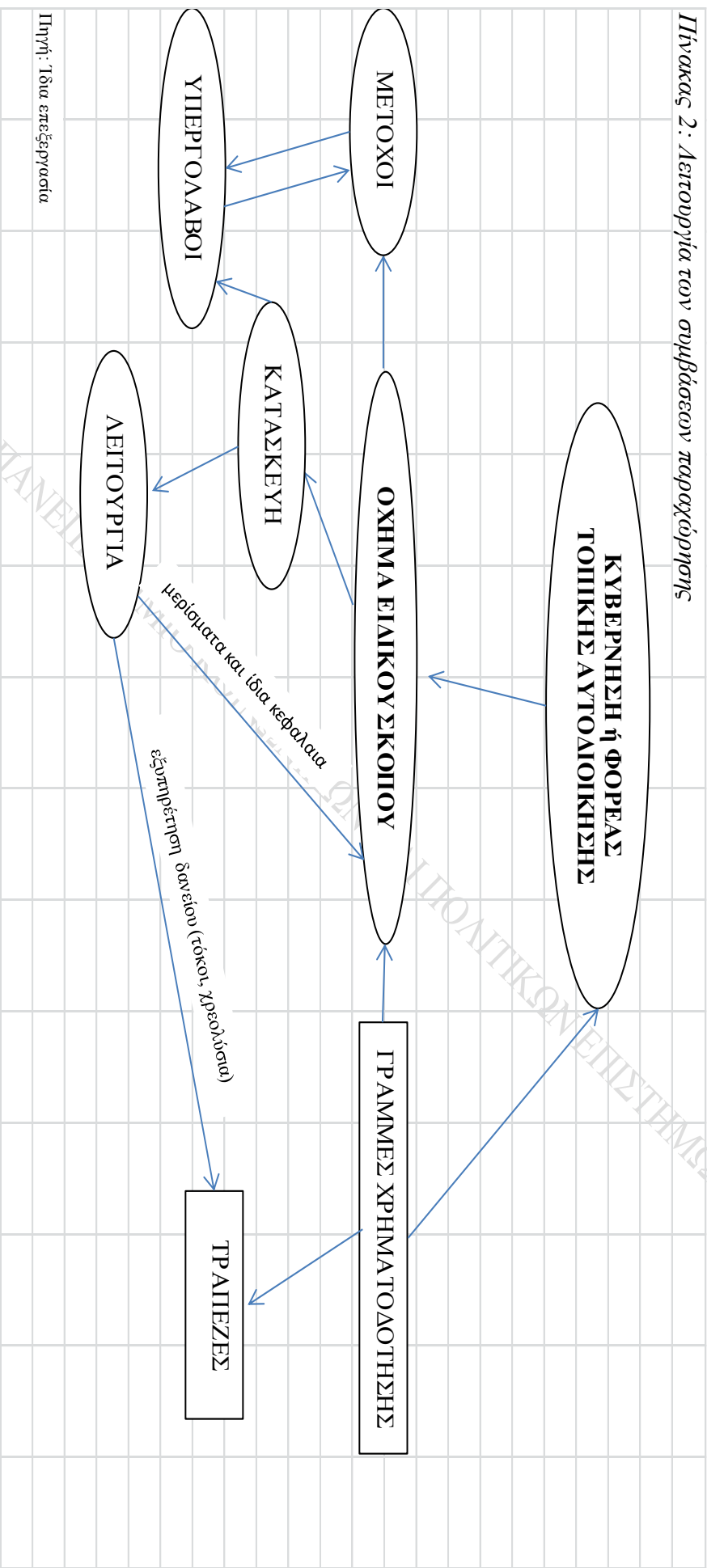
- Η εταιρεία που συστήνεται για την πραγματοποίηση αυτού του έργου είναι ένα όχημα ειδικού σκοπού, η οποία ιδρύεται με σκοπό την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου έργου, που καθορίζεται βάσει μιας συγκεκριμένης σύμβασης παραχώρησης, η οποία έχει μια καθορισμένη διάρκεια.
- Στην εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Project Vehicle ή SPV) συμμετέχει ένας ή περισσότεροι μέτοχοι (sponsors), οι οποίοι αναλαμβάνουν την πραγματοποίηση του έργου.
- Οι μέτοχοι που συμμετέχουν στο «όχημα ειδικού σκοπού» είναι συνήθως κατασκευαστικές εταιρείες ή άλλες εταιρείες που έχουν την ειδικευση και την τεχνογνωσία να κατασκευάσουν τα έργα υποδομής τα οποία έχουν αναλάβει (πχ εταιρείες πετρελαίου, φυσικού αερίου, άντλησης ορυκτού πλούτου).
- Το «όχημα ειδικού σκοπού» αναλαμβάνει την κατασκευή του έργου, αναθέτοντας αυτή σε υπεργολάβους.
- Οι υπεργολάβοι, κάποιες φορές είναι τρίτες εταιρείες, άλλες είναι εταιρείες στις οποίες συμμετέχουν οι μέτοχοι του «οχήματος ειδικού σκοπού».
- Η Κυβέρνηση είναι ο τοποτηρητής, εγγυητής και θεματοφύλακας για την πραγματοποίηση του έργου και όποτε χρειάζεται παράσχει εγγυήσεις για την ομαλή και απρόσκοπτη εκτέλεση του έργου.
- Ως προς τους δανειστές, την χρηματοδότηση και την αποπληρωμή των υποχρεώσεων, είναι φρόνιμο να κατανοήσουμε τα εξής:
  - Το «όχημα ειδικού σκοπού» αντλεί κεφάλαια μέσω ομολόγων που εκδίδει και στα οποία συνήθως συμμετέχουν μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα ή/και άλλοι ομολογιούχοι,
  - Η σύμβαση παραχώρησης έχει ορισμένη διάρκεια και είναι τόση όση χρειάζεται προκειμένου κατ' ελάχιστον να αποπληρωθούν οι δανειακές υποχρεώσεις του «οχήματος ειδικού σκοπού». Οι όροι της σύμβασης παραχώρησης, το οικονομικό περιβάλλον της χώρας, καθώς και η πιστοληπτική ικανότητα των μετόχων είναι το κλειδί για την εκπόνηση της μελέτης (due diligence), βάσει της οποίας θα καθοριστεί το ύψος του δανεισμού, το πρόγραμμα αποπληρωμής των δόσεων και οι λοιποί όροι του.
  - Η αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων γίνεται μέσω των εσόδων που προκύπτουν από το συγκεκριμένο έργο και καθ' όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης,

- Οι εγγυήσεις των δανείων περιορίζονται στα προκύπτοντα έσοδα των συμβάσεων παραχώρησης και οι μέτοχοι δεν βρίσκονται σε κίνδυνο αν η εταιρεία ειδικού σκοπού πτωχέυσει και δεν καταφέρει να αποπληρώσει τα δάνεια της,
- Τα προκύπτοντα έσοδα της σύμβασης παραχώρησης είναι μεγάλα και προβλέψιμα καθ' όλη την διάρκεια του έργου και συνεπώς η αποπληρωμή των υποχρεώσεων που σχετίζονται με το έργο στηρίζεται στις μελλοντικές ταμειακές ροές του έργου.
- Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται σχηματικά το κύκλωμα κατασκευής και λειτουργίας ενός τέτοιου είδους έργου:

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ



Πίνακας 2: Λειτουργία των συμβάσεων παραχώρησης



Πηγή: Ίδων έρευνας

## 1.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCE (ΓΙΑ ΤΟΝ ΜΕΤΟΧΟ)

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής τεχνικής αναλύονται ως ακολούθως (**Finnerty J. – 2007 και ίδια επεξεργασία**):

### Πλεονεκτήματα

#### - **Φορολογικά οφέλη**

Το έργο μπορεί να οργανωθεί μέσω μιας ένωσης εταιριών ή μέσω μιας εταιρείας περιορισμένης ευθύνης ειδικού, με απώτερο σκοπό η ιδιοκτησία να λάβει τα καλύτερα δυνατά φορολογικά οφέλη. Αυτό συμβαίνει, γιατί συνήθως η φορολόγηση των κερδών αυτών των έργων διευθετείται μέσω ειδικών φορολογικών διατάξεων.

#### - **Διαδικασίες ελέγχου και παρακολούθησης**

Η Διοίκηση διατηρεί τον έλεγχο και ο έλεγχος είναι καλύτερος σε σχέση με μια τυπική εταιρεία. Τα στοιχεία Ενεργητικού της εταιρείας και οι ταμειακές ροές είναι διαχωρισμένες από τις υπόλοιπες δραστηριότητες των μετόχων και η πληροφόρησή τους είναι πιο ακριβής. Επιπλέον, οι συμβατικές συμφωνίες διαχείρισης του χρέους και των επενδύσεων κεφαλαίου περιέχουν ρήτρες και άλλες προβλέψεις οι οποίες διευκολύνουν τον έλεγχο.

#### - **Κατανομή του ρίσκου**

Οι πιστωτές έχουν περιορισμένες εξασφαλίσεις και άλλες φορές καθόλου εξασφαλίσεις στα κεφάλαια των μετόχων. Παρότι όμως συμβαίνει αυτό, οι πιστωτές συνάπτουν συμπληρωματικές συμφωνίες, οι οποίες αντισταθμίζουν την έκθεση σε κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει μέσω της σύναψης συμφωνιών αναδιανομής ρίσκου και μέσω ισομερής κατανομής του ρίσκου στους μετόχους του έργου.

#### - **Ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows)**

Τα στελέχη αυτών των εταιριών έχουν περιορισμένη ευχέρεια να διαχειριστούν τις ελεύθερες ταμειακές ροές του έργου και είναι υποχρεωμένοι να τις διανείμουν στους μετόχους. Κατά αυτό τον τρόπο, οι μέτοχοι των εταιριών λαμβάνουν ένα εισόδημα, το οποίο κατά κάποιον τρόπο είναι σταθερό σε όλη την διάρκεια του έργου.

Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση του κλασσικού δανεισμού, η διανομή ή η επανεπένδυση των ελεύθερων ταμειακών ροών του έργου είναι στην διακριτική ευχέρεια των στελεχών, οι οποίοι μπορεί να μουν στον πειρασμό να μοχλεύσουν τα κέρδη της εταιρείας κατά τον τρόπο που εκείνοι θέλουν.

- **Η διάρθρωση των συμβάσεων χρέους**

Οι πιστωτές αποβλέπουν σε συγκεκριμένα στοιχεία Ενεργητικού για την εξασφάλιση των απαιτήσεων τους. Κατά αυτό τον τρόπο το χρέος είναι εξασφαλισμένο και οι συμβάσεις δανεισμού είναι προσαρμοσμένες στα χαρακτηριστικά του έργου.

- **Χρεοκοπία**

Η πιθανότητα χρεοκοπίας του έργου είναι αρκετά μειωμένη, καθώς η πορεία του έργου είναι ανεξάρτητη από την χρεοκοπία κάποιου ή κάποιων εκ' των μετόχων. Η εξυπηρέτηση του δανεισμού γίνεται από το συγκεκριμένο έργο και δεν σχετίζεται με άλλες δραστηριότητες των μετόχων.

**Μειονεκτήματα**

- Η χρηματοδότηση μέσω project finance δεν οδηγεί απαραίτητα σε χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Ο δανεισμός μέσω αυτής της τεχνικής είναι αρκετά κοστοβόρος και αυτό το μειονέκτημα μπορεί να υπερκεράσει τα πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν παραπάνω. Το υψηλό κόστος έκδοσης δανεισμού έγκειται στους ακόλουθους παράγοντες:

- **Πολυπλοκότητα του Project Finance**

Το Project finance είναι δομημένο σε μια σειρά από συμβόλαια τα οποία είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης από όλα τα μέρη του έργου. Η λήψη αποφάσεων είναι αρκετά πιο χρονοβόρα σε σχέση με την λήψη αποφάσεων ενός συμβατικού δανείου.

- **Έμμεσος προσδιορισμός κόστους έκδοσης δανεισμού**

Σε αντίθεση με τα συμβατικά δάνεια, όπου οι προμήθειες είναι συγκεκριμένες και προβλέπονται επακριβώς στην σύμβαση του δανείου, στο project finance οι προμήθειες προκύπτουν μέσω έμμεσων τεχνικών προσδιορισμού και σε περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης το γεγονός αυτό μπορεί να εμποδίσει την αδιάκοπη ροή χρέους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες να ζητούν την ασφάλιση της απόδοσης του δανείου με ένα ασφάλιστρο που κυμαίνεται μεταξύ 50 και 100 μονάδων βάσης.

- **Υψηλά κόστη συναλλαγών**

Λόγω της πολυπλοκότητας του δανείου, τα κόστη συναλλαγών του project finance είναι υψηλότερα σε σχέση με αυτά των συμβατικών δανείων. Τα υψηλά κόστη οφείλονται στα αυξημένα κόστη νομικής και φορολογικής υποστήριξης που απαιτούνται για τον σχεδιασμό και την διάρθρωση του δανείου, καθώς και στα αυξημένα κόστη που απαιτούνται για την σύνταξη των λοιπών συμβάσεων.

## 1.5 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ

Η λογική της κατασκευής τέτοιων έργων είναι πανομοιότυπη. Η κυβέρνηση ή ο φορέας του Δημοσίου προκηρύσσει έναν διαγωνισμό για την κατασκευή ενός έργου υποδομής, δηλώνουν συμμετοχή στον διαγωνισμό κάποιες εταιρείες ή συμπράξεις εταιριών, υποβάλλουν τα δικαιολογητικά που προβλέπονται από την προκήρυξη του διαγωνισμού, κατοχυρώνεται ο διαγωνισμός σε κάποιον από τους υποψηφίους και εν' συνεχεία συστήνεται η εταιρεία ειδικού σκοπού, όπου αναλαμβάνει να φέρει εις πέρας την κατασκευή του έργου, οι υποχρεώσεις και τα ίδια κεφάλαια του οποίου θα αποπληρωθούν μέσα από τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν κατά την περίοδο λειτουργίας αυτού.

Ωστόσο, παρότι η λογική του project finance είναι πανομοιότυπη, υπάρχουν διαφορετικές μορφές project finance που αναλύονται στον ακόλουθο πίνακα:

*Πίνακας 3: Μορφές συμβάσεων παραχώρησης*

<b>B.O.T.</b>	<b>(Build-Operate-Transfer)</b>
<b>B.O.O.T.</b>	<b>(Build-Own-Operate-Transfer)</b>
<b>D.B.F.O.</b>	<b>(Design - Build - Finance - Operate)</b>
<b>B.T.O.</b>	<b>(Build - Transfer - Operate)</b>
<b>B.O.O.</b>	<b>(Build - Own - Operate)</b>
<b>B.B.O</b>	<b>(Buy - Build - Operate)</b>
<b>L.R.O</b>	<b>(Lease - Rehabilitate - Operate)</b>
<b>B.O.L.T</b>	<b>(Build - Own - Lease - Transfer)</b>
<b>O.M.</b>	<b>(Private Services Contract : Operation and Maintenance)</b>
<b>O.M.M.</b>	<b>(Private Services Contract : Operation, Maintenance and Management)</b>

**Πηγή: Γενικό Λογιστήριο της Κυπριακής Δημοκρατίας**

#### **- B.O.T. (Build-Operate-Transfer)**

Το «όχημα ειδικού σκοπού» κατασκευάζει, συντηρεί και λειτουργεί το έργο, με βάση τις προδιαγραφές που έχει συμφωνήσει με το Δημόσιο. Το έργο ανήκει σε κρατικούς φορείς και το λειτουργεί ο Ιδιώτης για ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Στις περισσότερες περιπτώσεις ο ιδιώτης είναι υπεύθυνος για τμήμα ή το σύνολο της χρηματοδότησης του έργου. Η συγκεκριμένη τεχνική είναι αρκετά διαδεδομένη στις περιπτώσεις όπου το Δημόσιο έχει περιορισμένα κεφάλαια να χρηματοδοτήσει ένα έργο και παράλληλα τα έσοδα από την λειτουργία του έργου είναι προβλέψιμα.

#### **- B.O.O.T. (Build-Own-Operate-Transfer)**

Η τεχνική B.O.O.T. είναι παρόμοια με την τεχνική B.O.T., με την μόνη διαφορά ότι η κυριότητα του έργου παραχωρείται στον Ιδιώτη για το συγκεκριμένο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Με την λήξη της περιόδου εκμετάλλευσης, η κυριότητα του έργου μεταβιβάζεται στο Δημόσιο (B.O.T.).

#### **- D.B.F.O. (Design-Build-Finance-Operate)**

Ο Ιδιωτικός φορέας είναι υπεύθυνος για το σχεδιασμό, τη κατασκευή, τη λειτουργία και τη χρηματοδότηση του παγίου και επανακτά την αξία των επενδεδυμένων κεφαλαίων από τις πληρωμές, που καταβάλλει το Δημόσιο για τις υπηρεσίες που παρέχονται κατά τη διάρκεια της σύμβασης. Στη λήξη της σύμβασης η ιδιοκτησία του παγίου μεταφέρεται στο Δημόσιο. Το μοντέλο DBFO είναι το βασικό μοντέλο συμβάσεων υποδομών και ανάπτυξης παγίων του Δημοσίου όταν οι δυνατότητες παράπλευρης εμπορικής εκμετάλλευσης είναι καταρχήν άγνωστες και ενδεχομένως περιορισμένες.

#### **- B.T.O. (Build – Transfer – Operate)**

Στη μέθοδο B.T.O ο Ιδιώτης σχεδιάζει, χρηματοδοτεί και κατασκευάζει το έργο. Μετά την αποπεράτωσή του, η ιδιοκτησία του μεταβιβάζεται στο Δημόσιο, το οποίο στην συνέχεια συμφωνεί για τη μίσθωση του έργου στον εν λόγω Ιδιώτη, για προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Κατά τη περίοδο αυτή ο ιδιώτης διαχειρίζεται το έργο και εισπράττει τα έσοδα λειτουργίας του.

#### **- B.O.O. (Build-Own-Operate)**

Στην ανάπτυξη της μορφής B.O.O. το Δημόσιο απευθύνεται στον ιδιωτικό τομέα για την υλοποίηση ενός κοινωφελούς έργου. Χορηγεί στον ιδιώτη μακράς διάρκειας άδεια λειτουργίας, ο οποίος καθίσταται υπεύθυνος για την χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, την ανέγερση και την λειτουργία του έργου. Στη συγκεκριμένη μορφή Σύμπραξης, ο ιδιώτης έχει την ιδιοκτησία του έργου, ενώ το Δημόσιο προσδιορίζει

σαφώς τις προδιαγραφές λειτουργίας που αφορούν στις προσφερόμενες υπηρεσίες, τους κανόνες ασφάλειας και το ανώτατο επίπεδο τυχόν τελών χρήσης του έργου. (π.χ. διόδια)

#### **- B.B.O. (Buy-Build-Operate)**

Στο πλαίσιο προσέλκυσης επιχειρηματικών κεφαλαίων, το Δημόσιο πωλεί υφιστάμενες εγκαταστάσεις κοινής ωφέλειας σε ιδιώτες, με σκοπό την υλοποίηση πρόσθετων επενδύσεων (ανακαίνιση-επέκταση) σε αυτές, ώστε να καταστεί δυνατή η εκμετάλλευση των κατασκευαστικών και διοικητικών δεξιοτήτων των ιδιωτών, η μείωση των κινδύνων που απορρέουν από την ιδιοκτησία και λειτουργία του έργου και η ανάδειξη της σημαντικής οικονομικής αξίας των υφισταμένων έργων υποδομής. Έκτοτε, ο ιδιώτης λειτουργεί τις εν λόγω εγκαταστάσεις ως ένα εποπτευόμενο από το κράτος κερδοφόρο κοινωφελές έργο.

#### **-L.R.O. (Lease-Rehabilitate-Operate)**

Στη μορφή L.R.O. ο ιδιώτης ενοικιάζει υφιστάμενες εγκαταστάσεις από το Δημόσιο, επενδύει ίδια κεφάλαια για τον εκσυγχρονισμό τους ή την επέκτασή τους και στην συνέχεια αναλαμβάνει τη λειτουργία και εκμετάλλευσή τους για προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, στο πλαίσιο σύμβασης με το Δημόσιο, το οποίο είναι ιδιοκτήτης του έργου.

#### **-B.O.L.T. (Build-Own-Lease-Transfer)**

Με την μέθοδο B.O.L.T. ο ιδιώτης χρηματοδοτεί και κατασκευάζει το έργο, το οποίο στη συνέχεια μισθώνει με τη μορφή leasing στο Δημόσιο. Το Δημόσιο από πλευράς του καταβάλλει περιοδικές πληρωμές στον ιδιώτη, μέσω των οποίων σταδιακά μεταβιβάζεται και η ιδιοκτησία του έργου στην κυριότητά του. Στο τέλος της περιόδου αυτής το Δημόσιο είναι πλέον ο ιδιοκτήτης των εγκαταστάσεων, ή τις αγοράζει με τίμημα, που έχει προσδιοριστεί στη σύμβαση leasing. Κατά την διάρκεια της περιόδου μίσθωσης, τη λειτουργία των εγκαταστάσεων αναλαμβάνει είτε το Δημόσιο είτε ο ιδιώτης.

Η συγκεκριμένη μορφή συμβάσεων παραχώρησης είναι αρκετά διαδεδομένη στις περιπτώσεις, όπου λόγω της φύσης του αντικείμενου παραχώρησης, δεν μπορεί ο «Παραχωρησιούχος» να αποκομίσει έσοδα από την λειτουργία του, και ουσιαστικά μετά την περίοδο κατασκευής του περιουσιακού στοιχείου λειτουργεί ως «Εκμισθωτής σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης». Τέτοιες περιπτώσεις είναι η κατασκευή σχολικών κτηρίων, φυλακών και γενικότερα δημόσιων κτηρίων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, ο «Παραχωρησιούχος» τιμολογεί το Δημόσιο κάποιο ενοίκιο για ένα

συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μετά από αυτήν την περίοδο, το Δημόσιο αποκτά την πλήρη κυριότητα του συγκεκριμένου ακινήτου.

#### **-O.M. (Private Services Contract: Operation and Maintenance)**

Με την σύναψη μιας O.M. σύμβασης παροχής υπηρεσιών, το Δημόσιο αναθέτει σε ιδιώτη τη λειτουργία και συντήρηση ενός έργου, του οποίου όμως διατηρεί την ιδιοκτησία και τη διοίκηση.

#### **-O.M.M. (Private Services Contract: Operation, Maintenance and Management)**

Πρόκειται για σύναψη σύμβασης παροχής «ολοκληρωμένων» υπηρεσιών με την οποία το Δημόσιο αναθέτει σε ιδιώτη την λειτουργία, συντήρηση και διοίκηση του έργου, διατηρώντας την ιδιοκτησία του.

## **1.6 ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

Το μοντέλο του project finance δεν ήταν και τόσο διαδεδομένο στην Ελλάδα ως τα μέσα της δεκαετίας του '90. Μέχρι τότε, το σύνολο των έργων που κατασκευάζονταν στην Ελλάδα χρηματοδοτούνταν μέσω του μοντέλου του direct finance. Η αρχή έγινε στα μέσα της δεκαετίας του '90 και το έναυσμα έδωσε η ανάληψη των Ολυμπιακών αγώνων του 2004. Η δέσμευση της ανάληψης των Ολυμπιακών αγώνων δημιούργησε την αναγκαιότητα κατασκευής σημαντικών έργων υποδομής, τα οποία ήταν αναγκαία για την διοργάνωση αυτής της αθλητικής διοργάνωσης.

Εντός του 1995 υπογράφηκαν οι συμβάσεις 3 πολύ μεγάλων έργων και συγκεκριμένα αυτό της Αττικής Οδού, της γέφυρας Ρίο – Αντιρρίου και του Αεροδρομίου Ελευθέριου Βενιζέλου.

Η Αττική Οδός είναι ένας σύγχρονος αυτοκινητόδρομος μήκους 70 χλμ. Αποτελεί τον περιφερειακό δακτύλιο της ευρύτερης μητροπολιτικής περιοχής της Αθήνας και τη σπονδυλική στήλη του οδικού δικτύου ολόκληρου του Νομού Αττικής. Πρόκειται για έναν αστικού τύπου αυτοκινητόδρομο, με 3 λωρίδες κυκλοφορίας και μια λωρίδα έκτακτης ανάγκης ανά κατεύθυνση. Η σύμβαση παραχώρησης του έργου υπογράφηκε στις 23/5/1996 και η λήξη αυτής ορίστηκε το 2024. Η παράδοση των τμημάτων του αυτοκινητόδρομου ξεκίνησε τμηματικά τον Αύγουστο του 2000 και ολοκληρώθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003. Το κόστος κατασκευής του έργου ανήλθε

σε 1,3 δις Ευρώ περίπου. Το 35% της κατασκευής του έργου καλύφθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο και το υπόλοιπο 65% από τον Ανάδοχο του έργου (ίδια συμμετοχή και τραπεζικός δανεισμός) (Πηγή [www.aodos.gr](http://www.aodos.gr) και <http://www.tovima.gr/society/article/?aid=555855>)

Η γέφυρα Ρίου – Αντιρρίου είναι μια υπερθαλάσσια γέφυρα που συνδέει το Ρίο της Πελοποννήσου με το Αντίρριο της Αιτωλοακαρνανίας. Τα θεμέλιά της βρίσκονται σε βάθος θαλάσσης που φτάνει μέχρι και τα 65 μέτρα. Τόσο αυτό όσο και η διάμετρος των θεμελίων που ανέρχεται σε 90 μέτρα αποτελούν παγκόσμια ρεκόρ για γέφυρα. Η σύμβαση παραχώρησης του έργου υπογράφηκε στις 3/1/1996 και η ολοκλήρωση κατασκευής του έργου επήλθε τον Αύγουστο του 2004. Η ολοκλήρωση της παραχώρησης και παράδοσης του έργου στο Ελληνικό Δημόσιο θα γίνει το 2039. Το κόστος κατασκευής του έργου ανήλθε σε 800 εκατομμύρια Ευρώ. Το 45% της κατασκευής του έργου καλύφθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο και το υπόλοιπο 55% από τον Ανάδοχο του έργου (10% ίδια κεφάλαια και 45% τραπεζικός δανεισμός) (Πηγή [www.gefyra.gr](http://www.gefyra.gr) και <http://www.tovima.gr/society/article/?aid=555855>).

Ο Διεθνής Αερολιμένας Ελευθέριος Βενιζέλος κατασκευάστηκε στα Σπάτα βάσει της από 31/7/1995 σύμβασης παραχώρησης μεταξύ της Αναδόχου Αρχής και του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία κυρώθηκε με τον νόμο 2338/1995. Η διάρκεια παραχώρησης καθορίστηκε σε 30 έτη με δυνατότητα παράτασης μετά από συμφωνία των μερών. Το κόστος κατασκευής του έργου ανήλθε σε 2,1 δις Ευρώ και για την υλοποίηση του project συστήθηκε εταιρεία ειδικού σκοπού, στην οποία το Ελληνικό Δημόσιο συμμετέχει με ποσοστό 55% και οι μέτοχοι του Αναδόχου με ποσοστό 45%. (Μαντζούρου Η.-2014 και [www.aia.gr](http://www.aia.gr)).

#### **1.6.1 ΟΙ ΣΥΜΠΡΑΞΕΙΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ – ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ (Σ.Δ.Ι.Τ)**

Η μεγάλη μεταρρύθμιση και νομική κατοχύρωση των συμβάσεων μεταξύ Δημοσίου και Ιδιωτικού τομέα έγινε με την ψήφιση του νόμου **3389/2005 «Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα»**, ο οποίος δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ Α' 232/22-9-2005. Η ψήφιση του συγκεκριμένου νόμου και η νομική κατοχύρωση του χρηματοδοτικού μοντέλου του project finance αιτιάζονταν σε κάποια σημαντικά για



το Ελληνικό Δημόσιο οφέλη, τα οποία **βάσει της Αιτιολογικής Έκθεσης** του εν' λόγω νόμου είναι τα ακόλουθα:

- ✓ *«Η έγκαιρη και προσηύκονσα ολοκλήρωση των απαιτούμενων έργων και η συγκράτηση του κόστους τους.*
- ✓ *Η καλύτερη και πιο αποτελεσματική εποπτεία της εκτέλεσης των έργων ή της παροχής των υπηρεσιών λόγω της εμπλοκής των Ιδιωτικών Φορέων που έχουν δικαιολογημένο συμφέρον στην έγκαιρη διάγνωση τυχόν προβλημάτων.*
- ✓ *Η μετάθεση της υποχρέωσης καταβολής του συμβατικού ανταλλάγματος σε μεταγενέστερο χρόνο, η τμηματική καταβολή του και η εξ αυτών των λόγων δυνατότητα ταυτόχρονης εκτέλεσης περισσότερων έργων.*
- ✓ *Η επίρριψη στους Ιδιωτικούς Φορείς ενός μεγάλου μέρους των κινδύνων (κατασκευαστικού, χρηματοδοτικού, κ.λπ.) που συνδέονται με την υλοποίηση του αντικείμενου της Σύμπραξης.*
- ✓ *Η αποφυγή της επιβάρυνσης του Δημοσίου Χρέους.*
- ✓ *Η «μετεμφύτευση» της εμπειρίας και τεχνογνωσίας των Ιδιωτικών Φορέων στο Δημόσιο και η αξιοποίηση των ανθρώπινων και οικονομικών πόρων των Δημόσιων Φορέων.»*

Στόχος της ψήφισης του **Νόμου 3389/2005** ήταν η δημιουργία του αναγκαίου νομοθετικού πλαισίου που θα ενθάρρυνε την εκτέλεση έργων και την παροχή υπηρεσιών μέσω Συμπράξεων. Το αποτέλεσμα αυτό επιτυγχάνονταν:

- ✓ *«με τη σύσταση συλλογικού κυβερνητικού οργάνου που θα εξειδικεύει την κυβερνητική πολιτική και θα λαμβάνει κάθε σχετική απόφαση,*
- ✓ *με τη σύσταση διοικητικής υπηρεσίας (Ειδικής Γραμματείας) που θα έχει την ευθύνη της υποστήριξης των εμπλεκόμενων κάθε φορά Δημόσιων και Ιδιωτικών Φορέων κατά την ανάθεση και υλοποίηση των Συμβάσεων Σύμπραξης,*
- ✓ *με την παροχή κινήτρων τόσο στους Δημόσιους Φορείς όσο και στους Ιδιωτικούς Φορείς ώστε να επιλέγουν τη μέθοδο των Συμπράξεων για την εκτέλεση των έργων ή την παροχή των υπηρεσιών που επιθυμούν να εκτελέσουν ή να παράσχουν,*
- ✓ *με την άρση νομικών και πρακτικών προβλημάτων που ενδέχεται να προκύψουν κατά την εκτέλεση έργων ή και την παροχή υπηρεσιών μέσω Συμπράξεων.»*

Από τα ανωτέρω συνάγεται, ότι η λύση του μοντέλου των συμβάσεων παραχώρησης προτιμήθηκε λόγω της αδυναμίας του κράτους να κατασκευάσει και διαχειριστεί επενδύσεις με απευθείας τρόπο. Άλλωστε, τα παραδείγματα της Ολυμπιακής Αεροπορίας, του ΟΣΕ και της ΕΡΤ, καταδεικνύουν την αδυναμία του Ελληνικού Δημοσίου να υπερκεράσει τα εμπόδια της γραφειοκρατίας και της διαφθοράς και να δημιουργήσει σημαντικές υποδομές χωρίς την συμμετοχή του Ιδιωτικού φορέα (**συμπεράσματα ερευνητή**). Επιπλέον, φαίνεται ότι τα έργα μέσω ΣΔΙΤ είναι ένα καλό τρικ για να αποκρύπτουν οι Κυβερνήσεις το Δημόσιο Χρέος και να βελτιώνουν τους χρηματοοικονομικούς του δείκτες, καθώς με αυτό τον τρόπο δεν εγγράφουν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία στον Ισολογισμό τους, ούτε εμφανίζουν τις σχετικές προς αυτά υποχρεώσεις (**Mühlenkamp H. - 2014**).

Όσον αφορά την εφαρμογή του Νόμου 3389/2005, σύμφωνα με άρθρο που δημοσίευσε το 2012 το τμήμα Βιομηχανικής Διοίκησης και Έρευνας του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου, από την ψήφιση του μέχρι το 2012 είχαν υπογραφεί 52 συμβάσεις παραχώρησης συμβάσεις, οι οποίες αφορούν κατασκευή έργων που σχετίζονται με τις μεταφορές, την διαχείριση αποβλήτων, τις τηλεπικοινωνίες και άλλες υποδομές. Επιπλέον, το 2014 υπογράφηκαν 7 συμβάσεις παραχώρησης συνολικής αξίας 465 εκατομμυρίων Ευρώ (Γενική Γραμματεία Σ.Δ.Ι.Τ.) και η Ελλάδα ανακηρύχθηκε 3<sup>η</sup> στην πανευρωπαϊκή αγοράς ΣΔΙΤ (σε ποσοστό επί του ΑΕΠ) (**Karmperis A.C.-2012** και [www.sdit.mnec.gr/](http://www.sdit.mnec.gr/)).

## ΜΕΡΟΣ Β

### ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ

Στο δεύτερο μέρος αυτή θα ασχοληθούμε με τους λογιστικούς κανόνες που διέπουν την κατασκευή και λειτουργία των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων, τόσο από την σκοπιά της κατασκευής αυτού, όσο και από την πλευρά της λειτουργίας του. Θα αναλύσουμε τις αρχές τήρησης λογαριασμών και απεικόνισης των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών ειδικού σκοπού (SPV ή Special Vehicle Purpose), μέσα στα πλαίσια των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Πριν όμως αναλύσουμε τους λογιστικούς κανόνες των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π.) που διέπουν την κατασκευή και λειτουργία των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων, είναι φρόνιμο να συνοψίσουμε τις βασικές των Δ.Λ.Π. και τις διαφορές σε σχέση με τα παραδοσιακά λογιστικά συστήματα. Οι διαφορές και ομοιότητες αναλύονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 4: Διαφορές των Δ.Λ.Π. με τα Παραδοσιακά Λογιστικά Συστήματα (συμπεράσματα ερευνητή)

Δ.Λ.Π.	ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ
Τα έσοδα λογίζονται βάση της αρχής του <b>δεδουλευμένου</b> και αφού η οικονομική οντότητα έχει αποκτήσει το <b>δικαίωμα είσπραξης</b> αυτών.	Τα έσοδα λογίζονται όταν εισπραχθούν ή τιμολογηθούν από την οικονομική οντότητα.
Τα έξοδα <b>σχετίζονται με τα έσοδα</b> και λογίζονται βάσει της αρχής του δεδουλευμένου.	Τα έξοδα καταχωρούνται όταν πληρώνονται ή όταν λαμβάνεται το σχετικό τιμολόγιο από τον προμηθευτή.
Κοινή συνισταμένη όλων των λογιστικών προτύπων είναι το <b>αποτέλεσμα</b> . Μακροπρόθεσμα, το σύνολο των αποτελεσμάτων που αντιστοιχούν σε μια εταιρεία είναι <b>ίδιο</b> , όποια λογιστικά πρότυπα και αν υιοθετηθούν. Αυτό που διαφοροποιεί τα	

λογιστικά πρότυπα είναι ο <b>χρόνος αναγνώρισης</b> των εσόδων και εξόδων.	
Βάση για την αναγνώριση των περιουσιακών στοιχείων είναι το <b>δικαίωμα χρήσης</b> αυτών ή η <b>δυνατότητα της μελλοντικής τους απόκτησης</b> .	Βάση για την αναγνώριση των περιουσιακών στοιχείων είναι η νομική κυριότητα αυτών (μέσω κάποιου συμβολαίου ή τιμολογίου αγοράς)
Τα περιουσιακά στοιχεία αναγνωρίζονται στην <b>εύλογη αξία</b> , δηλαδή στην τιμή που θα λάμβανε μια οντότητα για την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή που θα κατέβαλε μια οντότητα για τη μεταβίβαση μιας υποχρέωσης σε μια κανονική συναλλαγή μεταξύ συμμετεχόντων στην αγορά κατά την ημερομηνία επιμέτρησης.	Τα περιουσιακά στοιχεία αναγνωρίζονται στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσης και τρέχουσας τιμής.
Οι υποχρεώσεις αναγνωρίζονται ακόμα και όταν σχετίζονται με μια <b>πιθανή</b> εκροή οικονομικών πόρων.	Οι υποχρεώσεις αναγνωρίζονται όταν σχετίζονται με μια σύμβαση ή ένα τιμολόγιο αγοράς.

Με την Κοινοτική Οδηγία 34/2013/ΕΕ η οποία ενσωματώθηκε στο Ελληνικό Δίκαιο με τον Νόμο 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα και συναφείς διατάξεις» έγινε μια προσπάθεια άμβλυνσης των διαφορών μεταξύ των Δ.Π.Χ.Α. και των παραδοσιακών λογιστικών προτύπων. Ο νόμος 4308/2014 συμπυκνώνει του κανόνες των Δ.Π.Χ.Α. σε λίγες σελίδες, ενώ στην παράγραφο 7 του άρθρου 17 του ίδιου νόμου γίνεται σαφής συσχέτιση<sup>1</sup> των Δ.Π.Χ.Α. με τον συγκεκριμένο νόμο.

Πλέον, η πλειοψηφία των Ελληνικών επιχειρήσεων, είτε εφαρμόσουν τα Δ.Π.Χ.Α. είτε τον Νόμο 4308/2014 έχουν την σαφή υποχρέωση να απεικονίσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τις αρχές που συνοπτικά αναφέρθηκαν στην 1<sup>η</sup> στήλη του Πίνακα 4. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η συγκρισιμότητα

<sup>1</sup> 7. Οι οντότητες που καταρτίζουν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις, σύμφωνα με το πλαίσιο που καθορίζεται στον παρόντα νόμο δύνανται να αναζητούν ερμηνευτική καθοδήγηση από τα σχετικά Δ.Π.Χ.Α., στο βαθμό που οι ρυθμίσεις των προτύπων αυτών είναι συμβατές με τον παρόντα νόμο.

των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων τόσο στην Ελληνική όσο και στην Διεθνή αγορά.

## **1. Η ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑ 12 «ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ»**

Το πλαίσιο που ρυθμίζει την λογιστική λειτουργία των εταιριών που έχουν αναλάβει την κατασκευή αυτών των έργων είναι η Διερμηνεία ΕΔΔΠΧΑ 12 «Συμφωνίες παραχώρησης του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών» ή αλλιώς International Financial Reporting Interpretations Committee 12 – Service Concession Arrangements (IFRIC 12). Η συγκεκριμένη διερμηνεία καθορίζει το λογιστικό πλαίσιο του Αναδόχου, καθώς και των Εργολάβων στους οποίους ανατίθεται η κατασκευή του έργου και Όχι το λογιστικό πλαίσιο από την πλευρά της Παραχωρούσας Αρχής. Το Λογιστικό πλαίσιο της Παραχωρούσας αρχής ρυθμίζεται από το International Public Sector Accounting Standards 32 - Service Concession Arrangements: Grantor and Annual Improvements Standards (IPSAS 32).

Η Διερμηνεία ΕΔΔΠΧΑ 12 έχει προέλθει από την αλληλοεπίδραση αρκετών εκ' των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και κυρίως αυτών που σχετίζονται με την απεικόνιση των εσόδων, των περιουσιακών στοιχείων και των αντίστοιχων υποχρεώσεων που δημιουργούνται από αυτά.

Τα λογιστικά πρότυπα που σχετίζονται με την διερμηνεία 12 είναι τα εξής **(εισαγωγή IFRIC 12)** :

- ✓ ΔΠΧΠ 1 Πρώτη εφαρμογή των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης
- ✓ ΔΠΧΑ 7 Χρηματοοικονομικά Μέσα: Γνωστοποιήσεις
- ✓ ΔΛΠ 8 Λογιστικές πολιτικές, μεταβολές των λογιστικών εκτιμήσεων και λάθη
- ✓ ΔΛΠ 11 Συμβάσεις Κατασκευών
- ✓ ΔΛΠ 16 Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός (Ενσώματες ακινητοποιήσεις)
- ✓ ΔΛΠ 17 Μισθώσεις
- ✓ ΔΛΠ 18 Έσοδα

- ✓ ΔΛΠ 20 Λογιστική κρατικών επιχορηγήσεων και γνωστοποίηση της κρατικής υποστήριξης
- ✓ ΔΛΠ 23 Κόστος δανεισμού
- ✓ ΔΛΠ 32 Χρηματοοικονομικά μέσα: Παρουσίαση
- ✓ ΔΛΠ 36 Μείωση αξίας περιουσιακών στοιχείων
- ✓ ΔΛΠ 37 Προβλέψεις, υπό αίρεση στοιχεία ενεργητικού και παθητικού
- ✓ ΔΛΠ 38 Άυλα περιουσιακά στοιχεία
- ✓ ΔΛΠ 39 Χρηματοοικονομικά μέσα: Αναγνώριση και επιμέτρηση
- ✓ Ε.Δ.Δ.Π.Χ.Α. 4 Προσδιορισμός των συμφωνιών που περιέχουν μίσθωση
- ✓ ΜΕΔ-29 Γνωστοποίηση — Συμφωνίες για παραχώρηση του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών.

## **1.1 ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΠΟΥ ΔΙΕΠΟΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΔΔΠΧΑ 12**

Κατά την Διερμηνεία ΕΔΔΠΧΑ 12 ένα χαρακτηριστικό αυτών των συμφωνιών παροχής υπηρεσιών είναι ο χαρακτήρας κοινής ωφέλειας της υποχρέωσης που αναλαμβάνει ο φορέας εκμετάλλευσης. Σύμφωνα με την πολιτική του δημοσίου, οι υπηρεσίες οι σχετικές με την υποδομή πρέπει να παρέχονται στο κοινό, άσχετα με την ταυτότητα αυτού που έχει αναλάβει την παροχή των υπηρεσιών. Η συμφωνία παροχής υπηρεσιών υποχρεώνει συμβατικά το φορέα εκμετάλλευσης να παρέχει τις υπηρεσίες στο κοινό εξ ονόματος της οντότητας του δημόσιου τομέα. Επιπροσθέτως, η παρούσα διερμηνεία ορίζει τα εξής (**IFRIC 12:3**):

- (α) ο αντισυμβαλλόμενος που εκχωρεί τη συμφωνία παροχής υπηρεσιών (παραχωρούσα αρχή) είναι οντότητα του δημόσιου τομέα, που μπορεί να είναι κρατικός φορέας ή οντότητα του ιδιωτικού τομέα στην οποία έχει εκχωρηθεί η αρμοδιότητα για την παροχή των υπηρεσιών.
- (β) Ο φορέας εκμετάλλευσης είναι υπεύθυνος για ένα μέρος τουλάχιστον της διαχείρισης της υποδομής και των συναφών υπηρεσιών και δεν ενεργεί απλώς ως πράκτορας της παραχωρούσας αρχής.
- (γ) Η σύμβαση ορίζει τις αρχικές τιμές που θα χρεώνει ο φορέας εκμετάλλευσης και επιβάλλει κανονιστικές ρυθμίσεις όσον αφορά τις αναπροσαρμογές των τιμών κατά την περίοδο της συμφωνίας παροχής υπηρεσιών.

(δ) Ο φορέας εκμετάλλευσης υποχρεούται να μεταβιβάσει την υποδομή στην παραχωρούσα αρχή σε μια προκαθορισμένη κατάσταση στο τέλος της περιόδου της συμφωνίας, με χαμηλό ή μηδενικό αντάλλαγμα, άσχετα με το ποιος τη χρηματοδότησε αρχικά.

Η παρούσα Διερμηνεία εφαρμόζεται σε συμφωνίες παραχώρησης του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών από το δημόσιο στον ιδιωτικό τομέα με την προϋπόθεση ότι **(IFRIC 12:5)**:

(α) η παραχωρούσα αρχή ελέγχει ή ρυθμίζει τις υπηρεσίες τις οποίες πρέπει να παρέχει ο φορέας εκμετάλλευσης με την υποδομή, σε ποιους πρέπει να την παρέχει και σε ποια τιμή και

(β) η παραχωρούσα αρχή ελέγχει – μέσω ιδιοκτησίας, δικαιωμάτων λόγω κοινής ωφέλειας ή με άλλα μέσα- κάθε σημαντικό δικαίωμα επί του υπολοίπου όσον αφορά την υποδομή στο τέλος της περιόδου της συμφωνίας.

Η Διερμηνεία 12 εφαρμόζεται στα παρακάτω **(IFRIC 12:7)**:

(α) στην υποδομή την οποία ο φορέας εκμετάλλευσης κατασκευάζει ή αποκτά από τρίτο για τους σκοπούς της συμφωνίας παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών και

(β) στην υπάρχουσα υποδομή στην οποία η παραχωρούσα αρχή παρέχει στο φορέα εκμετάλλευσης πρόσβαση για τους σκοπούς της συμφωνίας παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών.

Τα θέματα που εξετάζει η Διερμηνεία 12 είναι τα εξής **(IFRIC 12:10)**:

(α) αντιμετώπιση των δικαιωμάτων του φορέα εκμετάλλευσης στην υποδομή

(β) αναγνώριση και επιμέτρηση του ανταλλάγματος για τη συμφωνία

(γ) υπηρεσίες κατασκευής ή αναβάθμισης

(δ) υπηρεσίες λειτουργίας

(ε) κόστος δανεισμού

(στ) επακόλουθη λογιστική αντιμετώπιση ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου και ενός άυλου περιουσιακού στοιχείου και

(ζ) στοιχεία που παρέχει η παραχωρούσα αρχή στο φορέα εκμετάλλευσης.

## 2. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ

Όπως επεξηγήθηκε σε προηγούμενη ενότητα η πραγματοποίηση αυτού του είδους των projects έχει δύο στάδια, αυτό της κατασκευής και εκείνο της εκμετάλλευσης. Η ροή ενός τέτοιου project έχει ως εξής:

Υπογραφή σύμβασης → Κατασκευή του έργου → Εκμετάλλευση του Έργου → Παράδοση του έργου στην Παραχωρούσα Αρχή.

Οι λογιστικοί κανόνες που διαμορφώνουν τα συνολικά έσοδα των κατασκευαστικών συμβάσεων καθορίζονται από το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 11 «ΔΛΠ 11 Συμβάσεις Κατασκευών».

### 2.1 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ ΔΛΠ 11

Οι συμβάσεις κατασκευής καταρτίζονται με διάφορους τρόπους, οι οποίοι, για τους σκοπούς αυτού του Προτύπου, ταξινομούνται ως "συμβάσεις σταθερού τιμήματος" και "συμβάσεις κόστους πλέον κέρδους". Μερικές συμβάσεις κατασκευής μπορεί να περιέχουν χαρακτηριστικά αμοτέρων των πιο πάνω τύπων σύμβασης, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση μιας σύμβασης κόστους πλέον κέρδους με προσυμφωνημένη μέγιστη τιμή. Οι ακόλουθοι όροι χρησιμοποιούνται σε αυτό το Πρότυπο με τις έννοιες που καθορίζονται:

Σύμβαση κατασκευής είναι μια σύμβαση που έχει συναφθεί ειδικά για την κατασκευή ενός περιουσιακού στοιχείου ή ενός συνδυασμού περιουσιακών στοιχείων, τα οποία είναι στενά αλληλοσυνδεδεμένα ή αλληλοεξαρτώμενα σε ότι αφορά τον σχεδιασμό τους, την τεχνολογία και τη λειτουργία τους ή τον τελικό σκοπό ή χρήση τους (**IAS 11:3**).

Σύμβαση σταθερού τιμήματος είναι μια σύμβαση κατασκευής, κατά την οποία ο κατασκευαστής συμφωνεί σε ένα συμβατικό σταθερό τίμημα ή μία σταθερή τιμή ανά κατασκευαζόμενη μονάδα, που σε μερικές περιπτώσεις υπόκειται σε ρήτρες αναπροσαρμογής του κόστους (**IAS 11:3**).



Σύμβαση κόστους πλέον κέρδους είναι μία σύμβαση κατασκευής κατά την οποία ο κατασκευαστής εισπράττει το συμφωνημένο ή άλλως καθορισμένο κόστος, πλέον ενός ποσοστού πάνω στο κόστος αυτό ή μιας σταθερής αμοιβής (**IAS 11:3**).

Σύμβαση κατασκευής ενός πρόσθετου περιουσιακού στοιχείου: Σε πολλές περιπτώσεις ο Ανάδοχος και η Κατασκευάστρια Αρχή αποφασίζουν ότι χρειάζεται να γίνουν στο έργο κάποιες πρόσθετες εργασίες, οι οποίες πρέπει να καλυφθούν από μια πρόσθετη σύμβαση. Η κατασκευή του πρόσθετου περιουσιακού στοιχείου αντιμετωπίζεται ως μία ξεχωριστή σύμβαση κατασκευής εφόσον, α) το περιουσιακό στοιχείο διαφέρει ουσιαστικά σε σχεδιασμό, τεχνολογία ή λειτουργία από το περιουσιακό στοιχείο ή στοιχεία που καλύπτονται από την αρχική σύμβαση ή β) η τιμή του περιουσιακού στοιχείου διαπραγματεύεται ανεξάρτητα από την αρχική συμβατική τιμή (**IAS 11:10**).

Τροποποιήσεις του συμβατικού έργου: Οι τροποποιήσεις του συμβατικού έργου αναγνωρίζονται στα πλαίσια του συγκεκριμένου προτύπου στο βαθμό όπου: α) είναι αναμενόμενο ότι ο πελάτης θα αποδεχθεί την τροποποίηση της σύμβασης, β) τα οικονομικά μεγέθη μπορούν να επιμετρηθούν αξιόπιστα (**IAS 11:11**).

## **2.2 ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΔΛΠ 11**

Κατά το ΔΛΠ 11 το κόστος που αφορά άμεσα την σύμβαση κατασκευής ενός έργου περιλαμβάνει τα εξής (**IAS 11:17**):

- α) το άμεσο κόστος εργασίας, συμπεριλαμβανομένης και της επίβλεψης,
- β) το κόστος των υλικών που χρησιμοποιήθηκαν στην κατασκευή,
- γ) τις αποσβέσεις μηχανημάτων και εγκαταστάσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτέλεση της σύμβασης,
- δ) το κόστος μετακίνησης μηχανημάτων, εξοπλισμού και υλικών προς και από το χώρο της κατασκευής,
- ε) το κόστος μίσθωσης μηχανημάτων και εξοπλισμού,
- στ) το κόστος σχεδιασμού και τεχνικής βοήθειας που συνδέεται άμεσα με τη σύμβαση,

- ζ) το εκτιμώμενο κόστος εργασιών αποκατάστασης και εγγυήσεων, που συμπεριλαμβάνει και το αναμενόμενο κόστος των εγγυήσεων και
- η) τις αξιώσεις τρίτων.

Τα προαναφερόμενα στοιχεία του κόστους μπορεί να μειώνονται από τυχόν παρεπόμενα έσοδα που δεν περιλαμβάνονται στο συμβατικό έσοδο, για παράδειγμα, έσοδα από την πώληση πλεονάζοντος υλικού και μηχανημάτων και εξοπλισμού στο τέλος της σύμβασης.

Τα στοιχεία του κόστους που μπορεί να καταλογίζονται στις συμβατικές δραστηριότητες γενικά και μπορούν να επιμερισθούν σε συγκεκριμένες συμβάσεις κατασκευής περιλαμβάνουν **(IAS 11:18)**:

- α) ασφάλιστρα
- β) κόστος σχεδιασμού και τεχνικής βοήθειας που δεν συνδέεται άμεσα με συγκεκριμένη σύμβαση και
- γ) γενικά έξοδα κατασκευών.

Το κόστος αυτό κατανέμεται με τη χρήση συστηματικών και ορθολογικών μεθόδων, που εφαρμόζονται ομοιόμορφα για όλα τα στοιχεία του κόστους που έχουν όμοια χαρακτηριστικά. Η κατανομή βασίζεται στο συνηθισμένο επίπεδο κατασκευαστικής δραστηριότητας. Τα κατασκευαστικά γενικά έξοδα περιλαμβάνουν στοιχεία κόστους, όπως η σύνταξη και επεξεργασία της μισθοδοσίας του προσωπικού κατασκευών. Οι δαπάνες που μπορούν να σχετίζονται με συμβατικές δραστηριότητες εν γένει και να επιμερίζονται σε συγκεκριμένες συμβάσεις κατασκευής περιλαμβάνουν επίσης και το κόστος δανεισμού **(IAS 11:18)**.

Από την άλλη πλευρά, ως στοιχεία κόστους που δεν μπορεί να επιρριφθούν στις συμβατικές δραστηριότητες ή δεν μπορεί να επιβαρύνουν μία σύμβαση και αποκλείονται από τα κόστος της σύμβασης κατασκευής είναι τα εξής **(IAS 11:20)**:

- α) τα γενικά έξοδα διοικητικής λειτουργίας για τα οποία δεν προβλέπεται στη σύμβαση η ανάκτηση τους,
- β) τα έξοδα πώλησης,
- γ) οι δαπάνες ερευνών και ανάπτυξης για τις οποίες δεν καθορίζεται στη σύμβαση η ανάκτησή τους και

δ) οι αποσβέσεις μηχανημάτων και εξοπλισμού σε αδράνεια, που δε χρησιμοποιούνται για συγκεκριμένη σύμβαση.

### 2.3 ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΒΑΣΕΙ ΔΛΠ 11

Η αναγνώριση εσόδων και εξόδων ενός κατασκευαστικού έργου γίνεται με βάση το στάδιο ολοκλήρωσης της σύμβασης, η οποία αλλιώς αναφέρεται ως «**μέθοδος ποσοστιαίας ολοκλήρωσης**» (IAS 11:25). Σύμφωνα με αυτήν τη μέθοδο, το συμβατικό έσοδο αντικρίζεται με τα συμβατικά έξοδα που διενεργήθηκαν μέχρι το συγκεκριμένο στάδιο ολοκλήρωσης, με αποτέλεσμα να καταχωρίζεται το έσοδο, τα έξοδα και το κέρδος που αναλογούν στο μέρος του έργου που ολοκληρώθηκε. Το στάδιο ολοκλήρωσης μιας σύμβασης μπορεί να προσδιορίζεται με διάφορους τρόπους.

Αναλόγως της φύσης της σύμβασης, στις μεθόδους μπορεί να συγκαταλέγονται και οι εξής (IAS 11:30):

- α) η αναλογία των συμβατικών δαπανών που πραγματοποιήθηκαν για έργο που έχει εκτελεσθεί σε δεδομένη ημερομηνία, σε σχέση με το υπολογιζόμενο συνολικό συμβατικό κόστος,
- β) αξιολογήσεις του εκτελεσθέντος έργου, ή
- γ) ολοκλήρωση ενός αυτοτελούς μέρους του συμβατικού έργου.

Κάθε αναμενόμενη υπέρβαση του συνόλου του συμβατικού κόστους σε σχέση με το σύνολο του συμβατικού εσόδου του έργου, λογίζεται αμέσως στα έξοδα, σύμφωνα με την παράγραφο 36.

**Παράδειγμα:** Προσδιορισμός εσόδων βάσει του IAS 11 (Grant Thornton – 2009 και ανάπτυξη ερευνητή)

**Δεδομένα:**

Έστω την 1/1/2015 υπογράφηκε η σύμβαση ενός έργου συνολικού ύψους 6.000.000 €. Το προϋπολογιστικό κόστος του έργου καθορίστηκε στα 5.000.000 €. Έστω ότι την χρήση 2015 πραγματοποιήθηκαν προϋπολογιστικά κόστη ύψους 2.000.000 € και

εξωσυμβατικές δαπάνες ύψους 100.000 €. Το 2016 πραγματοποιήθηκαν προϋπολογιστικά κόστη ύψους 2.500.000 € και εξωσυμβατικές δαπάνες ύψους 200.000€.

Αν θεωρήσουμε ότι το ποσοστό ολοκλήρωσης προέκυψε βάσει της αναλογίας δαπανών προς το προϋπολογιστικό κόστος, τα προκύπτοντα έσοδα περιόδου έχουν ως εξής:

**Τα έσοδα των χρήσεων 2015 προκύπτουν ως εξής:**

Ποσοστό ολοκλήρωσης 2015=2.000.000 €/5.000.000 €=40%

Έσοδα 2015=6.000.000 € (συμβατικό τίμημα) \* 40% = 2.400.000 €

Έξοδα έργου για το 2015=2.000.000 €+100.000 € (εξωσυμβατικές δαπάνες)=2.100.000 €

Εργολαβικό κέρδος για το 2015=2.400.000 €-2.100.000 €=300.000 €

**Αντίστοιχα για το 2016**

Ποσοστό ολοκλήρωσης 2016= [2.000.000 € (έξοδα 2015)+2.500.000 (έξοδα 2016)]/5.000.000 €= 90%

Ανακεφαλαιωτικά έσοδα έργου = 6.000.000 € \* 90%=5.400.000 €

Έσοδα 2016=5.400.000 € - 2.400.000 € (έσοδα που λογίστηκαν σε προηγούμενες χρήσεις)=3.000.000 €

Έξοδα 2016=2.500.000 €+200.000 € (εξωσυμβατικές δαπάνες)=2.700.000 €

Εργολαβικό κέρδος για το 2016=3.000.000 €-2.700.000 €=300.000 €.

## **2.4 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ ΕΣΟΔΟΥ**

Κατά την αναγνώριση του εσόδου (σχετ. ενότητα 2.2.3) δημιουργείται στην χρέωση ένα μη κυκλοφορούν περιουσιακό στοιχείο, το οποίο ανάλογα με το μοντέλο παραχώρησης κατατάσσεται στις ασώματες ακινητοποιήσεις ή στις μακροπρόθεσμες απαιτήσεις (σχετική ανάλυση στην ενότητα 2.3).

Αρχικά ο Ανάδοχος, στα πλαίσια της σύμβασης κατασκευής, πραγματοποιεί κάποια κατασκευαστικά κόστη (αμοιβές εργολάβων, αγορές υλικών, κόστος δανεισμού κτλ), τα οποία καταχωρεί στους λογαριασμούς γενικής εκμετάλλευσης. Έστω ότι το κόστος είναι 100.000 €, η εγγραφή που κάνει ο Ανάδοχος στα βιβλία του είναι **(ανάπτυξη ερευνητή)**:

Χρέωση:	Κατασκευαστικό κόστος – έξοδα	100.000	
Πίστωση:	Ταμείο		100.000

Εν' συνεχεία, ανάλογα με το ποσοστό ολοκλήρωσης του έργου (σχετ. 2.2.3) και το συμβατικό τίμημα αναγνωρίζει στα βιβλία της κάποιο έσοδο σε χρέωση κάποιου μη κυκλοφορούντος περιουσιακού στοιχείου.

Έστω ότι η αναγνώριση εσόδου που πρέπει να καταχωρηθεί είναι 120.000 €, η εγγραφή που πρέπει να κάνει ο Ανάδοχος στα βιβλία του είναι η εξής:

Χρέωση:	Μη κυκλοφορούν περιουσιακό στοιχείο	120.000	
Πίστωση:	Έσοδα από κατασκευαστικές συμβάσεις		120.000

Κατά το τέλος της κλειόμενης περιόδου, τα έσοδα από κατασκευαστικές συμβάσεις και τα αντίστοιχα κατασκευαστικά τους κόστη πάνε στους λογαριασμούς γενικής εκμετάλλευσης, ενώ το περιουσιακό στοιχείο αποσβένεται ως ασώματο περιουσιακό στοιχείο σύμφωνα με το ΔΛΠ 38 ή και απομειώνεται σύμφωνα με το ΔΛΠ 36.

## 2.5 ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΛΠ 11

Ο Ανάδοχος γνωστοποιεί **(IAS 11:39)**:

- α) το ποσό του συμβατικού εσόδου που αναγνωρίστηκε στα έσοδα της περιόδου,
- β) τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του συμβατικού εσόδου που αναγνωρίστηκε στην περίοδο και
- γ) τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του σταδίου ολοκλήρωσης των σε εκτέλεση συμβάσεων.

Επιπλέον, ο Ανάδοχος γνωστοποιεί καθένα από τα ακόλουθα για τις σε εκτέλεση συμβάσεις κατά την ημερομηνία του ισολογισμού **(IAS 11:40)**:

- α) το άθροισμα των πραγματοποιηθέντων εξόδων και των κερδών που αναγνωρίστηκαν (μείον αναγνωρισθείσες ζημίες) μέχρι την ημερομηνία αυτή,
- β) το ποσό των προκαταβολών που εισπράχθηκαν και
- γ) το ποσό των παρακρατήσεων.

Παρακρατήσεις είναι ποσά των τμηματικών τιμολογήσεων τα οποία δεν καταβάλλονται μέχρις ότου ικανοποιηθούν οι όροι που ορίζονται στη σύμβαση για την πληρωμή αυτών των ποσών ή μέχρις ότου αποκατασταθούν τυχόν ελαττώματα **(IAS 11:41)**.

Οι τμηματικές τιμολογήσεις είναι ποσά που τιμολογήθηκαν για το εκτελεσθέν έργο βάσει μιας σύμβασης, άσχετα αν έχουν πληρωθεί από τον πελάτη ή όχι. Προκαταβολές είναι ποσά που καταβλήθηκαν στον κατασκευαστή πριν από την εκτέλεση του σχετικού έργου **(IAS 11:41)**.

Περαιτέρω, ο Ανάδοχος γνωστοποιεί τα ακόλουθα **(IAS 11:43-44)**:

- α) το μικτό ποσό που οφείλεται από τους πελάτες για συμβατικό έργο, ως περιουσιακό στοιχείο και
- β) το μικτό ποσό που οφείλεται στους πελάτες για συμβατικό έργο, ως υποχρέωση.

Το μικτό ποσό που οφείλεται από τους πελάτες για συμβατικό έργο, είναι η διαφορά των πραγματοποιηθέντων εξόδων συν τα αναγνωρισθέντα κέρδη μείον το σύνολο των ζημιών που αναγνωρίστηκαν και των τμηματικών τιμολογήσεων, για όλες τις σε εκτέλεση συμβάσεις, για τις οποίες τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν (μείον αναγνωρισθείσες ζημίες) υπερβαίνουν τις τμηματικές τιμολογήσεις.

Το μικτό ποσό που οφείλεται στους πελάτες για συμβατικό έργο, είναι η διαφορά των πραγματοποιηθέντων εξόδων συν τα αναγνωρισθέντα κέρδη μείον το σύνολο των ζημιών που αναγνωρίστηκαν και των τμηματικών τιμολογήσεων, για όλες τις σε εκτέλεση συμβάσεις, για τις οποίες οι τμηματικές τιμολογήσεις υπερβαίνουν τα έξοδα που πραγματοποιήθηκαν συν τα αναγνωρισθέντα κέρδη (μείον αναγνωρισθείσες ζημίες).

Τέλος η οικονομική οντότητα γνωστοποιεί κάθε ενδεχόμενη υποχρέωση και ενδεχόμενο περιουσιακό στοιχείο σύμφωνα με το ΔΛΠ 37 Προβλέψεις, ενδεχόμενες υποχρεώσεις και ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις και ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να προκύψουν από τέτοια στοιχεία, όπως έξοδα εγγυήσεων, αξιώσεις, ποινές ή πιθανές ζημίες **(IAS 11:45)**.

### 3. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ ΚΑΙ ΕΞΟΔΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

Κατά την περίοδο λειτουργίας μιας επένδυσης, η αναγνώριση των Εσόδων γίνεται βάσει του IAS 18 “Εσοδα”. Σύμφωνα με το IAS 18, ο ορισμός που δίδεται για τα έσοδα έχει ως εξής:

Έσοδο είναι η μικτή (ακαθάριστη) εισροή οικονομικών ωφελημάτων, στη διάρκεια της περιόδου, που προκύπτει από τις συνήθεις δραστηριότητες μιας οικονομικής οντότητας, όταν αυτές οι εισροές έχουν ως αποτέλεσμα μια αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, εκτός από εκείνη που σχετίζεται με εισφορά κεφαλαίου από μετόχους ή εταίρους. Επιμετράται στην εύλογη αξία του εισπραχθέντος ή εισπρακτέου ανταλλάγματος, λαμβάνοντας υπόψη, ως προς το ποσό, κάθε είδους έκπτωση που παρέχει η οικονομική οντότητα **(IAS 18:7)**.

Εύλογη αξία είναι η τιμή που θα λάμβανε μια οντότητα για την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου ή που θα κατέβαλε μια οντότητα για τη μεταβίβαση μιας υποχρέωσης σε μια κανονική συναλλαγή μεταξύ συμμετεχόντων στην αγορά κατά την ημερομηνία επιμέτρησης. (ΔΠΧΑ 13 Επιμέτρηση εύλογης αξίας.) **(IAS 18:7)**.

Τα έσοδα εμπεριέχουν τόσο τα τακτικά όσο και τα έκτακτα έσοδα και κέρδη. Τα τακτικά έσοδα προκύπτουν κατά την πορεία των συνήθων δραστηριοτήτων μιας οικονομικής οντότητας και αναφέρονται με μια ποικιλία διαφορετικών λογαριασμών, που συμπεριλαμβάνουν τις πωλήσεις, τις αμοιβές, τους τόκους, τα μερίσματα και τα δικαιώματα **(Εισαγωγή IAS 18)**.

Τα έσοδα και έξοδα που αφορούν την ίδια συναλλαγή ή γεγονός αναγνωρίζονται συγχρόνως. Αυτή η διαδικασία αναφέρεται κοινώς ως συσχετισμός εσόδων και εξόδων **(IAS 18:19)**.

Όταν το αποτέλεσμα μιας συναλλαγής δεν μπορεί να εκτιμηθεί με αξιοπιστία και δεν πιθανολογείται ότι οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν θα ανακτηθούν, το έσοδο δεν αναγνωρίζεται, ενώ οι πραγματοποιηθείσες δαπάνες βαρύνουν τα έξοδα **(IAS 18:28)**.

Όταν προκύπτει αβεβαιότητα γύρω από την εισπραξιμότητα ενός ποσού που έχει ήδη συμπεριληφθεί στα έσοδα, το ανείσπρακτο ποσό ή το ποσό του οποίου η ανάκτηση έχει παύσει να είναι πιθανή, αναγνωρίζεται ως έξοδο μάλλον, παρά ως διόρθωση του ποσού που είχε αρχικά αναγνωριστεί στα έσοδα **(IAS 18:22)**.

Το στοιχείο που θα μας απασχολήσει σ' αυτήν την ενότητα είναι η επίδραση του IAS 18 στα λειτουργικά της Αναδόχου Αρχής καθ' όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης.

### **3.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΣΟΔΩΝ**

Το παρόν Πρότυπο να εφαρμόζεται για τη λογιστική παρακολούθηση των εσόδων, που προκύπτουν από τις ακόλουθες συναλλαγές και γεγονότα **(IAS 18:1)**:

- α) πώληση αγαθών·
- β) παροχή υπηρεσιών και
- γ) την από μέρους τρίτων χρησιμοποίηση περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής οντότητας, τα οποία αποφέρουν τόκους, δικαιώματα και μερίσματα.

#### α) Πώληση αγαθών

Το έσοδο από πώληση αγαθών αναγνωρίζεται, όταν πληρούνται όλοι οι ακόλουθοι όροι **(IAS 18:14)**:

- ✓ η οικονομική οντότητα έχει μεταβιβάσει στον αγοραστή τους ουσιαστικούς κινδύνους και τα οφέλη της κυριότητας των αγαθών. Αν ο Πωλητής διατηρεί τους ουσιαστικούς κινδύνους της κυριότητας, η συναλλαγή δεν αποτελεί πώληση και δεν αναγνωρίζεται ως έσοδο. Όταν ο Πωλητής διατηρεί έναν επουσιώδη μόνο κίνδυνο της κυριότητας, η συναλλαγή αποτελεί πώληση και αναγνωρίζεται ως έσοδο. Παράδειγμα επουσιώδους κινδύνου είναι όταν ο πωλητής κρατάει το νομικό τίτλο των αγαθών, μόνο για να εξασφαλίσει την εισπραξιμότητα του οφειλόμενου ποσού **(IAS 18:17)**.



- ✓ η οικονομική οντότητα δεν εξακολουθεί να αναμειγνύεται στη διαχείριση των πωληθέντων, στο βαθμό που συνήθως σχετίζεται με την κυριότητα, ούτε διατηρεί τον πραγματικό έλεγχο επί των πωληθέντων αγαθών·
- ✓ το ποσό του εσόδου μπορεί να επιμετρηθεί με αξιοπιστία·
- ✓ πιθανολογείται ότι τα οικονομικά οφέλη, που συνδέονται με τη συναλλαγή, θα εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα και
- ✓ οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν ή πρόκειται να πραγματοποιηθούν σε σχέση με τη συναλλαγή, μπορούν να επιμετρηθούν με αξιοπιστία.

Η περίπτωση (α) εμφανίζεται περισσότερο σε περιπτώσεις συμβάσεων παραχώρησης, μέσω των οποίων ο Ανάδοχος κατασκευάζει ένα έργο ενεργειακής φύσεως ή εκμετάλλευσης ορυκτού πλούτου και λαμβάνει ως αντάλλαγμα το δικαίωμα να πουλά στην Παραχωρούσα Αρχή ή απευθείας στο καταναλωτικό κοινό το προϊόν που προκύπτει από την αξιοποίηση του ορυκτού πλούτου (**άποψη ερευνητή**).

#### β) Παροχή υπηρεσιών

Η παροχή υπηρεσιών τυπικά περιλαμβάνει την εκτέλεση από την οικονομική οντότητα ενός συμβατικώς συμφωνημένου έργου, κατά τη διάρκεια μιας συμφωνημένης χρονικής περιόδου. Σύμφωνα με το **IAS 18:20**, όταν το αποτέλεσμα μιας συναλλαγής που αφορά την παροχή υπηρεσιών μπορεί να εκτιμηθεί αξιόπιστα, η αναγνώριση εσόδου σχετιζόμενου με τη συναλλαγή θα γίνεται με βάση το **στάδιο ολοκλήρωσης της συναλλαγής**, η οποία διαφορετικά αποκαλείται ως η μέθοδος ποσοστιαίας ολοκλήρωσης (B' μέρος, ενότητα 2.3).

Ο βαθμός ολοκλήρωσης μιας συναλλαγής είναι παρόμοιος με εκείνον που αναλύθηκε στο κεφάλαιο 2.3 του Β' μέρους. Σύμφωνα με αυτήν τη μέθοδο, το έσοδο αναγνωρίζεται στις λογιστικές περιόδους στις οποίες παρέχονται οι υπηρεσίες. Δηλαδή, αν μια σύμβαση έργου συμφωνείται να πραγματοποιηθεί σε περισσότερες από μια περιόδους, το έσοδο που αναγνωρίζεται στην περίοδο αναφοράς είναι η διαφορά μεταξύ ποσού της σύμβασης που έχει ολοκληρωθεί μείον την ανακεφαλαιωτική πιστοποίηση της προηγούμενης περιόδου. Εάν έχουν εγγραφεί στα βιβλία ποσά που αντιστοιχούν σε έσοδα επόμενων χρήσεων, αυτά τακτοποιούνται σε μεταβατικούς λογαριασμούς (**IAS 18:13**).

Το αποτέλεσμα μιας συναλλαγής μπορεί να εκτιμηθεί με αξιοπιστία, όταν πληρούνται όλες οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- ✓ το ποσό του εσόδου μπορεί να εκτιμηθεί με αξιοπιστία·
- ✓ πιθανολογείται ότι τα οικονομικά οφέλη, που συνδέονται με τη συναλλαγή, θα εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα·
- ✓ το στάδιο ολοκλήρωσης της συναλλαγής, κατά το τέλος της περιόδου αναφοράς, μπορεί να επιμετρηθεί με αξιοπιστία και
- ✓ οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν για τη συναλλαγή και εκείνες που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της συναλλαγής, μπορεί να επιμετρηθούν με αξιοπιστία

Η περίπτωση (β) είναι περισσότερο συνήθης, τουλάχιστον όσον αφορά την Ελληνική πραγματικότητα. Σχετίζεται περισσότερο με έργα κατασκευής αυτοκινητόδρομων, γεφυρών, σχολείων, νοσοκομείων, φυλακών και άλλων κτηριακών έργων, όπου ο Ανάδοχος του έργου κατασκευάζει ένα έργο υποδομής και αναλαμβάνει την υποχρέωση συντήρησης του για όσο χρονικό διάστημα διαρκεί η σύμβαση παραχώρησης (άποψη ερευνητή).

#### γ1) Τόκοι

Τόκοι είναι οι επιβαρύνσεις για τη χρησιμοποίηση μετρητών ή ταμιακών ισοδυνάμων ή ποσών οφειλόμενων στην οικονομική οντότητα (IAS 18:5). Τόκοι προκύπτουν όταν το εύλογο αντάλλαγμα από την πώληση ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας είναι χαμηλότερο από το εισπραχθέν ή εισπρακτέο αντάλλαγμα. Κατά την έννοια του άρθρου 37 του Νόμου 4172/2013 η έννοια του «τόκου» αναλύεται ως εξής:

Ο όρος «τόκοι» σημαίνει το εισόδημα που προκύπτει από απαιτήσεις κάθε είδους, είτε εξασφαλίζονται με υποθήκη είτε όχι, και είτε παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη του οφειλέτη είτε όχι, και ιδιαίτερα εισόδημα από καταθέσεις, κρατικά χρεόγραφα, τίτλους και ομολογίες, με ή χωρίς ασφάλεια, και κάθε είδους δανειακή σχέση, συμπεριλαμβανομένων των πρόσθετων ωφελημάτων (premiums), των συμφωνιών επαναγοράς (repos/ reverse repos) και ανταμοιβών τα οποία απορρέουν από τίτλους, ομολογίες ή χρεόγραφα.

Τα έσοδα επιμετρώνται στην εύλογη αξία του εισπραχθέντος ή εισπρακτέου ανταλλάγματος, λαμβάνοντας υπόψη, ως προς το ποσό, κάθε είδους έκπτωση που παρέχει η οικονομική οντότητα **(IAS 18:10)**. Αν για παράδειγμα, ο Ανάδοχος του έργου συμφωνήσει με την Παραχωρούσα Αρχή να εισπράξει το αντίτιμο των υπηρεσιών που παρείχε σε μια σε μια περίοδο ενός έτους σταδιακά σε μια τριετία, πρέπει να προεξοφλήσει τις μελλοντικές ταμειακές εισροές με ένα **τεκμαρτό επιτόκιο**.

Το τεκμαρτό επιτόκιο προσδιορίζεται **με τον πιο προσιτό** από τους ακόλουθους δύο τρόπους:

- ✓ με το ισχύον επιτόκιο για παρόμοιο μέσο ενός εκδότη με παρόμοια πιστωτική διαβάθμιση ή
- ✓ με το επιτόκιο που προεξοφλεί το ονομαστικό ποσό του μέσου στην τρέχουσα τιμή πώλησης μετρητοίς των αγαθών ή υπηρεσιών **(IAS 18:11)**.

Η διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας και του ονομαστικού ποσού του ανταλλάγματος, αναγνωρίζεται ως έσοδο τόκου, σύμφωνα με τις **παραγράφους 29 και 30** και σύμφωνα με **ΔΛΠ 39**. Μεταγενέστερα σε επόμενες περιόδους, ο Ανάδοχος θα αναγνωρίσει έσοδα από τόκους, που αντιστοιχούν στην διαφορά του συμβατικού τιμήματος με τα έσοδα που αναγνώρισε το χρόνο που παρείχε τις υπηρεσίες.

## γ2) Δικαιώματα

Η επιχειρηματική έννοια της μεταβίβασης ενός «δικαιώματος» χαρακτηρίζεται ως η παραχώρηση της δυνατότητας χρήσης ενός ενσώματου ή ασώματου περιουσιακού στοιχείου. Κατά το **άρθρο 38 του Νόμου 4172/2013** ο όρος δικαίωμα ορίζεται ως εξής:

Ο όρος «δικαιώματα» σημαίνει το εισόδημα που αποκτάται ως αντάλλαγμα για τη χρήση ή το δικαίωμα χρήσης, των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επί λογοτεχνικού, καλλιτεχνικού ή επιστημονικού έργου, συμπεριλαμβανομένων των κινηματογραφικών και τηλεοπτικών ταινιών, μαγνητοταινιών για ραδιοφωνικές εκπομπές και αναπαραγωγής βιντεοκασετών, λογισμικού για εμπορική εκμετάλλευση

ή προσωπική χρήση, διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, εμπορικών σημάτων, προνομίων, σχεδίων ή υποδειγμάτων, σχεδιαγραμμάτων, απόρρητων χημικών τύπων ή μεθόδων κατεργασίας ή σε αντάλλαγμα πληροφοριών που αφορούν βιομηχανική, εμπορική ή επιστημονική πείρα, οι πληρωμές για τη χρήση βιομηχανικού, εμπορικού ή επιστημονικού εξοπλισμού, για τη χρήση τεχνικών μεθόδων παραγωγής, τεχνικής ή τεχνολογικής βοήθειας, τεχνογνωσίας (knowhow, αποτελεσμάτων ερευνών, αναδημοσίευσης άρθρων και μελετών, καθώς και οι πληρωμές για συμβουλευτικές υπηρεσίες που παρέχονται ηλεκτρονικά μέσω δικτύων πληροφορικής σε βάση δεδομένων επίλυσης προβλημάτων, την ηλεκτρονική λήψη (downloading) λογισμικού ηλεκτρονικού υπολογιστή, ακόμα και στην περίπτωση που τα εν λόγω προϊόντα αποκτώνται για προσωπική ή επαγγελματική χρήση του αγοραστή, την εκμίσθωση βιομηχανικού, εμπορικού ή επιστημονικού εξοπλισμού και εμπορευματοκιβωτίων και λοιπών συναφών δικαιωμάτων.

Τα έσοδα από δικαιώματα δημιουργούνται σύμφωνα με τους όρους της σχετικής συμφωνίας και συνήθως αναγνωρίζονται με αυτήν τη βάση, εκτός αν με βάση την ουσιαστική πλευρά της συμφωνίας, είναι πιο σωστό να αναγνωρίζεται το έσοδο με κάποιον άλλο συστηματικό και ορθολογικό τρόπο (**IAS 18:33**). Τα έσοδα από δικαιώματα θα αναγνωρίζονται σύμφωνα με την αρχή των δουλευμένων εσόδων/εξόδων, ανάλογα με την ουσία της σχετικής σύμβασης (**IAS 18:30**).

### γ3) Μερίσματα

Κατά την έννοια του **άρθρου 36 του Νόμου 4172/2013** η έννοια του μερίσματος αναλύεται ως ακολούθως:

Ο όρος «μερίσματα» σημαίνει το εισόδημα που προκύπτει από μετοχές, ιδρυτικούς τίτλους, ή άλλα δικαιώματα συμμετοχής σε κέρδη τα οποία δεν αποτελούν απαιτήσεις από οφειλές (χρέη), καθώς και το εισόδημα από άλλα εταιρικά δικαιώματα, στα οποία περιλαμβάνονται τα μερίδια, οι μερίδες συμπεριλαμβανομένων των προμερισμάτων και μαθηματικών αποθεματικών, οι συμμετοχές σε κέρδη προσωπικών επιχειρήσεων, οι διανομές των κερδών από κάθε είδους νομικό πρόσωπο ή νομική οντότητα, καθώς και κάθε άλλο συναφές διανεμόμενο ποσό.

Κατά την παράγραφο **5 του IAS 18** τα μερίσματα προκύπτουν από επενδύσεις που λογιστικοποιούνται με βάση τη μέθοδο της καθαρής θέσης (βλ. ΔΛΠ 28 Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις και Κοινοπραξίες). Τα μερίσματα αναγνωρίζονται όταν οριστικοποιείται το δικαίωμα είσπραξής τους από τους μετόχους (**IAS 18:30**).

### **3.3 ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ IAS 18**

Σύμφωνα με τις **παραγράφους 35-36 του IAS 18** η οικονομική οντότητα γνωστοποιεί:

α) τις λογιστικές πολιτικές που εφαρμόζει για την αναγνώριση των εσόδων, καθώς και τις μεθόδους προσδιορισμού του σταδίου ολοκλήρωσης των συναλλαγών, που αφορούν σε παροχή υπηρεσιών·

β) το ποσό της κάθε σημαντικής κατηγορίας εσόδων, που έχουν αναγνωριστεί κατά τη διάρκεια της περιόδου, συμπεριλαμβανομένων των εσόδων που προκύπτουν από:

i) πώληση αγαθών,

ii) παροχή υπηρεσιών,

iii) τόκους,

iv) δικαιώματα,

v) μερίσματα και

γ) το ποσό των εσόδων που προκύπτει από ανταλλαγές αγαθών ή υπηρεσιών, το οποίο συμπεριλαμβάνεται σε κάθε σημαντική κατηγορία εσόδων.

Επίσης, η οικονομική οντότητα γνωστοποιεί κάθε ενδεχόμενη υποχρέωση και ενδεχόμενο περιουσιακό στοιχείο σύμφωνα με το ΔΛΠ 37 Προβλέψεις, ενδεχόμενες υποχρεώσεις και ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις και ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να προκύψουν από στοιχεία τέτοια όπως κόστος εγγυήσεων, αξιώσεις, ποινές ή πιθανές ζημιές.

### 3.4 ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ IAS 18

**Παράδειγμα:** Προσδιορισμός εσόδων βάσει του IAS 18 (Grant Thornton – 2009 και ανάπτυξη ερευνητή)

**Δεδομένα:**

Έστω την 1/1/2015 υπογράφηκε μια σύμβαση παροχής υπηρεσιών συνολικού ύψους 150.000 €. Η παροχή υπηρεσιών αφορά διάστημα από 1/1 – 31/12/2015 και η αποπληρωμή του τιμήματος θα γίνει τμηματικά σε τρεις (3) ετήσιες δόσεις (31/12/2015 και 31/12/2016 και 31/12/2017). Το ετήσιο τεκμαρτό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των τόκων ανέρχεται σε 8%.

Ζητείται να προσδιοριστούν τα έσοδα των ετών 2015-2017 και να γίνουν οι σχετικές λογιστικές εγγραφές.

**Απάντηση:**

Το εισπρακτέο αντάλλαγμα από την παροχή υπηρεσιών ανέρχεται σε 150.000 € και θα αποπληρωθεί σε τρεις (3) ισόποσες δόσεις των 50.000 €. Το εύλογο αντάλλαγμα από την παροχή υπηρεσιών ισούται με το εισπρακτέο αντάλλαγμα του πρώτου έτους πλέον των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών των επόμενων ετών:

$$\Delta\eta\lambda\alpha\delta\acute{\eta} \ 50.000 \ \text{€} + 50.000/(1 + i)^v + 50.000/(1 + i)^{v+1} = 50.000 + 46.296,30 + 42.866,94 = 139.163,24$$

Κατά την χρήση 2015 η εταιρεία θα αναγνωρίσει έσοδο ποσού 139.163,24 και η εγγραφή που θα κάνει στα βιβλία της είναι η εξής:

Χρέωση:	Ταμείο	50.000,00
Χρέωση:	Απαιτήσεις από πελάτες	89.163,24
Πίστωση:	Έσοδα από παροχή υπηρεσιών	139.163,24

Κατά την χρήση 2016, η εταιρεία θα αναγνωρίσει έσοδα από τόκους που ανέρχονται σε Ευρώ 3.703,70 (50.000 – 46.296,30) που η εγγραφή που θα κάνει η εταιρεία στα βιβλία της είναι η εξής:

Χρέωση:	Ταμείο	50.000,00
Πίστωση:	Απαιτήσεις από πελάτες	46.296,30
Πίστωση:	Έσοδα από τόκους	3.703,70
Κατά την χρήση 2017, η εταιρεία θα αναγνωρίσει έσοδα από τόκους που ανέρχονται σε Ευρώ 7.133,06 (50.000 – 42.866,94) που η εγγραφή που θα κάνει η εταιρεία στα βιβλία της είναι η εξής:		
Χρέωση:	Ταμείο	50.000,00
Πίστωση:	Απαιτήσεις από πελάτες	42.866,94
Πίστωση:	Έσοδα από τόκους	7.133,06

**Συμπέρασμα ερευνητή:** Τα έσοδα που αναγνωρίσει η εταιρεία συνολικά στα βιβλία της ανέρχονται σε 150.000 € (139.163,24+3.703,70+7.133,06). Δηλαδή όσα θα αναγνώριζε αν η εταιρεία λόγιζε τα έσοδα βάσει ενός ταμειακού μοντέλου λογιστικής (50.000 € σε κάθε χρήση) ή βάσει κάποιου φορολογικού μοντέλου λογιστικής (150.000 € την χρήση 2015). Το συνολικό αποτέλεσμα είναι ακριβώς ίδιο, αυτό που αλλάζει είναι ο χρόνος αναγνώρισης του εσόδου.

#### **4. Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΣΤΑ ΒΙΒΛΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΑΡΧΗΣ**

Η υποδομή που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της Διερμηνείας 12 δεν αναγνωρίζεται ως ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός της Αναδόχου Αρχής, επειδή η σύμβαση της συμφωνίας παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών δεν χορηγεί στον Ανάδοχο το δικαίωμα να ελέγχει τη χρήση της υποδομής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Ο Ανάδοχος έχει πρόσβαση για τη λειτουργία της υποδομής με σκοπό την παροχή των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας εξ ονόματος της παραχωρούσας αρχής, σύμφωνα με τους όρους που ορίζονται στη σύμβαση.

Βάσει των όρων των συμβάσεων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας Διερμηνείας, ο φορέας εκμετάλλευσης ενεργεί ως πάροχος υπηρεσιών. Ο φορέας εκμετάλλευσης κατασκευάζει ή αναβαθμίζει υποδομή (υπηρεσίες κατασκευής ή αναβάθμισης) που χρησιμοποιείται για την παροχή μιας υπηρεσίας κοινής ωφέλειας

και ασχολείται με τη λειτουργία και τη συντήρηση της εν λόγω υποδομής (υπηρεσίες λειτουργίας) για μια καθορισμένη χρονική περίοδο.

Κατά την διάρκεια της κατασκευαστικής περιόδου τα έσοδα και έξοδα καταλογίζονται σύμφωνα με το ΔΛΠ 11 (ενότητα 2.2). Το περιουσιακό στοιχείο της Αναδόχου Αρχής αναγνωρίζεται αρχικά στο κόστος και εν' συνεχεία αποτιμάται στην εύλογη αξία. Το εύλογο αντάλλαγμα των υπηρεσιών κατασκευής ή αναβάθμισης που παρέχει ο Ανάδοχος στην Παραχωρούσα Αρχή μπορεί να είναι δικαιώματα σε:

- (α) ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο, ή
- (β) ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο.

#### **4.1 Η ΕΠΙΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΛΟΓΗ ΑΞΙΑ**

Ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο επιμετράται αρχικώς στο **κόστος (IAS 38:24)**. Στην προκειμένη περίπτωση, αρχικό κόστος είναι το σύνολο των δαπανών που απαιτούνται για έρθει υποδομή στην μορφή που ορίζεται στην σύμβαση παραχώρησης.

**Κόστος** είναι τα μετρητά ή τα ταμιακά ισοδύναμα που καταβάλλονται ή η εύλογη αξία άλλου ανταλλάγματος που παραχωρείται για την απόκτηση του περιουσιακού στοιχείου κατά το χρόνο της απόκτησης ή της κατασκευής του ή, όταν αρμόζει, το ποσό που αποδίδεται σε εκείνο το περιουσιακό στοιχείο κατά την αρχική του αναγνώριση σύμφωνα με τις συγκεκριμένες απαιτήσεις άλλων ΔΠΧΑ (**ΔΛΠ 38:8**).

Από την αποκρυπτογράφηση των ως άνω δύο παραγράφων προκύπτει ότι αρχικώς το περιουσιακό στοιχείο αποτιμάται στο κόστος που απαιτείται για την κατασκευή του και εν' συνεχεία η αξία αυτού ελέγχεται ως προς την μεταβολής της σύμφωνα με το ΔΠΧΑ 13 «Επιμέτρηση εύλογης αξίας».

Για την επιμέτρηση της εύλογης αξίας χρησιμοποιούνται οι εξής τρεις τεχνικές επιμέτρησης<sup>2</sup>:

- ✓ Η προσέγγιση βάσει της αγοράς,
- ✓ Η προσέγγιση βάσει κόστους,

<sup>2</sup> IFRS 13, παράγραφοι B5-B30



- ✓ Η προσέγγιση βάσει εισοδήματος

#### **4.1.1 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (IFRS 13:B5-B7):**

Η προσέγγιση βάσει της αγοράς χρησιμοποιεί τιμές και άλλες συναφείς πληροφορίες παραγόμενες από τις συναλλαγές στην αγορά που περιλαμβάνουν πανομοιότυπα ή συγκρίσιμα (ήτοι παρεμφερή) περιουσιακά στοιχεία, υποχρεώσεις ή μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, όπως μια επιχείρηση. Οι τεχνικές αποτίμησης που συμφωνούν με την προσέγγιση βάσει της αγοράς χρησιμοποιούν συχνά πολλαπλάσια προερχόμενα από ένα σύνολο συγκρίσιμων στοιχείων.

Οι συμβάσεις παραχώρησης που εντάσσονται στο IFRIC 12 συνήθως σχετίζονται με δικαιώματα παραχώρησης μεριδίου αγοράς, τα οποία εκμεταλλεύονται κατά αποκλειστικότητα οι Ανάδοχοι των έργων. Ιδιαίτερα το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου εφαρμόζεται στην κατασκευή έργων υποδομής, όπου η φύση τους είναι τέτοια ώστε οι χρήστες να μην μπορούν να αποφύγουν την πληρωμή για την χρήση τους. Για παράδειγμα, προϋπόθεση για να χρησιμοποιήσει ένας χρήστης το δίκτυο της Ε.Ο. Αθηνών – Λαμίας είναι να πληρώσει διόδια στην εταιρεία «ΝΕΑ ΟΔΟΣ ΑΕ». Δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει το δίκτυο πληρώνοντας διόδια σε κάποια άλλη εταιρεία. Γι' αυτό τον σκοπό η επιμέτρηση της εύλογης αξίας βάσει της προσέγγισης της αγοράς δεν είναι εφαρμόσιμη στην αποτίμηση των δικαιωμάτων.

#### **4.1.2 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΚΟΣΤΟΥΣ (IFRS 13:B8-B9):**

Η προσέγγιση βάσει του κόστους αντανakλά το ποσό που θα απαιτείτο σήμερα για την αντικατάσταση της ικανότητας χρήσης ενός περιουσιακού στοιχείου (αποκαλούμενο συχνά "τρέχον κόστος αντικατάστασης").

Όπως η προσέγγιση βάσει της αγοράς, έτσι και η προσέγγιση βάσει κόστους δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε δικαιώματα μονοπωλιακού χαρακτήρα, όπως είναι αυτά που περιγράφονται στο IFRIC 12. Αυτό συμβαίνει, γιατί η κάθε σύμβαση παραχώρησης είναι δομημένη σε κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά προσαρμοσμένα στο υπό κατασκευή έργο υποδομής, που συνομολογείται στην υπογραφείσα σύμβαση.

Επομένως, ούτε η προσέγγιση βάσει κόστους μπορεί να εφαρμοστεί στην επιμέτρηση της εύλογης αξίας.

#### **4.1.3 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΒΑΣΕΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (IFRS 13:B10-B30):**

Η προσέγγιση βάσει εισοδήματος μετατρέπει μελλοντικά ποσά (π.χ. ταμειακές ροές ή έσοδα και έξοδα) σε ένα τρέχον (ήτοι προεξοφλημένο) ποσό. Όταν χρησιμοποιείται η προσέγγιση βάσει του εισοδήματος, η επιμέτρηση της εύλογης αξίας αντανακλά τις τρέχουσες προσδοκίες της αγοράς για τα εν λόγω μελλοντικά ποσά.

Η πιο διαδεδομένη τεχνική προσέγγισης βάσει εισοδήματος είναι αυτή της **παρούσας αξίας**. Η προσέγγιση εισοδήματος βάσει αυτής της τεχνικής βασίζεται στις εξής δύο μεταβλητές:

- ✓ Το χρησιμοποιούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο,
- ✓ Τις προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές.

Το χρησιμοποιούμενο **προεξοφλητικό επιτόκιο** αντιπροσωπεύει την χρονική αξία των χρημάτων, εκπροσωπούμενη από το επιτόκιο χρηματικών περιουσιακών στοιχείων **άνευ κινδύνου** (risk-free) που διαθέτουν ημερομηνίες λήξης ή διάρκειες που συμπίπτουν με την περίοδο που καλύπτουν οι ταμειακές ροές και δεν προκαλούν ούτε αβεβαιότητα στον χρονικό προσδιορισμό ούτε κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων στον κάτοχο (ήτοι **επιτόκιο άνευ κινδύνου**) (IFRS 13:B13).

Αντίστοιχα οι προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές είναι το εύρος πιθανών εκτιμώμενων ποσών, είτε αυτές είναι συμβατικές είτε υποσχόμενες (όπως στην περίπτωση ομολογίας) είτε πιθανότερες. Σε όλες τις περιπτώσεις, αυτές οι ταμειακές ροές εξαρτώνται από την εμφάνιση προσδιορισμένων γεγονότων (π.χ. οι συμβατικές ή υποσχόμενες ταμειακές ροές για μια ομολογία εξαρτώνται από τη μη αθέτηση των υποχρεώσεων από μέρος του οφειλέτη). (IFRS 13:B18)

Η προσέγγιση βάσει εισοδήματος είναι η μόνη εφαρμόσιμη μέθοδος προσδιορισμού της εύλογης αξίας ενός έργου ειδικού σκοπού, αφενός γιατί καμία από τις δύο προηγούμενες μεθόδους είναι εφαρμόσιμη και αφετέρου γιατί συνήθως τα έργα που

εξετάζονται βάσει του IFRIC 12 είναι κρατικές υποδομές, οι οποίες δεν μπορούν να εξετασθούν σε ένα πλαίσιο ανταγωνισμού με άλλα έργα.

Εκτενής αναφορά του τρόπου υπολογισμού της εύλογης αξίας βάσει εισοδήματος θα γίνει στην ενότητα 11 της παρούσας εργασίας.

## **4.2 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ**

Το μοντέλο λογιστικής του χρηματοοικονομικού στοιχείου ενεργητικού συμβαίνει **όταν ο Ανάδοχος του έργου έχει το δικαίωμα να εισπράττει αμοιβές άμεσα από τον από την Παραχωρούσα Αρχή** και η Παραχωρούσα αρχή έχει μικρή ή ελάχιστη δυνατότητα να αποφύγει την πληρωμή (*Javier Parada and Veronica Poole – 2011*). Σε αυτή την περίπτωση η Παραχωρούσα Αρχή εγγυάται συμβατικά να πληρώσει στον Ανάδοχο:

- ✓ Ένα συγκεκριμένο και αποφασισμένο ποσό ή,
- ✓ την αρνητική διαφορά, αν υπάρχει, μεταξύ των χρηματικών ποσών που εισπράττονται από τους χρήστες των δημόσιων υπηρεσιών και κάποιο συγκεκριμένο ή αποφασισμένο ποσό.

Το μοντέλο αυτό εφαρμόζεται κάτω από αυτές τις συνθήκες, ακόμη και αν η πληρωμή εξαρτάται από την εξασφάλιση, εκ μέρους του φορέα εκμετάλλευσης, ότι η υποδομή πληροί συγκεκριμένες απαιτήσεις ποιότητας ή αποτελεσματικότητας. **(IFRIC 12:16).**

Το συγκεκριμένο μοντέλο δεν μπορεί να εφαρμοστεί, όταν η Παραχωρούσα Αρχή πληρώνει **μόνο** όταν οι χρήστες χρησιμοποιούν αυτές τις υπηρεσίες ή αν ο Ανάδοχος χρηματοδοτεί κατά αποκλειστικότητα το δικαίωμα να χρεώνει τους χρήστες αυτές τις υπηρεσίες.

Το συγκεκριμένο μοντέλο λογιστικοποιείται σε συνάρτηση με το IAS 39 “Χρηματοοικονομικά εργαλεία: Αναγνώριση και επιμέτρηση” ή το IFRS 9 “Χρηματοοικονομικά εργαλεία” (διαθέσιμο για πρόωρη εφαρμογή και υποχρεωτικό

για χρηματοοικονομικές καταστάσεις περιόδων που ξεκινούν μετά την 1/1/2013). Ως προς αυτό, επίσης εφαρμόζονται οι απαιτήσεις του IAS 32 “Παρουσίαση χρηματοοικονομικών εργαλείων” και IFRS 7 “Γνωστοποιήσεις χρηματοοικονομικών εργαλείων”.

Κατά το IAS 39 “Χρηματοοικονομικά εργαλεία: Αναγνώριση και επιμέτρηση”, και την παράγραφο 24 της Διερμηνείας 12, το πληρωτέο ποσό εκ μέρους ή κατ’ εντολήν της παραχωρούσας αρχής καταλογίζεται ως:

- (α) δάνειο ή απαίτηση·
- (β) διαθέσιμο προς πώληση χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο· ή
- (γ) εάν ορίζεται αυτό κατά την αρχική αναγνώριση, χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο στην εύλογη αξία του μέσω κερδών ή ζημιών, εάν πληρούνται οι όροι για αυτή την ταξινόμηση.

Το στοιχείο Ενεργητικού μπορεί να καταχωρηθεί ως δάνειο ή απαίτηση μόνο όταν οι πληρωμές είναι σταθερές ή αποφασισμένες. Σε αυτή την περίπτωση η μη απόσβεση του αρχικού ποσού επένδυσης θα οφείλεται μόνο στην απότομη οικονομική δυσχέρεια του αντισυμβαλλόμενου. Η διερμηνεία 12 λαμβάνει υπόψη ότι το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο δεν θα ταξινομηθεί ως διακρατούμενο ως την λήξη του **(IFRIC 12:BC61)**.

Αν η αξία του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου λογίζεται ως δάνειο ή απαίτηση ή διαθέσιμο προς πώληση περιουσιακό στοιχείο, το **IAS 39** καθορίζει τον υπολογισμό τόκων μέσω της μεθόδου πραγματικού επιτοκίου, κατά την οποία οι τόκοι αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα χρήσεως περιόδου **[IFRIC 12:25]**.

Αν εφαρμόζεται το IFRS 9 “Χρηματοοικονομικά εργαλεία”, το ποσό που οφείλεται από, ή κατά την κατεύθυνση της Παραχωρούσας Αρχής λογίζεται ως ακολούθως **[IFRIC 12:24]**:

- ✓ στο αποσβεσμένο κόστος ή
- ✓ στην επιμέτρηση στην εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων περιόδου.

Κατά την μέθοδο του αποσβεσμένου κόστους, το IFRS 9 ορίζει τον υπολογισμό τόκων μέσω της μεθόδου πραγματικού επιτοκίου, κατά την οποία οι τόκοι αναγνωρίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων περιόδου.

Τα έσοδα και τα κόστη που σχετίζονται με την κατασκευή ή την αναβάθμιση μιας υποδομής λογίζονται σύμφωνα με το IAS 11. Ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο αναγνωρίζεται κατά την κατασκευή ή την αναβάθμιση της υποδομής και το χρηματοοικονομικό έσοδο αναγνωρίζεται, μέσω της μεθόδου του πραγματικού επιτοκίου, τμηματικά και καθ' όλη την διάρκεια εφαρμογής της σύμβασης παραχώρησης. Περαιτέρω, το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο μειώνεται όταν ο Ανάδοχος εισπράττει ποσά. Καθ' όλη την φάση λειτουργίας της επένδυσης τα έσοδα αναγνωρίζονται σύμφωνα με το IAS 18.

Μερικές φορές προκύπτουν πρακτικά ζητήματα που έχουν να κάνουν με τις συμβάσεις που διέπονται από ένα ενιαίο μηχανισμό πληρωμών, αλλά τα ποσά δεν κατανέμονται μεταξύ του τιμήματος των υπηρεσιών κατασκευής (η οποία θα μειώσει το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο) και των υπηρεσιών λειτουργίας (βάση της οποίας καθορίζονται τα λειτουργικά έσοδα). Είναι απαραίτητο να προσδιοριστούν οι υποκείμενες πηγές εσόδων που σχετίζονται με τις δύο δραστηριότητες. Η κατανομή αυτή θα απαιτήσει ένα σημαντικό ποσό της αποφάσεως.

Προκειμένου, κατά την διάρκεια της παραχώρησης, να γίνει ο διαχωρισμός των εσόδων κατασκευής από τα έσοδα λειτουργίας, το παράδειγμα 1 της παρούσας ενότητας διευκρινίζει ότι η κατάλληλη προσέγγιση είναι η οντότητα να δημιουργεί τα απαραίτητα περιθώρια για τον καθορισμό των πηγών εσόδων της. Το παράδειγμα δείχνει, πώς η εύλογη αξία του ανταλλάγματος και από τις δύο δραστηριότητες υπολογίζεται ως το προβλεπόμενο κόστος συν ένα εύλογο περιθώριο της αγοράς. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που έχει χρησιμοποιηθεί υπολογίζεται στα έσοδα και τα κόστη των δραστηριοτήτων που έχουν κατανεμηθεί. Με αυτό το προεξοφλητικό επιτόκιο ευρίσκεται η συνολική παρούσα αξία των ποσών που εισπράττονται από την παραχωρούσα αρχή να είναι ίση με την εύλογη αξία των υπηρεσιών που πρέπει να παρέχονται κατά τη διάρκεια της παραχώρησης. Το επιτόκιο αυτό είναι παρόμοιο με την εσωτερική απόδοση επιτοκίου του έργου.

Πρακτικά, κάποιες εταιρείες καθορίζουν αρχικά ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο με σκοπό να καθορίσουν τα κατάλληλα ποσοστά κέρδους στην κατασκευή και στις λειτουργικές υπηρεσίες. Απαιτείται κρίση για την επιλογή του κατάλληλου

προεξοφλητικού επιτοκίου και την κατανομή του συνολικού τιμήματος που εισπράχθηκε ή θα εισπραχθεί με την αντίστοιχη εύλογη αξία της κατασκευής και της λειτουργίας των υπηρεσιών που παρέχονται, καθώς αυτό θα επηρεάσει τη μελλοντική διαμόρφωση αναγνώρισης των εσόδων. Πρέπει να λαμβάνεται μέριμνα ώστε να εξασφαλίζεται η συνολική ευλογολογικότητα του μοντέλου που επιλέγεται.

#### 4.2.2 ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ

##### Παράδειγμα (Parada J, και Poole V. – 2011, Grant Thornton -2009 και επεξεργασία ερευνητή)

Ο Ανάδοχος του έργου παρέχει στην Παραχωρούσα Αρχή κατασκευαστικές υπηρεσίες που κοστίζουν 100.000 €. Ο ίδιος αποφάσισε ότι η εύλογη αξία αυτών των υπηρεσιών αποτιμάται σε 110.000 €. Οι συνολικές ταμειακές εισροές σε όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης είναι σταθερές και συμφωνημένες ΜΕ Παραχωρούσα Αρχή στο ποσό των 200.000 €. Το χρηματοοικονομικό έσοδο, που αναγνωρίζεται είναι υπολογισμένο με την χρήση της μεθόδου πραγματικού επιτοκίου (IAS 39), είναι 10.000 € για όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης και το υπόλοιπο των 80.000 € (200-110-10) αναφέρεται στις υπηρεσίες που παρέχονται κατά την διάρκεια της λειτουργικής φάσης.

Οι επόμενες λογιστικές εγγραφές περιγράφουν το παρακάτω σενάριο.

Χρέωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο	110.000
Πίστωση: Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια	110.000
Με την εγγραφή αυτή αναγνωρίζουμε τα έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια που εισπράττονται σε μετρητά	

Εν' συνεχεία κάνουμε τις αντίστοιχες εγγραφές για το κόστος:

Χρέωση: Κατασκευαστικό κόστος	100.000
Πίστωση: Μετρητά	100.000

Με τις εγγραφές απεικόνισης του κόστους κατασκευής επιτυγχάνεται η συσχέτιση του κόστους με τα αντίστοιχα κατασκευαστικά έσοδα.

Κατά την διάρκεια της περιόδου λειτουργίας κάνουμε τις εξής κινήσεις:

Χρέωση: Μετρητά	200.000
Πίστωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο	110.000
Πίστωση: Τόκοι – Έσοδα IAS 18	10.000
Πίστωση: Έσοδα IAS 18	80.000

Η περιοδική εισπραξη μετρητών αντιστοιχεί στην εισπραξη του «ενοικίου» για την εκτέλεση της σύμβασης παραχώρησης. Η πίστωση του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου αντιστοιχεί στην απομείωση της απαίτησης από την Παραχωρούσα Αρχή. Οι τόκοι-έσοδα αντιστοιχούν στο μέρος των τόκων του τοκοχρεολυσίου. Τα έσοδα του IAS 18 αντιστοιχούν στο μέρος των εσόδων του Αναδόχου από τις υπηρεσίες συντήρησης.

- ✓ Από τα ανωτέρω παρατηρούμε, ότι τα έσοδα που θα εισπράξει ο Ανάδοχος σε όλη την διάρκεια του έργου είναι 200.000 €, το οποίο αναλύεται στα εξής 3 κονδύλια:
- ✓ Τις υπηρεσίες κατασκευής, οι οποίες αναγνωρίζονται στην περίοδο παροχής των κατασκευαστικών υπηρεσιών
- ✓ Τους τόκους, οι οποίοι αντιστοιχούν στο χρηματοοικονομικό κόστος λόγω του ότι οι υπηρεσίες που παρέχονται δεν εξοφλούνται της μετρητοίς (IAS 18:11)
- ✓ Τις υπηρεσίες, οι οποίες καθίστανται δεδουλευμένες σταδιακά με την εκπλήρωση των όρων της σύμβασης (IAS 18:21).

**Συμπέρασμα ερευνητή:** Τα έσοδα που συνολικά αναγνωρίζει ο Ανάδοχος αντιστοιχούν στις συνολικές ταμειακές ροές που αναμένεται να εισρεύσουν στην οικονομική μονάδα. Η διερμηνεία 12, μαζί με τα ΔΛΠ 11 & 18 καθορίζουν τον **χρόνο** κατά τον οποίο θα αναγνωριστούν τα έσοδα στις οικονομικές καταστάσεις.

#### **4.3 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ ΑΣΩΜΑΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ**

Όταν ο Ανάδοχος εφαρμόζει το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου, δεν χρεώνει την Παραχωρούσα Αρχή για τις υπηρεσίες κατασκευής του έργου, αλλά λαμβάνει από αυτή το δικαίωμα να πωλεί απευθείας στους χρήστες την χρήση των υποδομών και να εισπράττει από αυτούς το αντίτιμο που αντιστοιχεί στην χρήση

αυτών. Το δικαίωμα να χρεώνονται οι χρήστες της υπηρεσίας κοινής ωφέλειας δεν είναι άνευ όρων δικαίωμα για είσπραξη μετρητών, επειδή τα ποσά εξαρτώνται από το βαθμό στον οποίο το κοινό χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες κοινής ωφέλειας [IFRIC 12:17]. Ο λόγος που το δικαίωμα είσπραξης μετρητών δεν είναι «**άνευ όρων**» είναι γιατί οι χρήστες δεν έχουν την υποχρέωση να χρησιμοποιήσουν αυτές τις υποδομές.

Το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου εφαρμόζεται στην κατασκευή έργων υποδομής, όπου η φύση τους είναι τέτοια ώστε οι χρήστες να μην μπορούν να αποφύγουν την πληρωμή για την χρήση τους. Τέτοια έργα δεν μπορεί να είναι η κατασκευή φυλακών, νοσοκομείων και σχολείων, γιατί σε αυτές τις περιπτώσεις η χρησιμοποίησή τους παρέχεται υποχρεωτικά δωρεάν από το Δημόσιο. Συνήθως αυτό το μοντέλο χρησιμοποιείται στην κατασκευή δρόμων, γεφυρών, σταθμών αυτοκινήτων και άλλων συναφών έργων υποδομής (πχ Ρίο – Αντίρριο, Αττική Οδός, Ολυμπία Οδός κτλ), όπου ο χρήστης είναι υποχρεωμένος να πληρώσει για την χρήση των υπηρεσιών που του παρέχονται.

#### **4.3.1 Η ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ**

Η υποδομή που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του μοντέλου ασώματου περιουσιακού στοιχείου **δεν αναγνωρίζεται** ως ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός του φορέα εκμετάλλευσης επειδή η σύμβαση της συμφωνίας παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών δεν χορηγεί στο φορέα εκμετάλλευσης το δικαίωμα **να ελέγχει τη χρήση της υποδομής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας**. Ο φορέας εκμετάλλευσης έχει πρόσβαση για τη λειτουργία της υποδομής με σκοπό την παροχή των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας εξ ονόματος της παραχωρούσας αρχής σύμφωνα με τους όρους που ορίζονται στη σύμβαση (IFRIC 12:11).

Αντιθέτως, αν ο φορέας εκμετάλλευσης **έλεγε την χρήση** των περιουσιακών στοιχείων περιουσιακών θα αναγνώριζε αυτά ως ενσώματα, βάσει της **παραγράφου 6 του ΔΛΠ 16 «Ενσώματα Πάγια»<sup>3</sup>**. Από την άλλη πλευρά, το δικαίωμα που λαμβάνει ο φορέας εκμετάλλευσης να χρεώνει απευθείας τους χρήστες των υπηρεσιών

<sup>3</sup> *Ενσώματα πάγια* είναι τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία που:

α) κατέχονται για χρήση στην παραγωγή ή παροχή αγαθών ή υπηρεσιών, για εκμίσθωση σε άλλους ή για διοικητικούς σκοπούς και β) αναμένεται να χρησιμοποιηθούν για περισσότερο από μία λογιστική περίοδο.



συγκεντρώνει αρκετά από τα εννοιολογικά χαρακτηριστικά του άυλου περιουσιακού στοιχείου, τα οποία αναλύονται στην συνέχεια της ενότητας. Πρώτα από όλα όμως πρέπει να κατανοήσουμε τι είναι ασώματο περιουσιακό στοιχείο.

#### 4.3.1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΣΩΜΑΤΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ

Ένα ασώματο (ή άυλο) περιουσιακό στοιχείο είναι ένα αναγνωρίσιμο μη χρηματικό περιουσιακό στοιχείο **χωρίς φυσική υπόσταση (IAS 38:8)**. Τα στοιχεία που σύμφωνα με το **IAS 38:10** χαρακτηρίζουν ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο είναι:

- α) η αναγνωρισιμότητα,
- β) ο έλεγχος πάνω σε ένα πόρο και
- γ) η ύπαρξη μελλοντικών οικονομικών ωφελειών.

Κοινά παραδείγματα άυλων περιουσιακών στοιχείων είναι το ηλεκτρονικό λογισμικό, άδειες ευρεσιτεχνίας, συγγραφικά δικαιώματα, κινηματογραφικές ταινίες, πελατολόγια, υποθηκικά δικαιώματα εξυπηρέτησης, άδειες αλιείας, εισαγωγικές ποσοστώσεις, παραχωρήσεις εμπορικών δικαιωμάτων, σχέσεις πελατών ή προμηθευτών, εμπιστοσύνη πελατών, μερίδια αγοράς και δικαιώματα έρευνας αγοράς.

Ένα περιουσιακό στοιχείο είναι **αναγνωρίσιμο (IAS 38:12)** εάν είτε:

- α) διαχωρίζεται, ήτοι μπορεί να διαχωριστεί ή να αποχωρισθεί από την οικονομική οντότητα και να πωληθεί, μεταβιβαστεί, παραχωρηθεί, ενοικιαστεί ή ανταλλαγεί είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό με σχετικό συμβόλαιο, προσδιοριζόμενο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση, ασχέτως εάν η οικονομική οντότητα προτίθεται να το πράξει ή
- β) προκύπτει από συμβατικά ή άλλα νομικά δικαιώματα, ασχέτως εάν τα δικαιώματα αυτά είναι μεταβιβάσιμα ή διαχωρίζονται από την οικονομική οντότητα ή από άλλα δικαιώματα και δεσμεύσεις.

Η οικονομική οντότητα **ελέγχει** ένα περιουσιακό στοιχείο, αν έχει τη δύναμη να λαμβάνει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που απορρέουν από τον υποκείμενο πόρο και να απαγορεύει την πρόσβαση άλλων σε αυτά τα οφέλη. Η δυνατότητα μιας οικονομικής οντότητας να ελέγχει τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη από ένα άυλο

περιουσιακό στοιχείο θα απέρρευε κανονικά από νόμιμα δικαιώματα που είναι εκτελεστά δικαστικώς (IAS 38:12).

Τα **μελλοντικά οικονομικά οφέλη** που απορρέουν από ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο μπορεί να περιλαμβάνουν έσοδα από την πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών, εξοικονόμηση κόστους ή άλλα οφέλη που προέρχονται από τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου από την οικονομική οντότητα. Για παράδειγμα, η χρήση της πνευματικής ιδιοκτησίας σε μια παραγωγική διαδικασία μπορεί να μειώσει τα μελλοντικά κόστη παραγωγής μάλλον παρά να αυξήσει τα μελλοντικά έσοδα (IAS 38:17).

Σύμφωνα με το **IAS 38:21**, ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο θα αναγνωρίζεται όταν και μόνον όταν:

- α) πιθανολογείται ότι τα αναμενόμενα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που αποδίδονται στο περιουσιακό στοιχείο θα εισρεύσουν στην οικονομική οντότητα και
- β) το κόστος του περιουσιακού στοιχείου μπορεί να επιμετρηθεί **αξιόπιστα**.

#### **4.3.1.2 ΓΙΑΤΙ ΑΥΤΑ ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΤΑΤΑΣΣΟΝΤΑΙ ΣΤΑ ΑΥΛΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

Ο λόγος που τα δικαιώματα αυτά κατατάσσονται σύμφωνα με το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου είναι γιατί συγκεντρώνουν αρκετά από τα χαρακτηριστικά που περιγράφηκαν ανωτέρω. Μερικά από αυτά αναλύονται ως εξής:

✓ Όπως συμπεραίνεται από τα λεγόμενα της ενότητας 4.2 και ιδιαίτερα από αυτά που ελέχθησαν στην δεύτερη παράγραφο της ενότητας 4.2.1.1 και στην δεύτερη παράγραφο της ενότητας 4.2, μια σύμβαση παραχώρησης που απεικονίζεται στα βιβλία του Αναδόχου με το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου είναι μια δεσμευτική συμφωνία, μέσω της οποίας παρέχεται στον Ανάδοχο το δικαίωμα να εισπράττει από μία πηγή της αγοράς μετρητά για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα, το δικαίωμα που παρέχεται στην Αττική Οδό από το Ελληνικό Δημόσιο για την είσπραξη μετρητών για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μπορεί να θεωρηθεί ως παραχώρηση ενός «μεριδίου αγοράς» (IAS 38:9).

Ο χρήστης που θέλει να χρησιμοποιήσει την Αττική Οδό δεν μπορεί να αποφύγει την πληρωμή των διοδίων, ούτε να πληρώσει διόδια σε κάποια άλλη εταιρεία.

✓ Τα δικαιώματα αυτά είναι άυλα περιουσιακά στοιχεία, γιατί είναι αναγνωρίσιμα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία **χωρίς φυσική υπόσταση (IAS 38:8)**. Είναι αναγνωρίσιμα, γιατί προκύπτουν από συμβατικά ή άλλα νομικά δικαιώματα, ασχέτως εάν τα δικαιώματα αυτά είναι μεταβιβάσιμα ή διαχωρίζονται από την οικονομική οντότητα ή από άλλα δικαιώματα και δεσμεύσεις. Είναι μη χρηματικά, γιατί ο Ανάδοχος δεν πληρώνει κάποιο χρηματικό αντάλλαγμα για να τα αποκτήσει. Δεν έχουν φυσική υπόσταση, γιατί δεν είναι κάποιο υλικό περιουσιακό στοιχείο με φυσική μορφή.

✓ Συνήθως, τα εν' λόγω δικαιώματα μπορούν να επιμετρηθούν με αξιοπιστία **(IAS 38:21)**. Ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των αυτοκινητόδρομων (Νέα Οδός, Ολυμπία Οδός, κτλ), πριν αναληφθεί η εκμετάλλευση των διοδίων από τις κατασκευαστικές εταιρείες, γίνονταν από το Ελληνικό Δημόσιο. Στις συγκεκριμένες περιπτώσεις, το Ελληνικό Δημόσιο έχει αναπτύξει εμπειρία γύρω από την εκμετάλλευση διοδίων και γνωρίζει κατά προσέγγιση πόσες θα είναι οι μελλοντικές ταμειακές ροές από την εκμετάλλευσή τους. Το γεγονός αυτό καθιστά την αποτίμηση των εν' λόγω δικαιωμάτων **αξιόπιστη**.

✓ Ο έλεγχος της χρήσης των έργων υποδομής. Ο φορέας εκμετάλλευσης έχει πρόσβαση για τη λειτουργία της υποδομής με σκοπό την παροχή των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας εξ ονόματος της παραχωρούσας αρχής σύμφωνα με τους όρους που ορίζονται στη σύμβαση **(IFRIC 12:11)**.

Από τα ανωτέρω συνάγεται το συμπέρασμα, ότι ορθώς τα εν' λόγω δικαιώματα απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της Αναδόχου Αρχής με το μοντέλο του ασώματου περιουσιακού στοιχείου, καθώς συγκεντρώνουν όλες ή σχεδόν όλες τις προϋποθέσεις που καθορίζει το IAS 38 για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία.

#### 4.3.2 ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΤΟΥ ΑΣΩΜΑΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ<sup>4</sup>

Όπως στο παράδειγμα της ενότητας 4.2.2, ο Ανάδοχος αναλαμβάνει να παράσχει στην Παραχωρούσα αρχή κατασκευαστικές υπηρεσίες που κοστίζουν 100.000 €. Ο Ανάδοχος θεωρεί ότι η εύλογη αξία των υπηρεσιών του ανέρχεται σε 110.000 €. Οι συνολικές ταμειακές ροές που εκτιμάται ότι θα εισρεύσουν στον Ανάδοχο κατά την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης είναι 200.000 €, οι οποίες δεν εγγυώνται από την Παραχωρούσα Αρχή.

Οι εγγραφές που πρέπει να πραγματοποιήσει ο Ανάδοχος κατά την διάρκεια της κατασκευαστικής φάσης και της φάσης λειτουργίας είναι οι εξής:

##### **Κατασκευαστική περίοδος**

Χρέωση: Κατασκευαστικό κόστος	100.000	
Πίστωση: Μετρητά		100.000

Με την εγγραφή αυτή αναγνωρίζεται το κόστος που αναλογεί στις κατασκευαστικές υπηρεσίες.

Χρέωση: Ασώματο περιουσιακό στοιχείο	110.000	
Πίστωση: Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια (IAS 11)		110.000

Με την εγγραφή αναγνωρίζονται έσοδα που σχετίζονται με τα κόστη των κατασκευαστικών υπηρεσιών.

##### **Περίοδος Λειτουργίας**

Χρέωση: Έξοδο αποσβέσεων	110.000	
Πίστωση: Αποσβεσμένο ασώματο περιουσιακό στοιχείο		110.000

<sup>4</sup> Parada J., Poole V. (2011)

Με την εγγραφή αυτή αναγνωρίζεται το κόστος αποσβέσεων σε όλη την περίοδο λειτουργίας

Χρέωση: Μετρητά	200.000
Πίστωση: Έσοδα από πελάτες λειτουργίας (IAS 18)	200.000

Με την εγγραφή αυτή αναγνωρίζονται τα έσοδα που εισπράττει ο Ανάδοχος από τους χρήστες των υποδομών.

**Συμπέρασμα ερευνητή:** Τα έσοδα που συνολικά αναγνωρίζει ο Ανάδοχος σε όλη την διάρκεια της σύμβασης ανέρχονται σε **310.000 €** (200.000 € τα έσοδα από την λειτουργία της υποδομής και 110.000 € τα κατασκευαστικά έσοδα). Τα έξοδα που αναγνωρίζει ο Ανάδοχος σε όλη την διάρκεια της σύμβασης ανέρχονται σε **210.000 €** (100.000 € τα κατασκευαστικά κόστη και 110.000 € το έξοδο αποσβέσεων). Η διαφορά ανέρχεται σε **100.000 €**, όσα είναι τα συνολικά κέρδη του Αναδόχου σε όλη την διάρκεια της σύμβασης και όση είναι η συνολική διαφορά των ταμειακών εισροών με τις ταμειακές εκροές (200.000 € τα λειτουργικά έσοδα μείον 100.000 € τα κατασκευαστικά κόστη).

#### 4.4 ΤΟ ΜΙΚΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Όταν ένας φορέας εκμετάλλευσης λαμβάνει ως αντάλλαγμα ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο και ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο, είναι απαραίτητο να λογιστικοποιεί ξεχωριστά τις δύο συνιστώσες. Κατά την αρχική αναγνώριση, οι δύο συνιστώσες αναγνωρίζεται στην εύλογη αξία του τιμήματος που εισπράχθηκε ή είναι εισπρακτέο σε σχέση με τις εργασίες που πραγματοποιήθηκαν μέχρι αυτή την ημερομηνία **[IFRIC 12:18]**. Εν' συνεχεία γίνεται μια «υπολειμματική προσέγγιση» των δύο συνιστωσών. Κατά το μέρος που ο Ανάδοχος λαμβάνει ένα συμβατικό δικαίωμα να εισπράττει μετρητά από την Παραχωρούσα Αρχή, αναγνωρίζει ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Οποιαδήποτε υπέρβαση της εύλογης αξίας των παρεχόμενων κατασκευαστικών υπηρεσιών πάνω από την εύλογη αξία που αναγνωρίστηκε στο χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο, θα αναγνωρίζεται ως ασώματο περιουσιακό στοιχείο.

### Παράδειγμα (Parada J. και Poole V. – 2011 και επεξεργασία ερευνητή)

Ο Ανάδοχος του έργου παρέχει στην Παραχωρούσα Αρχή κατασκευαστικές υπηρεσίες που κοστίζουν 100.000 €. Ο ίδιος αποφάσισε ότι η εύλογη αξία αυτών των υπηρεσιών αποτιμάται σε 110.000 €. Οι συνολικές ταμειακές εισροές σε όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης είναι σταθερές και συμφωνημένες ΜΕ Παραχωρούσα Αρχή στο ποσό των 200.000 €. Από αυτές, το ποσό των 60.000 € εγγυώνται από την Παραχωρούσα Αρχή. Το χρηματοοικονομικό έσοδο, που αναγνωρίζεται είναι υπολογισμένο με την χρήση της μεθόδου πραγματικού επιτοκίου (IAS 39), είναι 6.000 € για όλη την διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης.

Οι επόμενες λογιστικές εγγραφές περιγράφουν το παρακάτω σενάριο.

#### Κατά την διάρκεια της Κατασκευής

A) Χρέωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο	60.000	
Πίστωση: Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια		60.000

Με την εγγραφή αυτή αναγνωρίζουμε τα έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια που εισπράττονται σε μετρητά.

Η διαφορά μέχρι το ποσό των 110.000 € (η εύλογη αξία του ανταλλάγματος) αποτυπώνεται με την εξής λογιστική εγγραφή

B) Χρέωση: Ασώματο περιουσιακό στοιχείο	50.000	
Πίστωση: Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια		50.000

Εν' συνεχεία κάνουμε τις αντίστοιχες εγγραφές για το κόστος:

Γ) Χρέωση: Κατασκευαστικό κόστος	100.000	
Πίστωση: Μετρητά		100.000

Με τις εγγραφές απεικόνισης του κόστους κατασκευής επιτυγχάνεται η συσχέτιση του κόστους με τα αντίστοιχα κατασκευαστικά έσοδα.

### Κατά την περίοδο λειτουργίας

Καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου λειτουργίας ο Ανάδοχος αποσβένει το περιουσιακό στοιχείο ως εξής:

Δ) Χρέωση: Έξοδο αποσβέσεων	50.000	
Πίστωση: Αποσβεσμένο ασώματο περιουσιακό στοιχείο		50.000

Για την αναγνώριση των χρηματοοικονομικών εσόδων κάνει την εξής λογιστική εγγραφή:

Ε) Χρέωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο	6.000	
Πίστωση: Χρηματοοικονομικά έσοδα		6.000

Τέλος, η εγγραφή αποτύπωση της είσπραξης μετρητών και απόσβεσης της χρηματοοικονομικής απαίτησης έχει ως εξής:

ΣΤ) Χρέωση: Μετρητά	200.000	
Πίστωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο		66.000
Πίστωση: Έσοδα IAS 18		134.000

**Συμπέρασμα ερευνητή:** Καθ' όλη την διάρκεια της παραχώρησης, οι ταμειακές εισροές ανέρχονται σε 200.000 €. Αν ο Ανάδοχος ακολουθούσε το παραδοσιακό μοντέλο ταμειακής λογιστικής θα λογίζε έσοδα ύψους 200.000 € και κατασκευαστικά κόστη ποσού 100.000 €. Αν υποθεθεί ότι ο Ανάδοχος δεν είχε να αντιμετωπίσει άλλα λογιστικά γεγονότα, το αποτέλεσμα από την εκμετάλλευση του έργου θα ήταν 100.000 €.

Στο παράδειγμα μας, καθ' όλη την διάρκεια της παραχώρησης ο Ανάδοχος λογίζει έσοδα ύψους 250.000 € (α+β+ε+στ), αποσβέσεις που σχετίζονται με την κτήση του ασώματου περιουσιακού στοιχείου ποσού 50.000 € και κατασκευαστικά κόστη ποσού 100.000 €. Το αποτέλεσμα από την εκμετάλλευση του περιουσιακού στοιχείου είναι πάλι 100.000 €.

Συνεπώς, μακροπρόθεσμα όλες οι λογιστικές πολιτικές (όταν ακολουθούνται σωστά) καταλήγουν στο ίδιο αποτέλεσμα.

## 5. ΕΙΣΠΡΑΞΗ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ

Αν στο συμφωνημένο αντάλλαγμα περιλαμβάνονται και πληρωμές που γίνονται απευθείας από την Παραχωρούσα Αρχή στον Ανάδοχο, αυτές δεν λογίζονται ως κρατικές επιχορηγήσεις όπως ορίζονται στο ΔΛΠ 20. Αναγνωρίζονται ως περιουσιακά στοιχεία του Αναδόχου, που κατά την αρχική αναγνώριση επιμετρώνται στην εύλογη αξία. Ο φορέας εκμετάλλευσης αναγνωρίζει στοιχείο παθητικού για τις μη εκπληρωθείσες υποχρεώσεις που έχει αναλάβει ως αντάλλαγμα για τα περιουσιακά στοιχεία. (IFRIC 12:27).

### Παράδειγμα (επεξεργασία ερευνητή)

Έστω ότι βάσει των δεδομένων του παραδείγματος που αναπτύχθηκε στην ενότητα 4.4, ο Ανάδοχος εισέπραττε κατά την περίοδο κατασκευής 40.000 € από την Παραχωρούσα Αρχή. Οι εκτιμώμενες ταμειακές ροές της περιόδου λειτουργίας ήταν 160.000 €, από τις οποίες οι 60.000 € θα δίνονταν εγγυημένα από την Παραχωρούσα Αρχή. Το υπολογισμένο χρηματοοικονομικό έσοδο βάσει της μεθόδου πραγματικού επιτοκίου (IAS 39) ήταν 6.000 €. Οι λογιστικές εγγραφές που θα έκανε ο Ανάδοχος θα ήταν οι εξής:

### Κατά την διάρκεια της Κατασκευής

Οι εγγραφές Α, Β και Γ θα γίνονταν όπως στο παράδειγμα της προηγούμενης ενότητας.

Για την αποτύπωση των μετρητών που εισπράχθηκαν κατά περίοδο κατασκευής θα γίνονταν η εξής εγγραφή:

Χρέωση: Μετρητά	40.000	
Πίστωση: Μη εκπληρωθείσες υποχρεώσεις		40.000

### Κατά την περίοδο λειτουργίας

Οι εγγραφές Δ και Ε θα γίνονταν όπως στο παράδειγμα της προηγούμενης ενότητας.

Η εγγραφή Στ θα διαμορφώνονταν ως εξής:



Χρέωση: Μετρητά	160.000	
Χρέωση: Μη εκπληρωθείσες υποχρεώσεις	40.000	
Πίστωση: Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο		66.000
Πίστωση: Έσοδα IAS 18		134.000

## 6. ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Κόστος δανεισμού είναι τόκοι και άλλες δαπάνες που πραγματοποιεί μια οικονομική οντότητα σε σχέση με το δανεισμό κεφαλαίων **(IAS 23:5)**.

Περιουσιακό στοιχείο που πληροί τις προϋποθέσεις είναι ένα περιουσιακό στοιχείο που κατ' ανάγκη χρειάζεται μια σημαντική χρονική περίοδο προετοιμασίας για τη χρήση για την οποία προορίζεται ή για την πώλησή του **(IAS 23:5)**.

Η οικονομική οντότητα κεφαλαιοποιεί το κόστος δανεισμού που σχετίζεται άμεσα με την αγορά, κατασκευή ή παραγωγή ενός περιουσιακού στοιχείου και πληροί τις προϋποθέσεις ως τμήμα του κόστους του στοιχείου αυτού **(IAS 23:8)**.

Κατά το **IAS 23:12-13** στο βαθμό που μια οικονομική οντότητα δανείζεται κεφάλαια ειδικά για το σκοπό της απόκτησης ενός περιουσιακού στοιχείου που πληροί τις προϋποθέσεις, το ποσό του κόστους δανεισμού που είναι κατάλληλο για κεφαλαιοποίηση θα προσδιορίζεται ως το **πραγματικό κόστος** που πραγματοποιήθηκε στην περίοδο για το δανεισμό αυτό, μειωμένο με τα τυχόν έσοδα από την προσωρινή τοποθέτηση αυτών των δανείων. Για παράδειγμα όταν μια εταιρεία λαμβάνει ένα δάνειο με σκοπό την απόκτηση ή κατασκευή ενός περιουσιακού στοιχείου και μέρος των χρημάτων αυτών τα τοποθετεί προσωρινά σε κάποια προθεσμιακή κατάθεση ή άλλη επένδυση, οι τόκοι που από την συγκεκριμένη επένδυση αφαιρούνται από το κόστος δανεισμού.

Κατά το **(IAS 23:17)** η οικονομική οντότητα αρχίζει την κεφαλαιοποίηση του κόστους δανεισμού ως τμήμα του κόστους του στοιχείου που πληροί τις προϋποθέσεις από την ημερομηνία έναρξης. Η ημερομηνία έναρξης για την

κεφαλαιοποίηση είναι η ημερομηνία που η οικονομική οντότητα πληροί όλες τις ακόλουθες προϋποθέσεις για πρώτη φορά:

- (α) πραγματοποιεί επενδυτικές δαπάνες για το περιουσιακό στοιχείο,
- (β) επιβαρύνεται με κόστος δανεισμού και
- (γ) αναλαμβάνει δραστηριότητες που είναι αναγκαίες για να ετοιμαστεί το περιουσιακό στοιχείο για την προοριζόμενη χρήση ή πώλησή του.

## 6.1 Ο ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΣ ΧΕΙΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Σύμφωνα με τους **Parada J. και Poole V. (2011)** και το **IAS 23**, όταν ο φορέας εκμετάλλευσης έχει συμβατικό δικαίωμα να λάβει ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο, τα κόστη δανεισμού που οφείλονται σε συμφωνία παραχώρησης δικαιώματος κεφαλαιοποιούνται στην διάρκεια της φάσης κατασκευής.

Συνεπώς, κατά την εφαρμογή του μοντέλου του **ασώματου περιουσιακού στοιχείου**, το κόστος δανεισμού ενσωματώνεται στην αξία κτήσης του περιουσιακού στοιχείου.

Από την άλλη πλευρά, επειδή, ένα **χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο** δεν πληροί τις προϋποθέσεις ενός περιουσιακού στοιχείου, το κόστος δανεισμού αναγνωρίζεται ως έξοδο στην περίοδο κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν (**IFRIC 12:22**).

Το κόστος δανεισμού μιας σύμβασης παραχώρησης, που λογιστικοποιείται με το μοντέλο του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, προσαυξάνει το κόστος κατασκευής της υποδομής (εγγραφή 2 ενότητας 4.2.2) και σχετίζεται με τα αντίστοιχα έσοδα που αναγνωρίζονται κατά την κατασκευαστική περίοδο βάσει του IAS 11. Τα έσοδα που αναγνωρίζει ο Ανάδοχος βάσει του IAS 11 διαμορφώνουν το ύψος του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, το οποίο αποπληρώνεται βάσει του πίνακα πληρωμών που ορίζεται στην σύμβαση παραχώρησης.

### **Παράδειγμα (επεξεργασία ερευνητή)**

Την 1/1/2012 μια εταιρεία αναλαμβάνει την κατασκευή ενός περιουσιακού στοιχείου. Για τους σκοπούς της κατασκευής του περιουσιακού στοιχείου έλαβε ένα δάνειο ύψους 10.000.000 €. Η κατασκευή του περιουσιακού στοιχείου ολοκληρώθηκε την 31/12/14. Στο διάστημα αυτό η εταιρεία πλήρωσε τόκους ύψους 1.500.000 € και

λόγω του ότι μέρος του δανείου δεν απορροφήθηκε άμεσα στην επένδυση, τοποθέτησε μέρος των χρημάτων σε Προθεσμιακή Κατάθεση και έλαβε τόκους ύψους 100.000 €.

Οι εγγραφές που πρέπει να κάνει ο Ανάδοχος βάσει του μοντέλου του ασώματος περιουσιακού στοιχείου και του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου έχουν ως εξής:

**Ασώματο Περιουσιακό στοιχείο**

Χρέωση: Ασώματο περιουσιακό στοιχείο	1.500.000	
Πίστωση: Ταμείο		1.500.000

Με την εγγραφή το έξοδο τόκων ενσωματώνεται στο κόστος του ασώματος περιουσιακού στοιχείου.

Για την αποτύπωση των εσόδων από καταθέσεις θα γίνει η εξής εγγραφή:

Χρέωση: Ταμείο	100.000	
Πίστωση: Ασώματο περιουσιακό στοιχείο		100.000

**Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο**

Κατά την ανάπτυξη της ενότητας 4.2.2, το κόστος δανεισμού επιβαρύνει το κατασκευαστικό κόστος. Βάσει αυτής της θεώρησης, για την εγγραφή του χρηματοοικονομικού κόστους θα γίνει η εξής εγγραφή:

Χρέωση: Κατασκευαστικό κόστος	1.500.000	
Πίστωση: Ταμείο		1.500.000

Αντίστοιχα, για την εγγραφή του χρηματοοικονομικού εσόδου, θα γίνει η εξής εγγραφή:

Χρέωση: Ταμείο	100.000	
Πίστωση: Κατασκευαστικό κόστος		100.000

Εν' συνεχεία, τα κατασκευαστικά κόστη σχετίζονται με τα κατασκευαστικά έσοδα που αναγνωρίζονται βάσει του IAS 11 (B μέρος, ενότητα 2), και όλα τα κονδύλια απεικονίζονται στην Κατάσταση Συνολικών Εσόδων της περιόδου όπου πραγματοποιήθηκαν.

## 7. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΥΝΤΗΡΗΣΗΣ

Ο φορέας εκμετάλλευσης μπορεί να έχει συμβατικές υποχρεώσεις που πρέπει να εκπληρώσει ως όρο για την εκπλήρωση των όρων της σύμβασης και πιο συγκεκριμένα ενδέχεται να πρέπει:

- (α) να διατηρήσει την υποδομή σε ένα καθορισμένο επίπεδο χρησιμότητας ή/και
- (β) να αποκαταστήσει την υποδομή σε μια καθορισμένη κατάσταση πριν την παραδώσει στην παραχωρούσα αρχή κατά τη λήξη της συμφωνίας παραχώρησης του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών.

Για παράδειγμα, ο Ανάδοχος ενός δρόμου με διόδια ενδεχομένως να πρέπει να επαναστρέψει τον δρόμο, με σκοπό να διασφαλίσει ότι η κατάσταση του δεν θα επιδεινωθεί κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο. Η παράγραφος 21 της IFRIC 12 ορίζει ότι τέτοιου είδους συμβατικές υποχρεώσεις συντήρησης ή επαναφοράς της υποδομής πρέπει να επιμετρώνται σύμφωνα με το IAS 37 «Προβλέψεις, πιθανές υποχρεώσεις και πιθανά περιουσιακά στοιχεία». Το IAS 37 ορίζει ότι πρέπει να γίνεται μια εκτίμηση του εξόδου που θα παρουσιάζει την παρούσα υποχρέωση στο τέλος της περιόδου αναφοράς και να αναγνωρίζεται ως πρόβλεψη (**Parada J., Poole V. 2011**).

Τα στοιχεία που λαμβάνει υπόψη ο Ανάδοχος για τον υπολογισμό του κόστους προβλέψεων που αναλογούν σε μια περίοδο και την διαμόρφωση της συνολικής υποχρέωσης στο τέλος της κλειόμενης περιόδου καθορίζονται από τρεις παράγοντες:

- ✓ Την βέλτιστη εκτίμηση της υποχρέωσης,
- ✓ Την χρονική στιγμή που πρέπει να εκπληρωθεί η δέσμευση,
- ✓ Το χρησιμοποιούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο.

### Βέλτιστη εκτίμηση της υποχρέωσης

Βέλτιστη εκτίμηση της υποχρέωσης είναι η βέλτιστη εκτίμηση της δαπάνης που απαιτείται, για να διακανονιστεί η παρούσα δέσμευση κατά το τέλος της περιόδου αναφοράς (**IAS 37:36**).

Για παράδειγμα, αν η οικονομική οντότητα εκτιμήσει ότι κατά την διάρκεια της χρήσης θα προβεί σε δαπάνες συντήρησης της υποδομής, όπου

Κατά 40% θα ανέρχονται σε 100.000 €,

Κατά 30% θα ανέρχονται σε 150.000 € και

Κατά 30% θα ανέρχονται σε 80.000 €,

Η εκτίμηση της συνολικής υποχρέωσης θα είναι  $100.000 \text{ €} * 40\% + 150.000 \text{ €} * 30\% + 80.000 \text{ €} * 30\% = 109.000 \text{ €}$ .

Η χρονική στιγμή που πρέπει να εκπληρωθεί η δέσμευση (ανάπτυξη ερευνητή)

Σε πολλές περιπτώσεις οι εργασίες συντήρησης μιας υποδομής γίνεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα και όχι κάθε χρόνο. Για παράδειγμα, η τεχνική προδιαγραφή συντήρησης ενός δρόμου ενδέχεται να ορίζει ότι η επανάστρωση του θα γίνεται κάθε πέντε χρόνια. Έστω ότι η δέσμευση πρέπει να εκπληρωθεί στο τέλος του πέμπτου χρόνου, η χρονική στιγμή εκπλήρωσης της δέσμευσης ορίζεται το του πέμπτου χρόνου.

Ανεξαρτήτως όμως το πότε θα εκπληρωθεί η δέσμευση και η εταιρεία αποπληρώσει την υποχρέωση που σχετίζεται με αυτή, η φθορά λόγω της χρήσης της υποδομής συντελείται καθ' όλη την διάρκεια της πενταετίας και συνεπώς κάθε χρήση πρέπει να επιβαρυνθεί με το κόστος που αναλογεί στην εκπλήρωση της δέσμευσης. Αν για παράδειγμα, στο τέλος της πενταετίας το ύψος της υποχρέωσης διαμορφωθεί στις 109.000 €, το κόστος που αναλογεί σε κάθε χρήση είναι 21.800 €, προσαρμοσμένο με την παρούσα αξία του χρήματος που αντιστοιχεί στο τέλος της αντίστοιχης κλειόμενης περιόδου.

Το χρησιμοποιούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο (IAS 37:45-47)

Όταν η επίδραση της διαχρονικής αξίας του χρήματος είναι ουσιώδης, το ποσό της πρόβλεψης θα είναι η παρούσα αξία της δαπάνης που αναμένεται να απαιτηθεί για το διακανονισμό της δέσμευσης. Το επιτόκιο (ή επιτόκια) προεξόφλησης θα είναι ένα προ-φόρου επιτόκιο (ή επιτόκια) που αντανakλά (αντανakλούν) τις τρέχουσες εκτιμήσεις της αγοράς για τη διαχρονική αξία του χρήματος και τους συναφείς με την υποχρέωση κινδύνους.

Αν για παράδειγμα το ύψος της δέσμευσης που εκτιμάται ότι θα εκπληρωθεί στο τέλος της πενταετίας είναι 109.000 €, το κόστος που αναλογεί σε κάθε χρήση είναι 21.800 € και το προεξοφλητικό επιτόκιο καθορίζεται σε 6%, το κόστος από ενδεχόμενες υποχρεώσεις που πρέπει να καταχωρηθεί στο τέλος του πρώτου έτους είναι  $21.800 \text{ €} / (1 + 6\%)^{5-1}$ , δηλαδή 17.267,64 €.

Στο ακόλουθο παράδειγμα χρησιμοποιούνται τα αριθμητικά δεδομένα που αναφέρθηκαν παραπάνω και αναλύεται ο τρόπος που υπολογίζεται το κόστος πρόβλεψης που αναλογεί στην χρήση και η διαμορφωθείσα υποχρέωσης στο τέλος κάθε χρήσης.

<b>Έτος</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Εκτιμώμενο προεξοφλητικό επιτόκιο	6%	6%	6%	6%	6%
Λειτουργικό κόστος πρόβλεψης	17.267,64	18.303,70	19.401,92	20.566,04	21.800,00
Χρηματοοικονομικό κόστος πρόβλεψης	0,00	1.036,06	2.196,44	3.492,35	4.935,85
Υποχρέωση πρόβλεψης στην αρχή της χρήσης	0,00	17.267,64	36.607,40	58.205,77	82.264,15
Χρησιμοποιηθείσες προβλέψεις	0,00	0,00	0,00	0,00	-109.000,00
<b>Υποχρέωση πρόβλεψης στο τέλος της χρήσης</b>	<b>17.267,64</b>	<b>36.607,40</b>	<b>58.205,77</b>	<b>82.264,15</b>	<b>0,00</b>

Ίδια επεξεργασία και Malaysian Accounting Standards Board (2010)

Οι εγγραφές που θα κάνει η εταιρεία για την απεικόνιση του κόστους προβλέψεων και των αντίστοιχων υποχρεώσεων έχουν ως εξής:

### Έτος 1

Χρέωση: Προβλέψεις εκμετάλλευσης 17.267,64

Πίστωση: Υποχρεώσεις από προβλέψεις 17.267,64

**Κατά το τέλος του 2<sup>ου</sup> έτους ή εταιρεία θα κάνει την εξής λογιστική εγγραφή:**

Χρέωση: Προβλέψεις εκμετάλλευσης	18.303,70	
Χρέωση: Χρηματοοικονομικό κόστος προβλέψεων	1.036,06	
Πίστωση: Υποχρεώσεις από προβλέψεις		19.339,76

Η διαμορφωθείσα υποχρέωση στο τέλος του 2<sup>ου</sup> έτους θα ανέρχεται σε Ευρώ 36.607,40 (17.267,64+19.339,76).

Όμοιες εγγραφές με αυτή που έγινε στο τέλος του 2<sup>ου</sup> έτους θα γίνουν στο τέλος του 3<sup>ου</sup>, 4<sup>ου</sup> και 5<sup>ου</sup> έτους. Επιπλέον, η εκπλήρωση της δέσμευσης που θα γίνει στο τέλος του 5<sup>ου</sup> έτους θα απεικονιστεί με την εξής εγγραφή:

Χρέωση: Υποχρεώσεις από προβλέψεις	109.000,00	
Πίστωση: Ταμείο		109.000,00

## **8. Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΥΠΟΔΟΜΩΝ**

Κατά τους **Parada J. και Poole V. (2011)**, μια σύμβαση παραχώρησης μπορεί να απαιτεί ο Ανάδοχος να πραγματοποιεί πρόσθετες κατασκευαστικές εργασίες κατά την διάρκεια της περιόδου λειτουργίας. Είναι στην κρίση του Αναδόχου αν αυτές οι δαπάνες αφορούν συντήρηση της υπάρχουσας υποδομής ή αναβάθμιση της ήδη υπάρχουσας.

Οι κατασκευαστικές εργασίες θεωρείται ότι αναβαθμίζουν μια υπάρχουσα υποδομή αν επεκτείνουν την διάρκεια ζωής ή τις δυνατότητες του περιουσιακού στοιχείου, ακόμα και αν τα πρόσθετα έσοδα ίσως δεν είναι αναγνωρίσιμα σε αυτόνομη βάση.

Για παράδειγμα η κατασκευή μιας πρόσθετης λωρίδας ενός αυτοκινητόδρομου θα αυξήσει την κυκλοφορία των οχημάτων και θα λογίζεται ως αναβάθμιση, ακόμα και αν δεν είναι ξεκάθαρο πόση κίνηση οχημάτων στηρίζει από μόνη της. Σε αυτή την περίπτωση, σύμφωνα με το **IFRIC 12:14** ο φορέας εκμετάλλευσης καταλογίζει τα

έσοδα και τα έξοδα που αφορούν υπηρεσίες κατασκευής ή **αναβάθμισης** σύμφωνα με το ΔΛΠ 11.

Από την άλλη πλευρά, οι κατασκευαστικές εργασίες που δεν επεκτείνουν την διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου ή τις δυνατότητες του λογίζονται ως εργασίες συντήρησης. Σε αυτή την περίπτωση οι συμβατικές εργασίες που πραγματοποιούνται (πχ η υποχρέωση επανάστρωσης ενός αυτοκινητόδρομου που γίνεται κάθε τρία χρόνια) αναγνωρίζονται σύμφωνα με το ΔΛΠ 37 «Προβλέψεις, ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία και ενδεχόμενες υποχρεώσεις», και λογιστικοποιούνται σύμφωνα με όσα αναπτύχθηκαν στην ενότητα 7.

Ένα άλλο σημείο κλειδί για το αν οι κατασκευαστικές εργασίες μιας υποδομής θεωρούνται συντήρηση ή αναβάθμιση είναι η **τακτικότητα με την οποία πραγματοποιούνται (άποψη ερευνητή)**. Για παράδειγμα, η μετατροπή ενός κτηρίου γραφείων σε εμπορικό κέντρο, η οποία πραγματοποιείται μέσα στα πλαίσια μιας σύμβασης παραχώρησης και ο Ανάδοχος λαμβάνει ένα χρηματοοικονομικό ή ασώματο περιουσιακό στοιχείο ή και τα δύο, θεωρείται αναβάθμιση υποδομής και λογιστικοποιείται σύμφωνα με τα μοντέλα που αναπτύχθηκαν στις ενότητες 4.2, 4.3 και 4.4 αντίστοιχα. Αυτό συμβαίνει, γιατί θεωρείται ότι οι εργασίες πραγματοποιήθηκαν μία φορά και αφορούν το σύνολο της διάρκειας σύμβασης παραχώρησης.

Από την άλλη πλευρά, ο ελαιοχρωματισμός ενός κτηρίου που πραγματοποιείται τακτικά και περισσότερες από μία φορές στην διάρκεια της σύμβασης παραχώρησης, θεωρείται συντήρηση και λογιστικοποιείται σύμφωνα με το ΔΛΠ 37 (σχετική ανάλυση στην ενότητα 7).

## **9. ΟΙ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΕΡΜΗΝΕΙΑΣ 12**

Σύμφωνα με την **Μ.Ε.Α. 29 (παράγραφοι 6-7)**, που τέθηκε σε ισχύ την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2001, όλες οι πτυχές μιας συμφωνίας παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών πρέπει να εξετάζονται κατά τον καθορισμό των κατάλληλων γνωστοποιήσεων στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων. Ο φορέας



εκμετάλλευσης και η παραχωρούσα αρχή πρέπει να γνωστοποιούν σε κάθε περίοδο τα κατωτέρω:

- ✓ περιγραφή της συμφωνίας,
- ✓ σημαντικούς όρους της συμφωνίας που μπορεί να επηρεάζουν το ποσό, τον χρόνο και τη βεβαιότητα των μελλοντικών ταμιακών ροών (π.χ. την περίοδο της παραχώρησης, τις ημερομηνίες επανακαθορισμού των τιμών και τη βάση επί της οποίας πραγματοποιείται ο ανακαθορισμός των τιμών ή η αναδιαπραγμάτευση·
- ✓ την φύση και την έκταση (π.χ. ποσότητα, περίοδο χρόνου ή ποσό κατά περίπτωση) των:
  - i) δικαιωμάτων χρήσης συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων,
  - ii) δεσμεύσεων παροχής ή δικαιωμάτων λήψης υπηρεσιών,
  - iii) δεσμεύσεων απόκτησης ή κατασκευής ενσώματων παγίων στοιχείων,
  - iv) δεσμεύσεων παράδοσης ή δικαιωμάτων παραλαβής συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων κατά το τέλος της περιόδου παραχώρησης,
  - v) δυνατοτήτων ανανέωσης και τερματισμού της συμφωνίας και
  - vi) άλλων δικαιωμάτων και δεσμεύσεων (π.χ. μεγάλης έκτασης επισκευές) και
- ✓ αλλαγές στη συμφωνία που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια της περιόδου και
- ✓ πώς ταξινομήθηκε η συμφωνία παροχής υπηρεσιών.
- ✓ το ύψος των εσόδων και των κερδών και ζημιών που αναγνωρίζονται κατά τη διάρκεια της περιόδου για την ανταλλαγή υπηρεσιών κατασκευών με ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή ένα άυλο περιουσιακό στοιχείο.

Επιπλέον, η Διερμηνεία 12 έκανε τις ακόλουθες τροποποιήσεις στην Μ.Ε.Δ. 29. Συγκεκριμένα, οι εν' λόγω τροποποιήσεις αφορούν τα εξής:

- ✓ Πώς ταξινομήθηκε μια σύμβαση παροχής υπηρεσιών,
- ✓ Το ύψος των εσόδων και κερδών ή ζημιών που αναγνωρίστηκαν στην περίοδο μετατροπής των κατασκευαστικών υπηρεσιών σε χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή ασώματο περιουσιακό στοιχείο (*Parada J., Poole V. - Deloitte – 2011*).

Οι απαιτούμενες γνωστοποιήσεις σύμφωνα με την παράγραφο 6 της παρούσας Διερμηνείας παρέχονται μεμονωμένα για κάθε συμφωνία παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών ή συνολικά για κάθε κατηγορία συμφωνιών παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών. Μια κατηγορία είναι ένα σύνολο συμφωνιών

παραχώρησης δικαιώματος παροχής υπηρεσιών που αφορούν υπηρεσίες παρόμοιας φύσης (π.χ. εισπράξεις διοδίων και υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών και επεξεργασίας υδάτων).

Στα Παραρτήματα Ι και ΙΙ επισυνάπτονται αποσπάσματα Οικονομικών Καταστάσεων, όπου εμφανίζονται οι γνωστοποιήσεις που πρέπει να γίνονται.

## **10. Η ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΣΤΟΝ ΟΜΙΛΟ**

Σε πολλές περιπτώσεις ο Ανάδοχος του έργου δεν κατασκευάζει απευθείας το έργο, αλλά συστήνει μια κατασκευαστική εταιρεία, που είναι θυγατρική του Αναδόχου. Σε αυτή την περίπτωση η Κατασκευαστική εταιρεία λαμβάνει υλικά και υπηρεσίες από ανεξάρτητες εταιρείες και τιμολογεί το συνολικό κατασκευαστικό κόστος (πλέον του επιχειρηματικού κέρδους) στον Ανάδοχο.

Η κατασκευαστική εταιρεία εγγράφει στα βιβλία της το κατασκευαστικό κόστος, καθώς και τα έσοδα από τις τιμολογήσεις προς τον Ανάδοχο του έργου. Από την άλλη πλευρά ο Ανάδοχος εμφανίζει στα βιβλία του το κατασκευαστικό κόστος που της έχει τιμολογήσει η κατασκευαστική εταιρεία.

Κατά την σύνταξη του ενοποιημένου Ισολογισμού οι συναλλαγές των δύο συνδεδεμένων εταιριών απαλείφονται ολοκληρωτικά και κατά **τις παραγράφους 20-21 του IAS 27** συμβαίνουν τα εξής:

«20. Ενδοομιλικά υπόλοιπα, συναλλαγές, έσοδα και έξοδα απαλείφονται ολοκληρωτικά.

21. Ενδοομιλικά υπόλοιπα και συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένων των εσόδων, των εξόδων και των μερισμάτων απαλείφονται ολοκληρωτικά. Κέρδη και ζημιές που είναι αποτέλεσμα ενδοομιλικών συναλλαγών που αναγνωρίζονται στα περιουσιακά στοιχεία, όπως τα αποθέματα και τα πάγια, απαλείφονται ολοκληρωτικά. Ενδοομιλικές ζημιές ενδεχομένως να υποδεικνύουν μια απομείωση που απαιτείται στην αναγνώριση των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Το ΔΛΠ 12 «Φόρος Εισοδήματος» αναφέρεται σε προσωρινές διαφορές που ανακύπτουν από την απαλειφή κερδών και ζημιών, που είναι αποτέλεσμα των ενδοομιλικών συναλλαγών.»

## 10.1 ΑΠΑΛΕΙΦΗ ΔΙΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΚΕΡΔΩΝ Η ΖΗΜΙΩΝ) ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

«Κατά τον Λουμιώτη Β. (2010)<sup>5</sup> και τον Αληφαντή Γ. (2014), στην περίπτωση πώλησης παγίων στοιχείων, μεταξύ των εταιριών του Ομίλου, το τυχόν αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία), που προκύπτει από την πώληση αυτή, εμφανίζεται σε λογαριασμό των έκτακτων αποτελεσμάτων της πωλήτριας.

Σημειώνεται ότι, το ανωτέρω αποτέλεσμα θεωρείται, σε επίπεδο ομίλου, ως μη πραγματοποιηθέν, επειδή ο Όμιλος, ως μία οργανική επιχείρηση, δεν νοείται να διενεργεί πωλήσεις πάγιων στοιχείων στον εαυτόν του.

Για το λόγο αυτόν, πρέπει, κατά την ενοποίηση, να γίνεται απάλειψη του αποτελέσματος αυτού. Επίσης, γίνεται υπολογισμός της αναλογίας τρίτων στα κέρδη από την πώληση παγίων.»

Αντίστοιχα, κάτι παρόμοιο συμβαίνει και με την τιμολόγηση ενός έργου από την Κατασκευάστρια Εταιρεία (Θ) προς τον Ανάδοχο (Μ). Για την καλύτερη κατανόηση των ανωτέρω, παραθέτουμε το εξής παράδειγμα:

### 10.1.1 ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΙ ΑΣΩΜΑΤΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ

Έστω ότι η Θ κατασκευάζει μια υποδομή (π.χ. αυτοκινητόδρομος) για λογαριασμό της Μ. Η υποδομή κοστίζει στην Θ 100.000 € και τιμολογείται στην Θ 120.000 €. Η ωφέλιμη ζωή της υποδομής (διάρκεια σύμβασης παραχώρησης) είναι 20 χρόνια. Η Μ αναγνωρίζει την υποδομή στα βιβλία της βάσει του μοντέλου του Ασώματου περιουσιακού στοιχείου. Τα ισοζύγια της Θ και Μ προ εγγραφών ενοποίησης έχουν ως εξής:

#### Ισοζύγιο Θ προ εγγραφών ενοποίησης

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ
Ταμείο	120.000	
Κεφάλαιο		100.000
Κατασκευαστικά κόστη	100.000	

<sup>5</sup> Λουμιώτης Β. – 2010 – σελ. 50 και ίδια επεξεργασία

Έσοδα από τιμολογήσεις		120.000
<b>Σύνολα</b>	<b>220.000</b>	<b>220.000</b>

Ίδια επεξεργασία

**Αντίστοιχα το Ισοζύγιο της Μ προ εγγραφών ενοποίηση έχει ως εξής:**

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ
Συμμετοχές	100.000	
Ασώματες Ακινήτοποιήσεις (Τιμολογήσεις Θ)	120.000	
Ταμείο	50.000	
Κεφάλαιο		270.000
<b>Σύνολα</b>	<b>270.000</b>	<b>270.000</b>

Ίδια επεξεργασία

Κατά την ενοποίηση των Ισοζυγίων της Μ με την Θ απαλείφονται τα κατασκευαστικά κόστη της Θ με τα Έσοδα της Θ και η διαφορά (20.000 €) απομειώνει της Ασώματες Ακινήτοποιήσεις της Μ. Το προκύπτων ενοποιημένο Ισοζύγιο των Μ και Θ με τις αντίστοιχες εγγραφές ενοποίησης έχει ως εξής:

**Ενοποιημένο Ισοζύγιο**

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ	ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ
<b>Στοιχεία Ισοζυγίου Μ</b>				
Συμμετοχές	100.000		-100.000 (1)	0
Ασώματες Ακινήτοποιήσεις (Τιμολογήσεις Θ)	120.000		-20.000 (2)	100.000
Ταμείο	50.000			50.000
Κεφάλαιο		270.000		(270.000)
<b>Σύνολα</b>	<b>270.000</b>	<b>270.000</b>		
<b>Στοιχεία Ισοζυγίου Θ</b>				
Ταμείο	120.000			120.000
Κεφάλαιο		100.000	100.000(1)	0
Κατασκευαστικά κόστη	100.000		-100.000 (2)	0
Έσοδα από τιμολογήσεις		120.000	120.000(2)	0
<b>Σύνολα</b>	<b>220.000</b>	<b>220.000</b>		<b>0</b>

Ίδια επεξεργασία

Σημειώνεται, επίσης, ότι οι αποσβέσεις, επί της ανωτέρω υποδομής, πρέπει να γίνονται, σε επίπεδο Ομίλου, μέχρι του συνολικού ποσού 100.000 € (το αρχικό κατασκευαστικό κόστος που τιμολογήθηκε από ανεξάρτητους τρίτους στην Θ) και όχι επί του ποσού των 120.000 €, που είναι το σύνολο των τιμολογήσεων της Θ προς την Μ. Επομένως, κατά την διαδικασία ενοποίησης των δύο Ισοζυγίων και σε κάθε διαχειριστική χρήση, πρέπει να αναμορφώνονται οι αποσβέσεις που αναλογούν στο ενδοομιλικό κέρδος της Θ από την Μ.

Αρχικά, η εγγραφή της απόσβεσης που θα κάνει η Θ στα βιβλία της έχει ως εξής:

Χρέωση: Αποσβέσεις	6.000	
Πίστωση: Αποσβεσμένα περιουσιακά στοιχεία		6.000
(Κόστος 120.000/20 χρόνια=6.000 €)		

Κατά την διαδικασία ενοποίησης, απαιτείται να προσαρμοσθεί το ύψος των αποσβέσεων της χρήσης στην αξία που αντιστοιχεί στο ηλικίο του πραγματικού κατασκευαστικού κόστους που επιβαρύνθηκε ο Όμιλος προς την ωφέλιμη διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου (100.000 €/20 χρόνια=5.000 €). Επομένως, κατά την διαδικασία ενοποίησης θα μειωθούν οι αποσβέσεις του Ομίλου κατά μία μονάδα και θα γίνει η εξής λογιστική εγγραφή:

Χρέωση: Αποσβεσμένα περιουσιακά στοιχεία	1.000	
Πίστωση: Αποσβέσεις		1.000

### **10.1.2 ΕΝΟΠΙΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟ ΣΤΟΙΧΕΙΟ**

Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 6.1 το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο δεν πληροί τις προϋποθέσεις ενός περιουσιακού στοιχείου. Λαμβάνοντας υπόψη τα όσα αναπτύχθηκαν στην ενότητα 4.2, θεωρούμε ότι κατά την κτήση του περιουσιακού στοιχείου, η αξία που εμφανίζεται στα βιβλία του Αναδόχου είναι η εύλογη αξία των κατασκευαστικών υπηρεσιών που παρείχε ο Ανάδοχος στην Παραχωρούσα Αρχή. Παρότι η αξία των τιμολογήσεων της Θ στην Μ είναι 120.000, αν ο Ανάδοχος θεωρήσει ότι η εύλογη αξία του έργου που παρέδωσε στην Παραχωρούσα αρχή είναι

διαφορετική, τότε αυτή πρέπει να εμφανιστεί στον Ενοποιημένο Ισολογισμό της Μ με την Θ.

Λαμβάνοντας υπόψη τα αριθμητικά δεδομένα της ενότητας 10.1.1, αν για παράδειγμα θεωρηθεί ότι η εύλογη αξία αποτιμάται σε 130.000 €, τα Ισοζύγια προ και μετά ενοποίησης θα διαμορφωθούν ως εξής:

#### Ισοζύγιο Θ προ εγγραφών ενοποίησης

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ
Ταμείο	120.000	
Κεφάλαιο		100.000
Κατασκευαστικά κόστη	100.000	
Έσοδα από τιμολογήσεις		120.000
<b>Σύνολα</b>	<b>220.000</b>	<b>220.000</b>

Ίδια επεξεργασία

#### Ισοζύγιο της Μ προ εγγραφών ενοποίησης

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ
Συμμετοχές	100.000	
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (Τιμολ. Θ)	120.000	
Προσαρμογές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία	10.000	
Ταμείο	50.000	
Κεφάλαιο		270.000
Κατασκευαστικά έσοδα του IAS 11		10.000
<b>Σύνολα</b>	<b>280.000</b>	<b>280.000</b>

Ίδια επεξεργασία

Κατά την ενοποίηση των δύο Ισοζυγίων, δεν πραγματοποιείται ουδεμία απαλοιφή συναλλαγών μεταξύ Μ και Θ, γιατί η εύλογη αξία της απαίτησης είναι μεγαλύτερη από το σύνολο των τιμολογήσεων της Μ. Το ενοποιημένο Ισοζύγιο θα διαμορφωθεί ως εξής:

### Ενοποιημένο Ισοζύγιο

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΧΡΕΩΣΗ	ΠΙΣΤΩΣΗ	ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ
<b>Στοιχεία Ισοζυγίου Μ</b>				
Συμμετοχές	100.000		-100.000 (1)	0
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (Τιμολογήσεις Θ)	120.000			120.000
Προσαρμογές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία	10.000			10.000
Ταμείο	50.000			50.000
Κεφάλαιο		270.000		-270.000
Έσοδα από κατασκευαστικά συμβόλαια (ΔΛΠ 11) <sup>6</sup>		10.000		-10.000
<b>Σύνολα</b>	<b>280.000</b>	<b>280.000</b>		
<b>Στοιχεία Ισοζυγίου Θ</b>				
Ταμείο	120.000			120.000
Κεφάλαιο		100.000	100.000 (1)	0
Κατασκευαστικά κόστη	100.000		-100.000 (2)	0
Έσοδα από τιμολογήσεις		120.000	100.000 (2)	-20.000
<b>Σύνολα</b>	<b>220.000</b>	<b>220.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Ίδια επεξεργασία

Η αξία του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου που εμφανίζεται στον ενοποιημένο Ισολογισμό είναι 130.000 και αντιστοιχεί στην παρούσα αξία των εγγυημένων πληρωμών της Παραχωρούσας Αρχής που αντιστοιχούν στο μέρος των κατασκευαστικών υπηρεσιών.

Η διαφορά μεταξύ της συνολικής παρούσας αξίας των εγγυημένων πληρωμών και του μέρους της παρούσας αξίας που αντιστοιχεί στην αξία των κατασκευαστικών υπηρεσιών αντιμετωπίζεται λογιστικά σύμφωνα με τα όσα αναπτύχθηκαν στην ενότητα 7.

<sup>6</sup> Χέβας Δ. - 2007

## 11. Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Την ώρα που η λογιστική πληροφόρηση χρησιμοποιείται ευρέως για την λήψη βραχυχρόνιων αποφάσεων (όπως η τιμολόγηση ή ο σχεδιασμός παραγωγής), η χρησιμότητα των λογιστικών πληροφοριών για τη λήψη μακροπρόθεσμων αποφάσεων έχει ευρέως αμφισβητηθεί λόγω της βραχυχρόνιας εστίασης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών (Magni C.A., 2015). Την ίδια στιγμή όλο και περισσότερα λογιστικά εγχειρίδια προτείνουν την χρησιμοποίηση προτύπων εταιρικής χρηματοοικονομικής που εστιάζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών (NPV – Net Present Value), ενώ ως προτεινόμενη εναλλακτική μέθοδος εμφανίζεται αυτή του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης (IRR – Internal Rate Return). (Brealey, Myers, & Allen, 2011, Berk & DeMarzo, 2011, Frezatti, De Souza, Capuano Da Cruz, Girão Barroso, & De Camargo Carmacho, 2013).

Κατά τον Magni C.A., 2015, η χρήση λογιστικής πληροφόρησης για εταιρικές επενδυτικές αποφάσεις είναι συμβατή για εφαρμογές της καθημερινής ζωής. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι ταμειακές ροές πηγάζουν από λογιστικές εκτιμήσεις. Για να εκτιμήσουν οι οικονομικοί διευθυντές τις ταμειακές ροές ενός έργου, ξεκινούν από την πρόβλεψη των κερδών (Berk & De Marzo, 2011, Titman & Martin, 2011, Finnerty, 2013). Ανάμεσα στους τύπους των επενδύσεων που απαιτούν την σύνταξη εκτιμώμενων οικονομικών καταστάσεων (pro forma) είναι εταιρείες που βρίσκονται στο ξεκίνημα τους, συναλλαγές που έχουν να κάνουν με εξαγορές, καθώς και εταιρείες που εμπíπτουν στο project finance, όπου είναι το θέμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Η τεχνική παρούσας αξίας εξαρτάται από τα γεγονότα και τις συνθήκες που αφορούν συγκεκριμένα το επιμετρούμενο περιουσιακό στοιχείο ή την υποχρέωση, το επιχειρηματικό περιβάλλον που δραστηριοποιείται η οικονομική μονάδα και την διαθεσιμότητα επαρκών δεδομένων. Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 4.1.3, η μέθοδος της παρούσας αξίας βασίζεται στις εξής δύο μεταβλητές:

- ✓ Το χρησιμοποιούμενο προεξοφλητικό επιτόκιο,
- ✓ Τις προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές.



## 11.1 ΤΟ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΤΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ – Ο ΔΕΙΚΤΗΣ WACC

Κατά τον **Capinski M. – 2006**, το ερώτημα είναι τι είδος ταμειακών ροών μπορεί η οικονομική μονάδα να χρησιμοποιήσει και ποιο προεξοφλητικό επιτόκιο. Κατά τον ίδιο επενδυτή, ο κύριος στόχος είναι η εκτίμηση της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Ως προς αυτό, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι ταμειακές ροές των μετόχων και να χρησιμοποιηθεί ως δείκτης το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Αυτή η προσπάθεια ονομάζεται **άμεση μέθοδος**. Η **έμμεση μέθοδος** βασίζεται στις **ελεύθερες** ταμειακές ροές προεξοφλημένες από το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital ή αλλιώς WACC) από το οποίο αφαιρείται η αξία του χρέους, το οποίο, αν ο πιστωτικός κίνδυνος είναι αμελητέος, είναι κοντά στην αξία των βιβλίων, η οποία είναι εύκολα διαθέσιμη. Ο τύπος του WACC υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

Όπου:

$MV_e$  είναι η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων,

$MV_d$  είναι η αγοραία αξία το χρέους,

$R_d$  είναι το κόστος του χρέους,

$R_e$  είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και

t είναι ο συντελεστής φορολογίας

Το εργαλείο που μας βοηθάει να βρούμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ( $r_e$ ) είναι το CAPM (Capital Asset Pricing Market), το οποίο λαμβάνει υπόψη τον συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, ο οποίος προκύπτει από την υπόθεση ότι ο συγκεκριμένος κίνδυνος είναι αποτέλεσμα διασποράς κινδύνου. Το μοντέλο CAPM προσθέτει ένα κέρδος στο επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free), το οποίο αντανακλά την πλεονάζουσα απόδοση που απαιτείται σε μια επένδυση κεφαλαίου (το αγοραίο Equity Risk Premium ή ERP) και την αναλογία αυτού του κέρδους (beta factor) στο περιουσιακό στοιχείο ή την υποχρέωση (**Ernst and Young, 2015**).

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που υπολογίζεται με το μοντέλο CAPM, έχει ως εξής:

$$r_e = r_f + \beta_\alpha(r_m - r_f)$$

Όπου:

$r_f$  = το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

$\beta_\alpha$  = ο συστημικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με την αγορά

$r_m$  = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

Κατά την άποψη των περισσότερων οικονομολόγων, ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι η απόδοση των κρατικών ομολόγων πολυετούς διάρκειας (συνήθως 10 ετών). Η σύνδεση μεταξύ της απόδοσης των κρατικών ομολόγων και την εκτίμησης του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου είναι αποτέλεσμα της υπόθεσης ότι τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων αντιπροσωπεύουν την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων χωρίς κίνδυνο. Ενδεικτικά, το επιτόκιο του Ελληνικού 10ετούς ομολόγου που ίσχυε κατά την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου των ετών 2012, 2013 και 2014 ήταν 11,922%, 8,574% και 9,601% αντίστοιχα<sup>7</sup>.

Από την άλλη πλευρά ο συντελεστής Beta μετράει το βαθμό μεταβλητότητας μιας μετοχής σε σχέση με την διακύμανση της αγοράς στην οποία λειτουργεί. Υπολογίζεται ως ο λόγος της μεταβολής (%) μιας μετοχής μια περίοδο προς την συνολική μεταβολή των μετοχών της ίδιας περιόδου. Όταν η απόδοση μιας μετοχής ισούται με 1, τότε η απόδοση μιας μετοχής ευθυγραμμίζεται με την μέση απόδοση της αγοράς. Όταν ο δείκτης Beta είναι < 1 η μετοχή θεωρείται αμυντική, ενώ όταν  $B > 1$ , η μετοχή θεωρείται επιθετική.

## 11.2 ΟΙ ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΕΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Κατά τον **Magni C.A., 2015**, η αξία μιας εταιρείας SPV στον χρόνο  $t$  ( $B_t$ ) ισοδυναμεί με την καθαρή αξία των παγίων (NFA ή Net Fixed Assets) πλέον του κεφαλαίου κίνησης (WC ή Working Capital), δηλαδή  $B_t = NFA_t + WC_t$ . Μετά την λήξη του project και την εκκαθάριση της SPV,  $B_t = 0$ . Ως καθαρή αξία παγίων νοούμε το

<sup>7</sup> <http://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>

σύνολο της αγοραίας αξίας παγίων, πλέον τις προσθήκες, μείον τις συσσωρευμένες αποσβέσεις, συσσωρευμένες απομειώσεις και υποχρεώσεις που σχετίζονται με την αξία των παγίων. Ως κεφάλαιο κίνησης νοούμε την αξία του κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον την αξία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Περαιτέρω, κατά τον **Magni C.A., 2015**, βάση για τον υπολογισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι ο δείκτης NOPAT (Net Operating Profits After Taxes). Ο δείκτης αυτός στηρίζεται στα εκτιμώμενα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) μειωμένα κατά τον φόρο που αναλογεί σε αυτά. Η εκτίμηση των μελλοντικών λειτουργικών κερδών επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Κατά τους **Rotkowski A., Clough E., 2013**, τα ετήσια λειτουργικά κέρδη πρέπει κάθε χρόνο να προσαρμόζονται κατά ένα δείκτη που ονομάζεται δείκτης μακροπρόθεσμης ανάπτυξης (Long Term Growth rate ή LTG). Ο δείκτης αυτός επηρεάζεται από ποιοτικούς παράγοντες, όπως οργανικές ή μη οργανικές στρατηγικές ανάπτυξης, προηγούμενες χρηματοοικονομικές πληροφορίες, προβλέψεις της Διοίκησης, τον αναμενόμενο πληθωρισμό ή/και την πραγματική ανάπτυξη (ή ύφεση) της οικονομίας.

Έστω ότι οι αποσβέσεις της εταιρείας στον χρόνο  $t$  είναι οι  $Da_t$ , ο δείκτης  $EBIT = EBITDA - Da_t$ . Αν χάρη συντομίας θεωρήσουμε ότι ο  $x_t^T = NOPAT$ , τότε  $x_t^T = NOPAT = EBIT * (1 - T)$ , όπου  $T$  είναι ο συντελεστής φορολογίας της εταιρείας.

Εν' συνεχεία, αν στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων της χρήσης  $t$  αφαιρέσουμε τις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης  $\Delta WC_t$  και τις μεταβολές των καθαρών παγίων στοιχείων  $\Delta NFAt$ , βρίσκουμε την ελεύθερη ταμειακή ροή της εταιρείας στην χρήση  $t$  (free cash flow), την οποία ονομάζουμε  $F_t$ . Ο τύπος εύρεσης της ελεύθερης ταμειακής ροής της χρήσης  $t$  έχει ως ακολούθως:

$$F_t = x_t^T - (\Delta WC_t + \Delta NFAt),$$

Το σύνολο των μη προεξοφλημένων ταμειακών ροών στην διάρκεια ζωής της SPV αναλύεται ως εξής:

$NPV_{F1} + NPV_{F2} + \dots + NPV_{Ft} + NPV_{RV}$ , όπου  $RV$  είναι η υπολειμματική αξία της εταιρείας κατά την λήξη του project και πριν την εκκαθάριση της.

Για την εύρεση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών κατά τον χρόνο  $t$  χρησιμοποιούμε ως προεξοφλητικό επιτόκιο αυτό που προκύπτει μέσα από την εφαρμογή του μοντέλου WACC που αναλύθηκε στην προηγούμενη ενότητα. Έτσι, ως

επιτόκιο για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών  $F_t$  στον χρόνο 0 χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο τύπο:

$$V_{t,0} = \prod_{h=1}^t (1 + WACC_h)^{-1}$$

Κατόπιν τούτου, για την εύρεση της παρούσας αξίας της  $F_t$  χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:  $NPV_{F_t} = (x_t^r - (\Delta WC_t + \Delta NFA_t)) * V_{t,0} = F_t * V_{t,0}$

Αντίστοιχα, η αξία της SPV (χάρη συντομίας BV) στον χρόνο 0 είναι το σύνολο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών στην διάρκειας ζωής της SPV και αναλύεται ως εξής:

$$B_0 = NPV_{F_1} + NPV_{F_2} + \dots + NPV_{F_t} + NPV_{RV_t}, \text{ δηλαδή}$$

$$B_0 = \sum_{F_n=1}^t NPV_{F_n} + NPV_{RV_t}.$$

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

## ΜΕΡΟΣ Γ

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΥΛΟΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ – CASE STUDY

#### 1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η ανάλυση της εύλογης αξίας της Αττικής Οδού μέσω της μεθοδολογίας που αναπτύχθηκε στην ενότητα 11, δηλαδή της λογιστικής των εκτιμώμενων προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών. Οι λόγοι που επέλεξα να ερευνήσω την συγκεκριμένη εταιρεία και όχι κάποια άλλη είναι οι εξής:

- ✓ Η συγκεκριμένη εταιρεία συντάσσει Οικονομικές Καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, κάτι που αφενός ευθυγραμμίζεται με το θεωρητικό μέρος της διπλωματικής εργασίας και αφετέρου με το γεγονός ότι στις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις συμπεριλαμβάνονται στοιχεία που είναι απαραίτητα για την εύρεση των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών,
- ✓ Η εταιρεία εκμετάλλευσης της Γέφυρας Ρίου – Αντιρρίου δεν δημοσιεύει τις Οικονομικές της Καταστάσεις στο site της στο διαδίκτυο και τα πιο πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία της εταιρείας που υπάρχουν στο διαδίκτυο είναι εκείνα της χρήσης 2011, όπου είναι διαθέσιμα στην ιστοσελίδα του Εθνικού Τυπογραφείου.
- ✓ Οι εταιρείες κατασκευής και εκμετάλλευσης της Ιονίας Οδού, του Αυτοκινητόδρομου Κεντρικής Ελλάδος, της Ολυμπίας Οδού και του Αυτοκινητόδρομου Αιγαίου (Μαλιακός – Κλειδί) βρίσκονται στο κατασκευαστικό στάδιο. Οι εργασίες κατασκευής των συγκεκριμένων έργων διακόπηκαν πριν τρία χρόνια και ξεκίνησαν ξανά τον περασμένο χρόνο. Πρόσφατα μάλιστα (29/6/2015) ανακοινώθηκε από την ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ ότι είναι πολύ πιθανό να διακοπούν ξανά τα έργα, λόγω αδυναμίας χρηματοδότησής τους<sup>8</sup>. Ως εκ' τούτου, το γεγονός της πιθανής διακοπής των συγκεκριμένων έργων, καθιστά αβέβαιη την πραγματοποίησή τους και τον προσδιορισμό των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών.

---

<sup>8</sup> <http://www.agrinioimes.gr/%CF%84%CE%AD%CF%81%CE%BD%CE%B1%CE%B7-%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CE%BA%CE%BF%CF%80%CE%AE-%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%B9%CF%8E%CE%BD-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%B9%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1/>

Οι περιορισμοί που τέθηκαν στην πραγματοποίηση της έρευνας μου έγκειται στο γεγονός ότι στις οικονομικές καταστάσεις δεν παρέχεται επαρκής πληροφόρηση για την χρονική τακτοποίηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και την εκτιμώμενη είσπραξη των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων. Ενδεικτικά, δεν παρατίθενται σημαντικά στοιχεία για την έγκυρη εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών, όπως οι τοκοχρεολυτικοί πίνακες απόσβεσης των δανείων, το μέσο επιτόκιο δανεισμού και η μέθοδος σχηματισμού της πρόβλεψης βαριάς συντήρησης. Σε αρκετές περιπτώσεις, όπου τα ποσά είναι μεγάλα, προκειμένου να μην υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις με τα πιθανές ταμειακές ροές, εκτίμησα μόνος τον χρονικό προσδιορισμό των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και απαιτήσεων.

## **2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την προσέγγιση της εύλογης αξίας της ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ, είναι αυτή του προσδιορισμού και της προεξόφλησης των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών. Τα στοιχεία που βρήκα για την εκπόνηση της έρευνας προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, που έχουν δημοσιευτεί στον ιστότοπο ενός εκ' των Μετόχων της «ΕΛΛΑΚΤΩΡ».

Η βάση για τον υπολογισμό των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών είναι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της εταιρείας μετά από φόρους, δηλαδή τα κέρδη προ φόρων και τόκων μειωμένα κατά τον φόρο εισοδήματος που αναλογεί σε αυτά. Στα συγκεκριμένα κέρδη προστίθονται οι αποσβέσεις παγίων και αφαιρούνται (ή προστίθονται) οι εισροές/εκροές που προέρχονται από την μεταβολή των υποχρεώσεων και των απαιτήσεων.

Ως βάση για τον προσδιορισμό των εκτιμώμενων κερδών είναι τα λειτουργικά κέρδη της χρήσης 2014. Τα κέρδη αυτά προσαρμόζονται κάθε χρόνο με έναν δείκτη μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης, που ισοδυναμεί με τον δείκτη τιμών καταναλωτή που ισχύει για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των

μεταφορών. Ο συγκεκριμένος δείκτης τιμών καταναλωτή του Δεκεμβρίου 2014 σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2013 είναι 2,9%<sup>9</sup>.

Ως φόρος που αναλογεί στα λειτουργικά κέρδη είναι ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος που ισχύει για τις Ανώνυμες Εταιρείες (ο τρέχων συντελεστής είναι 29%), πλέον του φόρου που αναλογεί στα μερίσματα (10% επί των διανεμόμενων κερδών). Η συνολική φορολογική επιβάρυνση λόγω της επιβολής των δύο συντελεστών ανέρχεται σε 36,1%.

Οι ετήσιες αποσβέσεις των παγίων και οι αποσβέσεις των επιχορηγήσεων προκύπτουν από την κατάσταση οικονομικής θέσης και την κατάσταση ταμειακών ροών των οικονομικών καταστάσεων. Η χρονική οριοθέτηση της αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων σε ένα μεγάλο βαθμό προσδιορίζεται από τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων και οι εκτιμώμενες πληρωμές τόκων προκύπτουν από το εκτιμώμενο ύψος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επί του μέσου επιτοκίου κατά την τριετία 2012-2014 .

Ως προς την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών, λαμβάνεται ως επιτόκιο ο δείκτης WACC που αναλύθηκε στην ενότητα 11 του Β μέρους. Για τον προσδιορισμό του CAPM χρησιμοποιήθηκαν τα εξής δεδομένα:

- ✓ Δείκτης beta = 1
- ✓ Επιτόκιο δανεισμού = το μέσο επιτόκιο της εταιρείας την τελευταία τριετία
- ✓ Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου = το μέσο spread του Ελληνικού δεκαετούς Ομολόγου του τελευταίου μήνα του 2014.
- ✓ Ο αναμενόμενος κίνδυνος της αγοράς είναι 9,63 % και στηρίζεται σε μελέτη που είχε κάνει ο οικονομολόγος Peter Bernstein<sup>10</sup> σχετική με την αναμενόμενη κερδοφορία των μετοχών σε διάστημα μεγαλύτερο των 200 χρόνων.

Τέλος, για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας του τέλους της παραχώρησης έλαβα υπόψη το ύψος των εκτιμώμενων λειτουργικών δαπανών της εταιρείας σε διάστημα 3 μηνών. Το ύψος της εκτίμησης αυτών των δαπανών ανέρχεται σε 15 εκατομμύρια Ευρώ. Το ποσό αυτό είναι το όριο ασφαλείας των ταμειακών

<sup>9</sup> [http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p\\_param=A0515&r\\_param=DKT87&y\\_param=2014\\_12&mytabs=0](http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0515&r_param=DKT87&y_param=2014_12&mytabs=0)

<sup>10</sup> <http://www.hussmanfunds.com/rsi/policyportfolio.htm>

διαθεσίμων και είναι απαραίτητο προκειμένου να καλύπτονται βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και πιθανοί κίνδυνοι, όταν η εταιρεία δεν έχει επαρκή έσοδα.

### **3. ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

#### **3.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ**

Η Αττική Οδός είναι ένα πρωτοποριακό έργο που κατασκευάστηκε με τη μέθοδο της παραχώρησης και αποτελεί ένα από τα μεγαλύτερα συγχρηματοδοτούμενα οδικά έργα της Ευρώπης. Ανήκει στην πρώτη γενιά των συγχρηματοδοτούμενων έργων που δημοπρατήθηκαν στην Ελλάδα τη δεκαετία του '90 και επί της ουσίας άνοιξε το δρόμο και έθεσε τις βάσεις για το μέλλον των επιτυχημένων συμβάσεων παραχώρησης, στην ελληνική επικράτεια αλλά και στην Ευρώπη γενικότερα.

Η Αττική Οδός είναι ένας σύγχρονος αυτοκινητόδρομος μήκους 70 χλμ. Αποτελεί τον περιφερειακό δακτύλιο της ευρύτερης μητροπολιτικής περιοχής της Αθήνας και τη σπονδυλική στήλη του οδικού δικτύου ολόκληρου του Νομού Αττικής. Πρόκειται για έναν αστικού τύπου αυτοκινητόδρομο, με 3 λωρίδες κυκλοφορίας και μια λωρίδα έκτακτης ανάγκης ανά κατεύθυνση. Στο μέσον της, σε ειδικά διαμορφωμένο χώρο, κινείται ο προαστιακός σιδηρόδρομος. Αποτελεί έργο υποδομής μοναδικό, ακόμα και για τα ευρωπαϊκά δεδομένα, καθώς είναι ένας κλειστός αυτοκινητόδρομος με διόδια, που διασχίζει μια μητροπολιτική πρωτεύουσα με έντονη κυκλοφοριακή συμφόρηση.

Ο αυτοκινητόδρομος της Αττικής Οδού αποτελεί το συνδετικό κρίκο του οδικού άξονα ΠΑΘΕ (Πάτρα-Αθήνα-Θεσσαλονίκη-Εύζωνοι) αφού συνδέει την Εθνική Οδό Αθηνών-Λαμίας με την Εθνική Οδό Αθηνών-Κορίνθου, παρακάμπτοντας το κέντρο της Αθήνας. Ως κλειστός αυτοκινητόδρομος έχει ελεγχόμενες προσβάσεις και αποτελείται από δύο κάθετα μεταξύ τους τμήματα:

- ✓ Την Ελεύθερη Λεωφόρο Ελευσίνας-Σταυρού-Σπάτων (Ε.Λ.Ε-Σ-Σ), μήκους περίπου 52 χλμ.
- ✓ Τη Δυτική Περιφερειακή Λεωφόρο Υμηττού (Δ.Π.Λ.Υ), μήκους περίπου 13 χλμ
- ✓ Τη Δυτική Περιφερειακή Λεωφόρο Αιγάλεω, μήκους περίπου 5 χλμ.
- ✓ Βασικά Οφέλη



- ✓ Τα οφέλη που προέκυψαν τόσο από την κατασκευή όσο και από τη λειτουργία της Αττικής Οδού είναι πολλά και σημαντικά. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι ο αυτοκινητόδρομος:
- ✓ Δημιουργεί το βασικό κορμό διασύνδεσης όλων των μεταφορικών μέσων και υποδομών της Αττικής: οδικών, εναέριων, σταθερής τροχιάς (Μετρό, Τραμ, Σιδηρόδρομος, Προαστιακός κ.ά.) και λιμανιών.
- ✓ Μειώνει σημαντικά τον κυκλοφοριακό φόρτο της πρωτεύουσας, αφού υπολογίζεται ότι έχει απορροφήσει σημαντικό ποσοστό της συνολικής καθημερινής διαμπερούς κίνησης των οχημάτων στο Λεκανοπέδιο.
- ✓ Συντελεί στην ανάπτυξη και ολοκλήρωση του χωροταξικού και πολεοδομικού σχεδιασμού του Νομού Αττικής.
- ✓ Βοηθά στη στρατηγική αναδιάρθρωση των δικτύων ενέργειας και τηλεπικοινωνιών.
- ✓ Συμβάλλει στην οικιστική και επιχειρηματική ανάπτυξη των απομακρυσμένων περιοχών του Νομού.

Η σύμβαση παραχώρησης του έργου υπογράφηκε στις 23/5/1996 και η λήξη αυτής ορίστηκε το 2024. Η παράδοση των τμημάτων του αυτοκινητόδρομου ξεκίνησε τμηματικά τον Αύγουστο του 2000 και ολοκληρώθηκε τον Σεπτέμβριο του 2003. Το κόστος κατασκευής του έργου ανήλθε σε 1,3 δις Ευρώ περίπου. Το 35% της κατασκευής του έργου καλύφθηκε από το Ελληνικό Δημόσιο και το υπόλοιπο 65% από τον Ανάδοχο του έργου (ίδια συμμετοχή και τραπεζικός δανεισμός) (Πηγή [www.aodos.gr](http://www.aodos.gr) και <http://www.tovima.gr/society/article/?aid=555855>)

### **3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**

Η Αττική Οδός είναι μια ισχυρή εταιρεία, ηγέτιδα στον κλάδο των παραχωρήσεων με μεγάλη ρευστότητα και κερδοφορία. Κατά το τέλος του 2014, το Ενεργητικό της εταιρείας ανέρχονταν σε 878 εκατ. Ευρώ έναντι 1.105 εκατ. Ευρώ στο τέλος της χρήσης 2013. Τα Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας στο τέλος της χρήσης 2014 ανέρχονταν σε 402 εκατ. Ευρώ, έναντι 479 εκατ. Ευρώ την χρήση 2013. Η μείωση στα Ίδια Κεφάλαια οφείλεται στο γεγονός ότι κατά την χρήση 2014, η εταιρεία διένειμε μερίσματα ύψους 111 εκατ. Ευρώ περίπου. Η εταιρεία απασχολεί 1.250 άτομα

προσωπικό όλων των ειδικοτήτων, όπως π.χ. μηχανικοί, συγκοινωνιολόγοι, προσωπικό διαχείρισης διοδίων κτλ.

Κατά την χρήση 2014, ο κύκλος εργασιών της εταιρείας ανήλθε σε 160 εκ. Ευρώ (162 εκ. την χρήση 2013). Τα λειτουργικά κέρδη της εταιρείας (κέρδη προ φόρων και τόκων) ανήλθαν σε 61 εκ. Ευρώ (71 εκ. την χρήση 2013). Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε 54 εκ. Ευρώ (69 εκ. την χρήση 2013) και τα καθαρά κέρδη μετά φόρων ανήλθαν σε 39 εκ. Ευρώ (21 εκ. Ευρώ την χρήση 2013).

Τα βασικά στοιχεία Ισολογισμού της εταιρείας τις χρήσεις 2011-2014 έχουν ως εξής:

**Ισολογισμός 2011-2014**  
(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

<b>Ενεργητικό</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό	615.738	512.292	498.361	480.826
Ταμειακά διαθέσιμα	542.367	518.461	475.185	354.514
Λοιπά στοιχεία Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	115.143	251.582	131.242	43.027
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.273.248</b>	<b>1.282.335</b>	<b>1.104.788</b>	<b>878.367</b>
<b>Παθητικό</b>				
Κεφάλαιο	173.694	173.694	173.694	173.694
Λοιπά στοιχεία Ιδίων Κεφαλαίων	319.438	369.568	306.042	228.711
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (α)</b>	<b>493.132</b>	<b>543.262</b>	<b>479.736</b>	<b>402.405</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	517.983	460.236	337.664	213.640
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	179.996	188.494	189.306	180.540
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>697.979</b>	<b>648.730</b>	<b>526.970</b>	<b>394.180</b>
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	53.947	57.747	52.482	43.232
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	28.190	32.596	45.600	38.550
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>82.137</b>	<b>90.343</b>	<b>98.082</b>	<b>81.782</b>
<b>Γενικό Σύνολο Υποχρεώσεων (β)</b>	<b>780.116</b>	<b>739.073</b>	<b>625.052</b>	<b>475.962</b>
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>	<b>1.273.248</b>	<b>1.282.335</b>	<b>1.104.788</b>	<b>878.367</b>

Υποχρεώσεις/Σύνολο Παθητικού 61,27% 57,63% 56,58% 54,19%

Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Παθητικού 38,73% 42,37% 43,42% 45,81%

Τα συνοπτικά στοιχεία αποτελεσμάτων των χρήσεων 2012-2014 έχουν ως εξής:

### **Αποτελέσματα χρήσεων 2012-2014**

(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

<b>Έτος</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Κύκλος Εργασιών	175.444	162.411	159.668
Κόστος πωληθέντων (εκτός αποσβέσεων)	-71.418	-54.257	-52.196
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>104.026</b>	<b>108.154</b>	<b>107.472</b>
Λοιπά έσοδα και έξοδα	3.023	4.678	-4.151
<b>EBITDA</b>	<b>107.049</b>	<b>112.832</b>	<b>103.321</b>
Αποσβέσεις	-39.702	-41.607	-42.144
<b>EBIT</b>	<b>67.347</b>	<b>71.225</b>	<b>61.177</b>
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-29.932	-23.482	-17.910
Χρηματοοικονομικά έσοδα	26.518	20.965	10.814
<b>Καθαρά αποτελέσματα προ φόρων</b>	<b>63.933</b>	<b>68.708</b>	<b>54.081</b>
Μείον: Φόρος Εισοδήματος	-13.803	-47.790	-15.127
<b>Καθαρά αποτελέσματα μετά φόρων</b>	<b>50.130</b>	<b>20.918</b>	<b>38.954</b>

### **3.3 ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ**

Τα βήματα που ακολούθησα για τον προσδιορισμό των οικονομικών δεδομένων και την πρακτική απεικόνιση της έρευνας είναι τα εξής τρία:

- ✓ Τον χρονικό προσδιορισμό πληρωμής και είσπραξης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων αντίστοιχα.
- ✓ Τον υπολογισμό του χρησιμοποιούμενου επιτοκίου για την προεξόφληση των ταμειακών ροών.
- ✓ Τον προσδιορισμό των εκτιμώμενων ταμειακών ροών από τα λειτουργικά κέρδη της εταιρείας.

Ως προς τον προσδιορισμό των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων, άντλησα στοιχεία από τις σημειώσεις των Οικονομικών Καταστάσεων της χρήσης 2014. Αρχικά, αναζήτησα στις Οικονομικές Καταστάσεις το μέσο επιτόκιο δανεισμού. Το μέσο επιτόκιο δανεισμού δεν προέκυπτε άμεσα από αυτές, αλλά το εξήγαγα υπολογίζοντας τον λόγο της μέσης επιβάρυνσης τόκων την τελευταία τριετία προς το μέσο υπόλοιπο δανείων το ίδιο χρονικό διάστημα. Το επιτόκιο που εξήγαγα ανήλθε σε 5,48%. Εν' συνεχεία εκτίμησα

τις πληροφορίες που δίνονταν για τον χρονικό προσδιορισμό των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων και υποχρεώσεων και όπου δεν υπήρχε πληροφόρηση, επιμέρισα τα ποσά στα εναπομείναντα έτη παραχώρησης μετά το 2015. Το αποτέλεσμα των εκτιμήσεων μου αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα:

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

<b>ΕΙΣΡΟΕΣ - ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ - ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>												
<b>ΕΙΣΡΟΕΣ</b>												
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>		
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	0	0	0	0	0	0	0	0	1.279	1.279		
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως την λήξη τους	0	48.605	0	0	25.112	0	0	0	0	73.717		
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	382.541	0	0	0	0	0	0	0	15.000	397.541		
<b>TAMEΙΑΚΗ ΕΙΣΡΟΗ</b>	<b>382.541</b>	<b>48.605</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>25.112</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>16.279</b>	<b>472.537</b>		
<b>ΕΚΡΟΕΣ</b>												
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>		
Δάνεια	43.232	46.213	50.801	50.801	50.801	15.024	0	0	0	256.872		
Τόκοι Δανείων	14.064	11.697	9.167	6.385	3.604	823	0	0	0	45.740		
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	0	7.392	7.392	7.392	7.392	7.392	7.392	7.392	7.392	59.134		
Προβλέψεις για Αποζημίωση Προσωπικού	0	0	0	0	0	120	120	120	120	480		
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0	157	157	157	157	157	157	157	157	1.252		
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Προβλέψεις	0	14.979	14.979	14.979	14.979	14.979	14.979	14.979	14.979	119.829		
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (πλην δανείων)	38.550	0	0	0	0	0	0	0	0	38.550		
<b>TAMEΙΑΚΗ ΕΚΡΟΗ</b>	<b>95.846</b>	<b>80.437</b>	<b>82.495</b>	<b>79.713</b>	<b>76.932</b>	<b>38.493</b>	<b>22.647</b>	<b>22.647</b>	<b>22.647</b>	<b>521.857</b>		
<b>ΕΙΣΡΟΗ – ΕΚΡΟΗ</b>	<b>286.695</b>	<b>-31.832</b>	<b>-82.495</b>	<b>-79.713</b>	<b>-51.820</b>	<b>-38.493</b>	<b>-22.647</b>	<b>-22.647</b>	<b>-6.368</b>	<b>-49.320</b>		

Για τον προσδιορισμό του επιτοκίου WACC ακολουθήθηκε η διαδικασία που αναλύθηκε στο Κεφάλαιο 11 και στην μεθοδολογία της τρέχουσας ενότητας. Αρχικά υπολόγισα το CAPM με τον τύπο  $r_e = r_f + \beta_\alpha(r_m - r_f)$ . Ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου χρησιμοποίησα το μέσο spread του τελευταίου μήνα του 2014, που για τον Δεκέμβριο του 2014 ήταν 8,522% (σχετ. Παράρτημα ΙΙΙ). Ως δείκτη beta χρησιμοποίησα το 1 και ως δείκτη  $r_m$  χρησιμοποίησα το ποσοστό 9,63% (σχετική μελέτη Peter Bernstein). Από το συνυπολογισμό όλων των δεδομένων, ο δείκτης CAPM που προέκυψε ήταν **9,63%**.

Για την εύρεση του δείκτη WACC χρησιμοποίησα τον τύπο

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

Ως μέτρο για την αναλογία των ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων χρησιμοποίησα τα δεδομένα του Ισολογισμού του 2014. Ως κόστος των ιδίων κεφαλαίων το ποσοστό που βρήκα στην προηγούμενη παράγραφο **9,63%**. Ως μέσο επιτόκιο δανεισμού χρησιμοποίησα το ποσοστό **5,48%** που ανέφερα στην τρέχουσα ενότητα 3.3. Ως ποσοστό φόρου χρησιμοποίησα τον συντελεστή 36,1% (ονομαστικός συντελεστής + φόρος μερισμάτων). Το αποτέλεσμα που προέκυψε από την εφαρμογή αυτών των μεταβλητών ήταν **6,31%**.

Συνεπώς, ως προεξοφλητικός παράγοντας για τον πρώτο χρόνο μετά το 2014 χρησιμοποιήθηκε το κλάσμα  $\frac{1}{(1+6,31\%)^1}$ , για τον δεύτερο χρόνο (2016) χρησιμοποιήθηκε το κλάσμα  $\frac{1}{(1+6,31\%)^2}$ , κ.ο.κ.

Για τον προσδιορισμό των ετήσιων λειτουργικών κερδών χρησιμοποίησα ως βάση τα λειτουργικά κέρδη της χρήσης 2014, που ήταν 61.177 χιλ. Ευρώ. Τα κέρδη αυτά τα προσαρμόζω κάθε χρόνο με τον δείκτη οικονομικής ανάπτυξης που ανέφερα στην υποενότητα της μεθοδολογίας του τρέχοντος κεφαλαίου και είναι -2,90%. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν αποτυπώνονται στον ακόλουθο πίνακα:

**ΑΕΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΜΗ ΠΡΟΕΟΦΔΗΜΕΝΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	ΠΡΟΕΞ/ΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,94067	345.034
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,88485	41.738
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,83235	-5.327
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,78297	-3.430
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,73651	17.726
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,69281	25.229
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,65170	33.440
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,61304	30.890
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,57666	37.928
<b>ΑΕΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>								<b>523.229</b>
ΑΕΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ								402.405
<b>ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ</b>								<b>30,03%</b>

Αν μεταβάλλω το ποσοστό κινδύνου της αγοράς από 9,63% (μελέτη Peter Bernstein) σε 38,3% που είναι το ποσοστό λειτουργικής κερδοφορίας της εταιρείας, τότε μεταβάλλεται ο δείκτης WACC από 6,31% σε 19,44% και ο πίνακας διαμορφώνεται ως εξής:

**ΑΕΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	ΜΗ ΠΡΟΕΟΦΑΗΜΕ ΝΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	ΠΡΟΕΞ/ΚΟΣ ΠΑΡΑΤΟΝΤΑΣ	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,83723	307.092
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,70095	33.063
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,58685	-6.447
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,49133	-4.252
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,41135	9.900
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,34439	12.541
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,28834	14.795
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,24140	12.164
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,20211	13.293
<b>ΑΕΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>								<b>392.150</b>
ΑΕΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ								402.405
<b>ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ</b>								<b>-2,55%</b>



### **3.3.1. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΙΜΑΤΟΣ ΜΙΑΣ ΧΩΡΑΣ**

Το οικονομικό κλίμα που δραστηριοποιείται μια οικονομική μονάδα επηρεάζει σημαντικά την εμπορική της αξία. Η μεταβολή των οικονομικών συνθηκών μιας χώρας επηρεάζει δύο σημαντικούς συντελεστές που προσδιορίζουν την εμπορική αξία μιας εταιρείας. Συγκεκριμένα, οι δύο παράγοντες που σχετίζονται με την μεταβολή του οικονομικού κλίματος είναι οι εξής:

- α) Οι προσδοκίες των μελλοντικών οικονομικών αποτελεσμάτων,
- β) Το επιτόκιο των επενδύσεων μελλοντικού κινδύνου.

Όταν επέρχεται δυσχέραση του οικονομικού κλίματος, υπάρχει ύφεση, αποπληθωρισμός και τα έσοδα των εταιρειών που εμπορεύονται ελαστικά αγαθά και υπηρεσίες (πχ υπηρεσίες μεταφορών) μειώνονται σημαντικά. Σε αυτή την περίπτωση οι εν' δυνάμει πελάτες της Αττικής Οδού μειώνουν τις μετακινήσεις τους με το Ι.Χ. ή αναγκάζονται να αναζητήσουν εναλλακτικές διαδρομές όπου δεν απαιτείται η πληρωμή διοδίων. Αντίστοιχα, όταν βελτιώνονται οι οικονομικές συνθήκες, αυξάνονται τα έσοδα των εταιρειών και οι προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές. Κοινή συνισταμένη που επηρεάζει τις μελλοντικές προσδοκίες είναι ο δείκτης LTG (δείκτης μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης) που αναλύθηκε στην ενότητα 11.2.

Όσον αφορά το επιτόκιο των επενδύσεων μελλοντικού κινδύνου, αυτό αυξάνεται όταν επέρχεται δυσχέραση του οικονομικού περιβάλλοντος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν αυξάνεται η ύφεση μειώνεται η κατανάλωση, μικραίνει η φορολογική βάση, άρα και τα έσοδα του Δημοσίου. Συνέπεια αυτού είναι να αυξάνονται τα ελλείμματα του Δημοσίου και κατ' επέκταση οι χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας. Η αύξηση των χρηματοδοτικών αναγκών μιας χώρας σε συνδυασμό με την επιδείνωση των οικονομικών της δεικτών αυξάνει τον πιστωτικό της κίνδυνο και κατά συνέπεια το επιτόκιο δανεισμού. Επομένως, όταν αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος μιας χώρας αυξάνεται το επιτόκιο δεκαετούς ομολόγου και όταν μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος, επέρχεται μείωση του αντίστοιχου επιτοκίου.

i) Περίπτωση αύξησης του επιτοκίου 10-ετούς ομολόγου στο 12% με διατήρηση του δείκτη beta σε 1.

Κατά το σενάριο αυτό η εμπορική αξία της εταιρείας παραμένει αμετάβλητη με αυτή που υπολογίστηκε στο αρχικό σενάριο (ενότητα 3.3), δηλαδή παραμένει στο ποσό των 523 Εκατομμυρίων Ευρώ περίπου (Παράρτημα IV). Κατά την εφαρμογή του τύπου  $r_e = r_f + \beta_\alpha(r_m - r_f)$ , το κόστος των ιδίων κεφαλαίων παραμένει αμετάβλητο (9,63%), δηλαδή  $12\% + 1 \cdot (9,63\% - 12\%) = 9,63\%$ .

ii) Περίπτωση μείωσης του επιτοκίου 10-ετούς ομολόγου στο 5% με διατήρηση του δείκτη beta σε 1.

Κατά το σενάριο αυτό η εμπορική αξία της εταιρείας παραμένει πάλι αμετάβλητη με αυτή που υπολογίστηκε στο προηγούμενο παράδειγμα, δηλαδή παραμένει στο ποσό των 523 Εκατομμυρίων Ευρώ περίπου (Παράρτημα V). Κατά την εφαρμογή του τύπου  $r_e = r_f + \beta_\alpha(r_m - r_f)$ , το κόστος των ιδίων κεφαλαίων παραμένει αμετάβλητο (9,63%), δηλαδή  $5\% + 1 \cdot (9,63\% - 5\%) = 9,63\%$ .

Από τα ανωτέρω συνάγεται το συμπέρασμα, ότι όταν ο δείκτης beta είναι 1 (ουδέτερη μετοχή) και δεν μεταβάλλονται οι άλλοι συντελεστές που διαμορφώνουν τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές (LTG), δεν μεταβάλλεται η εμπορική αξία της εταιρείας.

iii) Περίπτωση μεταβολής του επιτοκίου 10-ετούς ομολόγου σε σχέση με ένα επιθετικό beta ύψους 1,5

Στην περίπτωση που η μετοχή της Αττικής Οδού καταταχθεί στις επιθετικές μετοχές (με δείκτη  $\beta = 1,5 > 1$ ) και παράλληλα το επιτόκιο δεκαετούς ομολόγου διαμορφωθεί στο 8%, τότε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων θα διαμορφωθεί στο 10,5% και ο δείκτης WACC στο 6,68%. Η εμπορική αξία της εταιρείας διαμορφώνεται στα 518 εκ. Ευρώ (Παράρτημα VI).

Αντίστοιχα, στην περίπτωση που το επιτόκιο δεκαετούς ομολόγου διαμορφωθεί στο 2%, τότε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων θα διαμορφωθεί στο 13,5% και ο δείκτης WACC στο 8,06%. Η εμπορική αξία της εταιρείας διαμορφώνεται στα 500 εκ. Ευρώ (Παράρτημα VII).

iv) Περίπτωση μεταβολής του επιτοκίου 10-ετούς ομολόγου σε σχέση με ένα αμυντικό beta ύψους 0,5

Στην περίπτωση που η μετοχή της Αττικής Οδού καταταχθεί στις αμυντικές μετοχές (με δείκτη  $\beta=0,5 < 1$ ) και παράλληλα το επιτόκιο δεκαετούς ομολόγου διαμορφωθεί στο 8%, τότε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων θα διαμορφωθεί στο 8,82% και ο δείκτης WACC στο 5,93%. Η εμπορική αξία της εταιρείας διαμορφώνεται στα 529 εκ. Ευρώ (Παράρτημα VIII).

Αντίστοιχα, στην περίπτωση που το επιτόκιο δεκαετούς ομολόγου διαμορφωθεί στο 2%, τότε το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων θα διαμορφωθεί στο 5,82% και ο δείκτης WACC στο 4,56%. Η εμπορική αξία της εταιρείας διαμορφώνεται στα 550 εκ. Ευρώ (Παράρτημα IX).

#### **Συμπέρασμα των περιπτώσεων iii και iv**

Στην περίπτωση όπου μια μετοχή κατατάσσεται στις αμυντικές και το κλίμα των αγορών είναι θετικό, η απόδοση που παρέχεται στο επενδυτή είναι πιο σταθερή και επηρεάζεται λιγότερο από την μεταβολή του οικονομικού κλίματος. Το γεγονός αυτό δίνει μια «σιγουριά» στον υποψήφιο επενδυτή και αυξάνει την αξία αποτίμησης της εταιρείας. Στην περίπτωση όμως που οι προσδοκίες της αγοράς γίνουν πιο δυσχερείς, μεταβάλλεται η αξία αποτίμησης της εταιρείας προς τα κάτω.

Αντίστοιχα, στην περίπτωση όπου μια μετοχή κατατάσσεται στις επιθετικές, η απόδοση που παρέχεται στο επενδυτή είναι πιο αβέβαιη και επηρεάζεται περισσότερο από την μεταβολή του οικονομικού κλίματος. Η διαμορφωθείσα αξία αποτίμησης της εταιρείας είναι χαμηλότερη σε σχέση με την αντίστοιχη μιας αμυντικής εταιρείας και είναι ακόμα χαμηλότερη όταν η οικονομία χαρακτηρίζεται από μια σταθερότητα, γιατί σε αυτή την περίπτωση το κόστος των ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται σε

υψηλότερα επίπεδα και οι επενδυτές επιλέγουν να επενδύσουν σε πιο σταθερές εταιρείες.

### **3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ ΕΡΕΥΝΑΣ**

Από την συνεκτίμηση των πινάκων της ενότητας 3.3, προκύπτει ότι η επιλογή του επιτοκίου που εκφράζει τον αναμενόμενο κίνδυνο της αγοράς, καθορίζει σε μεγάλο βαθμό το ύψος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Το επιτόκιο που προκύπτει από την μελέτη του Peter Bernstein εκφράζει την ελάχιστη απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων που πρέπει να λάβουν οι επενδυτές της Εταιρείας προκειμένου να πραγματοποιήσουν την επένδυση (benchmark). Θεωρητικά, ένας επενδυτής που θέλει να αγοράσει την εταιρεία δεν μπορεί να δεχτεί να έχει χαμηλότερη απόδοση από αυτή που προβλέπεται από το συγκεκριμένο επιτόκιο (9,63%).

Από την άλλη πλευρά, η απόδοση 38,3% εκφράζει την πραγματική απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων των Μετόχων στην συγκεκριμένη επένδυση. Με την εφαρμογή της συγκεκριμένης απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων στο επιτόκιο προεξόφλησης WACC, επιτυγχάνεται ευθυγράμμιση των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας στον χρόνο 0 με την εκτίμηση των ελεύθερων μελλοντικών προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Επομένως, ένας επενδυτής που θέλει η επένδυση του να έχει αυτή την απόδοση, πρέπει να αγοράσει την εταιρεία στην συγκεκριμένη τιμή (περίπου 392 εκατ. Ευρώ).

Περαιτέρω, από την συγκεκριμένη έρευνα προέκυψε ότι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου δεν επηρεάζει από μόνο του την αξία αποτίμησης της εταιρείας. Μεγάλο ρόλο παίζει η θέση της εταιρείας μέσα στην αγορά και οι προοπτικές εξέλιξης της, δηλαδή ο δείκτης μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης της εταιρείας (LTG RATE).

Ανεξαρτήτως πάντως των εκτιμήσεων που περιγράφηκαν ανωτέρω, στην περίπτωση μιας θεωρητικής μεταβίβασης μετοχών, το τίμημα πώλησης εξαρτάται από το ρίσκο που θέλει να αναλάβει ο υποψήφιος επενδυτής και τις ανάγκες σε ρευστό που έχουν οι Μέτοχοι της Εταιρείας. Το σημείο ισορροπίας καθορίζει το τίμημα πώλησης, που μπορεί να εκφραστεί μέσα από το σενάριο του Peter Bernstein, την πραγματική

απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας ή κάποια άλλη τιμή που βρίσκεται ανάμεσα σε αυτές τις δύο.

### **ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΕΞΕΤΑΣΤΕΙ ΣΕ ΕΠΟΜΕΝΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

Ολοκληρώνοντας την διπλωματική μου εργασία, θεωρώ ότι ένα ζήτημα που δεν ανέπτυξα και πρέπει να αναπτυχθεί σε επόμενη μελέτη, είναι αυτό της λογιστικής παρακολούθησης των συμβάσεων παραχώρησης από την πλευρά του Δημοσίου. Τα ζητήματα αυτά τακτοποιούνται κάτω από την IPSAS 32 «Service concession arrangements – Grantor». Θεωρώ ότι θα ήταν πολύ ενδιαφέρον να εξεταστεί το συγκεκριμένο ζήτημα σε σχέση με την Ελληνική πραγματικότητα, όπου το σύνολο των εσόδων και εξόδων των έργων υποδομής παρακολουθούνται σε ταμειακή λογική. Και το κύριο ζήτημα που ανακύπτει είναι το κατά πόσο η εφαρμογή των Δ.Λ.Π. στο Ελληνικό Δημόσιο θα επηρεάσει τους δείκτες και τα οικονομικά μεγέθη της Ελληνικής Οικονομίας και θα επηρεάσει το Δημόσιο Χρέος.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΒΙΒΛΙΑ (ΕΝΤΥΠΙΑ ΚΑΙ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΑ)**

1. *Finnerty J. – 2007 - Asset-Based Financial Engineering.*
2. *Grant Thornton – 2009 – Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς – Γ' Έκδοση.*
3. *Αληφαντής Γ. – 2014 – Ασκήσεις Λογιστικής για Στελέχη Επιχειρήσεων – 4<sup>η</sup> Έκδοση.*
4. *Λουμιώτης Β. – 2010 – Θέματα Εφαρμοσμένης Λογιστικής και Ελεγκτικής των Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων.*
5. *Χέβας Δ.- 2007 - Λογιστικά Προβλήματα Μεγάλων Επιχειρήσεων*

### **ΑΡΘΡΑ**

1. *Berk, J., & DeMarzo, P. (2011). Corporate finance. Second edition. Harlow, UK: Pearson.*
2. *Brealey, R. A., Myers, S., & Allen, F. (2011). Principles of corporate finance. Global Edition. Singapore: McGraw-Hill Irwin.*
3. *Capinski M. – 2006 – A New Method of DCF Valuation.*
4. *Ernst & Young – 2015 – Estimating risk – free rates for valuations.*
5. *Fernandez P. – 2015 - EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation.*
6. *Fernandez P. – 2002 – The correct value of tax shields. An analysis of 23 theories.*
7. *Frezatti, F., De Souza B., Capuano Da Cruz, A. P., Girão Barroso, M. F., & De Camargo Camacho, M. J. (2013). Investment decisions on long-term assets: Integrating strategic and financial perspectives. European Accounting Review, 22(2), 297–336.*
8. *Gardner D., Wright J. (HSBC) – chapter 12 – Project Finance (2014).*
9. *Karmperis A.C., et al, Int. J. Sus. Dev. Plann. Vol. 7, No. 2 (2012) 102-262.*

10. Kemsley D., Nissim D. – 2002 – *Valuation of the debt tax shield.*
11. Magni C.A.- 2015 – *An Average-Based Accounting Approach to Capital Asset Investments: The Case of Project Finance.*
12. Magni C.A. – 2009 - *Splitting Up Value: A Critical Review of Residual Income Theories.*
13. Malaysian Accounting Standards Board – 2010 – *IC Interpretations.*
14. Mühlenkamp H. – 2014 - *Public-Private Partnerships and Government Debt.*
15. Parada J., Poole V. (Deloitte) – 2011 - *IFRIC 12 Service concession arrangements.*
16. Rotkowski A., Clough E. – 2013 - *How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method.*
17. Titman, S., & Martin, J. D. (2011). *Valuation. The art and science of corporate investment decisions. Second edition. Boston: Prentice Hall.*
18. Μαντζούρου Η. – [www.academia.edu](http://www.academia.edu) - *Concession agreements and the new 2014/23/EU Directive. Project financing models applied in concession agreements. Case study; The B.O.O.T. structure and its application in the Athens International Airport (Greek).*

### **ΝΟΜΟΙ – ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ**

1. Νόμος 3389/2005 «Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα», μετά της Αιτιολογικής Έκθεσης του εν' λόγω σχεδίου νόμου.
2. Νόμος 4172/2013 «Φορολογία εισοδήματος, επείγοντα μέτρα εφαρμογής του ν. 4046/2012, του ν. 4093/2012 και του ν. 4127/2013 και άλλες διατάξεις.

### **Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και Διερμηνείες**

1. Διερμηνεία 12 «Συμφωνίες παραχώρησης του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών»
2. ΔΛΠ 11 «Συμβάσεις Κατασκευής»
3. ΔΛΠ 16 «Ενσώματα περιουσιακά στοιχεία»
4. ΔΛΠ 18 «Έσοδα»

5. ΔΛΠ 20 «Επιχορηγήσεις»
6. ΔΛΠ 23 «Κόστος Δανεισμού»
7. ΔΛΠ 27 «Ενοποιημένες και Ατομικές Οικονομικές Καταστάσεις
8. ΔΛΠ 37 «Προβλέψεις, ενδεχόμενες υποχρεώσεις και ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία»
9. ΔΛΠ 38 «Άυλα περιουσιακά στοιχεία»
10. ΔΛΠ 39 «Χρηματοοικονομικά μέσα: Αναγνώριση και επιμέτρηση»
11. ΔΠΧΑ 13 «Επιμέτρηση της εύλογης αξίας»
12. Μ.Ε.Δ. 29 «Γνωστοποίηση — Συμφωνίες για την παραχώρηση του δικαιώματος παροχής υπηρεσιών»

#### **INTERNET SITES**

1. [www.publicprocurementguides.treasury.gov.cy](http://www.publicprocurementguides.treasury.gov.cy)
2. [www.aodos.gr](http://www.aodos.gr)
3. [www.gefyra.gr](http://www.gefyra.gr)
4. <http://www.tovima.gr/society/article/?aid=555855>
5. [www.aia.gr](http://www.aia.gr)
6. [www.sdit.mnec.gr/](http://www.sdit.mnec.gr/)
7. <http://gr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>
8. <http://www.ellaktor.gr/article.asp?catid=22169&subid=2&pubid=1182977>
9. [publi.vinci.com/vinci/vinci-2013-consolidated-statements.pdf](http://publi.vinci.com/vinci/vinci-2013-consolidated-statements.pdf)
10. <http://www.agrinioimes.gr/%CF%84%CE%AD%CF%81%CE%BD%CE%B1%CE%B7-%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CE%BA%CE%BF%CF%80%CE%AE-%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%B9%CF%8E%CE%BD-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%B9%CF%8C%CE%BD%CE%B9%CE%B1/>
11. [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr)
12. <http://www.hussmanfunds.com/rsi/policyportfolio.htm>



**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΑΠΟΣΠΑΣΠΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΗΣ  
ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 2014**

**Κατάσταση Οικονομικής Θέσης**

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημείωση	31-Δεκ-14	31-Δεκ-13
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια	5	503	506
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	386.834	424.898
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις	7	18.493	20.459
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	1.279	2.352
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη	11	73.717	50.146
		<b>480.826</b>	<b>498.361</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	9	14.348	61.146
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση βραχυπρόθεσμα	10	2.002	8.413
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη	11	-	24.595
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις (βραχυπρόθεσμο μέρος)	7	1.967	1.967
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία	8	407	3.600
Δεσμευμένες καταθέσεις	12	24.303	31.521
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	354.514	475.185
		<b>397.541</b>	<b>606.427</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>878.367</b>	<b>1.104.788</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	14	173.694	173.694
Λοιπά αποθεματικά	15	16.083	20.392
Κέρδη εις νέον		212.628	285.650
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>402.405</b>	<b>479.736</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δάνεια μακροπρόθεσμα	16	213.640	337.664
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	18	59.134	69.921
Προβλέψεις αποζημίωσης προσωπικού	19	325	309
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία	8	-	177
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	17	1.252	1.696
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	20	119.829	117.203
		<b>394.180</b>	<b>526.970</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	17	31.430	23.776
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις (φόρος εισοδήματος)		7.065	21.824
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	16	43.232	52.482
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία	8	55	-
		<b>81.782</b>	<b>98.082</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>475.962</b>	<b>625.052</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>878.367</b>	<b>1.104.788</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 47 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

## Κατάσταση συνολικού εισοδήματος Για την χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημείωση	2014	2013
<b>Πωλήσεις</b>		<b>159.668</b>	<b>162.411</b>
Κόστος πωληθέντων	21	(94.340)	(95.864)
<b>Μεικτό κέρδος</b>		<b>65.328</b>	<b>66.547</b>
Έξοδα διάθεσης	21	(1.169)	(1.248)
Έξοδα διοίκησης	21	(4.398)	(3.082)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης καθαρά	22	1.416	9.008
<b>Αποτελέσματα εκμετάλλευσης</b>		<b>61.177</b>	<b>71.225</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	23	10.814	20.965
Χρηματοοικονομικά έξοδα	23	(17.910)	(23.482)
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>54.081</b>	<b>68.708</b>
Φόρος εισοδήματος	25	(15.127)	(47.790)
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>		<b>38.954</b>	<b>20.918</b>
<b>Λοιπά συνολικά έσοδα</b>			
<b>Στοιχεία που ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα</b>			
Μεταβολή αξίας Διαθεσίμων προς πώληση	15	(2.424)	2.424
<b>Στοιχεία που δεν ανακατατάσσονται μεταγενέστερα στα αποτελέσματα</b>			
Αναλογιστικά κέρδη/(ζημιές)	19	(38)	35
<b>Λοιπά Συνολικά Έσοδα χρήσης (καθαρά, μετά από φόρους)</b>		<b>(2.462)</b>	<b>2.459</b>
<b>Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα χρήσης</b>		<b>36.492</b>	<b>23.377</b>

Τα Λοιπά Συνολικά Έσοδα παρουσιάζονται στην παραπάνω κατάσταση, καθαρά, μετά από φόρους. Ο φόρος εισοδήματος που σχετίζεται με κάθε στοιχείο των λοιπών συνολικών εισοδημάτων παρουσιάζεται στη σημείωση 15 και 19.

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 47 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

## Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

		Μετοχικό κεφάλαιο	Λοιπά αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2013</b>		<b>173.694</b>	<b>121.643</b>	<b>247.862</b>	<b>543.199</b>
Καθαρά κέρδη χρήσης		-	-	20.918	20.918
Λοιπά συνολικά έσοδα χρήσης		-	2.459	-	2.459
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους</b>		<b>-</b>	<b>2.459</b>	<b>20.918</b>	<b>23.377</b>
Τακτικό αποθεματικό	15	-	1.046	(1.046)	-
Αφορολόγητα αποθεματικά	15	-	3.794	(3.794)	-
Μεταφορά στα αποτελέσματα λόγω διανομής	15	-	(21.710)	21.710	-
Διανομή Αποθεματικού	15	-	(86.840)	-	(86.840)
<b>Σύνολο συναλλαγών με μετόχους που αναγνωρίζονται απευθείας στην καθαρή θέση</b>		<b>-</b>	<b>(103.710)</b>	<b>16.870</b>	<b>(86.840)</b>
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2013</b>		<b>173.694</b>	<b>20.392</b>	<b>285.650</b>	<b>479.736</b>
<b>Υπόλοιπο 1 Ιανουαρίου 2014</b>		<b>173.694</b>	<b>20.392</b>	<b>285.650</b>	<b>479.736</b>
Καθαρά κέρδη χρήσης		-	-	38.954	38.954
Λοιπά συνολικά έσοδα χρήσης		-	(2.462)	-	(2.462)
<b>Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους</b>		<b>-</b>	<b>(2.462)</b>	<b>38.954</b>	<b>36.492</b>
Τακτικό αποθεματικό	15	-	1.947	(1.947)	-
Μεταφορά στα αποτελέσματα λόγω διανομής	15	-	(721)	721	-
Διανομή μερίσματος	29	-	-	(110.750)	(110.750)
Διανομή Αποθεματικού	15	-	(3.073)	-	(3.073)
<b>Σύνολο συναλλαγών με μετόχους που αναγνωρίζονται απευθείας στην καθαρή θέση</b>		<b>-</b>	<b>(1.847)</b>	<b>(111.976)</b>	<b>(113.823)</b>
<b>Υπόλοιπο 31 Δεκεμβρίου 2014</b>		<b>173.694</b>	<b>16.083</b>	<b>212.628</b>	<b>402.405</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 47 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΠΑΝΤΕΙΟ ΙΙ

## Κατάσταση ταμειακών ροών

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημ.	01.01.2014 - 31.12.2014	01.01.2013 - 31.12.2013
<b><u>Λειτουργικές Δραστηριότητες</u></b>			
Κέρδη προ φόρων		54.081	68.708
<i>Πλέον / μείον προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων	5	498	353
Αποσβέσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων	6	39.679	39.287
Απόσβεση ΣΕΑ	7	1.967	1.967
Απομειώσεις χρεογράφων	10	113	2.462
Απομειώσεις απαιτήσεων	9	385	414
Κέρδη από πώληση διαθεσίμων προς πώληση	22	(329)	(5.433)
Κέρδη από πώληση warrants	22	(182)	(1.031)
Κέρδη από παράγωγα	22	(122)	(226)
Ζημιές / (Κέρδη) από αποτίμηση warrants	22	1.846	(563)
Πρόβλεψη βαριάς συντήρησης	20	(477)	(1.433)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	23	(10.814)	(20.965)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	23	18.032	23.707
<i>Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
Μείωση απαιτήσεων		4.285	654
Αύξηση / (Μείωση) υποχρεώσεων		7.210	(2.123)
<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβλημένα		(15.115)	(20.674)
Καταβλημένοι φόροι		(40.659)	(33.316)
<i>Σύνολο εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</i>		<b>60.398</b>	<b>51.788</b>
<b><u>Επενδυτικές Δραστηριότητες</u></b>			
Εισπράξεις από λήξεις χρεογράφων		24.609	125.720
(Τοποθετήσεις)/Εισπράξεις προθεσμιακών καταθέσεων άνω των 3 μηνών		43.200	57.900
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων και επενδύσεων		(2.117)	(910)
Πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων και επενδύσεων		7	-
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	10	-	(21.352)
Πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση	10	4.204	18.334
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διακρατούμενων ως τη λήξη	11	(25.115)	(50.479)
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		-	(25.052)
Πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	10	-	25.052
Αγορά παραγώγων /warrants		-	(8.648)
Πώληση παραγώγων /warrants		1.529	6.641
Τόκοι εισπραχθέντες		12.344	23.928

Δεσμευμένες καταθέσεις		7.218	5.994
<i>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</i>		<b>65.879</b>	<b>157.128</b>
<b><u>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</u></b>			
Μερίσματα πληρωθέντα		(111.791)	(78.156)
Καταβληθείς φόρος μερισμάτων		(1.883)	(8.684)
Αποπληρωμή δανεισμού	16	(133.274)	(127.837)
<i>Σύνολο εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</i>		<b>(246.948)</b>	<b>(214.677)</b>
<b>Καθαρή μείωση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)</b>			
		<b>(120.671)</b>	<b>(5.761)</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης</b>	13	<b>475.185</b>	<b>480.946</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης</b>	13	<b>354.514</b>	<b>475.185</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 11 έως 47 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΑΠΟΣΠΑΣΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΗΣ  
ΑΤΤΙΚΗΣ ΟΔΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ 2012**

**Κατάσταση Οικονομικής Θέσης**

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημείωση	31-Δεκ-12	31-Δεκ-11
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>			
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ενσώματα πάγια	5	384	549
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	463.749	501.946
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις	7	22.426	24.393
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	604	618
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη	10	25.129	88.232
		<b>512.292</b>	<b>615.738</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	9	121.799	18.801
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη	10	127.816	94.375
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις (βραχυπρόθεσμο μέρος)	7	1.967	1.967
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	11	518.461	542.367
		<b>770.043</b>	<b>657.510</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>1.282.335</b>	<b>1.273.248</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>			
<b>Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	12	173.694	173.694
Λοιπά αποθεματικά	13	121.706	119.199
Κέρδη εις νέον		247.862	200.239
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>543.262</b>	<b>493.132</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Δάνεια μακροπρόθεσμα	14	460.236	517.983
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	16	70.591	66.092
Προβλέψεις αποζημίωσης προσωπικού	17	347	295
Παράγωγα	8	404	332
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	15	1.837	1.978
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	18	115.315	111.299
		<b>648.730</b>	<b>697.979</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	26.010	28.190
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις (φόρος εισοδήματος)		6.586	-
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	14	57.747	53.947
		<b>90.343</b>	<b>82.137</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>739.073</b>	<b>780.116</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>		<b>1.282.335</b>	<b>1.273.248</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 10 έως 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

## Κατάσταση συνολικού εισοδήματος Για την χρήση που έληξε την 31 Δεκεμβρίου

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημείωση	2012	2011
<b>Πωλήσεις</b>		<b>175.444</b>	<b>203.428</b>
Κόστος πωληθέντων	19	(111.120)	(125.850)
<b>Μεικτό κέρδος</b>		<b>64.324</b>	<b>77.578</b>
Έξοδα διάθεσης	19	(1.840)	(2.913)
Έξοδα διοίκησης	19	(3.252)	(3.411)
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης καθαρά	20	8.115	4.966
<b>Αποτελέσματα εκμετάλλευσης</b>		<b>67.347</b>	<b>76.220</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	21	26.518	24.335
Χρηματοοικονομικά έξοδα	21	(29.932)	(36.196)
<b>Κέρδη προ φόρων</b>		<b>63.933</b>	<b>64.359</b>
Φόρος εισοδήματος	23	(13.803)	(15.642)
<b>Κέρδη μετά από φόρους Ιδιοκτήτες μητρικής</b>		<b>50.130</b>	<b>48.717</b>
<b>Πρόσθετο συνολικό εισόδημα</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους αναλογούν στους Ιδιοκτήτες μητρικής</b>		<b>50.130</b>	<b>48.717</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 10 έως 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.

## Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημ.	Μετοχικό κεφάλαιο	Λοιπά αποθεματικά	Αποτελέσματα εις νέον	Σύνολο
<b>1 Ιανουαρίου 2011</b>		<b>173.694</b>	<b>116.763</b>	<b>153.958</b>	<b>444.415</b>
Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους		-	-	48.717	48.717
Τακτικό αποθεματικό	13	-	2.436	(2.436)	-
<b>31 Δεκεμβρίου 2011</b>		<b>173.694</b>	<b>119.199</b>	<b>200.239</b>	<b>493.132</b>
<b>1 Ιανουαρίου 2012</b>		<b>173.694</b>	<b>119.199</b>	<b>200.239</b>	<b>493.132</b>
Συγκεντρωτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους		-	-	50.130	50.130
Τακτικό αποθεματικό	13	-	2.507	(2.507)	-
<b>31 Δεκεμβρίου 2012</b>		<b>173.694</b>	<b>121.706</b>	<b>247.862</b>	<b>543.262</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 10 έως 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.



## Κατάσταση ταμειακών ροών

Όλα τα ποσά είναι σε χιλιάδες Ευρώ.

	Σημ.	01.01.2012 - 31.12.2012	01.01.2011 - 31.12.2011
<b><u>Λειτουργικές Δραστηριότητες</u></b>			
Κέρδη προ φόρων		63.933	64.359
<i>Πλέον / μείον προσαρμογές για:</i>			
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων στοιχείων	5	184	1.296
Αποσβέσεις άυλων περιουσιακών στοιχείων	6	39.518	39.364
Πρόβλεψη βαριάς συντήρησης και λοιπές προβλέψεις	18, 21	(463)	1.396
Χρηματοοικονομικά έσοδα	21	(26.518)	(24.336)
Χρηματοοικονομικά έξοδα	21	29.932	36.196
<i>Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες:</i>			
(Αύξηση) / μείωση απαιτήσεων		(101.018)	117.779
Μείωση υποχρεώσεων		(2.149)	(5.582)
<i>Μείον:</i>			
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβεβλημένα		(25.501)	(27.718)
Καταβεβλημένοι φόροι		(2.717)	(3.467)
<i>Σύνολο (εκροών) /εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)</i>		(24.799)	199.287
<b><u>Επενδυτικές Δραστηριότητες</u></b>			
Εισπράξεις από λήξεις χρεογράφων		94.975	86.977
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων στοιχείων και επενδύσεων		(1.341)	(2.956)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων πάγιων στοιχείων		-	7
Αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων διακρατούμενων ως τη λήξη	10	(70.025)	(185.176)
Τόκοι εισπραχθέντες		31.231	27.622
<i>Σύνολο εισροών/(εκροών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)</i>		54.840	(73.526)
<b><u>Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες</u></b>			
Αποπληρωμή δανεισμού	14	(53.947)	(46.693)
<i>Σύνολο εκροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)</i>		(53.947)	(46.693)
<b>Καθαρή (μείωση) /αύξηση στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)</b>			
		<b>(23.906)</b>	<b>79.068</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης</b>			
		<b>542.367</b>	<b>463.299</b>
<b>Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης</b>			
		<b>518.461</b>	<b>542.367</b>

Οι σημειώσεις στις σελίδες 10 έως 41 αποτελούν αναπόσπαστο μέρος αυτών των οικονομικών καταστάσεων.



### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ: ΕΥΡΕΣΗ RISK-FREE RATE 2014

	<b>8,522%</b>	<b>RISK FREE RATE</b>			
31.12.2014	9.601	9.608	9.608	9.601	0.62%
30.12.2014	9.542	9.638	9.713	9.496	12.59%
29.12.2014	8.475	8.499	8.475	8.475	-0.99%
28.12.2014	8.560	8.560	8.560	8.560	0.00%
27.12.2014	8.560	8.558	8.560	8.498	0.02%
24.12.2014	8.558	8.558	8.558	8.558	0.38%
23.12.2014	8.526	8.359	8.526	8.359	2.13%
22.12.2014	8.348	8.382	8.445	8.223	-0.83%
21.12.2014	8.418	8.380	8.418	8.380	0.45%
20.12.2014	8.380	8.474	8.474	8.380	-0.59%
19.12.2014	8.430	8.694	8.698	8.380	-2.80%
18.12.2014	8.673	8.889	8.904	8.505	-2.79%
17.12.2014	8.922	9.033	9.144	8.883	-2.98%
16.12.2014	9.196	8.811	9.257	8.802	5.12%
15.12.2014	8.748	9.063	9.139	8.741	-4.65%
14.12.2014	9.175	9.175	9.175	9.175	0.00%
13.12.2014	9.175	9.175	9.175	9.175	-0.66%
12.12.2014	9.236	9.319	9.319	9.111	1.85%
11.12.2014	9.068	8.547	8.547	8.547	5.36%
10.12.2014	8.607	8.163	8.619	8.163	6.73%
09.12.2014	8.064	7.336	8.068	7.325	10.86%
08.12.2014	7.274	7.258	7.314	7.201	0.43%
05.12.2014	7.243	7.648	7.648	7.239	-6.22%
04.12.2014	7.723	7.705	7.773	7.683	0.22%
03.12.2014	7.706	7.837	7.839	7.706	-1.72%
02.12.2014	7.841	8.046	8.070	7.797	-2.67%
01.12.2014	8.056	8.309	8.331	8.023	-3.29%

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV

### CAPM

Beta	1
risk free	12,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

<b>Cost of equity</b>	<b>9,630%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC 6,31%

Δείκτης ανάπτυξης -2,90%

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014 61.177

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,94067	345.034
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,88485	41.738
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,83235	-5.327
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,78297	-3.430
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,73651	17.726
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,69281	25.229
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,65170	33.440
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,61304	30.890
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,57666	37.928
<b>ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>								<b>523.229</b>
<b>ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ</b>								402.405
<b>ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ</b>								<b>30,03%</b>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V

### CAPM

beta	1
risk free	5,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

<b>Cost of equity</b>	<b>9,630%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC 6,31%

Δείκτης ανάπτυξης -2,90%

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014 61.177

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,94067	345.034
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,88485	41.738
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,83235	-5.327
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,78297	-3.430
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,73651	17.726
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,69281	25.229
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,65170	33.440
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,61304	30.890
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,57666	37.928

**ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ** **523,229**

ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ 402.405

**ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ** **30,03%**

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VI

### CAPM

Beta	1,5
risk free	8,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

### Cost of equity

	<b>10,445%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC 6,68%

Δείκτης ανάπτυξης -2,90%

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014 61.177

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,93737	343.827
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,87867	41.447
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,82364	-5.366
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,77206	-3.461
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,72371	17.418
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,67839	24.704
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,63591	32.629
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,59608	30.036
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,55875	36.750
<b>ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>								<b>517.983</b>
<b>ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ</b>								402.405
<b>ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ</b>								<b>28,72%</b>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VII

### CAPM

Beta	1,5
risk free	2,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

<b>Cost of equity</b>	<b>13,445%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC	8,06%
--------------	-------

Δείκτης ανάπτυξης	-2,90%
-------------------	--------

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014	61.177
---------------------	--------

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,92545	339.453
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,85646	40.399
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,79261	-5.508
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,73353	-3.569
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,67884	16.338
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,62824	22.877
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,58140	29.833
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,53806	27.112
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,49795	32.751

**ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ** **499.686**

ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ 402.405

**ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ** **24,17%**

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VIII

### CAPM

Beta	0,5
risk free	8,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

<b>Cost of equity</b>	<b>8,815%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC 5,93%

Δείκτης ανάπτυξης -2,90%

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014 61.177

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,94398	346.250
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,89110	42.033
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,84119	-5.286
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,79406	-3.399
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,74958	18.040
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,70759	25.767
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,66795	34.274
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,63054	31.772
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,59522	39.149

**ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

**528.600**

ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ

402.405

**ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ**

**31,36%**

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΧ

### CAPM

beta	0,5
risk free	2,000%
risk market	9,630%
Cost of debt	5,475%

<b>Cost of equity</b>	<b>5,815%</b>
Μέση φορολογική επιβάρυνση	36,100%

Δείκτης WACC	4,56%
--------------	-------

Δείκτης ανάπτυξης	-2,90%
-------------------	--------

ΜΕΣΟ EBIT 2012-2014	61.177
---------------------	--------

### ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΕΤΟΣ	EBIT	ΕΚΤΙΜ. ΦΟΡΟΣ	ΝΟΡΑΤ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	UNDISCOUNTED FREE CASH FLOWS	DISCOUNT FACTOR	NPV
2015	59.403	-21.444	37.958	42.144	286.695	366.797	0,95639	350.802
2016	57.680	-20.823	36.858	42.144	-31.832	47.170	0,91468	43.145
2017	56.007	-20.219	35.789	42.144	-82.495	-4.562	0,87479	-5.133
2018	54.383	-19.632	34.751	42.144	-79.713	-2.818	0,83664	-3.279
2019	52.806	-19.063	33.743	42.144	-51.820	24.067	0,80016	19.258
2020	51.275	-18.510	32.765	42.144	-38.493	36.415	0,76526	27.867
2021	49.788	-17.973	31.814	42.144	-22.647	51.312	0,73189	37.554
2022	48.344	-17.452	30.892	42.144	-22.647	50.389	0,69997	35.271
2023	46.942	-16.946	29.996	42.144	-6.368	65.772	0,66945	44.031

<b>ΑΞΙΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΒΑΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>	<b>549.516</b>
---	----------------

ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ	402.405
------------------------------	---------

<b>ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΑ ΒΙΒΛΙΑ</b>	<b>36,56%</b>
---------------------------------------	---------------