

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**Project Finance:**  
**Χαρακτηριστικά, Σύμβουλοι, Αποτίμηση, Χρηματοδότηση**

**Ροδίτης Ρήγας**

**Εργασία Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα του ΠΜΣ στη**  
**Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη**  
**Επιβλέπων: Αναπλ.Καθηγητής Εμ.Τσιριτάκης**

**Πειραιάς**  
**Ιούνιος 2009**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>Εισαγωγή</b> .....	5
<b>1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b> .....	7
1.1 Ορισμός.....	7
1.2 Ποιοι είναι οι ανάδοχοι σε μία Project Finance Deal;.....	9
1.3 Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) – The Project Company – Special Purpose Vehicle (SPV).....	10
1.4 Public Private Partnership (PPP) ή Σύμπραξη Δημόσιου με Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ).....	11
1.5 Μορφές παραχωρήσεων.....	13
1.6 Γιατί οι ανάδοχοι της επένδυσης (sponsors) επιλέγουν το Project financing;.....	16
<b>2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b> .....	19
2.1 Ιστορική Αναδρομή.....	19
2.2 Η αγορά του Project Finance διεθνώς.....	22
2.3 Η εφαρμογή της τεχνικής Project Finance στην Ευρωπαϊκή Αγορά.....	26
2.4 Η εφαρμογή της τεχνικής Project Finance στην ελληνική αγορά.....	27
2.5 Διαδικασία έγκρισης προτεινόμενης σύμπραξης και υπαγωγής στο νόμο 3389/2005.....	29
<b>3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b> .....	33
3.1 Χαρακτηριστικά, ανάλυση και διαχείριση κινδύνων ενός αυτοχρηματοδοτούμενου έργου (Project Finance).....	33
3.1.1 Κίνδυνοι κατά το κατασκευαστικό στάδιο.....	35
3.1.2 Κίνδυνοι κατά την λειτουργία του έργου (στάδιο ολοκλήρωσης και λειτουργίας).....	36
3.1.3 Κίνδυνοι που είναι κοινοί και στα δύο στάδια.....	37
3.2 Εξασφάλιση έναντι των κινδύνων του έργου.....	40
3.2.1 Εξασφάλιση προερχόμενη από τους ιδιωτικούς φορείς.....	40
3.2.2 Εξασφάλιση προερχόμενη από το αντικείμενο της σύμβασης.....	41
3.2.3 Εξασφάλιση προερχόμενη από τον δημόσιο τομέα.....	42
3.3 Η δομή του πιστωτικού ανοίγματος (Credit spread) στο Project Finance.....	43
3.3.1 Ανάλυση του credit spread στην διεθνή αγορά αυτοχρηματοδοτούμενων έργων.....	45
<b>4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b> .....	47
4.1 Ο Ρολος των Συμβούλων σε μια συμφωνία Project Finance.....	47
4.1.1 Ο ρόλος των Νομικών Συμβούλων.....	47
4.1.2 Ο ρόλος των ασφαλιστικών συμβούλων και των ασφαλιστικών εταιρειών.....	48
4.1.3 Ο ρόλος των ανεξάρτητων τεχνικών συμβούλων ή μηχανικών.....	49

4.1.4 Ο ρόλος των χρηματοοικονομικών συμβούλων.....	51
4.1.5 Τεχνικός Σύμβουλος των Τραπεζών.....	52
<b>5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....</b>	<b>56</b>
5.1 Χρηματοδότηση του αυτοχρηματοδοτούμενου έργου.....	56
5.1.1 Συμβουλευτικές και ρυθμιστικές δραστηριότητες κατά την διαδικασία χρηματοδότησης των έργων.....	56
5.1.1.1 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες.....	58
5.1.1.2 Διακανονιστικές υπηρεσίες (Arranging services).....	58
5.1.1.3 Αμοιβές προς τους Συμβούλους.....	59
5.1.2 Διεθνή Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα.....	60
5.2 Τρόποι Χρηματοδότησης.....	60
5.2.1 Χρηματοδότηση με ίδια Κεφάλαια.....	61
5.2.2 Χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια.....	63
5.2.2.1 Κοινοπρακτικό δάνειο (consortial credit).....	64
5.2.2.2 Mezzanine Financing και Δευτερεύοντα δανεισμός (Subordinated Debt).....	65
5.2.3 Project Leasing.....	66
5.2.4 Έκδοση Ομολογιακού Δανείου (Project Bonds).....	66
<b>6. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....</b>	<b>68</b>
6.1 Αξιολόγηση του αυτοχρηματοδοτούμενου έργου.....	68
6.1.1 Λειτουργικές ταμειακές ροές.....	69
6.1.2 Υπολογισμός των Ταμειακών Ροών (Cash Flows).....	70
<b>7. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....</b>	<b>73</b>
7.1 Έργα Παραχώρησης στην Ελληνική Επικράτεια.....	73
7.1.1 Η Ελληνική Εμπειρία.....	73
7.1.2 Νέα έργα Παραχωρήσεων στην Ελληνική Επικράτεια.....	74
7.1.3 Μελέτη Περίπτωσης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ).....	77
7.1.3.1 Ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών.....	78
7.1.3.2 Η σύμβαση παραχώρησης (με βάση τον Ν.2338/95).....	80
7.1.3.3 Η χρηματοδότηση του ΔΑΑ.....	83
7.1.3.4 Εταιρική στρατηγική.....	87
7.1.3.5 Οικονομικά αποτελέσματα.....	90
7.1.3.6 Παράρτημα : Οικονομικές καταστάσεις ΔΑΑ των ετών 2001 έως 2007.....	100
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>98</b>

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Εμμανουήλ Τσιριτάκη για την άριστη συνεργασία μας και την πολύτιμη βοήθειά του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Επιπρόσθετα θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια και τους φίλους μου για την στήριξη που μου πρόσφεραν και για την υπομονή τους κατά την διάρκεια των σπουδών μου.

## ΕΙΣΑΣΩΓΗ

Η παρούσα εργασία διαπραγματεύεται την περίπτωση του Project Finance (Αυτοχρηματοδοτούμενα Έργα) ως ενός μοντέλου χρηματοδότησης έργων υποδομής και παροχής υπηρεσιών. Τι είναι όμως το Project Finance;

Ως Project Financing ορίζεται η χρηματοδότηση Έργων (χωρίς ή με περιορισμένη αναγωγή στον/στους μέτοχους/επενδυτές), η αποπληρωμή των οποίων βασίζεται κυρίως στα έσοδα που θα προκύψουν από τη δραστηριότητα που θα αναπτυχθεί. Βασίζεται στη δημιουργία μιας ανεξάρτητης νομικά Εταιρίας Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) στην οποία συμμετέχουν οι μέτοχοι / επενδυτές (sponsors) και η οποία έχει (συνήθως) ορισμένη διάρκεια ζωής. Η ΕΕΣ χρηματοδοτείται με ίδια και δανειακά κεφάλαια και σκοπός της είναι ο σχεδιασμός, η κατασκευή, η λειτουργία και η χρηματοδότηση ενός συγκεκριμένου Έργου.

Επίσης ο J.D.Finnerty (1996) ορίζει το project finance ως εξής:

«Είναι η ανάληψη κεφαλαίων για την χρηματοδότηση μιας οικονομικά ξεχωριστής επένδυσης κεφαλαίου, της οποίας οι χρηματοδότες προσβλέπουν κυρίως τις ταμειακές ροές (cash flows) ως την πηγή αποπληρωμής των κεφαλαίων τους, η οποία θα τους παρέχει επιπλέον και την απαιτούμενη αποδοτικότητα των κεφαλαίων που επένδυσαν στο έργο (project)».

Στο Project Finance λοιπόν, η χρηματοδότηση του έργου έχει ως κύρια ή και αποκλειστική πηγή αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων τα προσδοκώμενα έσοδα και εξασφαλίζεται με τα στοιχεία του ενεργητικού του Έργου (χρηματοδότηση χωρίς ή με περιορισμένη αναγωγή στους φορείς της επένδυσης /limited or non recourse financing). Αυτή η μακροπρόθεσμη, εκτός ισολογισμού χρηματοδότηση, είναι βασισμένη στην αρχή της κατανομής των πιστωτικών κινδύνων ενώ η αποπληρωμή της χρηματοδότησης εξασφαλίζεται από τις προκαθορισμένες ταμειακές ροές του εγχειρήματος. Η χρηματοδότηση αυτού του χαρακτήρα (Project Finance) χρησιμοποιείται επιτυχώς στον τομέα της ενέργειας, της βιομηχανίας, των φυσικών πόρων, των τηλεπικοινωνιών, των μεταφορών και των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

Όπως προκύπτει και από τα παραπάνω, τα βασικά διακριτικά χαρακτηριστικά του Project Finance είναι:

- Επένδυση σε ένα συγκεκριμένο έργο.
- Η δημιουργία μίας νέας, νομικά αυτόνομης εταιρίας στην οποία ανήκει το Έργο ή η οποία έχει αποκτήσει το δικαίωμα να εκμεταλλευθεί το Έργο, με συνήθως ορισμένη διάρκεια ζωής, δηλαδή Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ).

- Έργο του οποίου όλη η συναλλακτική και λειτουργική δραστηριότητα να μπορεί να περιχαρακωθεί πλήρως (ring fenced) από τις υπόλοιπες δραστηριότητες και τυχόν αποτυχία του Έργου δεν θα επηρεάσει τις δραστηριότητες αυτές.
- Χρηματοδότηση με περιορισμένη ή χωρίς αναγωγή.

Στο Project Finance, η χρηματοδότηση του έργου έχει αρκετά εμπλεκόμενα μέρη:

- Κύριος του Έργου
- Μέτοχοι / Επενδυτές
- Παραχωρησιούχος
- Δανειστές
- Κατασκευαστής
- Ανεξάρτητος Μηχανικός κλπ.

και παρουσιάζονται αναλυτικά σε επόμενα κεφάλαια της εργασίας.

Ο κύριος του έργου (Δημόσιος Φορέας), οι δανειζόμενοι/μέτοχοι (sponsors) και οι δανειστές πολλές φορές έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα και στόχους και η ισορροπία επιτυγχάνεται συνήθως και μόνο όταν οι κίνδυνοι του έργου επιμερίζονται έτσι ώστε ο κάθε εμπλεκόμενος φορέας να επωμίζεται τον κίνδυνο που είναι πιο ικανός να διαχειριστεί. Η συμβατική και χρηματοοικονομική δομή της συναλλαγής πρέπει να αντανakλά πλήρως τον παραπάνω επιμερισμό.

Στην παρούσα εργασία και καθώς η πλειοψηφία των Project Financings αφορούν έργα που ανατίθενται από το Δημόσιο (Έργα ΣΔΙΤ ή Παραχωρήσεις), παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του Project Financing βασισμένοι σε δομές που περιλαμβάνουν ως συμβαλλόμενο μέρος και το Δημόσιο, και στην συνέχεια αναλύεται η περίπτωση της κατασκευής του Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών «Ελ.Βενιζέλος».

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### 1.1 Ορισμός

Η πλειοψηφία των συγγραφέων συμφωνεί στον ορισμό του Project Finance σαν μία οντότητα που δεν εξαρτάται από την βιωσιμότητα και την πιστοληπτική ικανότητα των αναδόχων-χορηγών (sponsors) δηλαδή των μερών εκείνων που στηρίζουν την επιχειρηματική ιδέα με την χρηματοδότηση της. Η αποφαση για την χρηματοδότησή της δεν εξαρτάται από την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τα οποία ανήκουν στους αναδόχους (sponsors) και τα χρησιμοποιούν ως εγγυήσεις (collateral) έναντι των χρηματοδοτών (financers). Ουσιαστικά είναι συνάρτηση της ικανότητας της επένδυσης να αποπληρώσει τα δάνεια της με δικά της έσοδα, λειτουργικά ή όχι, αλλά και του ρυθμού επιστροφής των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε βαθμό τέτοιο ανάλογο του κινδύνου της επένδυσης.

Είναι η δομημένη χρηματοδότηση μιας συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας, δηλαδή μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ), ή SPV (special purpose vehicle) γνωστή και ως εταιρεία project (project company), η οποία δημιουργείται από τους αναδόχους (sponsors) με την χρήση δικών τους κεφαλαίων ή δανειακών για τα οποία οι δανειστές θεωρούν τις χρηματικές ροές ως την κύρια πηγή αποπληρωμής του δανείου ενώ τα περιουσιακά στοιχεία των αναδόχων αποτελούν απλώς εγγυήσεις.

Ο ορισμός από τον Finnerty, που αναφέρθηκε νωρίτερα, αναφέρεται και στην μορφή της χρηματοδότησης του έργου. Ξεκινάει χρησιμοποιώντας ως βάση το γεγονός ότι η εταιρεία έργου (Project Company) αποτελεί ανεξάρτητη νομικά οικονομική οντότητα ειδικού σκοπού (ΕΕΣ). Αυτό σημαίνει ότι οι δανειστές έχουν απαιτήσεις μόνο έναντι της ΕΕΣ και θα πρέπει κατά κάποιο τρόπο να εξασφαλιστούν έναντι μελλοντικών προβλημάτων του έργου. Επομένως έχουν άμεσο συμφέρον να γνωρίζουν πληροφορίες για τις λειτουργικές ταμειακές ροές και για τα περιουσιακά στοιχεία μόνο του έργου όμως.

Τα πέντε διαχωριστικά χαρακτηριστικά μιας συμφωνίας project finance, σύμφωνα με τον S.Gatti p.2, είναι:

1. Ο χρεώστης είναι μία ΕΕΣ η οποία ιδρύθηκε πάνω στη βάση ότι είναι οικονομικά και νομικά ανεξάρτητα.
2. Οι δανειστές έχουν περιορισμένη σχέση με τους χορηγούς με την ολοκλήρωση του έργου. Η ανάμειξη των χορηγών στην συναλλαγή αυτή είναι περιορισμένη σε όρους χρονικής περιόδου, σε όρους χρηματικών ποσών προς διάθεση, και ποιότητας. Με άλλα λόγια οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την συγκεκριμένη

επένδυση είναι διαφορετικοί από τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν εταιρείες που ήδη λειτουργούν.

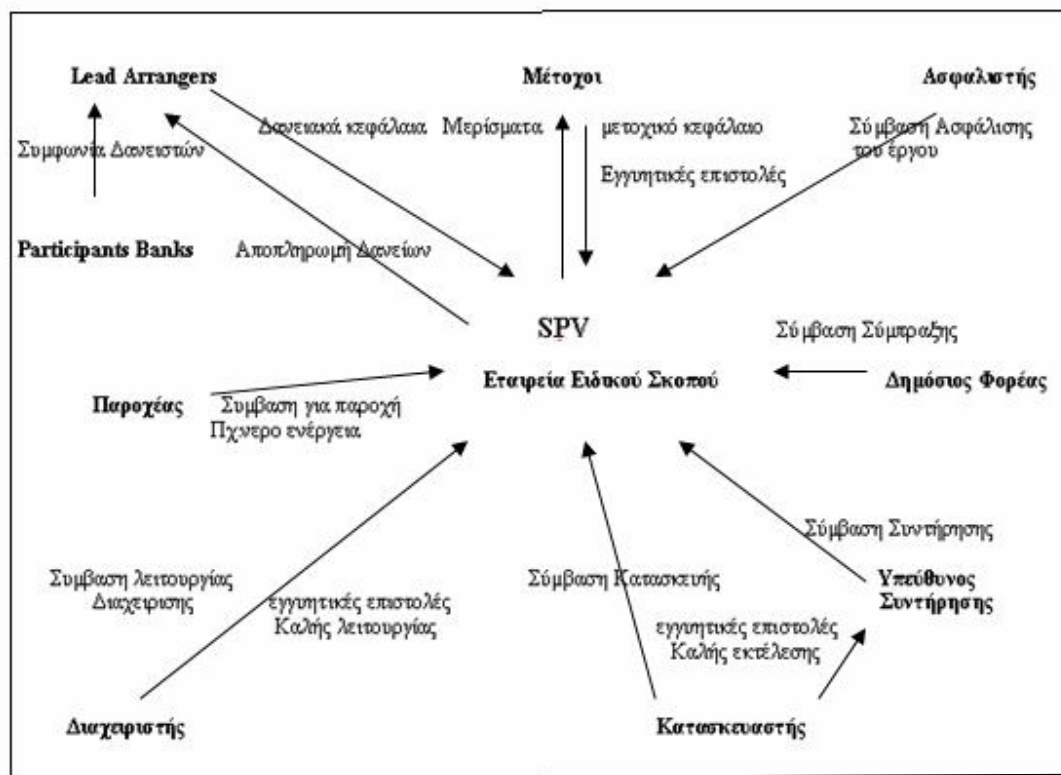
3. Οι κίνδυνοι της συγκεκριμένης επένδυσής επιμερίζονται εξίσου σε όλα τα εμπλεκόμενα μέλη της επένδυσης με κύριο στόχο την καλύτερη αντιμετώπιση αλλά και διαχείριση τους από τα μέρη.
4. Οι χρηματικές εισροές που παράγονται από την ΕΕΣ θα πρέπει να είναι ικανές να αποπληρώσουν το χρέος και να καλύψουν τα λειτουργικά κόστη. Ο πρωταρχικός στόχος είναι η κάλυψη των εξόδων και των υποχρεώσεων και στην συνέχεια εάν υπάρχει η δυνατότητα να πληρωθεί μέρος στους sponsors.
5. Οι ανάδοχοι (sponsors) παρέχουν εγγυήσεις στους δανειστές σαν εξασφάλιση.

Και ο J.D. Finnerty διακρίνει τα βασικά χαρακτηριστικά μιας χρηματοδότησης με project finance τα οποία είναι:

- Η ύπαρξη συμφωνίας για την ολοκλήρωση του έργου, αλλά και την παροχή όλων των απαραίτητων κεφαλαίων για την επίτευξη της ολοκλήρωσης.
- Μια συμφωνία (μέσα από ένα συμβόλαιο για την αγορά του προϊόντος του έργου) μεταξύ των οικονομικά ενδιαφερομένων μερών, ότι με την ολοκλήρωση των εργασιών και την έναρξη λειτουργίας του έργου, το έργο θα έχει τις απαραίτητες ταμειακές ροές για την πληρωμή των λειτουργικών εξόδων του καθώς και την αποπληρωμή του δανεισμού του, ανεξάρτητα αν υπάρχει πρόβλημα να τις δημιουργήσει λόγω ανωτέρας βίας ή για άλλους λόγους (εξασφαλίσεις).
- Η ύπαρξη εξασφαλίσεων ότι σε περίπτωση διακοπής της λειτουργίας του έργου και στην περίπτωση που απαιτούνται κεφάλαια για την επαναλειτουργία του, τα κεφάλαια αυτά θα είναι διαθέσιμα μέσω ασφαλιστικών καλύψεων, προκαταβολών εισπράξεων από μελλοντικές πωλήσεις ή από άλλους τρόπους.

Το παρακάτω γράφημα παρουσιάζει τα βασικά χαρακτηριστικά ενός project finance. Στο επίκεντρο είναι αναμενόμενο να εμφανίζεται η Project Company (Εταιρεία Ειδικού Σκοπού-ΕΕΣ), η οποία λειτουργεί ως αυτόνομη νομικά και οικονομικά μονάδα. Βασικός σκοπός της είναι η ολοκλήρωση του έργου και η μετέπειτα αποτελεσματική λειτουργία του. Η διασφάλιση της ορθής και χωρίς προβλήματα λειτουργίας του έργου προέρχεται από συμφωνίες και νομικά έγγραφα που υπογράφει η ΕΕΣ με τα υπόλοιπα εμπλεκόμενα μέρη. Στην διαδικασία αυτή συμμετέχουν οι επενδυτές-χορηγοί, οι προμηθευτές, οι επενδυτές κεφαλαίων, οι δανειστές, ο δημόσιος φορέας, οι αγοραστές κλπ. Με όλους αυτούς η ΕΕΣ εξασφαλίζεται με την υπογραφή συμβολαίων.





Σχήμα 1.1 Βασικά χαρακτηριστικά των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων

## 1.2 Ποιοι είναι οι ανάδοχοι σε μία Project Finance Deal;

Ο ανάδοχος είναι κάθε μέρος που επιθυμεί να συμμετέχει σε ένα Project και να το χρηματοδοτήσει με δικά του ή δανειακά κεφάλαια. Οι ανάδοχοι κατέχουν μετοχές της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (SPV). Κάθε ανάδοχος που συμμετέχει στην ολοκλήρωση της επένδυσης έχει καθορισμένο και ξεκάθαρο ρόλο και στόχο. Ο ρόλος εξαρτάται από τον τύπο του αναδόχου. Ποιοι είναι όμως οι ανάδοχοι; Οι τύποι των αναδόχων που συμμετέχουν συχνότερα σε ανάλογες επενδύσεις είναι κυρίως οι ακόλουθοι:

- ❖ *Industrial sponsors*, δηλαδή ανάδοχοι οι οποίοι συμμετέχουν στην επένδυση γιατί σχετίζεται με τις δραστηριότητες τους που ήδη λειτουργούν. Θα μπορούσε να αποτελέσει παράδειγμα μία πετρελαιοκή εταιρεία. Η εξόρυξη και επεξεργασία του αργού πετρελαίου δημιουργεί τοξικά απόβλητα όπως η “πίσσα” (tar) και η απομάκρυνση και καταστροφή τους αποτελεί επιπλέον κόστος για τον παραγωγό. Για να αντιμετωπιστεί αυτό το κόστος, κατασκευάζονται εργοστάσια με την χρήση της χρηματοδότησης του Project Finance. Τα εργοστάσια μετατρέπουν τα παραπάνω υπολείμματα σε ενέργεια με την χρήση οικολογικής τεχνολογίας, και τροφοδοτούν με την ενέργεια τα εργοστάσια

εξόρυξης και επεξεργασίας. Η παροχή ενεργειών δημιουργεί για τον ανάδοχο έσοδο, το οποίο καλύπτει το κόστος κατασκευής.

- ❖ *Public sponsors*, δηλαδή ανάδοχοι οι στόχοι των οποίων είναι η κοινωνική πρόνοια. Συμμετέχουν σε έργα στα οποία ο δημόσιος τομέας διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο. Η επιτυχία των έργων αυτών βασίζεται κυρίως στην αποτελεσματική διαχείριση των σχέσεων με την δημόσια διοίκηση και σε αρκετές περιπτώσεις και στην ορθή συνεργασία με τον ιδιωτικό τομέα αλλά και την συνεισφορά του στο έργο. Όταν σε έργα συμμετέχουν τόσο ο ιδιωτικός τομέας όσο και ο δημόσιος, η κοινοπραξία ονομάζεται Public Private Partnership (PPP) ή Σύμπραξη Δημόσιου με Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ).
- ❖ *Contractor/sponsors*, δηλαδή ανάδοχοι που σχεδιάζουν, κατασκευάζουν ή κατέχουν εργασία και ενδιαφέρονται να συμμετέχουν κατά κύριο λόγο με την εισφορά κεφαλαίου. Ο εργολάβος (contractor) προσφέρει στην ΕΕΣ υλικό εξοπλισμό, πρώτες ύλες και υπηρεσίες και ο κύριος σκοπός του είναι να συμμετέχει στον αρχικό σχεδιασμό και στην κατασκευή του εργοστασίου αλλά και κατά την διάρκεια λειτουργίας του έργου ως μέτοχος της ΕΕΣ. Το όφελος από την συμμετοχή αυτή είναι διπλό αφού ο εργολάβος θα επιδιώξει την ολοκλήρωση του έργου εγκαίρως και εντός προϋπολογισμού, έτσι ώστε να παράγει άμεσα χρηματικές εισροές και στην συνέχεια ως μέτοχος θα έχει όφελος από τα έσοδα που θα προέρχονται από την λειτουργία του έργου.
- ❖ *Purely financial investors*, δηλαδή ανάδοχοι οι οποίοι έχουν ως κύριο στόχο την επένδυση κεφαλαίων σε έργα που είναι πιθανό να αποφέρουν υψηλά κέρδη. Επιζητούν δηλαδή την επένδυση σε έργα με μελλοντικά κέρδη και άρα και υψηλό κίνδυνο επένδυσης. Ο ρόλος τους σε ανάλογες επενδύσεις είναι παθητικός δηλαδή δεν συμμετέχουν ενεργά στις πολιτικές σχεδιασμού της ΕΕΣ.

### **1.3 Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) – The Project Company – Special Purpose Vehicle (SPV)**

Στα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η Project Company. Είναι νομική οντότητα, η οποία είναι υπεύθυνη για τον σχεδιασμό, την κατασκευή και την ολοκλήρωση ενός συγκεκριμένου έργου. Ουσιαστικά είναι η εταιρεία που δανείζεται κεφάλαια για την χρηματοδότηση του έργου. Σύμφωνα με τον Massimo Novo p.234 «Αυτή η εταιρεία γενιέται μαζί με το έργο, και δεν κάνει τίποτα άλλο από το να σχεδιάσει, να κατασκευάσει και να λειτουργήσει το έργο». Ο σκοπός της είναι συγκεκριμένος και επομένως είναι μια εταιρεία ειδικού σκοπού η οποία αποκτά το δικαίωμα να εκμεταλλεύεται τις λειτουργίες και τα περιουσιακά στοιχεία του έργου.

Η ανάγκη δημιουργίας μιας ΕΕΣ για την ολοκλήρωση της επένδυσης σε αυτοχρηματοδοτούμενα έργα πηγάζει από δύο κυρίως λόγους:

- *Defensive Reasons*: Ένα έργο μπορεί να κατασκευαστεί – ολοκληρωθεί από μία εταιρεία που ήδη λειτουργεί και οι δραστηριότητες της σχετίζονται με το έργο. Η εταιρεία που θα αναλάβει τον σχεδιασμό, την ολοκλήρωση και την λειτουργία του έργου έχει ήδη νομική υπόσταση. Σε αυτή την περίπτωση όμως, ο ανάδοχος θα ευθύνεται απέναντι στους δανειστές του με όλα τα περιουσιακά στοιχεία του, δηλαδή, σύμφωνα με τον Massimo Nono p.235 «οι δανειζόμενοι διαθέτουν όλα τα περιουσιακά στοιχεία τους χωρίς καμία εξαίρεση, ως εγγύηση έναντι των δανειστών τους».
- *Positive Reasons*: Η εταιρεία του έργου (Project Company) συχνά ονομάζεται Εταιρεία Ειδικού Σκοπού γιατί ο σκοπός της ίδρυσης της είναι συγκεκριμένος. Ο ρόλος της, όπως προαναφέρθηκε, είναι ο σχεδιασμός και η ανάπτυξη, η ολοκλήρωση και η λειτουργία του έργου. Ταυτόχρονα πρέπει να εξασφαλίζει ότι οι χρηματικές ροές που παράγει το έργο, διαχειρίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να εξυπηρετούν τα δάνεια. «Ο σκοπός της εταιρείας έργου είναι κυρίως η δημιουργία προϋποθέσεων για να γίνει αποτελεσματική διαχείριση των χρηματικών ροών του έργου από την νομική οντότητα για την αποπληρωμή των δανείων» (Massimo Nono p.236).

Επομένως οι ανάδοχοι ιδρύουν μία ΕΕΣ και κάνουν χρήση της τεχνικής του ring fencing, με την οποία δίνουν στο έργο μία χρηματοοικονομική δομή με τέτοιους νομικούς όρους ώστε μόνο τα περιουσιακά στοιχεία του έργου να είναι διαθέσιμα στους δανειστές, ενώ το έργο θα παράγει έσοδα και θα έχει χρηματικές εισροές. Φανερά λοιπόν η ΕΕΣ συνυπάρχει με το έργο, με την έννοια ότι όλες οι χρηματικές εισροές του έργου εξυπηρετούν μόνο του σκοπούς του έργου.

#### **1.4 Public Private Partnership (PPP) ή Σύμπραξη Δημόσιου με Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ)**

Η δημιουργία υποδομών ευρωπαϊκού χαρακτήρα έλαβε διάφορες ονομασίες TEN, PPP και τύπους στα χρόνια που ακολούθησαν με τους οποίους χαρακτηρίστηκε, τόσο η προτεραιότητα της δημιουργίας τους, όσο και το σύστημα που θα μπορούσε να τα υλοποιήσει. Από το σύνολο των τύπων αυτών καθίσταται σαφές ότι, αφενός το πρόβλημα επικεντρώθηκε στις προτεραιότητες, αφετέρου στους

κανόνες χρηματοδότησής τους. Η βασική και κύρια όμως ονομασία, αλλά και ουσία, της μεθόδου εκτέλεσης και δημιουργίας γενικότερα υποδομών στηρίχθηκε στη σύμβαση παραχώρησης δημοσίων έργων. Σήμερα πολύ συχνά γίνεται λόγος και για τη συνεργασία ιδιωτικού και δημοσίου τομέα ή ΣΔΙΤ. Η ιδιωτική χρηματοδότηση και η ανταποδοτικότητα τέθηκε ως προεξάρχουσα αρχή στην δημιουργία των δικτύων αυτών καθώς και η συμμετοχή των ιδιωτών στην εκμετάλλευσή τους. Η ιδιωτική όμως διαχείριση των υποδομών βασίσθηκε σε μια συνολικότερη υιοθέτηση φιλελεύθερων αρχών και κανόνων από την Ευρωπαϊκή Ένωση στο πλαίσιο της Ενιαίας Αγοράς. Η τεχνολογική πρόοδος θα υλοποιείτο σε έδαφος φιλελεύθερων κανόνων, όπου όμως πάντα θα είχε θέση η προστασία των θεμελιωδών δικαιωμάτων και η μέριμνα για το κοινό συμφέρον. Η ίδια η Ευρωπαϊκή Ένωση εξέθεσε τους όρους για τη χορήγηση κοινοτικής ενίσχυσης στον τομέα των διευρωπαϊκών δικτύων για την ικανοποίηση των παραπάνω αρχών το 1995 στο πλαίσιο του οποίου έκτοτε χαράσσεται η πολιτική και η χρηματοδότηση της δημιουργίας των ευρωπαϊκών υποδομών. Μετά και την πρόσφατη τροποποίηση του 1999, το πλαίσιο χρηματοδότησης της δημιουργίας ευρωπαϊκών υποδομών βασίζεται στη βιωσιμότητα των «σχεδίων», και στην οικονομική τους αποδοτικότητα, τη συμμετοχή των ιδιωτών στη χρηματοδότησή τους.

Η αναγκαιότητα της συμμετοχής από κοινού με το Δημόσιο των ιδιωτών σε προώθηση μεγάλων ιδίως έργων υποδομής οδήγησε στην συνειδητοποίηση του νομοθέτη ότι κάποιες συμβάσεις θα πρέπει να εκτελούνται με τη συμμετοχή ιδιωτικών κεφαλαίων, το κόστος των οποίων να είναι δυνατό να επιμερίζεται με το Δημόσιο (PPP). Στο πλαίσιο της παραδοχής αυτής συναντώνται στην ελληνική νομοθεσία οι έννοιες των αυτοχρηματοδοτούμενων ή συγχρηματοδοτούμενων έργων. Διάφορες άλλες, μη νομικές έννοιες χρησιμοποιούνται στην «διάλεκτο» των συμβάσεων αυτής της φύσεως χωρίς όμως να υπάγονται σε κάποια ιδιαίτερη νομική κατηγορία ή να διέπονται από ιδιαίτερο νομικό καθεστώς. Οι συμβάσεις που αναφέρονται σε αυτοχρηματοδοτούμενα ή συγχρηματοδοτούμενα έργα απαιτούν όμως μια πρόσθετη παρατήρηση δεδομένου ότι έχουν ήδη εκφρασθεί μέσω της «Public Private Partnership» που εισήγαγαν πολλά κοινοτικά έγγραφα και έχουν πολιτογραφηθεί πλέον ως PPP. Η παρατήρηση αυτή αφορά το γενικότερο προβληματισμό που υπάρχει στην Κοινότητα και τα κράτη μέλη σε σχέση με τις μεθόδους συνεργασίας ιδιωτών και κρατών χωρίς όμως να συνδέεται με την κατασκευή νομικών κατηγοριών ή συγκεκριμένων συμβατικών ειδών. Παρόλα αυτά η έννοια των αυτοχρηματοδοτούμενων ή συγχρηματοδοτούμενων έργων έχει πλέον εισαχθεί στο ελληνικό σύστημα δικαίου, όπως θα διαπιστωθεί αμέσως στη συνέχεια.

## 1.5 Μορφές παραχωρήσεων

Στην πράξη συναντιούνται διάφορες μορφές παραχωρήσεων (concession) οι οποίες μπορεί ονομαστικά να φαίνονται όμοιες, ωστόσο υπάρχουν διαφορές ως προς την μορφή του συμβολαίου που υπογράφεται ανάμεσα στα μέρη. Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά οι κύριες μορφές παραχωρήσεων:

- *Η μέθοδος B.O.T. B.O.T. (Build / Operate / Transfer) και B.O.O.T. (Build / Own / Operate / Transfer).* Ο ιδιώτης κατασκευάζει ένα έργο με βάση τις προδιαγραφές που έχει συμφωνήσει με το Δημόσιο λειτουργεί το έργο που ανήκει είτε σε κρατικούς φορείς (B.O.T.) ή στο ίδιο (B.O.O.T.) για ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα και στη συνέχεια με τη λήξη της περιόδου εκμετάλλευσης μεταβιβάζει τη λειτουργία του (B.O.T.) ή και την ιδιοκτησία του (B.O.O.T.) στον κρατικό φορέα. Στις περισσότερες περιπτώσεις ο ιδιώτης είναι υπεύθυνος για τμήμα ή για το σύνολο της χρηματοδότησης του έργου, συνεπώς και η περίοδος εκμετάλλευσης πρέπει να είναι επαρκής, προκειμένου ο ιδιώτης μέσω των τελών χρήσης του έργου να επιτύχει μια ελάχιστη απόδοση επί του κεφαλαίου που επένδυσε. Στο τέλος της προκαθορισμένης περιόδου εκμετάλλευσης του έργου από τον ιδιώτη το Δημόσιο μπορεί να αναλάβει τη λειτουργία του έργου ή να την αναθέσει εκ νέου στον ιδιώτη που το κατασκεύασε ή και σε τρίτο.
- *Η μέθοδος B.T.O. (Build / Transfer / Operate).* Ο ιδιώτης σχεδιάζει, χρηματοδοτεί και κατασκευάζει το έργο. Όταν το έργο αποπερατωθεί, μεταβιβάζεται η ιδιοκτησία του στον κρατικό φορέα, ο οποίος στη συνέχεια συμφωνεί να το ενοικιάσει στον ιδιώτη για μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Η συμφωνία δίνει το δικαίωμα στον ιδιώτη να λειτουργεί το έργο και να εισπράττει τα αντίστοιχα έσοδα. Στο τέλος της μισθωτικής περιόδου το Δημόσιο μπορεί να αποφασίσει αν θα αναλάβει το ίδιο τη διαχείριση του έργου ή θα την αναθέσει στον ιδιώτη που το κατασκεύασε ή ακόμη και σε άλλο ιδιώτη που εκδήλωσε ενδιαφέρον για τη λειτουργία του
- *Σύμβαση συμβολαίου παροχής υπηρεσιών. (Private Services Contract: Operations and Maintenance)* όπου ο δημόσιος φορέας συνάπτει συμβόλαιο παροχής υπηρεσιών για τη λειτουργία και συντήρηση του έργου με τον ιδιώτη, το Δημόσιο διατηρεί όμως την ιδιοκτησία και τη διοίκηση του έργου.
- *Σύμβαση συμβολαίου παροχής "ολοκληρωμένων" υπηρεσιών (Private Services Contract: Operations, Maintenance and Management),* όπου ο δημόσιος φορέας

συνάπτει συμβόλαιο παροχής υπηρεσιών για τη λειτουργία, συντήρηση και διοίκηση του έργου. Το δημόσιο διατηρεί την ιδιοκτησία του έργου, αλλά ο ιδιώτης μπορεί να επενδύσει και δικά του κεφάλαια στο έργο. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του συμβολαίου, τόσο αυξάνεται και η πιθανότητα ο ιδιώτης να επενδύσει δικά του κεφάλαια στο έργο, δεδομένου ότι έχει περισσότερο χρόνο να τα αποσβέσει και να επιτύχει μια ελάχιστη απόδοση επί αυτών των κεφαλαίων. Η μέθοδος αυτή προτιμάται σε σχέση με την προηγούμενη (υπ' αριθμ. 3), όταν το έργο απαιτεί υψηλή εξειδίκευση και ο κρατικός φορέας δεν έχει την απαιτούμενη διοικητική εμπειρία σε σύνθετα έργα.

- *Χρηματοδότηση του έργου από ιδιώτη - εργολάβο (Developer Financing).* Ο ιδιώτης (συνήθως πρόκειται για τεχνική εταιρεία) χρηματοδοτεί την κατασκευή ή επέκταση των εγκαταστάσεων, με αντάλλαγμα την εκχώρηση του δικαιώματος να κτίσει κατοικίες, εμπορικά καταστήματα ή βιομηχανικές εγκαταστάσεις σε μια ακριβή, συνήθως ταχέως αναπτυσσόμενη και πολεοδομικά αυστηρώς ρυμοτομημένη περιοχή. Ο ιδιώτης εργολάβος συνεισφέρει κεφάλαια και δύναται να λειτουργήσει τις εγκαταστάσεις υπό την επίβλεψη της κρατικής αρχής, αποκτώντας μερικές φορές το δικαίωμα να αμείβεται από τους χρήστες των εγκαταστάσεων. Εναλλακτικά, ο ιδιώτης εργολάβος εκτός από τη χρηματοδότηση των εγκαταστάσεων (τις οποίες συνήθως δεν κατασκευάζει), προκειμένου να αποκτήσει το δικαίωμα να κτίσει ακίνητα σε μια ακριβή περιοχή, μπορεί να επιβαρυνθεί από τον κρατικό φορέα με ένα χρηματικό ποσό ή να υποχρεωθεί να αγοράσει ένα τμήμα της δυναμικότητας των υφιστάμενων εγκαταστάσεων. Το χρηματικό αυτό ποσό χρησιμοποιείται από τον κρατικό φορέα για την επέκταση και τον εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων.
- *Η μέθοδος L.R.O. (lease / Rehabilitate / Operate).* Με αυτή τη μέθοδο ο ιδιώτης ενοικιάζει τις υφιστάμενες εγκαταστάσεις από έναν κρατικό φορέα, επενδύει τα κεφάλαιά του προκειμένου να εκσυγχρονίσει ή και να επεκτείνει τις εγκαταστάσεις και στη συνέχεια τις λειτουργεί, στα πλαίσια ενός συμβολαίου με τον κρατικό φορέα. Ο κρατικός φορέας διατηρεί την ιδιοκτησία του έργου. Ο ιδιώτης αποκτά το δικαίωμα εκμετάλλευσης των εγκαταστάσεων για ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, ώστε να αποσβέσει το κεφάλαιό του, μέσω ενός προσεκτικά ρυθμισμένου τιμολογίου καταναλωτών.
- *Η μέθοδος B.O.L.T. (Build / Own / Lease / Transfer).* Με αυτή τη μέθοδο ο ιδιώτης χρηματοδοτεί και κατασκευάζει τις εγκαταστάσεις, τις οποίες στη συνέχεια ενοικιάζει (με leasing) στον κρατικό φορέα, ο οποίος και καταβάλλει περιοδικές πληρωμές στον ιδιώτη μέσω των οποίων σταδιακά μεταβιβάζεται και η ιδιοκτησία των εγκαταστάσεων. Στο τέλος της μισθωτικής περιόδου ο κρατικός

φορέας είναι πλέον ιδιοκτήτης των εγκαταστάσεων ή τις αγοράζει με τίμημα που έχει προσδιοριστεί στη σύμβαση leasing. Κατά τη διάρκεια της μισθωτικής περιόδου οι εγκαταστάσεις δύνανται να λειτουργούν είτε από τον κρατικό φορέα-αγοραστή είτε από τον ιδιώτη-εκμισθωτή.

- *Συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση (Leveraged Leasing).* Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται κυρίως χρηματοδοτική μίσθωση παγίων μεγάλης αξίας, όπως π.χ. ένα σημαντικό έργο κοινής ωφέλειας, και περιλαμβάνει τέσσερα μέλη: τον προμηθευτή του πάγιου στοιχείου, τον μισθωτή, τον εκμισθωτή (οι οποίοι μπορεί να είναι κρατικός φορέας ή και ιδιώτης) και το μακροπρόθεσμο δανειστή. Ο εκμισθωτής αγοράζει τις εγκαταστάσεις, καταβάλλοντας μέρος μόνο της αξίας του (συνήθως 20%-40%). Το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να έχουν το δικαίωμα να στραφούν κατά της εταιρίας χρηματοδοτικής μίσθωσης. Δηλαδή, οι δανειστές συμφωνούν να ικανοποιηθούν αποκλειστικά από τα μισθώματα και σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του μισθωτή από την εκποίηση του πάγιου στοιχείου. Παράλληλα ο δανειολήπτης-εκμισθωτής δεν έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο στην περίπτωση αφερεγγυότητας του μισθωτή. Το επιτόκιο δανεισμού στην περίπτωση αυτή αποτελεί συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας του μισθωτή. Οι μακροπρόθεσμοι δανειστές είναι συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία και άλλοι οργανισμοί που διαθέτουν σημαντικά διαθέσιμα για μακροπρόθεσμη τοποθέτηση.
- *Κατασκευή νέων εγκαταστάσεων με το κλειδί στο χέρι (Turn - Key).* Ο κρατικός φορέας αναθέτει το σχεδιασμό και την κατασκευή των εγκαταστάσεων σε ένα ιδιώτη, σύμφωνα με προσυμφωνημένα χαρακτηριστικά. Ο ιδιώτης δεσμεύεται να κατασκευάσει το έργο στη συμφωνηθείσα τιμή και να επωμιστεί τον κατασκευαστικό κίνδυνο να του στοιχίσει περισσότερο. Εφόσον η ιδιοκτησία παραμένει στον ιδιώτη-εργολάβο, έως ότου η κατασκευή του έργου ολοκληρωθεί, ο κατασκευαστής δεν περιορίζεται από τους κανονισμούς προμηθειών του Δημοσίου, γεγονός που του επιτρέπει την αποπεράτωση του έργου σε μικρότερο χρονικό διάστημα και με μικρότερο κόστος, συγκριτικά με αυτό που θα προέκυπτε αν το έργο υλοποιούνταν με βάση τις παραδοσιακές τεχνικές κατασκευής των δημοσίων έργων. Η χρηματοδότηση των εγκαταστάσεων μπορεί να ανατεθεί τόσο στον ιδιώτη, όσο και στον κρατικό φορέα.
- *Η μέθοδος B.O.O. (Build / Own / Operate).* Με αυτή τη μέθοδο ο κρατικός φορέας αποφασίζει την κατασκευή ενός νέου κοινωφελούς έργου και στρέφεται στον

ιδιωτικό τομέα για να το υλοποιήσει. Χορηγεί άδεια λειτουργίας μακράς διάρκειας στον ιδιώτη, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τη χρηματοδότηση, το σχεδιασμό, την ανέγερση και τη λειτουργία των εγκαταστάσεων. Ο ιδιώτης έχει την ιδιοκτησία του έργου, ενώ οι κρατικοί φορείς έχουν την ευθύνη για τον προσδιορισμό των προδιαγραφών των προσφερόμενων υπηρεσιών, των κανόνων ασφαλείας και του ανώτατου επιπέδου των τελών χρήσης (π.χ. διοδίων) του έργου.

- *Η μέθοδος B.B.O. (Build / Own / Operate).* Ο κρατικός φορέας πωλεί υφιστάμενες εγκαταστάσεις κοινής ωφέλειας σε ιδιώτες στα πλαίσια προσέλκυσης επιχειρηματικών κεφαλαίων για την υλοποίηση πρόσθετων επενδύσεων.

### **1.6 Γιατί οι ανάδοχοι της επένδυσης (sponsors) επιλέγουν το Project financing;**

Οι ανάδοχοι μπορούν, σύμφωνα με τον S.Gatti p.2, να επιλέξουν για την χρηματοδότηση ενός νέου επενδυτικού σχεδίου ανάμεσα σε δύο εναλλακτικές προτάσεις:

1. Να χρηματοδοτηθεί από στοιχεία του ισολογισμού του (corporate financing).
2. Να δημιουργηθεί μία νέα οικονομική οντότητα (ΕΕΣ) που θα αναλάβει την χρηματοδότηση του σχεδίου με στοιχεία εκτός ισολογισμού (Off balance sheet όπως είναι η χρήση project finance).

Στην πρώτη εναλλακτική οι ανάδοχοι (sponsors) χρησιμοποιούν τα περιουσιακά στοιχεία και τις χρηματοοικονομικές ροές της υπάρχουσας εταιρείας ως εγγυήσεις έναντι των δανειστών τους. Εάν το νέο επενδυτικό σχέδιο αποτύχει τα εναπομείναντα περιουσιακά στοιχεία και χρηματικά διαθέσιμα αλλά και οι μελλοντικές χρηματικές ροές που πέρχονται από τις λοιπές δραστηριότητες των αναδόχων, θα αποτελέσουν την κύρια πηγή της αποπληρωμής των δανείων.

Σε αντίθεση η δεύτερη εναλλακτική θεωρεί την νέα σχηματισθείσα εταιρεία ΕΕΣ και την υπάρχουσα σαν δύο διαφορετικές οντότητες. Η ανεπιτυχής έκβαση του νέου



επενδυτικού σχεδίου επιτρέπει στους δανειστές να διεκδικήσουν μέρος μόνο από τα περιουσιακά στοιχεία της προϋπάρχουσας εταιρείας.

Ωστόσο η δεύτερη εναλλακτική έχει και μία σημαντική αρνητική πλευρά που έχει να κάνει με το κόστος λειτουργίας της. Πιο συγκεκριμένα το κόστος του σχεδιασμού και της υλοποίησης της επένδυσης είναι υψηλότερο από το αν είχε επιλεγεί η χρηματοδότηση με στοιχεία του ενεργητικού. Οι λόγοι για την ύπαρξη της διαφοράς στο κόστος έχει να κάνει κυρίως με την πολυπλοκότητα της συμφωνίας παραχώρησης. Υπάρχουν ειδικοί σύμβουλοι, οι ρόλοι των οποίων αναλύονται σε επόμενο κεφάλαιο, οι οποίοι θα αξιολογήσουν την επένδυση καθένας από την δική του οπτική γωνία. Η διαδικασία της αξιολόγησης απαιτεί χρόνο και σε αυτόν θα πρέπει να προστεθεί και ο χρόνος της διαπραγμάτευσης ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη. Φανερά λοιπόν οι παραπάνω διαδικασίες είναι χρονοβόρες και αυξάνουν το κόστος του εγχειρήματος. Επιπρόσθετο κόστος αποτελεί η διενέργεια ελέγχου του έργου για να διαπιστωθεί ότι όλα προχωρούν βάση του σχεδιασμού, και η προσδοκία των δανειστών για υψηλότερες αποδόσεις αφού αναλαμβάνουν επενδύσεις με υψηλότερους κινδύνους.

Γενικότερα μία σύγκριση μεταξύ του Project Finance και του Corporate Finance θα πρόσδιδε στο πρώτο μερικά πλεονεκτήματα έναντι του δεύτερου. Αρχικά μπορεί να αναφερθεί πως η χρήση της τεχνικής του Project Finance παρέχει την δυνατότητα καλύτερου επιμερισμού του κινδύνου ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη. Αυτό είναι πολύ σημαντικό για επενδύσεις που ενέχουν υψηλό κίνδυνο αλλά και αποφέρουν υψηλή απόδοση, μιας και μπορεί να υποστηριχθεί υψηλός δείκτης δανειακών κεφαλαίων προς ιδίων κεφαλαίων (debt to equity ratio). Επίσης αν εξεταστεί από την οπτική γωνία της λογιστικής η σύγκριση θα διαπιστωθεί πως τα συμβόλαια μεταξύ των αναδόχων και της ΕΕΣ είναι κατά κύριο λόγο συγκρίσιμα με τις εμπορικές εγγυήσεις και δεν απεικονίζονται στον ισολογισμό του ανάδοχου. Επιπρόσθετα στις συμφωνίες Project Finance εγγυήσεις προς τους δανειστές αποτελούν μόνο τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την ολοκλήρωση της συγκεκριμένης επένδυσης. Ως εκ τούτου τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία των αναδόχων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για επιπλέον χρηματοδότηση. Τέλος αξίζει να αναφερθεί το γεγονός πως με την δημιουργία της ΕΕΣ ως ξεχωριστής νομικής οντότητας, αποκτάται το πλεονέκτημα να ανεξαρτητοποιηθούν οι ανάδοχοι εάν η χρηματοδότηση του έργου έχει γίνει χωρίς ή με περιορισμένη αναγωγή στον/στους μέτοχους / επενδυτές.

Στο παρακάτω σχήμα παραθέτονται συνοπτικά οι διαφορές των δύο μορφών χρηματοδότησης.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	Corporate Finance	Project Finance
Εγγυήσεις έναντι των δανειστών	Περιουσιακά στοιχεία των δανειζόμενων	Περιουσιακά στοιχεία της ΕΕΣ
Επίδραση στην χρηματοοικονομική δραστηριότητα	Μείωση της ελαστικότητας για τον δανειζόμενο	Καμία ή μειωμένη επίδραση για τον ανάδοχο
Λογιστική απεικόνιση	Στοιχείο ισολογισμού	Στοιχείο εκτός ισολογισμού
Κύριες μεταβλητές που εγγυόνται την χρηματοδότηση	Πελατειακές σχέσεις Αξιοπιστία Ισολογισμού Κερδοφορία	Μελλοντικές ταμειακές ροές
Βαθμός δανεισμού	Εξαρτάται από την επίδραση στον ισολογισμό του έργου	Εξαρτάται από τις χρηματοοικονομικές ροές του έργου

Σχήμα 1.2 Σύγκριση της Άμεσης χρηματοδότησης με το Project Finance

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η χρήση του Project Finance αποτελεί μία τεχνική χρηματοδότησης την οποία συναντάει κανείς σε παλαιότερα χρόνια. Υπάρχουν αναφορές για αυτο-χρηματοδοτούμενα έργα στην Αρχαία Ελλάδα.

Εάν ανατρέξει κανείς 2.500 χρόνια πριν θα διαπιστώσει με ενδιαφέρον ότι στην πόλη της Ερέτριας και στα τέλη του 4<sup>ου</sup> αιώνα π.Χ. οι Ερετριείς ανέθεσαν στον εργολάβο Χαιρεφάνη το έργο της αποξήρανσης της λίμνης των Πτεχών. Ο Χαιρεφάνης ανέλαβε να χρηματοδοτήσει και κατασκευάσει το έργο και έναντι της υποχρέωσης αυτής του παραχωρήθηκε το δικαίωμα να εκμεταλλευθεί τα αποκαλυφθέντα εδάφη επί δεκαετία. Επομένως η παλαιότερη καταγεγραμμένη σύμβαση παραχώρησης είναι τα τέλη του 4ου αιώνα π.χ. στην Ερέτρια. Σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης, προβλεπόταν η κατασκευή αγωγών, υπονόμων και φρεατίων για την αποχέτευση των υδάτων σε φυσικές υπόγειες ρωγμές (καταβόθρες). Παράλληλα λήφθηκε μέριμνα για απαλλοτριώσεις ιδιωτικών εκτάσεων έναντι αποζημίωσης, καθώς και για την εκτέλεση των έργων αποξήρανσης σε μη καλλιεργήσιμες πρωτίστως εκτάσεις, ώστε να αποφεύγονταν ζημιές στην ιδιωτική περιουσία. Πρόκειται για το πρώτο γνωστό έργο Β.Ο.Τ. στον κόσμο, αυτοχρηματοδοτούμενο δηλαδή έργο με 10ετή παραχώρηση εκμετάλλευσης.

Στοιχεία υπάρχουν από ένα ψηφισματικό ανάγλυφο του 4ου π.Χ. αιώνα που αναφέρεται στην αποξήρανση της λίμνης των Πτεχών και η οποία πιθανότατα να ταυτίζεται με τη λίμνη του Δύστου. Στο ανάγλυφο αυτό, που φιλοξενείται στο Επιγραφικό Μουσείο Αθηνών, αναγράφεται η σύμβαση αποξήρανσης της λίμνης των Πτεχών μεταξύ του αναδόχου του έργου Χαιρεφάνη και εκατόν εξήντα περίπου κατοίκων των δήμων Ερετριας. Η αρχαία αυτή επιγραφή αναγράφει τη σύμβαση ανάμεσα στον Χαιρεφάνη και την πόλη της Ερέτριας, με βάση την οποία ο Χαιρεφάνης αναλαμβάνει δημόσια έναντι της πόλης και των πολιτών της να μετατρέψει μία βαλτώδη έκταση στην επικράτεια της Ερέτριας σε καλλιεργήσιμη γη. Αναλαμβάνει δηλαδή να εκτελέσει τα αποξηραντικά έργα της περιοχής με δικά του έξοδα, καταβάλλοντας μισθό τριάντα ταλάντων στην πόλη, με αντάλλαγμα τη δεκαετή καλλιέργεια της εν λόγω περιοχής από τον ίδιο, με την ταυτόχρονη υποχρέωση της συντήρησης του υπονόμου αποχέτευσης των νερών και των άλλων έργων.

Η πόλη δεν αναλαμβάνει να πληρώσει τον εργολάβο μετά την ολοκλήρωση του έργου, ούτε συμμετέχει στις οποιεσδήποτε δαπάνες, παρέχοντας μόνο άυλες παροχές στον εργολάβο, όπως φορολογικές ελαφρύνσεις, δικαστική ασυλία και εξασφάλιση της

απρόσκοπτης εκτέλεσης των εργασιών. Η μη συμμετοχή της πόλης στις δαπάνες του έργου και το υψηλό ενοίκιο που συμφώνησε να καταβάλει στην πόλη ο Χαιρεφάνης, υποδηλώνουν ότι η αποξήρανση ήταν μεν ένα παρακινδυνευμένο εγχείρημα, αλλά και ότι η έκταση που θα απελευθερώνονταν από τα νερά ήταν μεγάλη και γόνιμη. Η καλλιέργειά της θα απέδιδε φαίνεται τόσα οφέλη, ώστε ο Χαιρεφάνης και οι συνέταιροί του να μπορούν να πληρώνουν στην πόλη ένα χρηματικό ποσό, αποβλέποντας σε απόσβεση των χρημάτων τους σε δέκα χρόνια, αποκομίζοντας στο τέλος και κάποιο καθαρό κέρδος. Η σύμβαση αναφέρει επιπλέον πώς για δέκα χρόνια τα προϊόντα που θα παράγονταν από την έκταση αυτή δεν θα φορολογούνταν εφόσον θα πωλούνταν στην Ερετρική, παρέχοντας έτσι κίνητρο στον Χαιρεφάνη και τους συνεταίρους του να πωλούν τα προϊόντα μέσα στην επικράτεια της Ερέτριας, ώστε να υπάρχει όφελος για τους πολίτες της περιοχής. Μετά το πέρας της δεκαετίας η γη θα παραδίδονταν τελικά στον ιδιοκτήτη της.

Οι βασικές πληροφορίες που εντοπίζονται στην επιγραφή αφορούν:

- ⇒ *Το αντικείμενο της σύμβασης:* την αποξήρανση της λίμνης (στ. 1), την ανόρυξη φρεάτων (στ. 18), την κατασκευή αρδευτικής δεξαμενής 370μ. (στ. 22) και τη συντήρηση του έργου για μία δεκαετία με επισκευή τάφρων, αγωγών και θυροφραγμάτων (στ. 23-25).
- ⇒ *Την περιβαλλοντική μέριμνα:* "και αν βγάξει το νερό της λίμνης με διώρυγες, ας βγάξει το νερό (αν είναι δυνατόν μακριά) από τα καλλιεργήσιμα χωράφια δια μέσου των χέρσων". Όλα αυτά ώστε να περνάνε τα κανάλια όσο το δυνατόν πιο μακριά από τα καλλιεργήσιμα χωράφια.
- ⇒ *Τις απαλλοτριώσεις:* προβλέπεται από τη σύμβαση η απαλλοτρίωση ιδιωτικών εκτάσεων με συνομολογούμενη αποζημίωση καταβαλλόμενη από τον ανάδοχο (στ. 17-20).
- ⇒ Ως προς την *περιγραφή των τεχνικών έργων*, οι πληροφορίες που διαθέτουμε είναι περιορισμένες, καθώς σώζεται μόνο το μισό κείμενο της σύμβασης, με πέντε μόνο λέξεις κλειδιά, *υπόνομος, φρεατία, δεξαμενή, ποταμοί*. Επιπλέον δεν είναι γνωστή και η περιοχή επακριβώς όπου θα κατασκευάζονταν το έργο.

Η τεχνική του Project Finance χρησιμοποιήθηκε ακόμα και στα χρόνια της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας για να χρηματοδοτηθούν οι εισαγωγές και οι εξαγωγές από και προς τις Ρωμαϊκές Αποικίες. Στην πιο σύγχρονη ιστορία υπάρχει η περίπτωση του σιδηρόδρομου της Αμερικής κατά τα έτη 1840 έως 1870. Στην δεκαετία του 1930, η τεχνική του Project Finance χρησιμοποιήθηκε για την χρηματοδότηση της ανακάλυψης και εξόρυξης πετρελαίου στις περιοχές του Τέξας και της Οκλαχόμα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση η χορήγηση των κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε με το σκεπτικό της

απόκτησης της δυνατότητας της αποπληρωμής τόσο του κεφαλαίου όσο και των τόκων όταν οι παραγωγοί θα αποκτούσαν έσοδα από την πώληση του πετρελαίου.

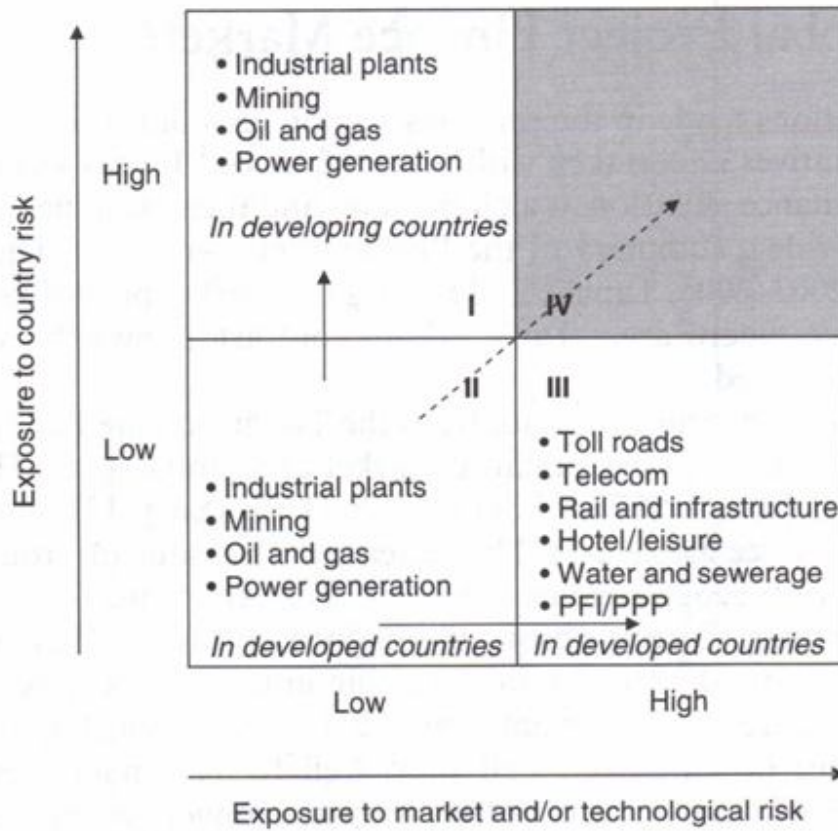
Στην δεκαετία του 1970, η τεχνική του Project Finance εξαπλώθηκε στην Ευρώπη κυρίως στον κλάδο της εξόρυξης πετρελαίου. Την ίδια περίοδο στις ΗΠΑ ψηφίστηκε νέος νόμος σχετικός με την παραγωγή ενέργειας ο οποίος ευνόησε την περαιτέρω χρήση του Project Finance. Ειδικότερα ξεκίνησαν οι κατασκευές εργοστασίων για την παραγωγή παραδοσιακής, εναλλακτικής ή ανανεώσιμης ενέργειας και χρηματοδοτήθηκαν μέσω της τεχνικής του Project Finance.

Το Project Finance από ιστορικής πλευράς χρησιμοποιείται σε αγορές που έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- Μονοψωνιακές αγορές, με υπογραφή μακροπρόθεσμων συμβολαίων και με τιμές ρυθμισμένες εκ των προτέρων.
- Χαμηλός τεχνολογικός κίνδυνος στην κατασκευή εργοστασίων. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο ανάδοχος ήταν πάντα μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στην αγορά πετρελαίου.

Στις δύο επόμενες δεκαετίες η ανάπτυξη του Project Finance ακολούθησε δύο διαφορετικές τάσεις.

1. Η πρώτη αφορούσε την εξαγωγή της τεχνικής του Project Finance στις αναπτυσσόμενες χώρες. Στις αναπτυγμένες χώρες υπήρχαν πλέον ελάχιστες ευκαιρίες επένδυσης στις εσωτερικές αγορές τους και έτσι οι εργολάβοι-ανάδοχοι πρότειναν να συμμετέχουν μέσω της τεχνικής του Project Finance σε έργα των αναπτυσσόμενων χωρών σε συνεργασία με το δημόσιο. Η επιλογή αυτή θα βοηθούσε γρήγορα την ανάπτυξη των έργων υποδομής της χώρας ενώ παράλληλα θα αυξανόταν η συμμετοχή των ιδιωτών με την επένδυση των κεφαλαίων τους.
2. Η δεύτερη τάση που ακολουθήθηκε ήταν στις βιομηχανοποιημένες χώρες οι οποίες αρχικά δοκίμασαν την τεχνική του Project Finance σε πιο παραδοσιακούς τομείς. Στην πραγματικότητα οι παραπάνω χώρες ξεκίνησαν να χρησιμοποιούν το Project Finance σαν μία εξωλογιστική τεχνική για την υλοποίηση :
  - Έργων με μικρότερο κίνδυνο αγοράς όπως η κατασκευή διοδίων, χώρων αναψυχής και μητροπολιτικούς χώρους στάθμευσης.
  - Έργων στην κατασκευή των οποίων συμμετέχει και στηρίζει-ενισχύει ο δημόσιος φορέας. Παρόμοια έργα είναι πιθανό να μην μπορούν να αποπληρώσουν το κόστος της επένδυσης ή να καλύψουν τα λειτουργικά έξοδα τους και για αυτό το λόγο είναι επιβεβλημένη η επιδότηση τους από το κράτος.



Σχήμα 2.1 Αξιολόγηση της Αγοράς του Project Finance στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες, με βάση την έκθεση στον κίνδυνο πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.21

## 2.2 Η αγορά του Project Finance διεθνώς

Γενικότερα και σε παγκόσμιο επίπεδο έχει παρατηρηθεί μία σταθερή ανάπτυξη στην αγορά του Project Finance. Οι χρηματοδοτήσεις με την μορφή του Project Finance έχουν σημειώσει αύξηση από \$73,5 δις που ήταν το 2003 σε σχεδόν 132 δις το 2006, μία αύξηση των χρηματοδοτήσεων της τάξης του 79.5%. Οι λόγοι της αύξησης της αξίας των χρηματοδοτήσεων τέτοιου είδους διαφέρουν στις διάφορες γεωγραφικές περιοχές. Οι περιοχές της Αμερικής, Κεντρικής Ασίας και Ειρηνικού αλλά κυρίως της Ευρώπης απορροφούν την πλειοψηφία των χρηματοδοτήσεων. Ωστόσο και οι χώρες της Αφρικάνικης Ηπείρου κατέχουν σημαντικό μερίδιο της αγοράς Project Finance με ποσοστό περίπου 18% την τετραετία 2003 – 2006.

Project Finance

Breakdown of Global Value of Project Finance Initiatives by Geographical Area																
Region	2003			2004			2005			2006			Total 2003-2006			CAGR 2003-2006
	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	
Africa/Middle East	7,751.10	10.50	16	17,485.10	15.00	31	30,040.20	21.60	48	28,345.40	21.50	30	83,621.80	18.11	125	54.1%
Americas	13,167.90	17.90	76	28,933.90	24.70	111	26,127.70	18.80	104	34,743.60	26.30	71	102,973.10	22.30	362	38.2%
Central Asia/Asia Pacific	11,341.30	15.40	60	31,453.80	26.90	84	23,064.70	16.60	88	13,952.60	10.60	43	79,812.40	17.29	275	7.2%
Europe	38,297.60	52.10	151	32,990.70	28.20	204	56,534.40	40.60	248	51,205.30	38.80	136	179,028.00	38.78	739	10.2%
Japan	2,979.70	4.00	14	5,970.80	5.10	35	3,408.60	2.40	24	3,706.30	2.80	24	16,065.40	3.48	97	7.5%
Unknown	36.80	0.10	1	77.90	0.10	3	51.70	—	1				166.40	0.04	5	
Industry total	73,574.50	100.00	318	116,912.10	100.00	468	139,227.30	100.00	513	131,953.10	100.00	304	461,667.00	100.00%	1,603	21.5%

Source: Thomson One Banker.

Σχήμα 2.2 Αξιολόγηση της Αγοράς του Project Finance ανά γεωγραφική περιοχή κατά τα έτη 2003-2006  
πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.23

Η χρηματοδότηση έργων μέσω του Project Finance επηρέασε τους κλάδους της αγοράς, άλλους περισσότερο και άλλους λιγότερο. Συγκεκριμένοι κλάδοι σχεδόν συγκέντρωσαν τις περισσότερες χρηματοδοτήσεις Project Finance. Πιο συγκεκριμένα ο κλάδος της ενέργειας χρηματοδοτήθηκε με το 50% των χορηγήσεων Project Finance την περίοδο 2003-2006, ο κλάδος της βιομηχανίας στην οποία συμπεριλαμβάνονται οι μεταφορές και τα αναπτυξιακά έργα με 25% και ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών και μέσων μαζικής ενημέρωσης με μόλις 6,5%. Ακόμη και ο κλάδος της υγείας, τομέας που βρίσκουν απόλυτη εφαρμογή οι PPP (Public Private Partnership).

Project Finance

Breakdown of Project Finance Initiatives Worldwide by Sector																
Sector	2003			2004			2005			2006			Total 2003-2006			CAGR 2003-2006
	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	Amount (US\$ mil.)	%	Number	
Consumer products and services	623.30	0.80	14	1,982.80	1.70	25	4,100.40	2.90	25	1,656.20	1.30	14	8,362.70	1.81	78	<b>38.5%</b>
Consumer staples	405.00	0.60	3	656.70	0.60	2	674.00	0.50	1	257.10	0.20	2	1,992.80	0.43	8	-14.1%
Energy and power	35,686.40	48.50	128	58,553.50	50.10	191	67,044.90	48.20	247	67,114.10	50.90	161	228,398.90	49.47	727	23.4%
Financials	6,506.20	8.80	13	5,090.10	4.40	30	6,367.70	4.60	26	4,029.20	3.10	9	21,993.20	4.76	78	-14.8%
Government and agencies	589.90	0.80	8	367.10	0.30	4	789.00	0.60	6	963.20	0.70	5	2,709.20	0.59	23	17.8%
Healthcare	638.20	0.90	9	1,994.10	1.70	29	2,077.30	1.50	17	2,009.50	1.50	12	6,719.10	1.46	67	<b>46.6%</b>
High technology	66.30	0.10	1	1,400.90	1.20	5	155.70	0.10	2	750.00	0.60	1	2,372.90	0.51	9	<b>124.5%</b>
Industrials	19,378.00	26.30	92	24,510.40	21.00	100	34,176.00	24.50	107	38,445.80	29.10	61	116,510.20	25.24	360	25.7%
Materials	4,081.10	5.50	23	12,805.70	11.00	56	10,629.60	7.60	45	9,573.60	7.30	25	37,090.00	8.03	149	<b>32.9%</b>
Media and entertainment	1,689.30	2.30	9	4,498.30	3.80	11	3,759.70	2.70	11	2,313.40	1.80	4	12,260.70	2.66	35	11.0%
Real estate	745.60	1.00	7	177.30	0.20	4	1,828.40	1.30	14	988.20	0.70	4	3,739.50	0.81	29	9.8%
Retail										1,543.10	1.20	1	1,543.10	0.33	1	
Telecommunications	3,165.10	4.30	11	4,875.10	4.20	11	7,624.60	5.50	12	2,309.90	1.80	5	17,974.70	3.89	39	-10.0%
Industry total	73,574.50	100.00	318	116,912.10	100.00	468	139,227.30	100.00	513	131,953.10	100.00	304	461,667.00	100.00	1,603	21.5%

Source: Thomson One Banker.

Σχήμα 2.1 Αξιολόγηση της Αγοράς του Project Finance ανά κλάδο δραστηριότητας κατά τα έτη 2003-2006 πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.24



Σημαντική είναι επίσης και η εξέταση του ποσοστού συμμετοχής κάθε κλάδου ανά γεωγραφική θέση.

Percentage Breakdown by Sector and Macro Area of the Global Value of Project Finance Initiatives

Sector	Africa and Middle East	Americas	Central Asia and Asia Pacific	Europe	Japan	Total 2003–2006	% of Total by Sector
Consumer products and services		0.04%	0.11%	1.61%	0.11%	1.87%	1.9%
Consumer staples	0.15%	0.08%	0.16%	0.04%	0.00%	0.43%	0.4%
Energy and power	<b>13.56%</b>	<b>13.71%</b>	<b>8.98%</b>	<b>12.80%</b>	0.38%	49.43%	49.4%
Financials	0.06%	1.34%	1.11%	2.12%	0.17%	4.81%	4.8%
Government and agencies	0.01%		0.11%	0.43%	0.04%	0.59%	0.6%
Health care		0.21%	0.03%	1.17%	0.05%	1.46%	1.5%
High technology		0.02%	0.37%	0.08%	0.05%	0.51%	0.5%
Industrials	1.40%	3.07%	<b>4.74%</b>	<b>15.74%</b>	0.17%	25.12%	25.1%
Materials	3.34%	1.58%	2.53%	0.60%	0.02%	8.07%	8.1%
Media and entertainment		0.08%	1.00%	0.81%	0.75%	2.66%	2.7%
Real estate	0.03%	0.17%	0.02%	0.40%	0.19%	0.81%	0.8%
Retail				0.33%		0.33%	0.3%
Telecommunications	1.27%	0.43%	0.10%	1.70%	0.40%	3.91%	3.9%
Percent of total by region	19.8%	20.8%	19.3%	37.8%	2.3%		

*Source:* Thomson One Banker.

Σχήμα 2.1 Αξιολόγηση της Αγοράς του Project Finance ανά κλάδο και γεωγραφική περιοχή πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.25

## 2.3 Η εφαρμογή της τεχνικής Project Finance στην Ευρωπαϊκή Αγορά

Η κατανομή των χρηματοδοτήσεων Project Finance στις χώρες της Ευρώπης παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

European Project Finance Market								
Nation	2003		2004		2005		2006	
	Amount (US\$ mil)	%	Amount (US\$ mil)	%	Amount (US\$ mil)	%	Amount (US\$ mil)	%
<b>European Union</b>								
Belgium			30.40	0.10	187.40	0.36	331.70	0.68
Cyprus	134.60	0.36					942.40	1.94
Czech Republic	354.30	0.95			30.00	0.06	353.00	0.73
Denmark							818.70	1.69
Finland	2,419.40	6.48	59.80	0.19	362.30	0.69		
France	650.90	1.74	<b>2,467.10</b>	<b>7.92</b>	<b>5,491.80</b>	<b>10.46</b>	<b>16,178.20</b>	<b>33.38</b>
Germany	1,059.50	2.84	642.50	2.06	2,544.20	4.85	4,943.80	10.20
Greece			102.80	0.33			572.30	1.18
Hungary	284.60	0.76	1,745.50	5.60	1,241.10	2.36	23.40	0.05
Ireland-Rep	374.00	1.00	949.80	3.05	150.90	0.29	1,447.80	2.99
Italy	<b>9,460.20</b>	<b>25.33</b>	<b>4,342.70</b>	<b>13.94</b>	<b>8,983.50</b>	<b>17.11</b>	798.00	1.65
Lithuania					40.10	0.08		
Netherlands	3,959.00	10.60	737.50	2.37	1,388.80	2.65	483.60	1.00
Poland	435.30	1.17	281.00	0.90	169.80	0.32		
Portugal	981.80	2.63	2,506.00	8.05	2,047.60	3.90	1,496.50	3.09
Slovak Rep					493.30	0.94		0.00
Spain	<b>7,685.50</b>	<b>20.58</b>	<b>5,978.50</b>	<b>19.20</b>	<b>16,823.30</b>	<b>32.05</b>	<b>7,500.60</b>	<b>15.47</b>
Sweden			167.30	0.54				
United Kingdom	<b>9,542.40</b>	<b>25.55</b>	<b>11,132.70</b>	<b>35.75</b>	<b>12,542.40</b>	<b>23.89</b>	<b>12,582.40</b>	<b>25.96</b>
Total	37,341.50	100.00	31,143.60	100.00	52,496.50	100.00	48,472.40	100.00
<b>Non-European Union</b>								
Bulgaria			45.60	5.52	1,338.40	80.42	1,658.30	78.50
Croatia	77.50	11.39	379.10	45.89			16.70	0.79
Iceland	19.70	2.90						
Isle of Man	53.00	7.79						
Kazakhstan	60.00	8.82						
Norway	197.40	29.02	401.40	48.59			437.40	20.71
Romania	18.60	2.73			176.00	10.58		
Switzerland	254.10	37.35			149.90	9.01		
Total	680.30	100.00	826.10	100.00	1,664.30	100.00	2,112.40	100.00
Total European Union/Total EU + non-EU	98.21%		97.42%		96.93		95.82	

Source: Thomson One Banker.

Σχήμα 2.5 Ευρωπαϊκή Αγορά Project Finance πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.26

Μια πρώτη παρατήρηση είναι το γεγονός ότι οι χώρες που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν υψηλότερα ποσοστά από τις λοιπές χώρες. Στα μέλη της Ένωσης αντιστοιχεί ένα ποσοστό της τάξης του 95%, ποσοστό πολύ υψηλό που οφείλεται σε δύο λόγους. Ο πρώτος αφορά το γεγονός της διέυρυνσης των μελών και ο δεύτερος την αυξανόμενη χρήση της τεχνικής του Project Finance σε εκτεταμένο βαθμό από τα πρώτα μέλη της. Σε μερικές χώρες όπως η Δανία και η Λιθουανία είναι σχεδόν ανύπαρκτη η χρήση του χρηματοδοτικού αυτού εργαλείου ενώ σε άλλες χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιταλία, η Ισπανία και η Γαλλία παρατηρείται ότι τους αναλογεί υψηλό μερίδιο χρήσης. Στις τελευταίες, οι νομοθέτες έχουν προβλέψει την ύπαρξη νόμων που αφορούν το Project Finance και η εφαρμογή της τεχνικής είναι εκτεταμένη σε πολλούς τομείς-κλάδους. Τέλος είναι φανερό ότι στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν προέλθει από την διάσπαση της Πρώην Σοβιετικής Ένωσης η χρησιμοποίηση του Project Finance είναι ελάχιστη.

#### **2.4 Η εφαρμογή της τεχνικής Project Finance στην ελληνική αγορά**

Οι ευρωπαϊκές οικονομίες αντιμετωπίζουν κοινά μακροοικονομικά προβλήματα, τα οποία προκύπτουν από ένα παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον με μακροοικονομικές ρίζες. Η σταθερή πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης για μείωση του ελλείματος καθιστά την ανάπτυξη πιο δύσκολη και πιο περίπλοκη κάθε χρόνο.

Η πρόσφατη οικονομική κρίση, η οποία επηρέασε όπως φαίνεται, όλες τις δυτικές οικονομίες, ενίσχυσε τα μεγαλύτερα οικονομικά και πολιτικά προβλήματα όπως υπήρχαν στα περισσότερα οικονομικά συστήματα. Οι ανωμαλίες στην αγορά είναι τώρα πιο εμφανείς και η παρεμβατική πολιτική κρίνεται απαραίτητη ώστε να επανέλθουν η σταθερότητα και η εμπιστοσύνη. Οι κυβερνήσεις συνειδητοποιούν πως οφείλουν να επανεξετάσουν τους μακροοικονομικούς τους στόχους και να δώσουν μεγαλύτερη προσοχή σε πολιτικές μικροοικονομίας, ενδυναμώνοντας έτσι τόσο την παραγωγή όσο και τα αποτελέσματα.

Πιο συγκεκριμένα στην Ελλάδα, η ανάγκη για δραστική μείωση του ελλείματος στον προϋπολογισμό, σε συνδυασμό με την αύξηση της ανάπτυξης, εμφάνισαν μια σειρά θεμάτων τα οποία επικεντρώνονται στη διατήρηση θετικών αποτελεσμάτων της διαδικασίας, που ακολουθείται, στοχεύοντας σε μία πιο ομαλή προσαρμογή στο ευρωπαϊκό περιβάλλον.

Τα επόμενα βήματα επιβάλλουν την ανάγκη για την υλοποίηση μιας σειράς πολιτικών με δύο βασικούς και θεμελιώδεις στόχους: πρώτον, την μείωση της χρήσης των Προγραμμάτων Δημοσίων Επενδύσεων και δεύτερον την αύξηση των επενδύσεων σε όλους τους τομείς της οικονομίας στοχεύοντας στη διατήρηση ή ακόμα και αύξηση του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης.

Παρόλο που η οικονομική κρίση επηρέασε την ελληνική οικονομία λιγότερο απ'ότι άλλων χωρών, οι προαναφερθείσες πολιτικές είναι τώρα πιο δύσκολο να τεθούν σε εφαρμογή. Ακόμα περισσότερο εξαιτίας της έλλειψης εμπιστοσύνης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η προσοχή μετατοπίστηκε σε χρηματοοικονομικά προγράμματα τα οποία είτε έχουν ως γνώμονα το κράτος, είτε διασφαλίζονται από αυτό. Επομένως, οι Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) φαίνονται τώρα διαρκώς πιο ελκυστικές για την αγορά και τους χρηματοοικονομικούς θεσμούς.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, το πρόγραμμα των Δημοσίων Επενδύσεων σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, δεν μπορεί εύκολα να προχωρήσει. Η διαρκής ανάγκη για ανάπτυξη επιβάλλει την κατανομή πόρων δίχως την παράλληλη αύξηση του δημόσιου χρέους. Οι ΣΔΙΤ αποτελούν μία από τις σημαντικότερες πολιτικές και παρέχουν την δυνατότητα της ουσιαστικής συνεισφοράς στην εκπλήρωση των προαναφερθέντων στόχων.

Η Ελλάδα, μέσα από αυτή τη σφαίρα των δραστηριοτήτων, κατόρθωσε να θεσμοθετήσει και να αναπτύξει την αγορά των ΣΔΙΤ σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Κατ'αυτόν τον τρόπο, με την εφαρμογή του νόμου 3389/2005, το ελληνικό κράτος κατόρθωσε σε περίοδο τριών ετών να προγραμματίσει, να εφαρμόσει και να ξεκινήσει την υλοποίηση του μοντέλου των ΣΔΙΤ για την κατασκευή διαφόρων δημόσιων έργων όπως σχολεία, νοσοκομεία, φυλακές, πυροσβεστικούς σταθμούς, λιμάνια κτλ.

Η εκμετάλλευση της εμπειρίας, της τεχνογνωσίας, των πόρων και, γενικά, των δυνατοτήτων των Ιδιωτικών Φορέων μέσα από συνεργασίες με τους Δημόσιους Φορείς προβάλλει ως μια πρόσφορη συμπληρωματική λύση για την αποτελεσματική εκτέλεση έργων και την παροχή ποιοτικών υπηρεσιών προς τους πολίτες. Μέσα από τις συμπράξεις, οι πολίτες απολαμβάνουν, ταχύτερα, περισσότερες υποδομές και υπηρεσίες, το δημόσιο ωφελείται αφού δεν επιβαρύνεται άμεσα για αυτές, ενώ μετακυλύει και μία σειρά κινδύνων στον ιδιωτικό τομέα, ταυτόχρονα όμως και ο ιδιωτικός τομέας ωφελείται μέσα από την προκήρυξη περισσότερων έργων και τη δυνατότητα συμμετοχής του τόσο στην προετοιμασία αυτών όσο και στην εκτέλεση ή και την εκμετάλλευσή τους.

Η εφαρμογή του θεσμού των ΣΔΙΤ μετά την ψήφιση του Ν. 3389/2005 δημιουργεί νέες ευκαιρίες για επενδύσεις στην Ελλάδα, νέες ευκαιρίες για την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Ο θεσμός έρχεται να λειτουργήσει συμπληρωματικά τόσο ως προς τα παραδοσιακά δημόσια έργα, τα οποία σε καμιά περίπτωση δεν σταματούν ούτε περιορίζονται, αλλά και ως προς τις άλλες μορφές συνεργασία κράτους και ιδιωτών, όπως τα μοντέλα των συμβάσεων παραχώρησης του ΥΠΕΧΩΔΕ ή οι συνεργασίες των ΟΤΑ με ιδιώτες,

που θα συνεχίζονται να εφαρμόζονται. Άλλωστε στόχος είναι να προσφερθεί στους ελληνικούς φορείς ένα επιπλέον χρηματοδοτικό εργαλείο, το οποίο είναι πλέον διαθέσιμο και το οποίο έγκειται στην ευχέρειά τους αν θα το χρησιμοποιήσουν ή όχι.

Η θεσμοθέτηση διατάξεων σύμφωνων με τις κοινοτικές διαδικασίες που καθορίζουν ότι οι αναθέσεις των έργων θα γίνονται μέσα από διαγωνιστικές διαδικασίες σε συνδυασμό με την παρακολούθηση των διαδικασιών αυτών από την Ειδική Γραμματεία ΣΔΙΤ και την τακτική ενημέρωση της Διυπουργικής Επιτροπής ΣΔΙΤ καθώς και του Κοινοβουλίου, θα επιτρέψουν τη δημιουργία συνθηκών διαφάνειας και υγιούς ανταγωνισμού.

Επιπρόσθετα, ο πρόεδρος της Τράπεζας Πειραιώς, Κύριος Μιχάλης Σάλλας, με παρέμβασή του είχε προτείνει τον Μάιο του 2009, 13 συγκεκριμένα μέτρα που θα έδιναν ρευστότητα στην αγορά, θα ανάγκαζαν το Δημόσιο να προχωρήσει σε εξορθολογισμό της λειτουργίας και έθεταν τις βάσεις για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε δυναμική αναπτυξιακή τροχιά. Τα μέτρα διακρίνονταν σε δύο βασικές κατηγορίες: στην πρώτη ανήκαν οι προτάσεις που στόχευαν κυρίως στον εξορθολογισμό της λειτουργίας του Δημοσίου, ενώ στην δεύτερη οι προτάσεις που αφορούσαν την αγορά. Στην πρώτη κατηγορία ανήκε και το μέτρο για διεύρυνση του θεσμού των συμβάσεων παραχώρησης μεγάλων έργων και επέκταση του χρόνου των υφιστάμενων συμβάσεων. Παράλληλα προτάθηκε η εξέταση της τιτλοποίησης μελλοντικών εσόδων από τις συμβάσεις αυτές για ενίσχυση του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων (εθνικές οδοί, αεροδρόμιο Ελ.Βενιζέλος, Αττική Οδός κλπ.).

## **2.5 Διαδικασία έγκρισης προτεινόμενης σύμπραξης και υπαγωγής στο νόμο 3389/2005**

Η διαδικασία έγκρισης προτεινόμενης σύμπραξης και υπαγωγής στο νόμο 3389/2005 είναι η εξής:

1. *Προσδιορισμός Αναθέτουσας Αρχής.* Η αναθέτουσα αρχή, δηλαδή ο δημόσιος φορέας που θα αιτηθεί να υπαχθεί πρότασή του στο Νόμο 3389/2005 και θα είναι αυτός που θα εκτελέσει τον διαγωνισμό για την επιλογή του ιδιωτικού φορέα, θα πρέπει με βάση διάταξη νόμου ή σύμβαση ή το καταστατικό του να είναι ο αρμόδιος φορέας για την εκτέλεση του έργου ή της υπηρεσίας το οποίο αποτελεί το αντικείμενο της σύμπραξης με τον ιδιωτικό φορέα. Το ρόλο της αναθέτουσας αρχής δύναται να έχουν:

(α) το Δημόσιο,

(β) οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης,

(γ) τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου,

(δ) οι ανώνυμες εταιρείες των οποίων το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου (100%) ανήκει στους ανωτέρω υπό (α) έως (γ) φορείς ή σε άλλη ή άλλες ανώνυμες εταιρείες που υπάγονται στην παρούσα περίπτωση.

2. Υποβολή πρότασης στην Ειδική Γραμματεία Συμπράξεων Δημόσιου Ιδιωτικού Τομέα (ΕΓΣΔΙΤ). Ο δημόσιος φορέας κατά την υποβολή πρότασης σύμπραξης στην ΕΓΣΔΙΤ και προκειμένου η τελευταία να την αξιολογήσει και να κρίνει εάν η εκτέλεση του συγκεκριμένου έργου ή η παροχή της συγκεκριμένης υπηρεσίας μπορεί να υλοποιηθεί μέσω σύμπραξης, οφείλει να προσκομίσει στοιχεία του έργου ή της υπηρεσίας που αποτελεί το αντικείμενο της σύμπραξης, όπως ενδεικτικά:

(α) Παρουσίαση αναθέτουσας αρχής.

(β) Αναλυτική περιγραφή του έργου ή της υπηρεσίας που αποτελεί το αντικείμενο της σύμπραξης.

(γ) Τεχνικά χαρακτηριστικά αντικειμένου σύμπραξης και χρονοδιάγραμμα υλοποίησης του.

(δ) Παρουσίαση προτεινόμενης μορφής σύμπραξης, η οποία αποτελεί συνδυασμό των κατωτέρω: Μελέτη, Κατασκευή, Χρηματοδότηση, Συντήρηση, λειτουργία, Εκμετάλλευση, Ενδεικτικό προϋπολογισμό εκτέλεσης έργου ή υπηρεσίας, Ανταποδοτικότητα αντικειμένου σύμπραξης για τον ιδιωτικό φορέα.

3. Ένταξη έργου ή υπηρεσίας στον «Κατάλογο προτεινόμενων συμπράξεων». Η Ειδική Γραμματεία αφού συγκεντρώσει όλες τις πληροφορίες που κρίνει απαραίτητες μελετά την πρόταση του δημοσίου φορέα, αξιολογεί κατά πόσο αυτή μπορεί να υλοποιηθεί ως σύμπραξη και να υπαχθεί στις διατάξεις νόμου 3389. Σε περίπτωση που η πρόταση αξιολογείται θετικά, όπως αρχικά είχε κατατεθεί ή όπως τελικά διαμορφώθηκε κατόπιν αναγκαίων τροποποιήσεων, η Ειδική Γραμματεία την περιλαμβάνει στον «κατάλογο προτεινόμενων συμπράξεων» και συντάσσει συνοπτική αιτιολογική έκθεση. Η Ειδική Γραμματεία γνωστοποιεί στο δημόσιο φορέα την συμπερίληψη της πρότασής του στον «κατάλογο» και τον καλεί εντός διμήνου να καταθέσει στην Διυπουργική Επιτροπή «Αίτηση Υπαγωγής» της συγκεκριμένης σύμπραξης στο Νόμο 3389/2005.

4. Απόφαση Υπαγωγής. Η Διυπουργική Επιτροπή εντός διμήνου από την διαβίβαση σε αυτήν της Αιτήσεως Υπαγωγής και κατόπιν σχετικής εισήγησης της

Ειδικής Γραμματείας εκδίδει απόφαση με την οποία εγκρίνει ή απορρίπτει την Αίτηση Υπαγωγής του δημοσίου φορέα.

5. *Συνέπειες Απόφασης Υπαγωγής.* Η αναθέτουσα αρχή οφείλει να ακολουθεί τις υποδείξεις της Ειδικής Γραμματείας ως προς τη διαδικασία ανάθεσης που θα ακολουθηθεί, να επιτρέπει τη συμμετοχή εκπροσώπου της στις διαδικασίες για την επιλογή του Ιδιωτικού Φορέα που θα συμμετάσχει στη Σύμπραξη και να της κοινοποιεί πριν από τη διανομή ή τη δημοσίευση όλα τα κείμενα που σχετίζονται με αυτές.

6. *Τεχνική ωρίμανση προτεινόμενης σύμπραξης - Υπηρεσίες συμβούλων.* Η Διυπουργική Επιτροπή για κάθε έργο ή υπηρεσία που εγκρίνει, εγκρίνει και τη χρηματοδότηση των δαπανών εξωτερικών συμβούλων, χρηματοοικονομικών, νομικών, τεχνικών και άλλων, η εμπλοκή των οποίων σύμφωνα και με την διεθνή πρακτική και λόγω της πολυπλοκότητας των έργων ΣΔΙΤ είναι απαραίτητη. Οι σύμβουλοι αυτοί επιβοηθούν τις αναθέτουσες αρχές κατά τη σύνταξη των τευχών προκήρυξης των διαγωνισμών, κατά την διαδικασία αξιολόγησης των προσφορών των ιδιωτικών φορέων, κατά τη σύνταξη των συμβατικών κειμένων αλλά και μεταφέρουν τεχνογνωσία προς τις αναθέτουσες αρχές ως προς την παρακολούθηση υλοποίησης του συμβατικού αντικειμένου και εξασφάλιση της ποιότητάς του.

7. *Ένταξη έργου ή υπηρεσίας ΣΔΙΤ στο Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων.* Στο Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων δημιουργείται ειδική κατηγορία Συλλογικών Αποφάσεων Ένταξης (ΣΑΕ) ανά φορέα του Δημοσίου (Υπουργεία και Περιφέρειες) που αφορά αποκλειστικά σε έργα και υπηρεσίες που υλοποιούνται βάσει του Νόμου 3389/2005 ως Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα. Πιστώσεις για την χρηματοδότηση έργων και υπηρεσιών που εντάσσονται στις συγκεκριμένες ΣΑΕ δεν δύνανται να μεταφερθούν σε άλλη κατηγορία ΣΑΕ.. Έργα και υπηρεσίες εντάσσονται στις συλλογικές αυτές αποφάσεις (ΣΑΕ/ΣΔΙΤ) ύστερα από πρόταση του αρμοδίου φορέα και κατόπιν της εκδόσεως σχετικής απόφασης υπαγωγής στο Νόμο 3389/2005 από την Διυπουργική Επιτροπή Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα. Βασική προϋπόθεση αποτελεί η συμμετοχή του Δημοσίου στην αποπληρωμή της αρχικής ιδιωτικής χρηματοδότησης. Ο φορέας θα προτείνει την ένταξη του έργου ως εξής:

- Ονομασία έργου (σύμφωνα με τη σύμβαση)
- Προϋπολογισμός (το καταβλητέο στους ιδιωτικούς φορείς αντάλλαγμα)
- Πίστωση έτους (σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα της σύμβασης)

-Οι προτάσεις των φορέων για ένταξη στο ΠΔΕ θα συνοδεύονται από τις αποφάσεις της Διυπουργικής Επιτροπής για υπαγωγή στο Νόμο και για ένταξη στο ΠΔΕ του καταβλητέου στους Ιδιωτικούς φορείς συμβατικού ανταλλάγματος. Η χρηματοδότηση της ΣΑΕ θα πραγματοποιείται ύστερα από σύμφωνη γνώμη της Ειδικής Γραμματείας Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα. Η Ειδική Γραμματεία θα γνωστοποιεί στη Διεύθυνση Δημοσίων Επενδύσεων το χρονοδιάγραμμα των οικονομικών υποχρεώσεων που αναλαμβάνει το Δημόσιο προκειμένου να εκτιμάται η μελλοντική επιβάρυνση του ΠΔΕ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3.1 Χαρακτηριστικά, ανάλυση και διαχείριση κινδύνων ενός αυτοχρηματοδοτούμενου έργου (Project Finance)

Ένα επιτυχημένο project finance βασίζεται στην αρχική προσεκτική ανάλυση όλων των πιθανών κινδύνων που θα αντιμετωπίσει κατά την διάρκεια της οικονομικής ζωής του. Οι κίνδυνοι αυτοί μπορεί να προκύψουν κατά την διάρκεια της κατασκευαστικής φάσης του σχεδίου αλλά και κατά το στάδιο της λειτουργίας του.

Οποιαδήποτε διαδικασία αλλαγής, και ιδίως σε ένα έργο, ενέχει ένα στοιχείο κινδύνου. Η διαχείριση των κινδύνων είναι η διεργασία διαχείρισης της αβεβαιότητας, που πάντοτε ενυπάρχει σε ένα έργο, και είναι ο σωστός τρόπος για να ελαχιστοποιηθεί ή και να αποφευχθούν σφάλματα, που μπορεί να κοστίζουν τεράστια ποσά για να διορθωθούν. Στη διαχείριση έργου όλες οι διεργασίες και οι διαδικασίες αποσκοπούν στην ελαχιστοποίηση των κινδύνων και στην αύξηση της πιθανότητας επιτυχίας. Απώτερος σκοπός είναι ο εντοπισμός των τομέων υψηλού κινδύνου στο συγκεκριμένο έργο και να εφαρμοσθούν τα ενδεδειγμένα επίπεδα παρακολούθησης και ελέγχου.

Ο κίνδυνος είναι κρίσιμος παράγοντας στην έκβαση του σχεδίου μιας και ευθύνεται για μη αναμενόμενες αλλαγές –μεταβολές στην ικανότητα του σχεδίου να ανταπεξέλθει στα κόστη του, στην αποπληρωμή του χρέους, και στην πληρωμή μερισμάτων στους μετόχους. Οι χρηματοροές του σχεδίου μπορούν να επηρεαστούν από τον κίνδυνο και εάν ο κίνδυνος δεν έχει προβλεφθεί και αντισταθμιστεί κατάλληλα μπορεί να προκαλέσει την μείωση τους. Εάν οι ροές δεν επαρκούν για την πληρωμή των δανειστών τότε το σχέδιο έχει αποτύχει.

Κάθε κίνδυνος λοιπόν είναι ένα αβέβαιο γεγονός το οποίο εάν τελικά συμβεί υπάρχει η πιθανότητα να μην επιτρέψει στο έργο να υλοποιήσει τις προσδοκίες των εμπλεκόμενων, όπως έχουν διατυπωθεί στο φάκελλο του έργου και στον προσδιορισμό του έργου. Εάν τελικά ο κίνδυνος πραγματοποιηθεί αντιμετωπίζετε ως σημαντικό ζήτημα ή ως πρόβλημα και έχει θετικές και αρνητικές συνέπειες.



Και αυτός είναι ο λόγος που μεγάλο μέρος του χρόνου που αφορά το στάδιο του σχεδιασμού του όλου εγχειρήματος –πριν την χρηματοδότηση του- καταναλώνετε-αφιερώνετε στην αναγνώριση και ανάλυση των κινδύνων που ενδέχεται να αντιμετωπίσει το σχέδιο. Κύριος στόχος είναι η μείωση ή ολική εξάλειψη των επιδράσεων από τους πιθανούς αυτούς κινδύνους.

Υπάρχουν 3 βασικές στρατηγικές που μπορεί να ακολουθήσει το SPV για να μειώσει τον αντίκτυπο των κινδύνων.

1. Να αντιμετωπίσει η ίδια τον κίνδυνο.
2. Να μεταφέρει τον κίνδυνο σε ένα από τα συναλλασσόμενα μέρη.
3. Να μεταφέρει τον κίνδυνο σε ειδικές εξειδικευμένες εταιρείες που έχουν ως βασική λειτουργία την αντιμετώπιση κινδύνων.

Οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται σε ένα project finance δεν είναι εξειδικευμένοι και πάντα οι ίδιοι. Σε αυτό το γεγονός οφείλεται η κατηγοριοποίηση τους σε γενικευμένες ομάδες κινδύνου. Το βασικό κριτήριο για την διάκριση τους είναι χρονολογικό δηλαδή αν αφορούν το κατασκευαστικό ή πριν την ολοκλήρωση στάδιο ή αν αφορούν το λειτουργικό ή μετά την ολοκλήρωση στάδιο του project. Αυτά τα δύο στάδια αποτελούν τις φάσεις της οικονομικής ζωής κάθε project finance.

Τελικά οι κίνδυνοι μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία στάδια:

1. Κίνδυνοι που αντιμετωπίζονται κατά το στάδιο πριν την ολοκλήρωση του σχεδίου.
2. Κίνδυνοι που αντιμετωπίζονται μετά την ολοκλήρωση του σχεδίου.
3. Κίνδυνοι που είναι κοινοί και για τα δύο στάδια.

### 3.1.1 Κίνδυνοι κατά το κατασκευαστικό στάδιο

Το στάδιο πριν την έναρξη της λειτουργίας των νέων εγκαταστάσεων συμπεριλαμβάνει την κατασκευή των κτιρίων του επενδυτικού σχεδίου και χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη κατασκευαστικών κινδύνων. Αυτοί οι κίνδυνοι θα πρέπει να αξιολογηθούν σωστά εξαιτίας της χρονικής περιόδου που εμφανίζονται, πριν ξεκινήσει η επένδυση να αποδίδει θετικές χρηματικές ροές.

- *Activity Planning Risk*: Το αρχικό πλάνο προγραμματισμού πρέπει να σκιαγραφήσει αναλυτικά το χρόνο που απαιτείται για την ολοκλήρωση του σχεδίου καθώς επίσης και τις διαδικασίες που θα ακολουθηθούν για την επίτευξη των προγραμματισμένων εργασιών ολοκλήρωσης του. Όλες οι διαδικασίες θα πρέπει να σχετίζονται μεταξύ τους και να οδηγούν στο επιθυμητό αποτέλεσμα μέσα στο καθορισμένο χρονικό διάστημα. Όλες οι προθεσμίες πρέπει να τηρούνται σύμφωνα με τα σε ισχύ χρονοδιαγράμματα γιατί καθυστερήσεις σε κάποια από τις διαδικασίες μπορεί να επηρεάσει και τις υπόλοιπες. Ο κίνδυνος ουσιαστικά που υπάρχει σχετίζεται λοιπόν με την πιθανότητα η δομή της όλης σχεδίασης της εκτέλεσης του έργου να μην είναι η πιο κατάλληλη και να έχει αρνητικές συνέπειες στην ολοκλήρωση του. Ο κίνδυνος αυτός είναι γνωστός ως *planning risk* (κίνδυνος προγραμματισμού).
- *Technological Risk*: Σε μερικές περιπτώσεις οι κατασκευές που απαιτούνται να γίνουν για την ολοκλήρωση του Project Finance απαιτούν ή προϋποθέτουν την χρησιμοποίηση καινοτόμας τεχνολογίας ή τεχνολογίας την οποία δεν έχουν ακόμα κατανοήσει. Κάτω από φυσιολογικές συνθήκες ο κατασκευαστής αποφασίζει για την πιο κατάλληλη τεχνολογία με την σύμφωνη γνώμη και των χορηγών. Σε αυτή την περίπτωση ο κατασκευαστής σχεδόν πάντα επιλέγει δοκιμασμένη τεχνολογία. Ωστόσο μερικές φορές η επιλογή του μπορεί να

θεωρηθεί από τους άλλους χορηγούς αντίθετη με τις δικές τους επιλογές και τότε ο κατασκευαστής και ο προμηθευτής της τεχνολογίας διαφωνούν μιας και δεν συμπίπτουν οι απόψεις τους και ο κίνδυνος που δημιουργείται προκύπτει ότι η νέα τεχνολογία μπορεί τελικά να μην είναι μη εφαρμοστέα στην πράξη. Ο κίνδυνος αυτός είναι γνωστός ως τεχνολογικός κίνδυνος.

- *Construction Risk or Completion Risk*: ο κίνδυνος τέτοιου τύπου μπορεί να έχει πολλές μορφές και κυρίως σχετίζεται με την πιθανότητα το project να μην ολοκληρωθεί ή να δημιουργηθεί καθυστέρηση στην παράδοση του. Θα μπορούσε να διακριθεί σε δύο είδη ανάλογα με το είδος του προβλήματος που τελικά δεν επέτρεψε την ολοκλήρωση του έργου. Η πρώτη αναφέρεται σε οικονομικούς λόγους που έχουν να κάνουν με τον πληθωρισμό, από λανθασμένη εκτίμηση του προϋπολογιστικού κόστους και η δεύτερη σε τεχνικούς λόγους όπως λανθασμένες τεχνικές μελέτες που δεν υπολόγισαν σωστά το τεχνικό κόστος για την κατασκευή του έργου.

### **3.1.2 Κίνδυνοι κατά την λειτουργία του έργου (στάδιο ολοκλήρωσης και λειτουργίας)**

Οι κύριοι κίνδυνοι του σταδίου μετά την ολοκλήρωση της κατασκευής σχετίζονται με την προμήθεια των πρώτων υλών, την απόδοση του νέου έργου σε σύγκριση με τα αντίστοιχα πρότυπα projects και τέλος την πώληση των προϊόντων ή της υπηρεσίας. Αυτοί οι κίνδυνοι είναι μεγάλης σπουδαιότητας και μπορούν να συγκριθούν με αυτούς που εμφανίζονται στο προκατασκευαστικό στάδιο, μιας και η παρουσία τους μπορεί να προκαλέσει μείωση των χρηματικών ροών που παράγονται από την λειτουργία του project. Εάν οι εισροές είναι τελικά λιγότερες από τις αναμενόμενες οι δανειστές και οι χορηγοί δύσκολα θα αποπληρωθούν.

Ο κίνδυνος προμήθειας πρώτων υλών παρουσιάζεται όταν το SPV δεν είναι σε θέση να αποκτήσει την απαραίτητα πρώτη ύλη για την λειτουργία του ή όταν αυτή δεν ανταποκρίνεται σε ικανή ποσότητα και ποιότητα τέτοια ώστε να εξασφαλιστεί η αποτελεσματική λειτουργία της μονάδας παραγωγής. Επίσης παρουσιάζεται όταν οι τιμές που διαπραγματεύεται ο προμηθευτής των πρώτων υλών είναι υψηλότερες από την τιμή λιανικής του προϊόντος ή της υπηρεσίας. Οι επιπτώσεις από τέτοιο ενδεχόμενο είναι ότι η μονάδα υπολειτουργεί, τα περιθώρια κέρδους συρρικνώνονται και

δημιουργούνται επιπλέον κόστη εξαιτίας της ανάγκης για άντληση επιπλέον ποσών για την αγορά των πρώτων υλών.

Ο λειτουργικός κίνδυνος αφορά την πιθανότητα οι εγκαταστάσεις να λειτουργούν κανονικά χωρίς προβλήματα αλλά να μην αποδίδουν την μέγιστη δυνατότητα τους. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την μειωμένη αποτελεσματικότητα των εγκαταστάσεων και την δημιουργία επιπλέον ανεπιθύμητων κοστών που θα επιβαρύνουν το λειτουργικό κόστος.

Ο κίνδυνος αγοράς έχει να κάνει με τον κίνδυνο χαμηλής ζήτησης του προϊόντος ή της υπηρεσίας. Η μειωμένη ζήτηση επηρεάζει τα έσοδα του SPV και τα οποία είναι τελικά λιγότερα από τα αναμενόμενα. Η διαφορά μπορεί να οφείλεται σε υπερβολικά αισιόδοξα αναμενόμενες πωλήσεις, σε λάθος τιμολόγηση ή σε συνδυασμό και των δύο αλλά ακόμα και σε αλλαγή της στρατηγικής των ανταγωνιστών.

### **3.1.3 Κίνδυνοι που είναι κοινοί και στα δύο στάδια**

Υπάρχουν κίνδυνοι που είναι κοινοί και για το στάδιο πριν την ολοκλήρωση του project αλλά και για το στάδιο μετά την ολοκλήρωση του δηλαδή το στάδιο της λειτουργίας του. Αυτό που πιθανόν θα διαφέρει είναι η ένταση με την οποία θα εμφανιστεί ο κίνδυνος σε κάθε στάδιο. Τέτοιοι κίνδυνοι μπορεί να είναι ο πληθωρισμός, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια και σχετίζονται κυρίως με μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές.

#### *Κίνδυνος επιτοκίων*

Στις συμπράξεις ιδιωτικού και δημόσιου τομέα υπάρχει πάντα ο κίνδυνος μεταβολής των επιτοκίων. Οι χορηγοί και οι σύμβουλοι τους προσπαθούν να σχηματίσουν προβλέψεις σχετικά με το πόσο πιθανό είναι αυτό το ενδεχόμενο. Με βάση τις προβλέψεις τους αλλά και την γενικότερη στρατηγική αντιστάθμισης των κινδύνων αποφασίζουν αν θα προχωρήσουν σε κάλυψη της θέσης τους έναντι αυτού του κινδύνου. Παρόμοιοι κίνδυνοι αποτελούν απειλή τόσο για εγχώρια όσο και για διεθνή project.

Κατά την κατασκευαστική περίοδο, η νέα επένδυση δεν είναι ακόμα ολοκληρωμένη και επομένως δεν αποφέρει έσοδα. Αντίθετα τα δάνεια που έχουν ληφθεί έχουν ήδη αρχίσει να δημιουργούν έξοδα για την επιχείρηση μιας και έχει αρχίσει η αποπληρωμή των τόκων. Το ύψος του ποσού των τόκων πληρωτέων δεν είναι δυνατόν να προσδιοριστεί επακριβώς εκ των προτέρων και εξαρτάται καθαρά από το επίπεδο των επιτοκίων. Το μόνο μέρος του χρέους που μπορεί να προβλεφθεί με βεβαιότητα συμπεριλαμβάνει το κόστος κατασκευής που μπορεί να καθοριστεί πάνω στην βάση ενός turnkey

συμβολαίου, το κόστος της αγοράς της γής, τα κόστη ιδιοκτησίας και το κόστος ανάπτυξης.

### *Συναλλαγματικός Κίνδυνος*

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος παρουσιάζεται όταν το νόμισμα του SPV είναι διαφορετικό από αυτό ορισμένων χρηματοοικονομικών ροών. Αυτό το φαινόμενο είναι σύνηθες σε διεθνή project στα οποία τα έσοδα εισπράττονται σε διαφορετικό νόμισμα από το νόμισμα με το οποίο εξοφλούνται τα έξοδα. Ωστόσο παρατηρείται ανάλογος κίνδυνος και σε εγχώριες επενδύσεις όταν ένα από τα συνεργαζόμενα μέρη επιθυμεί να χρηματοδοτήσει (bill) το SPV σε μονάδες ξένου νομίσματος.

Η καλύτερη στρατηγική για να αντιμετωπιστεί ο προαναφερθείς κίνδυνος είναι η εφαρμογή του currency matching. Σύμφωνα με αυτήν θα πρέπει όσο το δυνατόν περισσότερες ροές (εκροές ή εισροές) να είναι εκφρασμένες σε όρους του εγχώριου νομίσματος και να αποφεύγεται να πραγματοποιούνται συναλλαγές σε ξένο νόμισμα. Σε διαφορετική περίπτωση και όταν δεν μπορεί να αποφευχθεί η χρήση ξένου νομίσματος, μπορούν να χρησιμοποιηθούν χρηματοοικονομικά εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την προστασία της επένδυσης έναντι κινδύνων.

### *Κίνδυνος Πληθωρισμού*

Ο κίνδυνος πληθωρισμού αναφέρεται σε περιπτώσεις στις οποίες το κόστος και τα έξοδα συνεπώς αυξάνονται με υψηλό ρυθμό και δυσανάλογα με μια ενδεχόμενη αύξηση στα έσοδα. Ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από το γεγονός ότι τα περισσότερα συμβόλαια ανάμεσα στο SPV και τα συναλλασσόμενα μέρη του βασίζονται σε αναθεωρημένους μηχανισμούς για τα επιτόκια ή τα μελλοντικές πληρωμές με βάση την συμπεριφορά ενός επιλεγμένου δείκτη τιμών. Ο κίνδυνος επηρεάζει το κατασκευαστικό, χρηματοοικονομικό κόστος και τα έσοδα της κάθε επένδυσης.

### *Περιβαλλοντικός Κίνδυνος*

Κατά την διάρκεια του κατασκευαστικού σταδίου αλλά και μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης υπάρχει η πιθανότητα εμφάνισης του κινδύνου που έχει να κάνει με κάθε εν δυνάμει αρνητική επίπτωση στο περιβάλλον. Ο κίνδυνος να επηρεαστεί η ισορροπία του περιβάλλοντος μπορεί να οφείλεται σε πολλούς παράγοντες όπως:

- Η κατασκευή ή η λειτουργία του εργοστασίου μπορεί να μολύνει το περιβάλλον.
- Νομοθετικές αλλαγές μπορεί να προκαλέσουν τροποποιήσεις των κτιριακών εγκαταστάσεων και αύξηση του κόστους της επένδυσης.
- Η αρχική συγκατάθεση – έγκριση της κυβέρνησης μπορεί να επηρεαστεί από την πιθανή εναντίωση του κοινωνικού συνόλου προς την προγραμματισμένη

επένδυση και να δημιουργηθούν δύσκολες συνθήκες κατασκευής και λειτουργίας του έργου.

Τα περιβαλλοντικά ζητήματα είναι κρίσιμα για τα περισσότερα επενδυτικά προγράμματα καθώς τα τελευταία χρόνια έχει γίνει πιο αυστηρή η νομοθεσία όσον αφορά την προστασία του περιβάλλοντος και έχει παράλληλα αυξηθεί η περιβαλλοντική ευαισθησία των πολιτών.

### *Πολιτικός κίνδυνος και κίνδυνος χώρας*

Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να αναφέρεται στην έλλειψη σταθερότητας στο πολιτικό προσκήνιο μιας χώρας, προϋπόθεση απαραίτητη για τα περισσότερα επενδυτικά σχέδια. Για παράδειγμα εάν γίνει από ένα SPV μία ενεργειακή επένδυση και υπάρξει μετέπειτα αλλαγή στην κυβέρνηση τότε είναι πιθανό η νέα κυβέρνηση να μην υιοθετήσει τις θέσεις της προηγούμενης πάνω στην συγκεκριμένη επένδυση. Συνεπώς το SPV θα επηρεαστεί αρνητικά από παρόμοια εξέλιξη.

Γενικά μερικές κατηγορίες πολιτικού κινδύνου είναι:

- Επενδυτικοί κίνδυνοι: έχουν σχέση με τους περιορισμούς της πραγματοποίησης συναλλαγών στο εξωτερικό με συνάλλαγμα. Η διατήρηση της ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών ή η υπεράσπιση της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι οι λόγοι (μακροοικονομικοί) της ύπαρξης αυτών των περιορισμών.
- Κίνδυνοι από τις νομοθετικές μεταβολές δηλαδή οποιαδήποτε μεταβολή στην νομοθεσία προκαλέσει την επιβράδυνση της κατασκευής ή λειτουργίας του έργου.
- Εν μέρει πολιτικοί κίνδυνοι, οι οποίοι σχετίζονται κυρίως με συμφωνίες που έχουν υπογραφεί με την τοπική αυτοδιοίκηση. Εάν για κάποιο λόγο αθετήσει την συμφωνία της η τοπική αρχή, και αυτή η εξέλιξη προκαλέσει πρόβλημα στην κατασκευή και λειτουργία του έργου, η κυβέρνηση δεν είναι υποχρεωμένη να εξασφαλίσει την ομαλή έκβαση της επένδυσης. Αυτός ο κίνδυνος ονομάζεται *sub sovereign risk*. Οι δανειστές του έργου λαμβάνουν σοβαρά υπόψη παρόμοιους κινδύνους, ειδικά όταν επενδύουν σε αναπτυσσόμενες χώρες με ασταθή πολιτικά συστήματα.

Δύο είναι οι τρόποι αντιμετώπισης των πολιτικών κινδύνων. Η σύναψη συμφωνίας με την κυβέρνηση, η οποία εγγυάται την αίσια ολοκλήρωση της επένδυσης, ονομάζεται *government support agreement* αποτελεί τον πρώτο τρόπο εξασφάλισης. Εναλλακτική λύση αποτελεί η αναζήτηση ασφαλιστικού συμβολαίου το οποίο μπορεί να καλύπτει όλο ή μέρος του κινδύνου. Παρόμοια συμβόλαια προσφέρουν τράπεζες και πολυεθνικοί ασφαλιστικοί οργανισμοί.

### 3.2 Εξασφάλιση έναντι των κινδύνων του έργου

Οι κίνδυνοι που παρουσιάζονται στα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα, όταν πραγματοποιηθούν επιφέρουν επιπλέον οικονομικό κόστος ή και μεταβολή των αναμενόμενων οικονομικών αποτελεσμάτων και στόχων. Για το λόγο αυτό πρέπει να γίνουν διαφόρων ειδών εξασφαλίσεις (security arrangements) για να απομονώσουν τους επενδυτές από τους κινδύνους. Γενικά οι δανειστές απαιτούν να υπάρχουν γραπτές εγγυήσεις που να δίνουν εξασφαλίσεις ότι:

- το έργο θα ολοκληρωθεί έστω και αν τελικά αυξηθεί το προϋπολογισμένο κόστος του.
- η έναρξη της λειτουργίας του θα αποφέρει ικανές ταμειακές ροές για την αποπληρωμή των δανείων του.
- αν σημειωθεί προσωρινή διακοπή της λειτουργίας του έργου η αποπληρωμή των δανείων θα πραγματοποιηθεί χωρίς κάποιο πρόβλημα.

Οι κίνδυνοι του έργου, η κεφαλαιακή δυνατότητα των εμπλεκόμενων μερών οι οποίοι επιμερίζονται τους κινδύνους και η αναμενόμενη κερδοφορία του έργου προσδιορίζουν την μορφή των εγγυήσεων. Από την εμπειρία της αγοράς του Project Finance προκύπτει, πως οι εξασφαλίσεις που τα εμπλεκόμενα μέρη καταρτίζουν μπορούν να διακριθούν σε:

- Εξασφαλιστικές συμβάσεις, όπου η εξασφάλιση προέρχεται από τους ιδιωτικούς φορείς, όπου σημαντικό ρόλο έχουν οι ασφαλιστικές εταιρείες.
- Εξασφαλιστικές συμβάσεις, όπου η εξασφάλιση προέρχεται από το αντικείμενο της σύμβασης
- Εξασφαλιστικές συμβάσεις, όπου η εξασφάλιση προέρχεται από τον δημόσιο φορέα

#### 3.2.1 Εξασφάλιση προέρχόμενη από τους ιδιωτικούς φορείς

Οι ασφαλιστικές εταιρείες μπορούν καλύψουν ένα αυτοχρηματοδοτούμενο έργο με:

- ❖ Κάλυψη των κινδύνων που αφορούν στην κινητή ή ακίνητη περιουσία ή και του



εμπλεκόμενων μερών της σύμπραξης και οι οποίοι εμφανίζονται στα στάδια κατασκευής και λειτουργίας του έργου.

- ❖ Κάλυψη των κινδύνων από ανεπαρκείς λειτουργικές ταμειακές ροές.
- ❖ Κάλυψη των ελλειμμάτων πληρωμών κατά την αποπληρωμή ομολογιακού δανείου που έχει εκδώσει η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.

Μια άλλη μορφή εξασφάλισης αποτελεί η παροχή τραπεζικών και προσωπικών εγγυήσεων με τις εξής μορφές :

- ✓ *Εγγυητική επιστολή*, κατά την οποία συμφωνείται μεταξύ του εκδότη και του δανειστή ενός τρίτου προσώπου, πως εφόσον δοθεί η εντολή του τρίτου ο εκδότης θα καταβάλλει στον δανειστή του τρίτου συγκεκριμένο χρηματικό κεφάλαιο.
- ✓ *Πιστωτική εγγυητική επιστολή (Standby letter of credit)*, που ενεργοποιείται σε ειδικές και καθορισμένες περιπτώσεις, με απόδοση του αναγραφόμενου ποσού στο δέκτη αμέσως μόλις ο τελευταίος προσκομίσει τα συγκεκριμένα αποδεικτικά που προβλέπονται στην επιστολή και χωρίς περαιτέρω έλεγχο από την τράπεζα. Έχουν κοινά στοιχεία με τα Letter of credit, διότι εξασφαλίζουν το δέκτη όπως κι αυτά, δηλαδή ως εγγυήσεις των υποχρεώσεων του αγοραστή, ενώ η λειτουργία τους θυμίζει αυτή της εγγυητικής επιστολής σε πρώτη ζήτηση (Letter of Guarantee), αφού η κατάπτωση τους γίνεται αυτόματα και ανεξάρτητα από την βασική σχέση , αλλά και μετά από τήρηση τυπικής διαδικασίας. Παρέχει στους δανειζόμενους την ευχέρεια να εκδώσουν εμπορικά ομόλογα (commercial papers). Με τις αναλήψεις από την εγγυητική επιστολή θα αποπληρωθούν οι κάτοχοι των βραχυχρόνιων χρεογράφων αν το έργο δεν έχει αυτή την δυνατότητα (πχ. στις περιπτώσεις που δεν μπορεί να εκδώσει άλλο χρεόγραφο με την λήξη του προηγούμενου).
- ✓ Επιστολή προθέσεων ή πατρωνίας ή δήλωσης ενδιαφέροντος, των ιδιωτών-μετόχων της εταιρείας ειδικού σκοπού προς τους χρηματοδότες ή το δημόσιο φορέα, μέσω της οποίας δηλώνεται η πρόθεσή τους να συμμορφωθούν προς τους στόχους και τις υποχρεώσεις της σύμπραξης.

### 3.2.2 Εξασφάλιση προερχόμενη από το αντικείμενο της σύμβασης

Η υποθήκη ή προσημείωση των κινητών ή ακινήτων του έργου εντάσσεται στις εξασφαλίσεις εκ του αντικειμένου της σύμπραξης. Η αξία της υποθήκης αυτής μπορεί να

έχει περιορισμένη αξία αν δεν λειτουργήσει το έργο. Έτσι αν για παράδειγμα το έργο σταματήσει ενώ έχει κατασκευαστεί μόνο το μισό από αυτό, η αξία του μπορεί να μην είναι στο μισό από ότι αν ήταν ολόκληρο κατασκευασμένο (μπορεί η αξία του την στιγμή εκείνη να είναι και μηδενική). Επίσης μπορεί να κατασκευαστεί το έργο αλλά να μην περάσει το τεστ δοκιμής της καλής λειτουργίας του (completion test) οπότε η αξία του έργου να είναι μόνο η αξία του ως scrap. Επισημαίνεται ότι τόσο στις συμβάσεις εξασφάλισης μέσω ενεχύρου όσο και στις συμβάσεις εξασφάλισης μέσω υποθήκης δεν εξετάζεται αν το αντικείμενο της ασφάλειας ανήκει στην οφειλέτρια εταιρεία ειδικού σκοπού, καθώς αρκεί να αξιοποιείται στα πλαίσια της διαδικασίας σύμπραξης (ακόμη κι αν ανήκει σε ιδιωτικό φορέα).

Η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να εκχωρήσει τις απαιτήσεις εκ της εκμετάλλευσης του αντικείμενου της σύμπραξης με σκοπό την εξασφάλιση των πιστώσεων. Αν και η πρακτική αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για την άντληση κεφαλαίων, στην περίπτωση αυτή η μεταβίβαση των απαιτήσεων είναι καταπιστευματική και επανέρχεται στη εταιρεία ειδικού σκοπού, εφόσον δεν απαιτηθεί η εξασφαλιστική κάλυψη. Επιπλέον, η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να διατηρεί ειδικούς λογαριασμούς με αποθεματικό χαρακτήρα (reserve accounts), που βρίσκονται σε πιστωτικά ιδρύματα, και δικαιούχος τους είναι η ίδια. Τα κεφάλαια των λογαριασμών αυτών προέρχονται από την εκμετάλλευση του αντικείμενου της σύμπραξης και λειτουργούν εξασφαλιστικά έναντι κινδύνων της σύμπραξης.

### **3.2.3 Εξασφάλιση προερχόμενη από τον δημόσιο τομέα**

Στην ουσία ο δημόσιος φορέας προσπαθεί να αντιμετωπίζει την πιθανή μελλοντική αδυναμία αποπληρωμής των δανείων. Εάν το έργο και η ΕΕΣ εισέλθουν σε κατάσταση αφερεγγυότητας έναντι των πιστωτών τους τότε η συνέχιση της λειτουργίας του έργου θα είναι ανέφικτη. Ο δημόσιος φορέας δεν επιθυμεί ανάλογη εξέλιξη και για αυτό το λόγο ενισχύει περισσότερο την ύπαρξη των εμπράγματων ασφαλειών. Με ειδική ρύθμιση στον Ν.3389/2005 επιδιώκει να προστατεύσει τους δανειστές του έργου εάν σημειωθεί προσπάθεια κατά κάθε περιουσιακού στοιχείου του έργου, που μπορεί να εξασφαλίσει την αποπληρωμή του κεφαλαίων τους. Με την νέα ρύθμιση εάν υπάρχουν κοινοπραπτούσες δανείστριες τράπεζες με διακριτές απαιτήσεις έναντι του αναδόχου, οι εμπράγματα ασφαλείες να εγγράφονται και να τηρούνται υπέρ μιας εξ αυτών. Ο απώτερος σκοπός είναι οι πιστωτές του έργου να μετατραπούν κατά κάποιο τρόπο σε έναν κοινό πιστωτή ο οποίος με την αποπληρωμή του, θα αναλαμβάνει να εξοφλήσει και τους επιμέρους πιστωτές αναλογικά. Θα λειτουργεί για το κοινό συμφέρον όλων των δανειστών, και με αυτό τον τρόπο ξεπερνιούνται οι δυσκολίες αποχώρησης από το σχήμα ή μεταβίβασης των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων σε άλλο νομικό πρόσωπο.

### 3.3 Η δομή του πιστωτικού ανοίγματος (Credit spread) στο Project Finance

Οι κίνδυνοι που ελοχεύουν κατά την χρηματοδότηση μεγάλης κλίμακας έργων και τα χαρακτηριστικά του Project Finance αναλύθηκαν ήδη. Πρέπει όμως να σημειωθεί πως έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην δομή του Credit spread στο Project Finance. Αρχικά βασιζόμενοι στο μοντέλο αποτιμησης ριψοκίνδυνου δανεισμού του Merton (1974), αναμένεται ότι η μορφή του πιστωτικού ανοίγματος θα είναι καμπύλη γραμμή με την κορυφή προς τα πάνω για τους υπόχρεους υψηλής μόχλευσης. Αυτό οφείλεται σε δύο χαρακτηριστικά του κινδύνου και είναι:

- Ο βαθμός μόχλευσης και το ύψος του χρέους
- και η αβεβαιότητα της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας στη λήξη του δανείου

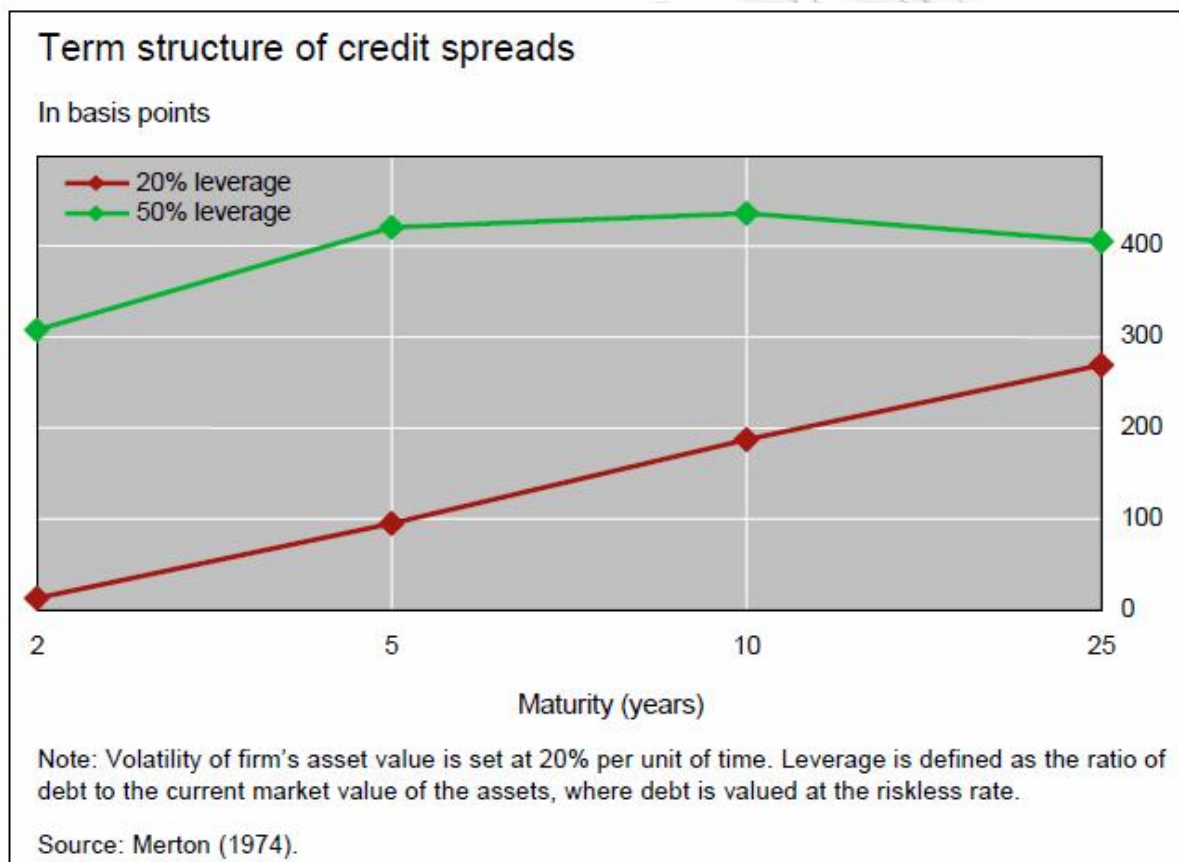
Σταδιακά ακυρώνοντας ή αναβάλλοντας την ημερομηνία λήξης μπορεί να επιτευχθεί μείωση της πιθανότητας η αξία των περιουσιακών στοιχείων να πέσει κάτω από το όριο ασφαλείας κατά την αποπληρωμή. Ωστόσο μεγαλύτερη διάρκεια λήξης σημαίνει αύξηση της αβεβαιότητας όσον αφορά την ακριβή αξία τους στην λήξη. Σε επενδύσεις με χαμηλό βαθμό μόχλευσης υπερισχύει το δεύτερο χαρακτηριστικό οπότε η διαχρονική απεικόνιση της μορφής είναι ευθεία γραμμή προς τα επάνω. Αντίθετα σε υψηλής μόχλευσης επενδύσεις ενώ αρχικά έχει μορφή ευθείας γραμμής προς τα επάνω, στην συνέχεια υπερισχύει ο βαθμός μόχλευσης της επένδυσης. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στο μεγάλο περιθώριο που υπάρχει για μείωση του κινδύνου λόγω της πτώσης του επιπέδου μόχλευσης καθώς προσεγγίζει το δάνειο την λήξη του. Η γραφική απεικόνιση σε αυτή την περίπτωση είναι καμπύλη γραμμή με την κορυφή προς τα πάνω.

Δεύτερον, παρόλο το εκτεταμένο δίκτυο των εξασφαλίσεων (security arrangements) ο πιστωτικός κίνδυνος της non-recourse χρηματοδότησης (ο δανειζόμενος δεν ευθύνεται προσωπικά) παραμένει συνδεδεμένος με το πότε πραγματικά πραγματοποιούντε οι λειτουργικές ταμειακές ροές του έργου. Στην πραγματικότητα έργα που είναι χρηματοδοτικά βιώσιμα μακροχρόνια, είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν πρόβλημα ρευστότητας βραχυχρόνια. Όμως εάν το έργο λαμβάνει μεγάλη περίοδο αποπληρωμής των δανείων, τότε κατά τα πρώτα στάδια λειτουργίας του, οι πληρωμές είναι μικρού μεγέθους. Επομένως δεν θα υπάρχει πίεση για άμεση ρευστότητα και θα μειωθεί ο κίνδυνος αποτυχίας του έργου. Τα παραπάνω καθιστούν τα μακροπρόθεσμα δάνεια λιγότερα επικίνδυνα σε σχέση με τα βραχυχρόνια.

Τρίτον, ο πιστωτικός κίνδυνος των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων επηρεάζεται από την αβεβαιότητα της ύπαρξης των χρηματοροών. Η επιτυχημένη ολοκλήρωση της κατασκευής του έργου και της επιτυχημένης λειτουργίας μειώνουν σημαντικά την

αβεβαιότητα της ύπαρξης των χρηματοροών. Η επέκταση της λήξης των δανείων για κάθε επιπλέον χρόνο θα μεταβάλλει τον κίνδυνο αλλά μόνο προς τα κάτω.

Τελικά, η γραφική απεικόνιση του πιστωτικού ανοίγματος των έργων Project Finance, ενδέχεται να επηρεαστεί από την υψηλή έκθεση μεγάλων έργων στον πολιτικό κίνδυνο και από την προσφερόμενη ασφάλιση των δανείων έναντι αυτού του κινδύνου. Αρχικά η μακροπρόθεσμη διάρκεια λήξης των δανείων και ο πολιτικός κίνδυνος αποτελούν ξεχωριστές πηγές αβεβαιότητας. Οι δανειστές και κυρίως οι εμπορικές τράπεζες, χορηγούν μακροπρόθεσμα δάνεια μόνο εάν τους δοθούν επιπλέον εγγυήσεις. Οι εγγυήσεις έναντι του πολιτικού κινδύνου συνήθως συνδέονται με τα δάνεια μακράς διάρκειας λήξης και οι δανειστές προτιμούν τα εξασφαλισμένα μακροπρόθεσμα δάνεια.

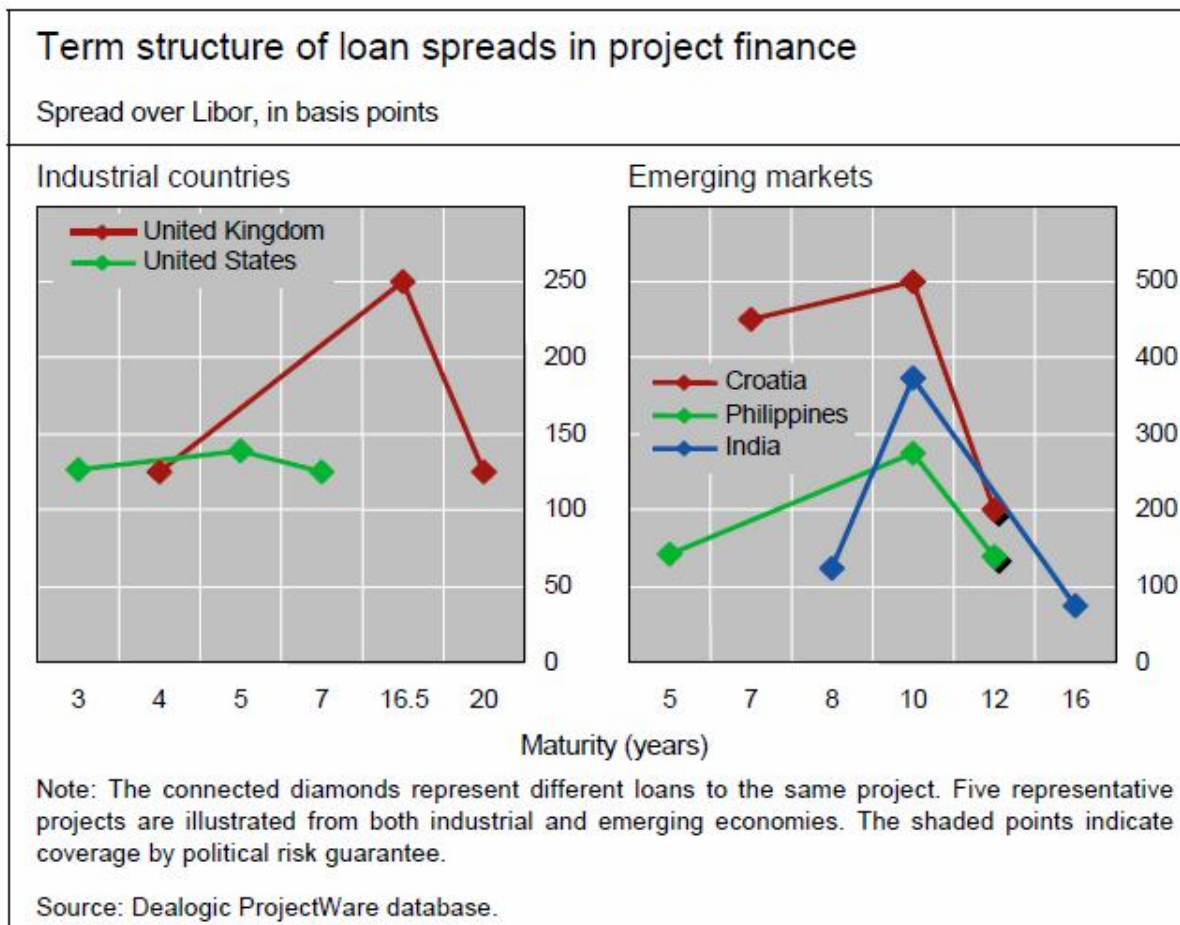


Σχήμα 3.1 Σύγκριση επένδυσης υψηλής μόχλευσης με επένδυση με μικρή μόχλευση

### 3.3.1 Ανάλυση του credit spread στην διεθνή αγορά αυτοχρηματοδοτούμενων έργων

Μερικά μοναδικά χαρακτηριστικά του Project Finance, φανερώνουν ότι η γραφική απεικόνιση του πιστωτικού ανοίγματος δεν είναι ευθεία γραμμή συνεχώς αυξανόμενη. Στην συνέχεια παρουσιάζονται αντιπροσωπευτικά δάνεια αυτοχρηματοδοτούμενων έργων στις βιομηχανοποιημένες και στις αναδυόμενες οικονομίες. Έχουν χορηγηθεί κεφάλαια τμηματικά με διαφορετική λήξη. Παράλληλα έχουν ληφθεί υπόψη χαρακτηριστικά των δανείων, όπως το ύψος τους, η διάρκεια τους, οι εγγυήσεις τρίτων, σε συνδυασμό με μακροοικονομικές μεταβλητές όπως το εγχώριο ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης των χωρών, ο πληθωρισμός, και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε συνδυασμό και με διεθνείς μακροοικονομικές μεταβλητές όπως το παγκόσμιο επίπεδο επιτοκίων. Τα ευρήματα της ανάλυσης φανερώνουν πως και στις δύο οικονομίες, η σχέση ανάμεσα στο πιστωτικό άνοιγμα και την περίοδο λήξης είναι της μορφής καμπυλοειδούς γραμμής. Επίσης τα αποτελέσματα αφορούν την επίδραση του πολιτικού κινδύνου πάνω στο credit spread. Ειδικότερα δείχνουν πως ενώ η διαφθορά δεν αποτελεί σημαντικό πρόβλημα στις βιομηχανοποιημένες χώρες οι δανειστές που χρηματοδοτούν έργα στις αναδυόμενες οικονομίες συχνά χρεώνουν υψηλότερο premium στους δανειζόμενους με χώρα καταγωγής με υψηλό επίπεδο πολιτικού κινδύνου. Ωστόσο αυτός ο κίνδυνος φαίνεται να είναι αποτελεσματικά αμβλυμένος με την παρέμβαση ιδρυμάτων που παρέχουν εγγυήσεις έναντι κινδύνων. Στην πραγματικότητα παρόμοια εγγυημένα δάνεια έχουν 50 μονάδες βάσης μικρότερο επιτόκιο δανεισμού.

Αυτό αποδυνκνύει ότι η προσφορά εγγυήσεων αυξάνει και την χορηγούμενη διάρκεια των δανείων στις αναδυόμενες οικονομίες. Παρόλα αυτά όμως, όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα, η σχέση ανάμεσα στο credit spread και στην διάρκεια του δανείου παραμένει της καμπυλοειδούς γραμμής, η οποία μορφή μπορεί να οφείλεται και βασικά χαρακτηριστικά του Project Finance.



Σχήμα 3.2 Σύγκριση βιομηχανοποιημένων οικονομιών με αναδυόμενες αγορές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### 4.1 Ο Ρολος των Συμβούλων σε μια συμφωνία Project Finance

Οι σύμβουλοι του έργου προσλαμβάνονται από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού και είναι άτομα με αναγνωρισμένη εμπειρία στο χώρο που σκοπό έχουν να βοηθήσουν στην ομαλή διεξαγωγή του έργου. «Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι βοηθούν στην αντιμετώπιση προβλημάτων σχετικά με την επάρκεια κεφαλαίων, παίρνουν αποφάσεις σχετικά με την άντληση κεφαλαίων και διαπραγματεύονται τις αντίστοιχες συμφωνίες» (Buljevich & Park p.96). Απαραίτητη είναι και η απασχόληση νομικών συμβούλων που θα καταρτίσουν συμβόλαια με τα ενδιαφερόμενα μέρη και θα επιλύσουν προβλήματα με την τοπική κυβέρνηση. Ειδικά στην περίπτωση που το έργο εκτελείται σε διαφορετική χώρα από αυτή που έχει έδρα η επιχείρηση ή σε χώρες με πολιτιστικές και νομικές ιδιομορφίες αναγκαία είναι η συνδρομή μιας διεθνούς νομικής εταιρείας.

#### 4.1.1 Ο ρόλος των Νομικών Συμβούλων

Οι Νομικοί Σύμβουλοι είναι οι πρώτοι “rule advisors” του έργου, προσλαμβάνονται από τους ανάδοχους και τους διακανονιστές και η φύση της εργασίας τους καλύπτει την διαδικασία σχεδιασμού της δομής του έργου. Ο ρόλος τους είναι πολύ σημαντικός και θεωρούνται ως σπουδαίο μέρος του έργου (“key players”). Η επιλογή της νομικής εταιρείας θα πρέπει να γίνεται με κριτήρια τον επαγγελματισμό και το κύρος που της αναγνωρίζεται, δηλαδή πρέπει να επιλέγεται κάθε φορά εκείνη που χαρακτηρίζεται από απόλυτο επαγγελματισμό και διαθέτει μεγάλη εμπειρία σε αναλογου είδους ζητήματα. Η προετοιμασία του νομικού εγγράφου (legal documentation) είναι τόσο καίρια που δεν αφήνει περιθώρια για ερασιτεχνισμούς και προχειρότητες.

Υπάρχει ο κίνδυνος να απορριφθεί η προγραμματισμένη επένδυση από το τραπεζικό σύστημα κυρίως όταν μετά τους σχετικούς ελέγχους διαπιστωθούν νομικά κενά ή μη επαρκής συμπλήρωση του επενδυτικού φακέλλου του έργου. Ο ανάδοχος δύσκολα αναλαμβάνει αυτόν τον κίνδυνο, δύσκολα συνάπτει συμφωνία να αναλάβει το υψηλό κόστος της κατασκευής ενός έργου που αποδεικνύεται τελικά ότι οργανώθηκε χωρίς να ληφθούν υπόψη όλες οι αναγκαίες παράμετροι.

Το χρηματοοικονομικό μοντέλο που αποτελεί την βάση για την ανάλυση ενός project είναι και το πρώτο εργαλείο που χρησιμοποιείται για τον έλεγχο του τραπεζικού δανεισμού (bankability) του project από την πλευρά των δανειστών. Στην πραγματικότητα το project από την δική τους οπτική γωνία αποτελεί ένα επιχειρηματικό σχέδιο στο οποίο θέλουν να επενδύσουν.

Επιπρόσθετα ισχύει και το γεγονός ότι οι ανάδοχοι παρουσιάζουν μία σειρά από μελλοντικές ταμειακές ροές στις τράπεζες οι οποίες είναι αναμενόμενες δηλαδή δεν είναι εξασφαλισμένες. Παρόλα αυτά οι τράπεζες παρέχουν εγγυήσεις για την επένδυση. Οι νομικοί σύμβουλοι λοιπόν είναι εκείνοι που εγγυόνται ότι υπάρχει γερός δεσμός ανάμεσα στους τρέχοντες κινδύνους και στις μελλοντικές ταμειακές ροές. Αυτό το επιτυγχάνουν με την κατασκευή ενός συμβολαίου που δημιουργεί μία αξιόπιστη προσδοκία όσον αφορά την αποτελεσματική επίτευξη των εσόδων του project που έχουν προβλεφθεί και την διανομή τους όπως έχει σχεδιαστεί στο χρηματοοικονομικό μοντέλο. Η βασική επιδίωξη είναι η δημιουργία «διμερής σύμβασης» (bilateral contract) ανάμεσα σε τρέχοντα κόστη και σε προβλεπόμενα κέρδη.

Συνοψίζοντας τις δραστηριότητες ενός νομικού συμβούλου θα μπορούσαν να αναφερθούν οι εξής:

- Σύνταξη της Πρόσκλησης Εκδήλωσης Ενδιαφέροντος
- Υποβοήθηση στην Διαδικασία Προεπιλογής
- Σύνταξη των Τευχών Δημοπράτησης και ιδίως του Σχεδίου Σύμβασης Παραχώρησης
- Υποβοήθηση κατά την διαδικασία επιλογής Αναδόχου
- Υποβοήθηση κατά την διαδικασία οριστικοποίησης της Σύμβασης

#### **4.1.2 Ο ρόλος των ασφαλιστικών συμβούλων και των ασφαλιστικών εταιρειών**

Οι ασφαλιστικοί σύμβουλοι διαδραματίζουν πολύ σπουδαίο ρόλο στις συμφωνίες Project Finance. Κάθε ασφαλιστικός σύμβουλος δημιουργεί ένα ασφαλιστικό πρόγραμμα το οποίο έχει σκοπό να μετριάσει και να περιορίσει τους κινδύνους που θα αντιμετωπίσει. Ουσιαστικά το πρόγραμμα είναι ένα είδος πρόληψης για να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες από την πιθανή εμφάνιση κινδύνων. Η ύπαρξη παρόμοιου ασφαλιστικού προγράμματος μπορεί να αλλάξει τους όρους του δανείου ή τους όρους διαπραγμάτευσης με τους δανειστές. Δηλαδή εάν υπάρχει ένα δίκτυο ασφαλείας οι διαπραγματευτικοί όροι πιθανόν να είναι διαφορετικοί.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι το Project Finance αντιμετωπίζει κατά κύριο λόγο πρόβλημα πίστωσης και ότι οι πιστωτικοί κίνδυνοι απορροφούν τα ίδια κεφάλαια, οι τράπεζες έχουν γίνει ιδιαίτερα ευαίσθητες σε θέματα επενδύσεων που εμπλέκουν κίνδυνο. Φανερά λοιπόν ο ρόλος που καλούνται να διαδραματίσουν τα ασφαλιστικά προγράμματα στο προσεχές μέλλον είναι σίγουρα πιο ουσιώδεις. Παρόμοιες ασφαλίσεις θα είναι απαραίτητες κατά την διαδικασία του σχεδιασμού και της υλοποίησης ενός έργου.



Στην πραγματικότητα αντιπροσωπεύουν μαζί με τα Project contracts μία μέθοδο επιμερισμού των κινδύνων που σχετίζονται με την επιχειρηματική κοινοπραξία με τον πιο κατάλληλο τρόπο και ανάλογα με το είδος του κάθε Project. Κατά τον σχεδιασμό της συμφωνίας ενός έργου προϋποτίθεται ότι κατά την διαπραγμάτευση των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών συμβολαίων έχει ληφθεί υπόψιν η όμοια διαδικασία και για τα συμβόλαια ασφαλείας έτσι ώστε να περιοριστεί σε ένα φυσιολογικό επίπεδο το κόστος από τους πιθανούς κινδύνους.

«Επιπρόσθετα κατά την διαδικασία κατασκευής ενός συμβολαίου, εκτελείται και η πολύ σημαντική εργασία του επιμερισμού των κινδύνων ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη» (S. Gatti p.89). Ο επιμερισμός γίνεται βάση της δυνατότητας του κάθε μέρους να ανταπεξέλθει και να προσφέρει ασφαλιστική κάλυψη έναντι των κινδύνων.

#### **4.1.3 Ο ρόλος των ανεξάρτητων τεχνικών συμβούλων ή μηχανικών**

Σε κάθε συγκρότηση ενός επενδυτικού έργου η διαδικασία που σχετίζεται με την τεχνική αξιολόγηση της επένδυσης είναι πολύ σημαντική. Οι δανειστές συνήθως δεν είναι γνώστες των τεχνικών ζητημάτων όπως συνήθως είναι οι ανάδοχοι του έργου και για αυτό το λόγο χρειάζονται την βοήθεια ειδικών συμβούλων με τεχνικές γνώσεις. Η βοήθεια τους είναι χρήσιμη γιατί η επαγγελματική τους γνώση θα τους βοηθήσει να αξιολογήσουν την επένδυση και να αποφασίσουν αν τελικά θα συμμετέχουν ή όχι.

Παράλληλα η γνώμη των ειδικών αυτών συμβούλων είναι σημαντική και για τους ίδιους τους ανάδοχους αλλά και τους διακανονιστές – δικηγόρους για την προετοιμασία των εγγράφων του φακέλλου του έργου. Επομένως ο ρόλος του τεχνικού συμβούλου είναι πολύ σημαντικός στις συμφωνίες συναλλαγών project finance. Ο ανεξάρτητος σύμβουλος διαδραματίζει έναν ρόλο πολύ σημαντικό (suret partes) εκφράζοντας την γνώμη του για το πόσο εφικτή είναι η ολοκλήρωση του έργου, κάνει σχετική έρευνα για την αξιολόγηση της επένδυσης και τελικά ενεργεί ως επόπτης για να επιβλέπει την ορθή ολοκλήρωση της επένδυσης αλλά και για προστατεύσει τους επενδυτές που χρηματοδότησαν την επένδυση.

Ο ρόλος ουσιαστικά του τεχνικού συμβούλου ωφελεί τόσο την πλευρά των δανειστών όσο και τα υπόλοιπα μέρη της συμφωνίας. Όλες οι λειτουργίες που εκτελεί είναι ευνοϊκές όχι μόνο για τις εταιρείες-αναδόχους αλλά και για το ίδιο το SPV. Επιπρόσθετα, λόγω της φύσης της εργασίας τους, συνήθως οι τεχνικοί σύμβουλοι είναι αρκετοί για να υπάρχουν αρκετές γνώμες πριν την τελική αξιολόγηση της επένδυσης. Πολύ σημαντική η συμβολή τους στο στάδιο λίγο πριν την ολοκλήρωση της κατασκευής του έργου και όταν αυτό μπαίνει σταδιακά σε φάση δοκιμών. Σε αυτό το στάδιο κάθε σύμβουλος που

του έχει ανατεθεί η αξιολόγηση του έργου θα αποδώσει μία έκθεση με την γνωμάτευση του, την οποία και παραδίδει στον εργοδότη του (ανάδοχοι, κατασκευαστικές εταιρείες, τράπεζες-δανειστές).

Οι πιο σημαντικές λειτουργίες ενός ανεξάρτητου τεχνικού συμβούλου (S. Gatti p.76). συνοψίζονται σε 4 κυρίως φάσεις:

1. Υποβολή λεπτομερής αναλυτικής έκθεσης.
2. Επίβλεψη της υλοποίησης του έργου κατά το κατασκευαστικό στάδιο.
3. Συμμετοχή και έλεγχος του έργου κατά την παράδοση και παραλαβή του.
4. Επίβλεψη της λειτουργίας του έργου.

Γενικότερα οι δραστηριότητες ενός τεχνικού συμβούλου συνοψίζονται ακολούθως:

- Προσδιορισμός Βασικών Τεχνικών Απαιτήσεων του έργου
- Επισκόπηση και αξιολόγηση των υπαρχουσών μελετών / ερευνών
- Προσδιορισμός απαιτούμενων πρόσθετων μελετών / ερευνών
- Παροχή υποστήριξης για ανάθεση των αναγκαίων πρόσθετων μελετών/ ερευνών
- Επισκόπηση και αξιολόγηση των πρόσθετων μελετών / ερευνών
- Προσδιορισμός των επιθυμητών τεχνικών δεξιοτήτων των υποψηφίων Παραχωρησιούχων και θέσπιση κριτηρίων για τυχόν Διαδικασία Προεπιλογής
- Υποβοήθηση στην Διαδικασία Προεπιλογής
- Εκτίμηση του Κόστους Κατασκευής
- Εκτίμηση Κόστους Λειτουργίας και συντήρησης
- Εκτίμηση του απαιτούμενου Χρονοδιαγράμματος Κατασκευής

Η κατανομή των κινδύνων σε ένα έργο παραχώρησης μπορεί επίσης να είναι τέτοια που να έχει δικαίωμα η Εταιρεία Παραχώρησης σε χρονικές παρατάσεις για λόγους, όπως η αρχαιολογία, η διαθεσιμότητα της γης, κλπ. Μία ανεξάρτητη αρχή μπορεί να εκτιμήσει τη χορήγηση αυτών των χρονικών παρατάσεων και να κάνει τις αντίστοιχες προτάσεις στον Κύριο του Έργου. Συμπερασματικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι το πλεονέκτημα που φέρνει ο Ανεξάρτητος Μηχανικός σε ένα έργο είναι ότι υπάρχει διαθέσιμη μια ανεξάρτητη άποψη σε μια σειρά θεμάτων και διαφωνιών, παρ'ότι βέβαια δεν μπορεί να υποκαταστήσει την πιθανή επίλυση των διαφορών με διαιτησία. Ανάλογα με τη δομή και τη πολυπλοκότητα της σύμβασης και τις μεθόδους πληρωμής, ο Ανεξάρτητος Μηχανικός διαδραματίζει ένα σοβαρό ρόλο σε ένα έργο παραχώρησης.

#### 4.1.4 Ο ρόλος των χρηματοοικονομικών συμβούλων

Ο οικονομικός σύμβουλος ασχολείται με τους χρηματοδοτικούς και οικονομικούς όρους της σύμβασης. Εδώ δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι περιορίζεται μόνο σε θέματα πιστοποίησης εργασιών, το οικονομικό αντικείμενο δεν είναι μόνο πιστοποιήσεις. Οικονομικοί όροι είναι οι χρηματοδοτικοί όροι, είναι το πώς θα αναζητηθούν και με τι όρους τα δάνεια από τον ανάδοχο, τα επιτόκια, οι αποσβέσεις, οι αγορές που θα προσφέρουν, οι χρόνοι που θα προσφερθούν τα δάνεια, οι τρόποι απόσβεσης, οι τρόποι εκμετάλλευσης, φορολογικά θέματα κ.λ.π. Βασικό στοιχείο είναι η δομή ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου, το οποίο θα λάβει υπόψη όλα τα κόστη και δαπάνες του έργου από την κατασκευαστική περίοδο μέχρι την επιστροφή του έργου στο δημόσιο, αφού λήξει η περίοδος παραχώρησης, όλες οι χρηματοδοτικές δαπάνες εξεύρεσης και εξυπηρέτησης των δανείων, τόκοι, αποσβέσεις κ.λ.π. καθώς και τα αναμενόμενα έσοδα από την εκμετάλλευση του έργου και των λοιπών παράπλευρων εκμεταλλεύσεων, με βάση το οποίο ελέγχεται η χρηματοοικονομική ισορροπία του έργου σε κάθε χρονική στιγμή. Όλα αυτά είναι αντικείμενο του χρηματοοικονομικού συμβούλου.

Συνοπτικά οι δραστηριότητες ενός οικονομικού συμβούλου έχουν να κάνουν με:

- Προκαταρκτική εξέταση της ελκυστικότητας και αρχικός καθορισμός του έργου
- Προσδιορισμός των επιθυμητών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των υποψηφίων Παραχωρησιούχων και θέσπιση κριτηρίων Προεπιλογής
- Υποβοήθηση στην Διαδικασία Προεπιλογής
- Παροχή Υποστήριξης για την παρουσίαση των έργων στους Διεθνείς Πιστωτικούς Οργανισμούς και τις Εμπορικές Τράπεζες
- Σύνταξη Χρηματοοικονομικού Μοντέλου
- Υποβοήθηση του Νομικού Συμβούλου στη σύνταξη Διακήρυξης και Σχεδίου Σύμβασης
- Υποβοήθηση κατά την οριστικοποίηση της Σύμβασης

Μετά την κατακύρωση του διαγωνισμού μεσολαβεί ένα χρονικό διάστημα που είναι απαραίτητος ο νομικός, ο οικονομικός σύμβουλος προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηματοδότηση του έργου και στη συνέχεια καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας της σύμβασης παραχώρησης. Η παρακολούθηση του χρηματοοικονομικού μοντέλου του έργου και ο έλεγχος της αναθεώρησης του όταν το επιβάλλουν οι εξελίξεις, αποτελεί επίσης σημαντική συμβολή του οικονομικού συμβούλου.

Είναι συμβατική απαίτηση η ύπαρξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου, υποβάλλεται με την προσφορά του αναδόχου, επικαιροποιείται με την έναρξη παραχώρησης και αποτελεί το εργαλείο με το οποίο παρακολουθείται η οικονομική πορεία του έργου για όλη

τη διάρκεια παραχώρησης ενώ επίσης χρησιμοποιείται σε ορισμένες περιπτώσεις για τον υπολογισμό αποζημιωτικών ρητρών.

Το χρηματοοικονομικό μοντέλο περνάει από τον ενδελεχή έλεγχο των Τραπεζών, εξετάζονται και αιτιολογούνται όλες οι παραδοχές στις οποίες βασίστηκε και αν θεωρηθούν ικανοποιητικές τότε εγκρίνεται και θεωρείται αξιόπιστο για την αποτύπωση της προβλεπόμενης οικονομικής εικόνας του έργου. Εάν οι προβλέψεις, με βάση και με τα μέχρι τότε ιστορικά στοιχεία, δεν κρίνονται ρεαλιστικές, τότε επιβάλλεται λήψη διορθωτικών ή συμπληρωματικών μέτρων προς άρση της διαφαινόμενης αστοχίας. Δηλαδή θα πρέπει τα έσοδα που αναμένεται να προκύψουν από διάφορες πηγές, επί παραδείγματι από τη χρηματοδοτική συμβολή του δημοσίου, από την μερική λειτουργία του έργου ή άλλα έσοδα ή ο δανεισμός και ούτω καθεξής και τα έξοδα, τα κατασκευαστικά, τα λειτουργικά των εταιριών, οποιαδήποτε δαπάνη γίνεται, καταγράφονται και θα πρέπει να προκύπτει και να επιβεβαιούται η θετική οικονομική κατάσταση του έργου σε κάθε στιγμή, τόσο κατά την περίοδο κατασκευής, όσο και κατά την περίοδο λειτουργίας.

Το Ελληνικό Δημόσιο, μέσω του δικού του χρηματοοικονομικού συμβούλου, καταρτίζει ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο για κάθε έργο, για αποκλειστικά δική του χρήση. Υποχρέωση του αναδόχου, όπως ήδη αναφέρθηκε, αποτελεί η κατάρτιση άλλου μοντέλου το οποίο ελέγχεται από τις Τράπεζες και τελικά τίθεται υπ' όψη του Δημοσίου, προκειμένου, αν συμφωνεί, θα αποτελέσει παράρτημα της σύμβασης παραχώρησης. Είναι αρκετά σύνθετο για να προκύψει, αλλά σαν αποτέλεσμα ας πούμε απλοποιημένα οτι είναι ένας ισολογισμός προβλεπόμενων εσόδων και εξόδων, αποτελεί συμβατικό στοιχείο της προσφοράς του αναδόχου, ελέγχεται και γίνεται αποδεκτός από τις Τράπεζες και στη συνέχεια υπάρχει η συμβατική υποχρέωση της επικαιροποίησής του, σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής και τις προβλεπόμενες να συμβούν οικονομικές εξελίξεις. Χρειάζεται καθ' όλη τη διάρκεια του έργου για να παρακολουθεί από πλευράς δημοσίου την εξέλιξη του χρηματοοικονομικού μοντέλου, αλλά και για κάθε πιστοποίηση προς τον ανάδοχο, επειδή όλες οι πληρωμές του έργου, υπολογίζονται με αναφορά σε μία δεδομένη χρονική στιγμή.

#### 4.1.5 Τεχνικός Σύμβουλος των Τραπεζών

Οι συμβάσεις παραχωρήσεις παρουσιάζουν αυξημένη πολυπλοκότητα λόγω της ανάγκης συνεργασίας διαφόρων μερών που εξ'ορισμού προσεγγίζουν το έργο διαφορετικά και έχουν διαφορετικές επιδιώξεις. Είναι φυσικό η πολιτεία να ενδιαφέρεται πρωτίστως για την παροχή υπηρεσιών υψηλού επιπέδου προς τους πολίτες με το λιγότερο δυνατόν κόστος συμμετοχής, οι εταιρείες παραχώρησης να ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση των κερδών και συνεπώς είναι διατεθειμένοι να αναλαμβάνουν κινδύνους ενώ οι

χρηματοδότες των εταιρειών παραχώρησης ενδιαφέρονται για την ανάληψη όσο το δυνατόν λιγότερων κινδύνων δεδομένου ότι η απόδοση των κεφαλαίων που επενδύουν είναι δεδομένη. Η επιτυχία των έργων παραχώρησης έγκειται στην καλύτερη δυνατή συνεργασία μεταξύ όλων των μερών και στην ανάπτυξη φιλοσοφίας partnership. Προκειμένου να αναπτυχθεί η φιλοσοφία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντικό κάθε πλευρά να αναγνωρίσει την οπτική της άλλης και να είναι διατεθειμένη να συνεργαστεί αναγνωρίζοντας τις επιδιώξεις των άλλων μερών.

Ο μόνος τρόπος ώστε οι χρηματοδότες ενός έργου υποδομής να κατανοήσουν τις διαφορετικές οπτικές των άλλων πλευρών είναι η ύπαρξη ενός τεχνικού συμβούλου που εργάζεται αποκλειστικά για αυτούς. Τα έργα παραχώρησης περιλαμβάνουν πάντοτε τον σχεδιασμό, κατασκευή λειτουργία και συντήρηση έργων. Οι τράπεζες και άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί δεν είναι εξοικειωμένοι με τα θέματα αυτά και συνεπώς χρειάζονται ουσιαστική βοήθεια στην κατανόηση τους.

Πιο αναλυτικά ο τεχνικός σύμβουλος των τραπεζών αναλαμβάνει τα παρακάτω καθήκοντα απέναντι στους χρηματοδότες:

#### 1. Συμμετοχή στην απόφαση χρηματοδότησης

##### ■ Ανάλυση κινδύνου εσόδων του έργου (market risk)

Δεδομένου ότι η αποπληρωμή των δανείων βασίζεται μόνο στα έσοδα του έργου (non recourse financing) οι χρηματοδότες χρειάζεται να έχουν μια ακριβή εκτίμηση των εσόδων που αναμένονται (έσοδα από διόδια) και τους κινδύνους που εμπεριέχονται (π.χ. αναμενόμενος ανταγωνισμός). Η ύπαρξη του τεχνικού συμβούλου βοηθά προς αυτή την κατεύθυνση αφού στην διαδικασία due diligence τα έσοδα του έργου υπολογίζονται και οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται αναλύονται με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση τους.

##### ■ Εκτίμηση κόστους κατασκευής λειτουργίας και συντήρησης

Η απόφαση χρηματοδότησης ενός έργου υποδομής βασίζεται στο χρηματοοικονομικό μοντέλο του έργου το οποίο περιέχει όλα τα αναμενόμενα κόστη και έσοδα του έργου. Προκειμένου οι χρηματοδότες του έργου να καταλήξουν στο χρηματοοικονομικό μοντέλο χρειάζονται από τον τεχνικό σύμβουλο εκτίμηση σχετικά με το κόστος ανάπτυξης και συντήρησης της υποδομής. Είναι προφανές ότι αυτά τα κόστη συνδέονται με τεχνικά θέματα που μόνο ο τεχνικός σύμβουλος μπορεί να εξετάσει αναλυτικά.

##### ■ Εκτίμηση απαιτούμενου χρόνου ανάπτυξης

Δεδομένου ότι τα δάνεια του έργου αρχίζουν να αποπληρώνονται όταν τελειώσει η κατασκευή του έργου η παράμετρος του απαιτούμενου χρόνου μελέτης και κατασκευής

είναι καθοριστικής σημασίας στην χρηματοδοτική απόφαση. Ο τεχνικός σύμβουλος εξετάζει το χρονοδιάγραμμα του έργου και συμβουλεύει την τράπεζα για την εφικτότητα του αλλά και για τους κινδύνους καθυστερήσεων.

#### ■ Ανάλυση τεχνικού κινδύνου απόφασης

Σε κάθε απόφαση εμπεριέχεται κίνδυνος και ακόμα και αν η καλύτερη εκτίμηση των εσόδων και του κόστους του έργου είναι θετική η απόφαση χρηματοδότησης είναι πιθανόν να είναι αρνητική αν περιλαμβάνει σημαντικό κίνδυνο. Ο τεχνικός σύμβουλος είναι σε θέση όχι μόνο να εκτιμήσει τον κίνδυνο και τις πηγές από τις οποίες προέρχεται αλλά και να προτείνει τρόπους αντιμετώπισης του λαμβάνοντας υπόψη και κατανοώντας και τις υπόλοιπες πλευρές. Είναι δεδομένο ότι χωρίς την υποστήριξη του τεχνικού συμβούλου οι χρηματοδότες ενός έργου είναι αδύνατον να καταλήξουν στην απόφαση χρηματοδότησης αφού σημαντικές παράμετροι αυτής άπτονται τεχνικών θεμάτων.

#### ■ Συμμετοχή στην εξασφάλιση χρηματοδότησης

Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική οι τράπεζες αλλά και άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί προσπαθούν μέσω του syndication να μετριάσουν τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι ίδιοι. Η ύπαρξη του τεχνικού συμβούλου είναι κρίσιμη στο να πεισθούν υποψήφιοι επενδυτές να συμμετάσχουν στο έργο αφού νέοι επενδυτές θα απαιτήσουν από τον κύριο χρηματοδότη την ενημέρωσή τους σχετικά με τους κινδύνους που καλούνται να αναλάβουν.

#### 2. Ο ρόλος του τεχνικού συμβούλου στην ανάπτυξη και λειτουργία του έργου

Στην φάση αυτή ο τεχνικός σύμβουλος έχει το ρόλο να αναφέρει στους χρηματοδότες κατά πόσο η ανάπτυξη του έργου εξελίσσεται σύμφωνα με τις αρχικές υποθέσεις που περιλαμβάνονται στο χρηματοοικονομικό μοντέλο και αποτέλεσαν τη βάση της απόφασης χρηματοδότησης. Ο τεχνικός σύμβουλος παρακολουθεί και επιβεβαιώνει στους χρηματοδότες την ανάπτυξη του έργου σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα κατασκευής και τον προϋπολογισμό του έργου.

Δεδομένου ότι κάθε έργο δεδομένου της κλίμακας του παρουσιάζει αποκλίσεις από τις αρχικές υποθέσεις ο τεχνικός σύμβουλος συμμετέχει ενεργά στην εξεύρεση λύσεων σχετικά με πιθανές καθυστερήσεις και υπερβάσεις κόστους σύμφωνα πάντα με τις χρηματοδοτικές συμβάσεις. Ουσιαστικά δηλαδή εκπροσωπεί τους χρηματοδότες στη λήψη

αποφάσεων σχετικά με την κατασκευή λειτουργία και συντήρηση του έργου με σκοπό τη διαρκή ενημέρωση τους και την εξασφάλιση των συμφερόντων τους μέσω της συμμετοχής τους στις αποφάσεις αυτές.

Ο τεχνικός σύμβουλος εξασφαλίζει επίσης την διαρκή παρακολούθηση του κινδύνου που έχουν αναλάβει οι χρηματοδότες και φροντίζει ώστε ο κίνδυνος αυτός να παραμένει στα επίπεδα που ήταν αρχικά. Σε περίπτωση που αυτό είναι αδύνατον και ο κίνδυνος αυξάνεται τότε συμμετέχει ενεργά για την διαχείριση των κινδύνων και την αποτελεσματική κατανομή τους. Τελικά μπορεί να ειπωθεί ότι η συμμετοχή χρηματοδοτών στα έργα υποδομής θα ήταν αδύνατη χωρίς την ύπαρξη του τεχνικού συμβούλου ο οποίος λειτουργεί σαν το μέρος εκείνο της σύμβασης που συνδέει την χρηματοδότηση με όλα τα τεχνικά θέματα της ανάπτυξης των έργων αυτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### 5.1 Χρηματοδότηση του αυτοχρηματοδοτούμενου έργου

Η χρηματοδότηση μιας επένδυσης Project Finance είναι εξαιρετικά πολύπλοκη. η χρηματοδότηση γενικότερα μπορεί να γίνει μέσω τραπεζικών δανείων ή με έκδοση ομολόγων και επομένως με την συμμετοχή επενδυτών από την κεφαλαιακή αγορά. Και στις υπόλοιπες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, το μέγεθος των έργων προς χρηματοδότηση απαιτεί την συμμετοχή μεγάλου αριθμού τραπεζών και την συμμετοχή πολλών ομολογιούχων. Η πιο συνηθισμένη μορφή χρηματοδότησης είναι τα κοινοπρακτικά δάνεια. Στην σύναψη παρόμοιων δανείων σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι σύμβουλοι, οι διακανονιστές (arrangers), ενώ υπάρχουν και αμοιβές που πληρώνονται από την ίδια την σύμπραξη.

Για την επίτευξη του καλύτερου σχεδίου χρηματοδότησης ενός έργου πρέπει να ληφθούν υπόψη τα παρακάτω:

- εξασφάλιση επαρκών πόρων για την ολοκλήρωση του έργου,
- εξασφάλιση των απαιτούμενων κεφαλαίων με το μικρότερο δυνατό κόστος,
- ελαχιστοποίηση της έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο των sponsors,
- καθιέρωση μιας μερισματικής πολιτικής η οποία θα μεγιστοποιεί την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου των sponsors, με τους περιορισμούς που μπορεί να υπάρχουν εκ μέρους των δανειστών και των ταμειακών ροών που το έργο μπορεί να δημιουργήσει,
- μεγιστοποίηση των φορολογικών ωφελειών που μπορούν να προκύψουν από την ιδιοκτησία του έργου, επίτευξη των πιο ωφέλιμων χειρισμών στα θεσμικά θέματα

#### 5.1.1 Συμβουλευτικές και ρυθμιστικές δραστηριότητες κατά την διαδικασία χρηματοδότησης των έργων

Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές προσφέρουν υπηρεσίες στις επενδύσεις έργων μέσω Project Finance και αυτές οι υπηρεσίες εμπίπτουν κυρίως σε δύο κατηγορίες, συμβουλευτικές υπηρεσίες και χρηματοοικονομικές.

Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν υπηρεσίες όπως αυτή του καθορισμού του προφίλ του κινδύνου της επένδυσης, ο καθορισμός του χρονοδιαγράμματος και το μέγεθος της επένδυσης έτσι ώστε να αυτή να μπορεί να είναι προσιτή. Ουσιαστικά πραγματοποιείται μοντελοποίηση της επένδυσης σε μία μορφή που θα μπορεί να προταθεί σε ενδυνάμει επενδυτές-δανειστές. Οι παραπάνω υπηρεσίες δεν απαιτούν την σπατάλη μεγάλων χρηματικών ποσών και μπορούν να προσφερθούν από εταιρείες συμβουλευτικές, ελεγκτικές, κατασκευαστικές – τεχνικές, νομικές και χρηματοοικονομικές. Στην συνέχεια



συνεργάζονται με τον διακανονιστή αποκλειστικά και μόνο για την οργάνωση, από την πλευρά του, των χρηματοοικονομικών όρων.

Η δεύτερη κατηγορία των υπηρεσιών σχετίζονται με τον δανεισμό και χαρακτηρίζεται από την χορήγηση του δανείου και σε μερικές περιπτώσεις την χορήγηση κεφαλαίων με βάση τις παρατηρήσεις της έκθεσης που παρέδωσαν οι σύμβουλοι. Επομένως επειδή απαιτείται η ύπαρξη κεφαλαίου για την χορήγηση του δανείου, είναι σαφές ότι είναι μία επιχειρηματική δραστηριότητα στην οποία πρωταρχικό ρόλο διαδραματίζουν οι εμπορικές τράπεζες ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές.

Υπηρεσίες των Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων	
Συμβουλευτικές Υπηρεσίες	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ανάλυση τεχνικών ζητημάτων σε συνεργασία με τεχνικούς συμβούλους</li> <li>• Ανάλυση του νομοθετικού πλαισίου σε συνεργασία με νομικούς συμβούλους</li> <li>• Λεπτομερής έκθεση της επένδυσης</li> <li>• Ανάπτυξη της πολιτικής επιμερισμού των κινδύνων</li> <li>• Προετοιμασία του επενδυτικού σχεδίου</li> <li>• Καθορισμός του απαιτούμενου ύψους χρηματοδότησης και πηγές χρημ/σης</li> <li>• Οργάνωση και διαπραγμάτευση των όρων χρηματοδότησης (arranging)</li> <li>• Οργάνωση και διαπραγμάτευση των όρων έκδοσης ομολογιακού δανείου</li> </ul>
Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Χορήγηση κεφαλαίων</li> <li>• Εγγύηση τραπεζικού δανεισμού</li> <li>• Χορήγηση κοινοπρακτικού δανείου</li> <li>• Χορήγηση μίσθωσης εξοπλισμού</li> <li>• Χορήγηση ενδιάμεσου δανεισμού</li> <li>• Έκδοση εγγυήσεων</li> <li>• Διαχείριση τεχνικών θεμάτων με την ΕΕΣ</li> <li>• Επίβλεψη της ορθής χρήσης των κεφαλαίων από την ΕΕΣ</li> </ul>

Σχήμα 5.1 Προσφερόμενες υπηρεσίες των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.149

### 5.1.1.1 Συμβουλευτικές Υπηρεσίες

Στις συμβουλευτικές υπηρεσίες περιλαμβάνονται όλες οι μελέτες που έχουν διεξαχθεί για να γίνει μία αρχική εκτίμηση της ικανής χρηματοδότησης του έργου καθώς επίσης και πιθανούς τρόπους άντλησης των κεφαλαίων που χρειάζεται η ΕΕΣ.

Ο σύμβουλος παρέχει σύμφωνα με τον (S. Gatti p.150) τις εξής υπηρεσίες:

- Να καταλάβει πλήρως τους στόχους των αναδόχων και να αναζητήσει εναλλακτικές λύσεις για την επίλυση τους.
- Να αξιολογήσει τους πιθανούς κινδύνους που θα αντιμετωπίσει το έργο και να βρει κατάλληλες στρατηγικές για την διαχείριση και αντιμετώπιση τους.
- Να συνεισφέρει στην προετοιμασία και στον έλεγχο του επιχειρηματικού σχεδίου.
- Να επισημάνουν στους αναδόχους προβλήματα που δεν έχουν ληφθεί υπόψη και μπορούν να εμποδίζουν την επιτυχή ολοκλήρωση της επένδυσης.

Οι πληροφορίες που συλλέγουν οι σύμβουλοι είναι τεχνικού, νομικού και οικονομικού περιεχομένου και σχετίζονται τόσο με το έργο όσο και με τα εμπλεκόμενα μέρη, την τοπική οικονομία, την γεωγραφική θέση της επένδυσης, το πολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον. Το πόρισμα της έκθεσης των συμβούλων αποτελεί το πληροφοριακό memorandum, «το έγγραφο με το οποίο οι σύμβουλοι παρουσιάζουν το έργο στην αγορά. Αναζητούν πιθανούς δανειστές και αρχίζουν τις διαπραγματεύσεις για την συμφωνία χορήγησης πίστωσης και δανείου με τους διακανονιστές, μέχρι η άντληση κεφαλαίων να αποφέρει τα απαιτούμενα κεφάλαια» (S.Gatti p.150).

### 5.1.1.2 Διακανονιστικές υπηρεσίες (Arranging services)

Αυτές τις υπηρεσίες τις προσφέρουν αποκλειστικά οι εμπορικές τράπεζες, οι οποίες έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- Να έχουν ικανοποιητική διεθνή κάλυψη (coverage).
- Να έχουν χρηματοοικονομική ισχύ και μεγάλο μέγεθος Ιδίων Κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον S.Gatti p.152 «στα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα υπάρχει μία συμμετρία ανάμεσα στο μέγεθος του έργου και το μέγεθος του διαμεσολαβητή που σχεδιάζει και διαπραγματεύεται την σύσταση της ομάδας που θα χρηματοδοτήσει το έργο (Financing Pool)». Η ΕΕΣ αναθέτει στον διακανονιστή (arranger) να διαπραγματευτεί τους όρους του συμβολαίου που αφορά την χρηματοδότηση του έργου. Επομένως ενεργεί ως εκπρόσωπος των δανειζόμενων και πρέπει να έχει την δυνατότητα να επικοινωνεί με όλες τις τράπεζες που επιθυμούν να συμμετέχουν στην

χρηματοδότηση. Αυτό ονομάζεται κοινοπραξία (consortium) και τα δάνεια χρηματοδότησης των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων αποτελούν ειδική κατηγορία του κοινοπρακτικού δανεισμού. Το μέγεθος του έργου καθορίζει τον αριθμό των διακανονιστών οι οποίοι μπορεί να είναι από μόνο ένας έως πολλοί, συγκροτώντας μία ομάδα με διαφορετικούς ρόλους ο καθένας.

Ο διακανονιστής παρέχει εγγύηση εύρεσης χρηματοδοτών στους αναδόχους, συμπεριλαμβάνοντας και την περίπτωση κανένας να μην εκφράσει ενδιαφέρον συμμετοχής. Αυτό σημαίνει ότι «αν ο διακανονιστής αποτύχει να τοποθετήσει το δάνειο στην αγορά, θα αναγκαστεί να αναλάβει ο ίδιος την χρηματοδότηση του έργου με δικά του κεφάλαια» (S.Gatti p.152).

Οι ανάδοχοι επιλέγουν τους διακανονιστές βάσει των ακόλουθων κριτηρίων:

- Εμπειρία που έχουν αποκτήσει από προηγούμενες συναλλαγές που συμμετείχαν.
- Φήμη
- Ευελιξία σε μη αναμενόμενους κινδύνους και ικανότητα αντιμετώπισης τους.
- Κόστος χρηματοδότησης.

### 5.1.1.3 Αμοιβές προς τους Συμβούλους

Με την διαμόρφωση του κοινοπρακτικού δανείου και την δημιουργία της ομάδας των τραπεζών που θα χρηματοδοτήσουν το έργο, η ΕΕΣ αποδέχεται ταυτόχρονα την απόδοση αποζημιώσεων ως ένα είδος αμοιβής στους συμμετέχοντες. Οι ανάδοχοι πληρώνουν την αμοιβή μόνο στους συμβούλους και στους διακανονιστές, οι οποίοι αναλαμβάνουν να δώσουν την αμοιβή και στα υπόλοιπα εμπλεκόμενα μέρη.

Οι αμοιβές προς τους συμβούλους για τις υπηρεσίες που προσφέρουν είναι:

- ✓ Ένα είδος προκαταβολής (retainer fee), αμοιβή για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο σύμβουλος κατά το στάδιο της μελέτης και της προετοιμασίας της επένδυσης. Σύμφωνα με στοιχεία της αγοράς μια παρόμοια μηνιαία αποζημίωση είναι της τάξης των €15,000 με €20,000.
- ✓ Success Fee, αμοιβή που δίνεται με την ολοκλήρωση του σταδίου της προετοιμασίας και με την υποβολή μιας επιτυχημένης μελέτης. Η αμοιβή είναι βάσει ποσοστού επί της αξίας της χρηματοδότησης για να εξασφαλιστεί ότι ο

σύμβουλος θα την προετοιμάσει λαμβάνοντας υπόψη τους ευνοϊκότερους όρους για τους αναδόχους.

Οι αμοιβές προς τους διακανονιστές για τις υπηρεσίες που προσφέρουν είναι:

- ✓ Αρχική αμοιβή (a pure arranging fee), αμοιβή που δίνεται για να καταβάλλει ο διακανονιστής κάθε δυνατή προσπάθεια εξασφάλισης χρηματοδότησης, χωρίς όμως να εγγυάται ο ίδιος την χρηματοδότηση της επένδυσης σε περίπτωση αποτυχίας του εγχειρήματος του.
- ✓ Αμοιβή που καλύπτει και την εγγύηση της χρηματοδότησης (a fee for underwriting and arranging services), αμοιβή η οποία δίνεται όταν ο διακανονιστής εγγυάται την επιτυχή εύρεση χρηματοδοτών.

### 5.1.2 ΔΙΕΘΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

Στην χρηματοδότηση των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων συχνά συμμετέχουν Διεθνή Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα, κυρίως όταν τα έργα πραγματοποιούνται στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Οι λόγοι για τους οποίους συμμετέχουν, σύμφωνα με τον S.Gatti (p.164) είναι:

1. Ο θεσμικός ρόλος τους επιτρέπει την συμμετοχή σε χρηματοδοτήσεις επενδύσεων ακόμα και αν έχουν υψηλό πολιτικό ρίσκο.
2. Έχουν αποκτήσει εμπειρία από την συμμετοχή τους στις ιδιωτικοποιήσεις, στις οποίες είχαν πρωταγωνιστικό ρόλο.
3. Συνεχίζουν να προωθούν και να στηρίζουν την χρηματοδότηση στον ιδιωτικό τομέα και τις επενδύσεις ιδιωτών σε αναπτυξιακά έργα.

Μερικά από αυτά είναι η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank), η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (EIB), η Αφρικάνική Αναπτυξιακή Τράπεζα (AfDB), η Ισλαμική Αναπτυξιακή Τράπεζα (IDB), η Ασιατική Αναπτυξιακή Τράπεζα (ADB), η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Αναδόμησης και Ανάπτυξης (EBRD) και η Παναμερικάνικη Αναπτυξιακή Τράπεζα (IADB).

### 5.2 ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Η χρηματοδότηση των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων μπορεί να πραγματοποιηθεί με πολλές μορφές. Οι κύριες και πιο διαδεδομένες μορφές αναλύονται ακολούθως.

### 5.2.1 Χρηματοδότηση με ίδια Κεφάλαια

Η ΕΕΣ είναι μία εταιρεία στην οποία οι ανάδοχοι – μέτοχοι τοποθετούν κεφάλαια. Το μέγεθος των κεφαλαίων που συνεισφέρουν οι μέτοχοι εξαρτάται από το νομικό σύστημα κάθε χώρας, το οποίο καθορίζει το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου κάθε νεοσύστατης εταιρείας. Σύμφωνα με τον S.Gatti p.186 υπάρχουν τρεις εναλλακτικές επιλογές για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου.

1. Με την κάλυψη του εναπομείνοντος κεφαλαίου και πριν την άντληση κεφαλαίων από τα δάνεια που χορηγούν οι τράπεζες.
2. Με την κάλυψη του εναπομείνοντος κεφαλαίου και αφού πρώτα έχει αξιοποιηθεί πλήρως το δάνειο που χορηγήθηκε.
3. Με όρο που προβλέπει αναλογικές πληρωμές (pro-rata payments).

Τα κεφάλαια της ΕΕΣ, η οποία συστήνεται με τη μορφή ΑΕ με μετοχικό κεφάλαιο, προέρχονται λοιπόν είτε από τα ιδρυτικά της μέλη ή από άλλα πρόσωπα τα οποία συμμετέχουν ως μέλη στην εταιρεία μετά την ίδρυση της ΕΕΣ. Στην ουσία μέτοχοι του έργου είναι οι επιχειρήσεις που θα ωφεληθούν από την λειτουργία του έργου. Επιχειρήσεις με αυτά τα χαρακτηριστικά είναι οι αγοραστές της παρεχόμενης υπηρεσίας, οι προμηθευτές του έργου, οι κατασκευαστικές εταιρείες. Τα μέλη της ΕΕΣ, κατά την προσφορά και η οποία αναδείχθηκε ανάδοχος στον διαγωνισμό, μετατρέπονται μετά την ανάθεση σε εταιρικά μέλη κατά τη σύσταση της εταιρείας ειδικού σκοπού. Αυτό το είδος εισροής κεφαλαίων στην διαδικασία σύμπραξης ονομάζεται χρηματοδότηση με βάση τα ίδια κεφάλαια και συνήθως δεν είναι η βασική πηγή χρηματοδότησης της διαδικασίας σύμπραξης, εξαιτίας της απαίτησης που υπάρχει για άμεση εκροή κεφαλαίων από τα μέρη. Επίσης «οι δανειστές θέτουν όρους ως προς το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου που πρέπει να υπάρχει διότι θεωρούν ότι τους προσφέρει ασφάλεια και αποτρέπει την πρόωρη εγκατάλειψη του έργου» (Finnerty p.105).

Τα βασικά χαρακτηριστικά χρηματοδότησης με τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι τα εξής :

- Η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων υποδηλώνει ισχυρότερη δέσμευση των ενεργά εμπλεκόμενων στην οικονομική επιτυχία του όλου εγχειρήματος της σύμπραξης, αποτελώντας θετική ένδειξη - πρόσκληση προς τους ξένους χρηματοδότες, οι οποίοι θα θεωρήσουν το αυτοχρηματοοπούμενο έργο ως μια ελκυστική και ασφαλή επένδυση.

- Η αξία των χορηγηθέντων κεφαλαίων εγγράφεται στον ισολογισμό των ενεργά εμπλεκόμενων στην διαδικασία σύμπραξης. Οι εμπλεκόμενοι ιδιωτικοί φορείς αφαιρούν την αντίστοιχη αξία από τον ισολογισμό τους και έπειτα παρουσιάζουν στην ενοποιημένη οικονομική κατάσταση την αξία συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Η επιρροή αυτή στην οικονομική απεικόνιση τους δεν είναι ίδια, όπως αν είχαν δανεισθεί στο όνομα τους και για λογαριασμό τους, κάτι που ισχύει στην κλασική μορφή εκτέλεσης δημοσίων ή ιδιωτικών έργων.
- Τα ίδια κεφάλαια διατίθενται χωρίς χρονικό όριο για τους σκοπούς της σύμπραξης, χωρίς υποχρέωση επιστροφής τους, με εξαίρεση την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση των ξένων κεφαλαίων.
- Τα ίδια κεφάλαια δεν έχουν εξασφαλισμένη απόδοση για τους χορηγούς αυτών. Οι χορηγοί των ιδίων κεφαλαίων στο έργο προσδοκούν αποδόσεις με βάση τα εταιρικά κέρδη της εταιρείας ειδικού σκοπού, ανάλογα με το εταιρικό τους μερίδιο. Καθώς αυτά δεν είναι εξασφαλισμένα, αφού εξαρτώνται από την επιτυχία ή μη διαχείριση του αντικειμένου της σύμπραξης, θεωρείται πως αναλαμβάνουν το μεγαλύτερο οικονομικό και χρηματοδοτικό κίνδυνο έναντι κάθε άλλου χρηματοδότη. Κατά αντιστοιχία με τον κίνδυνο αυτό η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη έναντι της αποδοτικότητας της επένδυσης των ξένων κεφαλαίων.
- Ο τρόπος αποεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων είναι διαφορετικός από την περίπτωση των ξένων κεφαλαίων. Ο χρηματοδότης των ιδίων κεφαλαίων θα λάβει με την εκκαθάριση της εταιρείας ειδικού σκοπού τα κεφάλαια του. Ωστόσο, σε τακτά χρονικά διαστήματα, λαμβάνει μερίσματα απόδοσης της εταιρείας ειδικού σκοπού, εκ των οποίων έχει προσδοκίες επιστροφής της επένδυσης του.

Σύμφωνα με την διεθνή εμπειρία από την αγορά των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων, τα ίδια κεφάλαια σε ποσοστό αναλογίας αντιστοιχούν στο 5% μέχρι 25% του συνολικού ποσού χρηματοδότησης που χρειάζεται η διαδικασία σύμπραξης και των κεφαλαίων που τελικά εισρέουν από τα διάφορα είδη χρηματοδότησης.

## 5.2.2 Χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια

Κύρια πηγή κεφαλαίων στα αυτοχρηματοδοτούμενα έργα είναι τα δανειακά κεφάλαια. Η χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια καλύπτει το μεγαλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις ακόμη και το σύνολο των αναγκών του έργου. Η χρηματοδότηση αυτή προέρχεται από την χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά. Οι οργανισμοί στους οποίους μπορεί να προσφύγει για δανεισμό η επιχείρηση ενδέχεται να είναι οι εμπορικές τράπεζες (τοπικές και διεθνείς), οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, και η τοπική κεφαλαιαγορά. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και κυρίως οι τράπεζες παρέχουν στον ανάδοχο τα απαιτούμενα κεφάλαια για την κατασκευή του έργου ή άλλων υποδομών και για την προμήθεια του εξοπλισμού. Ο Ν. 3389/2005 διευκολύνει τη τραπεζική χρηματοδότηση (bankability) μέσω ρυθμίσεων όπως :

- Έγκαιρη εμπλοκή των Τραπεζών στη χρηματοδότηση από το στάδιο υποβολής προσφορών
- Ευελιξία στο χρηματοδοτικό σχήμα και την ανάληψη υποχρεώσεων χρηματοδότησης από κάθε εμπλεκόμενο μέρος
- Ευελιξία στον τελικό επιμερισμό των κινδύνων ανά συμμετέχοντα
- Διευκόλυνση λήψεως, διατηρήσεως, και μεταβιβάσεως των τραπεζικών εξασφαλίσεων

Η χρηματοδότηση με βάση τα ξένα κεφάλαια έχει κάποια βασικά χαρακτηριστικά:

- ❖ Τα κεφάλαια δανείζονται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο, η οποία μπορεί να είναι και μεγαλύτερη από την αντίστοιχη προβλεπόμενη περίοδο λειτουργίας του έργου.
- ❖ Ο δανειστής γνωρίζει από την αρχή την απόδοση που θα λάβει ως ανταμοιβή για τα κεφάλαια που χορήγησε. Η αμοιβή είναι τόκος επί των δανειζόμενων κεφαλαίων, με βάση τα συμφωνηθέντα στη χρηματοδοτική σύμβαση, και καταβάλλεται στον δανειστή ακόμα και αν αποτύχει τελικά η λειτουργία του έργου. Συνεπώς η αμοιβή του δανειστή είναι εξασφαλισμένη και αυτό έχει ως αποτέλεσμα η απόδοση της δανειακών κεφαλαίων να είναι μικρή. Επομένως, η χρηματοδότηση με βάση τα ξένα κεφάλαια δεν καλύπτει το μεγαλύτερο μέρος των κινδύνων που προκαλούνται κατά την διάρκεια της σύμπραξης.
- ❖ Τα κεφάλαια που δανείζεται η ΕΕΣ αναγράφονται στον ισολογισμό της, τον επιβαρύνουν και είναι κεφάλαια που καλύπτονται πρώτα σε περίπτωση αξίωσης

από τους πιστωτές.

- ❖ Γενικά ο δανεισμός με ξένα κεφάλαια διακρίνεται για την διαφάνεια των διαδικασιών του ενώ η απόδοση που αποφέρει στους πιστωτές είναι κατά κανόνα εγγυημένη. Σε αυτό συμβάλλουν οι διαδικασίες πιστοληπτικής αξιολόγησης που διενεργούν τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.

Από την Διεθνή εμπειρία της αγοράς των αυτοχρηματοδοτούμενων έργων έχουν παρατηρηθεί διάφορα είδη χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια. Τα πιο διαδεδομένα με βάση την συχνότητα χρησιμοποίησής τους είναι:

#### **5.2.2.1 Κοινοπρακτικό δάνειο (consortial credit)**

Η τράπεζα και η εταιρεία ειδικού σκοπού, προχωρεί σε διαπραγματεύσεις για την χορήγηση δανείου. Το κεφάλαιο που θα χορηγήσει η τράπεζα στην ΕΕΣ είναι συγκεκριμένου ύψους και αφορά αποπληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων εντός συγκεκριμένης περιόδου. Καθώς το ύψος της χρηματοδότησης είναι πολύ μεγάλο και για την κατανομή των πιστωτικών κινδύνων, οι τράπεζες συχνά συνασπίζονται (consortium) μεταξύ τους και μοιράζονται τη χορήγηση του δανείου. Ο συνασπισμός γίνεται για την συγκέντρωση των μεγάλων σε ύψος κεφαλαίων αλλά κυρίως γιατί αν τελικά η ΕΕΣ δεν καταφέρει να φέρει εις πέρας το έργο, ο κίνδυνος αυτός θα επιμεριστεί σε περισσότερους από έναν πιστωτή, περιορίζοντας έτσι την ζημία του κάθε μέρους. Συνήθως, η κοινοπραξία έχει ως κύριο ανάδοχο της πίστωσης μια τράπεζα, η οποία ενεργεί για λογαριασμό και των υπολοίπων τραπεζών της κοινοπραξίας και επικοινωνεί με την εταιρεία ειδικού σκοπού ή με τον δημόσιο φορέα, έχοντας το καθολικό δικαίωμα εκπροσώπησης, ενώ η εσωτερική σχέση της κοινοπραξίας καθορίζει τα δικαιώματα των τραπεζών που συμμετέχουν.

Συνήθως τα τραπεζικά δάνεια είναι ελαστικά στις ιδιαιτερότητες της κάθε σύμπραξης, όσον αφορά στην δυνατότητα της αναπροσαρμογής συγκεκριμένων όρων, όπως π.χ της διάρκειας, της αποπληρωμής ή του ύψους του επιτοκίου, όταν συγκεκριμένες συνθήκες το καθιστούν απαραίτητο. Παράλληλα όμως οι τράπεζες έχουν αυξημένα δικαιώματα ελέγχου και εποπτείας της διαδικασίας σύμπραξης και της εκπλήρωσης των στόχων της επένδυσής τους. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων συμμετέχει με τη μορφή τραπεζικών δανείων στην χρηματοδότηση συνεργασιών, όπως η σύμπραξη δημοσίου και ιδιωτικού τομέα. Ο Ν. 3389/2005 έχει ενσωματώσει την διεθνή πρακτική μέσω του άρθρου 27.



### 5.2.2.2 Mezzanine Financing και Δευτερεύοντα δανεισμός (Subordinated Debt)

Οι κύριοι δανειστές του έργου αποπληρώνονται πριν την διανομή μερισμάτων στους μετόχους της ΕΕΣ. Το ποσό που εισπράττουν είναι προκαθορισμένο ενώ σε περίπτωση που το έργο έχει αυξημένα έσοδα δεν ανταμείβονται με επιπλέον ποσό. Τα επιπλέον κέρδη ωφελούν κατά κύριο λόγο τους μετόχους.

Οι κύριοι δανειστές προτιμούν τις επενδύσεις χαμηλού ρίσκου και επομένως και χαμηλής απόδοσης, ενώ οι επενδυτές που επιθυμούν να γίνουν μέτοχοι εταιρείας στην ουσία επενδύουν σε μία επένδυση που έχει κατά κάποιο τρόπο υψηλό κίνδυνο και παράλληλα υψηλή απόδοση. Υπάρχει όμως και μία τρίτη δυνατότητα η οποία καλύπτει τις ανάγκες όσων δανειστών επιθυμούν επενδύσεις υψηλού ρίσκου αλλά οι επενδυτικές αρχές τους δεν τους επιτρέπουν την συνεισφορά σε ίδια κεφάλαια. Πέραν του κοινοπρακτικού δανείου λοιπόν συχνά γίνεται χρήση και των δανείων με μειωμένη εξασφάλιση που ονομάζεται ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine capital) ή δευτερεύοντα δανεισμός (subordinated loan). Αυτή η δυνατότητα αποτελεί το Mezzanine Financing, η οποία χρησιμοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό στις Η.Π.Α. στα μέσα της δεκαετίας του '70. Χαρακτηριστικό αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι ότι αποπληρώνονται οι δανειστές μετά την εξόφληση του κύριου χρέους, και είναι συνδυασμός χρέους και μετοχικού κεφαλαίου. «Στην ουσία, οι λειτουργικές ταμειακές ροές πρώτα αποπληρώνουν το κύριο χρέος, στην συνέχεια το δευτερεύον χρέος και στο τέλος γίνεται η διανομή μερίσματος στους μετόχους» S.Gatti p.190.

Οι λόγοι που συχνά οι ανάδοχοι επιλέγουν αυτή την μέθοδο χρηματοδότησης και σύμφωνα με τον S.Gatti p.190 είναι:

- Τα δάνεια της μορφής αυτής αποπληρώνονται μετά το κύριο δάνειο και πριν την διανομή μερισμάτων, γεγονός που σημαίνει ότι η αποζημίωση για την συμμετοχή στην χρηματοδότηση είναι πιο σίγουρη από την αναμονή μόνο μερισμάτων.
- Οι τόκοι των δανείων που πληρώνονται εκπίπτουν της φορολογίας εισοδήματος πολλών χωρών.
- Αποφυγή του Dividend trap. Ειδικά κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας του έργου, η προσφυγή σε αυτού του είδους την χρηματοδότηση μπορεί να βοηθήσει στην αποφυγή αυτής της «παγίδας». Η νομοθεσία σε πολλές χώρες δεν επιτρέπει την διανομή μερίσματος εάν η εταιρεία έχει ζημιολόγα οικονομική χρήση, ακόμα και αν έχει διαθέσιμες θετικές ταμειακές ροές για τους μετόχους. Αυτή η κατάσταση περιγράφεται ως Dividend trap.

### 5.2.3 Project Leasing

Μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης είναι η μίσθωση (leasing), η οποία σε μερικές περιπτώσεις είναι ωφέλιμη μορφή εξαιτίας της ευνοϊκής φορολογικής αντιμετώπισης της. Η εταιρεία μίσθωσης (lessor) παρέχει το περιουσιακό στοιχείο στην ΕΕΣ, αφού πρώτα το έχει αγοράσει από τον προμηθευτή της ΕΕΣ. Η ΕΕΣ προτίθεται να αποδώσει πληρωμές στον lessor για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι πληρωμές μπορεί να είναι σταθερές ή κυμαινόμενες και με την λήξη της μίσθωσης η ΕΕΣ μπορεί να το εξαγοράσει, ασκώντας το δικαίωμα που της δίνει σχετικός όρος της σύμβασης.

Ουσιαστικά ο εκμισθωτής αγοράζει τις εγκαταστάσεις, καταβάλλοντας μέρος μόνο της αξίας του (συνήθως 20%-40%). Το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να έχουν το δικαίωμα να στραφούν κατά της εταιρίας χρηματοδοτικής μίσθωσης. Δηλαδή, οι δανειστές συμφωνούν να ικανοποιηθούν αποκλειστικά από τα μισθώματα και σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του μισθωτή από την εκποίηση του πάγιου στοιχείου. Παράλληλα ο δανειολήπτης-εκμισθωτής δεν έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο στην περίπτωση αφερεγγυότητας του μισθωτή. Το επιτόκιο δανεισμού στην περίπτωση αυτή αποτελεί συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας του μισθωτή. Οι μακροπρόθεσμοι δανειστές είναι συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία και άλλοι οργανισμοί που διαθέτουν σημαντικά διαθέσιμα για μακροπρόθεσμη τοποθέτηση.

### 5.2.4 Έκδοση Ομολογιακού Δανείου (Project Bonds)

Επιπρόσθετα η έκδοση ομολόγων από την ΕΕΣ είναι μία ακόμη μορφή χρηματοδότησης. Η ονομαστική αξία και οι τόκοι των ομολόγων πληρώνονται στους κατόχους τους από τις λειτουργικές ταμειακές εισροές του έργου. Τα ομόλογα συχνά αγοράζονται από κοινοπραξία τραπεζών και μπορούν να διαπραγματευθούν στις χρηματιστηριακές αγορές, παρόλο που έχουν χαμηλότερη ρευστότητα από τα άλλα ομόλογα. Μερικές φορές αγοράζονται από ιδιώτες επενδυτές και διακρατούνται μέχρι την λήξη τους. Η διεθνής αγορά αυτής της κατηγορίας ομολόγων είναι μικρή σε μέγεθος, ωστόσο ο ρυθμός έκδοσης των ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Το γεγονός αυτό σύμφωνα με τον S.Gatti p.213 οφείλεται:

- Στην αύξηση της ζήτησης για αναπτυξιακά έργα η οποία απαιτεί μεγάλες επενδύσεις τις οποίες όμως δεν μπορεί να καλύψει ο δημόσιος τομέας.
- Στην απόκτηση εμπειρίας και στην αύξηση του ενδιαφέροντος των θεσμικών επενδυτών για εναλλακτικές επενδύσεις μεσαίας και μακροπρόθεσμης διάρκειας με συγκεκριμένους συνδυασμούς ρίσκου και απόδοσης.

- Στο γεγονός ότι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης προχωρούν σε περισσότερες αξιολογήσεις αυτοχρηματοδοτούμενων έργων, γεγονός που βοηθάει τους επενδυτές που επιθυμούν να συμμετέχουν σε επενδύσεις αξιογράφων να εξοικονομήσουν πόρους που θα διέθεταν για διενέργεια δικής τους αξιολόγησης.
- Στην εμπειρία που διαθέτει η αγορά των Η.Π.Α., κυρίως στον ενεργειακό τομέα, η οποία τελικά αποδुकνύεται χρήσιμη για τους αναδόχους και τους δανειστές ενός έργου.

Στην πράξη παρουσιάζονται τρία είδη ομολογιακών δανείων, τα οποία αναφέρονται και από το Ν. 3389/2005 στο άρθρο 28.

1. Ομολογιακό δάνειο, στο οποίο ο ομολογιούχος έχει το δικαίωμα να αξιώσει επιστροφή του κεφαλαίου του και το δικαίωμα να ζητήσει την καταβολή των τόκων, όπως αυτή έχει συμφωνηθεί (σε τακτά χρονικά διαστήματα ή με τη μορφή zero coupons). Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται και τα εισοδηματικά ομολογιακά δάνεια, στα οποία συμφωνείται πως ο επενδυτής θα έχει δικαίωμα στον τόκο, με την προϋπόθεση πως η εταιρεία έχει κέρδη. Παρομοίως συμπεριλαμβάνονται τα ομολογιακά δάνεια με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη τα οποία παρέχουν στον επενδυτή το δικαίωμα πέραν του τόκου να λάβει ποσοστό επί των κερδών.
2. Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες, στο οποίο ο ομολογιούχος έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει την ομολογία του σε μετοχή της εκδίδουσας εταιρείας και να αποκτήσει τα δικαιώματα του μετόχου της εταιρείας ειδικού σκοπού. Το δικαίωμα αυτό προβλέπεται στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου και ενσωματώνεται στην ομολογία. Σε αυτήν την περίπτωση τα ξένα χρηματοδοτικά κεφάλαια μετατρέπονται σε ίδια κεφάλαια.
3. Ομολογιακό δάνειο με έκδοση ανταλλάξιμων ομολογιών, στο οποίο ο ομολογιούχος έχει το δικαίωμα αντί να ζητήσει την εξόφληση της ομολογίας, να ζητήσει την χορήγηση σε αυτόν άλλων δικαιωμάτων, όπως άλλες ομολογίες, μετοχές, άλλες κινητές αξίες της ίδιας της εκδότριας ή και άλλων εταιρειών. Με τον τρόπο αυτό, και ειδικά σε μια ΣΔΙΤ, ένας επενδυτής μπορεί να αξιώσει, εκ των σχετικών συμφωνιών, να καταστεί μέτοχος της εταιρείας ειδικού σκοπού, μέτοχος άλλης εταιρείας ή ακόμα και δανειστής άλλου νομικού προσώπου, αν ζητήσει να αποκτήσει ως αντάλλαγμα της ομολογίας του άλλα αξιόγραφα (ομολογίες ή ομόλογα) άλλου νομικού προσώπου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### 6.1 Αξιολόγηση του αυτοχρηματοδοτούμενου έργου

Ένας από τους ρόλους ενός συμβούλου είναι ο έλεγχος εάν η επιλεγμένη μορφή χρηματοδότησης μπορεί τελικά να εφαρμοσθεί αποτελεσματικά σε ένα συγκεκριμένο έργο. Η διαδικασία ελέγχου πραγματοποιείται με την χρήση ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου, μέσω του οποίου οι τεχνικές, νομικές και ασφαλιστικές πληροφορίες μετατρέπονται σε αριθμούς. Οι πληροφορίες μπορεί να προέρχονται από συλλογή δεδομένων αλλά μπορεί να είναι και υποθέσεις του ίδιου του μοντέλου. Σύμφωνα με τον S.Gatti p.101 «ο στόχος του συμβούλου είναι να δημιουργήσει προβλέψεις των χρηματοροών του έργου, του κέρδους ή της ζημιάς και του τελικού ισολογισμού, παράλληλα με μια σειρά αριθμοδεικτών που βασίζονται στις υποθέσεις του μοντέλου».

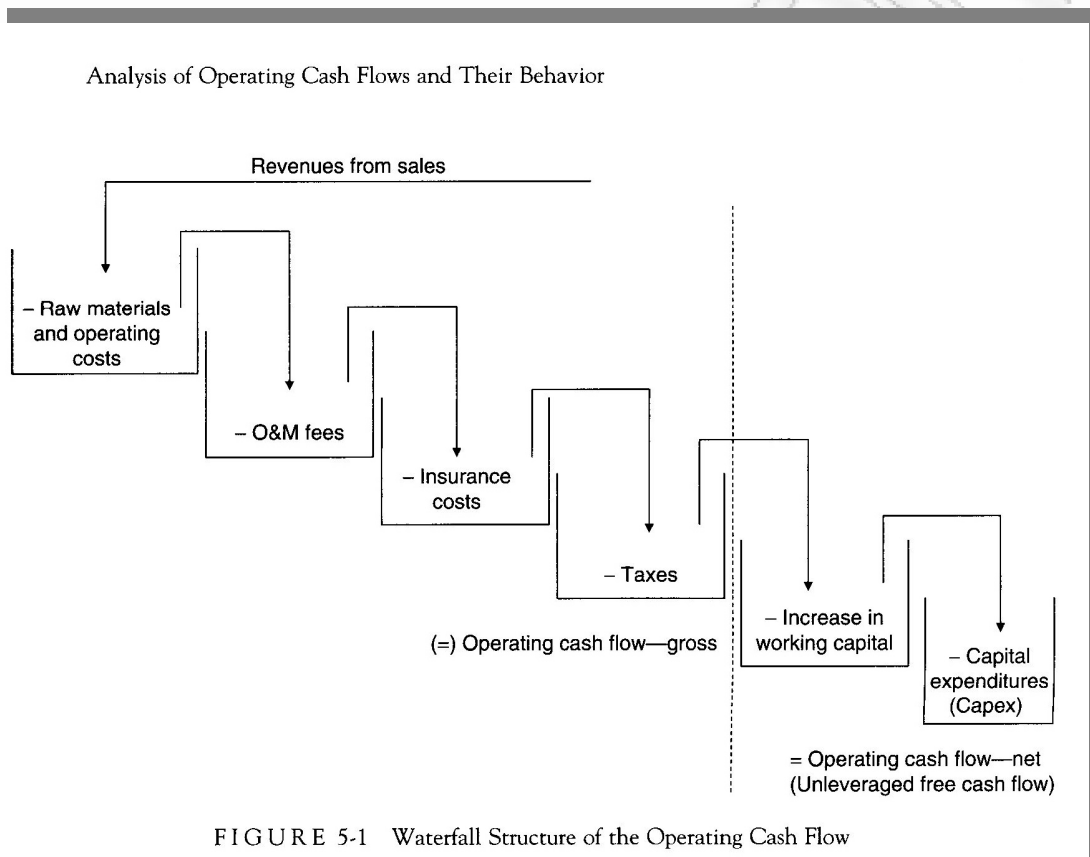
Ο υπολογισμός των μελλοντικών χρηματικών ροών είναι σπουδαίας σημασίας για την αξιολόγηση της ικανότητας του έργου να παράγει αρκετές ροές για την αποπληρωμή του χρέους και την διανομή μερίσματος στους αναδόχους. Επομένως, οι ανάδοχοι έχοντας την ανάλυση των τεχνικών, οικονομικών και χρηματοοικονομικών μεταβλητών, μπορούν να αποκτήσουν μία πιο προσεγγιστικά πλήρη εικόνα του έργου για να αποφασίσουν εάν τελικά θα συμμετέχουν.

Η κατασκευή ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου είναι επίσης χρήσιμη σε περιπτώσεις που μία ιδιωτική εταιρεία θέλει να συμμετέχει με τον δημόσιο τομέα σε μία σύμπραξη. Σε έργα ΣΔΙΤ (PPP) ο δημόσιος τομέας πολλές φορές παρέχει εγγυήσεις κατά την κατασκευαστική περίοδο ενώ σε άλλες περιπτώσεις αποδίδει περιοδικά στον κάτοχο του δικαιώματος εκμετάλλευσης της υπηρεσίας (consession) μια λειτουργική αμοιβή (operating fee). Υπάρχουν και περιπτώσεις στις οποίες ο κάτοχος λαμβάνει ως αποζημίωση μόνο έσοδα που προέρχονται από την λειτουργία του έργου.

Τα δικαιώματα παραχώρησης δίνονται στους κατόχους με διαδικασίες υποβολής προσφορών (μειοδοτικών – tenders). «Οι εταιρείες που επιθυμούν να συμμετέχουν οφείλουν να ορίσουν το προτεινόμενο από την μεριά τους επίπεδο της χρέωσης που θα επιβάλλουν στους χρήστες της παρεχόμενης υπηρεσίας» (S.Gatti p.101-102). Η χρέωση αποτελεί το κριτήριο επιλογής της εταιρείας στην οποία ο ιδιοκτήτης του δικαιώματος της υπηρεσίας θα εκχωρήσει το δικαίωμα εκμετάλλευσης της υπηρεσίας. Επομένως κάθε εταιρεία που επιθυμεί να αποκτήσει το δικαίωμα εκμετάλλευσης πρέπει να σχεδιάσει ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο από το οποίο θα προκύψει η προαναφερθείσα χρέωση. Η χρέωση πρέπει να είναι ικανή να καλύπτει το προϋπολογισμένο κατασκευαστικό κόστος, το λειτουργικό κόστος και να αποφέρει ικανοποιητικά κέρδη στους δανειστές και τους αναδόχους.

### 6.1.1 Λειτουργικές ταμειακές ροές

Οι σύμβουλοι πριν την ολοκλήρωση του χρηματοοικονομικού μοντέλου, πρέπει πρώτα να διαχωρίσουν τα συστατικά (components) των ταμειακών ροών του έργου. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία θα ληφθούν υπόψη αφού όμως πρώτα καθοριστεί η διαφορά ανάμεσα στις εισροές και τις εκροές του έργου. Η διαφορά ονομάζεται λειτουργική ταμειακή ροή και η δομή (φύση) των ταμειακών ροών αποτελεί το «waterfall».

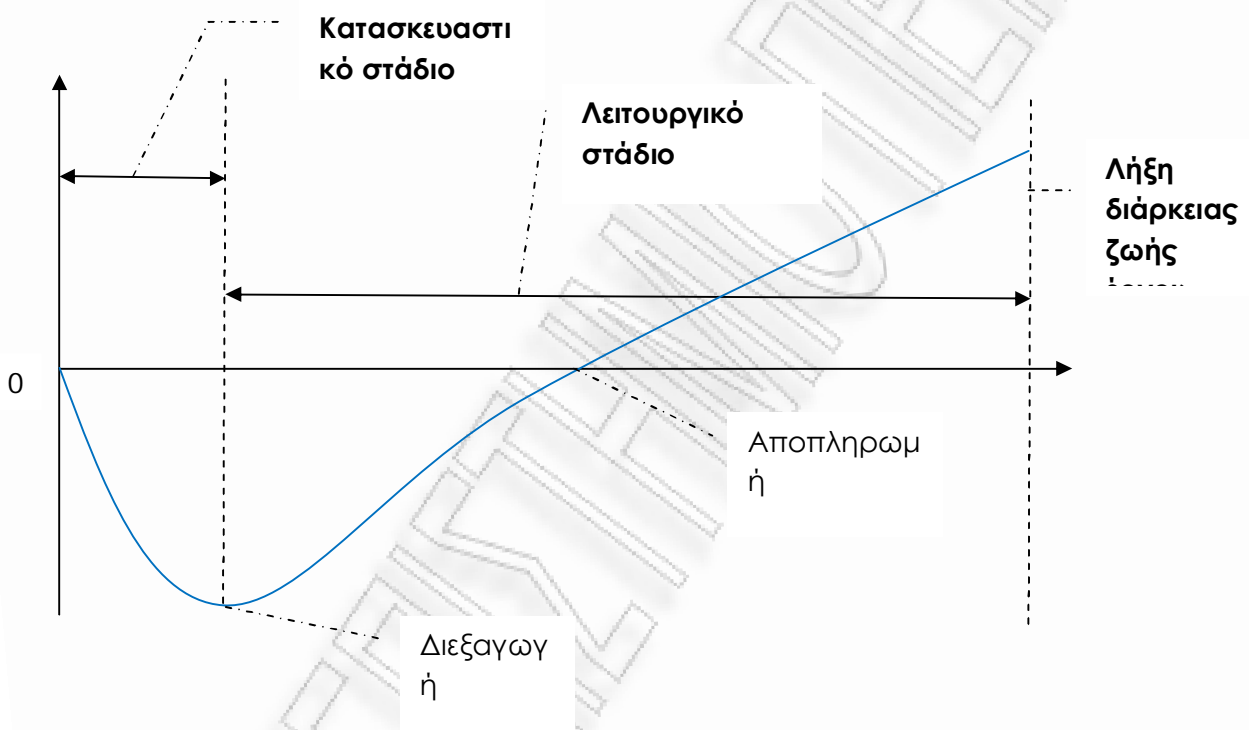


Σχήμα 6.1 Δομή των λειτουργικών ροών του Project Finance πηγή: Project Finance in theory and practice S.Gatti Academic Press 2008 p.103

Το παραπάνω σχήμα φανερώνει πως το σταθμισμένο βάρος κάθε κατηγορίας δεν είναι το ίδιο σε κάθε στάδιο του έργου.

Η δυναμική των λειτουργικών ταμειακών ροών του έργου παρουσιάζονται στο παρακάτω σχήμα. Το έργο δεν παράγει έσοδα κατά το κατασκευαστικό στάδιο, ωστόσο πραγματοποιούνται κόστη τα οποία θα αποπληρωθούν αργότερα. Οι οικονομικές καταστάσεις της ΕΕΣ συμπεριλαμβάνουν μόνο έξοδα. Συνεπώς μιας και δεν υπάρχουν

Λειτουργικές ταμειακές εισροές, πρέπει η ΕΕΣ να αποκομίσει κεφάλαια από τις τράπεζες, που έχει ήδη προσεγγίσει ο διακανονιστής, και από τους αναδόχους. Στην συνέχεια το έργο ξεκινά την λειτουργία του και αρχίζει να παράγει έσοδα. Για μια ορισμένη περίοδο οι λειτουργικές ταμειακές ροές θα χρησιμοποιούνται μόνο για την αποπληρωμή του χρέους του έργου και μόλις ολοκληρωθεί η αποπληρωμή του, θα ξεκινήσει να επιστρέφει πίσω η ΕΕΣ τα κεφάλαια στους αναδόχους.



Σχήμα 6.2 Απεικόνιση της δυναμικής των ταμειακών ροών ενός Project Finance

### 6.1.2 Υπολογισμός των Ταμειακών Ροών (Cash Flows)

Για τον υπολογισμό των αναμενόμενων ταμειακών ροών πρέπει να ληφθούν υπόψη μεταβλητές όπως:

- *Η χρονική διάρκεια της επένδυσης.* Στην σύμβαση παραχώρησης καθορίζεται η διάρκεια του κατασκευαστικού σταδίου, η οποία επηρεάζει το χρηματοοικονομικό κόστος και κυρίως τους χρεωστικούς τόκους, και την ωφέλιμη διάρκεια ζωής του έργου.
- *Το αρχικό κόστος της επένδυσης.* Συνήθως το αρχικό κόστος της επένδυσης δεν παραμένει σταθερό κα μεταβάλλεται. Το κόστος του κατασκευαστικού συμβολαίου, το κόστος αγοράς της γης, τα αναπτυξιακά κόστη, ο ΦΠΑ επί της αξίας της άμεσης επένδυσης είναι μερικά κόστη που επηρεάζουν το κόστος της επένδυσης και πρέπει να γίνεται διαχρονική επανεκτίμηση των αξιών τους.

<b>ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ</b>	<b>ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΜΕΣΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</b>	<b>ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΑΡΧΙΚΟ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ</b>
<b>ΚΟΣΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΗΣ ΓΗΣ</b>		
<b>ΚΟΣΤΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ</b>		
<b>ΔΙΑΦΟΡΑ ΚΟΣΤΗ</b>		
+		
<b>ΦΠΑ</b>	<b>ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΜΜΕΣΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</b>	
<b>ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ</b>		
<b>ΚΟΣΤΟΣ ΕΓΓΥΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ</b>		

Σχήμα 6.1 Συστατικά στοιχεία του κόστους κατασκευής ενός Project Finance

- *Ο ΦΠΑ.* Σε πολλές χώρες η εκκαθάριση του ΦΠΑ αποτελεί χρονοβόρα διαδικασία, η οποία επηρεάζει τις χρηματοροές της επένδυσης. Επομένως είναι απαραίτητος ο επανυπολογισμός της υποχρέωσης του Φόρου προστιθέμενης Αξίας.
- *Κρατικές επιχορηγήσεις.* Στα έργα ΣΔΙΤ, οι επιχορηγήσεις αποτελούν βασική πηγή χρηματοδότησης. Ο καθορισμός του ποσού που ο ιδιοκτήτης του δικαιώματος (δημόσιο) δίνει τον κάτοχο του δικαιώματος γίνεται από σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις .
- *Ανάλυση του συμβολαίου των πωλήσεων, του συμβολαίου του προμηθευτή και των λειτουργικών εξόδων.* Η κατασκευή του χρηματοοικονομικού μοντέλου

συμπεριλαμβάνει αντίστοιχες τιμές και στοιχεία παρεμφερών συμβολαίων της αγοράς από πώληση παρόμοιων υπηρεσιών, της προμήθειας των πρώτων υλών και των λειτουργικών εξόδων. Την περίοδο που κατασκευάζεται το χρηματοοικονομικό μοντέλο δεν έχουν ακόμη συναφθεί τα συμβόλαια που αφορούν την πώληση του προϊόντος και την προμήθεια των πρώτων υλών. Επιπρόσθετα τα λειτουργικά έξοδα μπορούν μόνο να εκτιμηθούν. Για την αντιμετώπιση του προβλήματος χρησιμοποιούνται οι χρεώσεις και οι τιμές αντίστοιχων συμβολαίων της αγοράς καθώς και τα λειτουργικά έξοδα παρόμοιων επιχειρήσεων.

- **Φόροι.** Οι φόροι που επιβάλλονται στα έσοδα της ΕΕΣ διαφέρουν και εξαρτώνται από την δραστηριότητα που ασκούν. Επομένως οι εκτιμήσεις που αφορούν τους φόρους βασίζονται σε φόρους που ήδη επιβάλλονται σε επιχειρήσεις με όμοια δραστηριότητα.
- **Μακροοικονομικές μεταβλητές.** Το χρηματοοικονομικό μοντέλο θα πρέπει να συμπεριλάβει προβλέψεις μακροοικονομικών μεταβλητών όπως είναι, οι μεταβολές των επιτοκίων και το επίπεδο πληθωρισμού κάθε χώρας. Ο σύμβουλος θα πρέπει να λάβει υπόψη του την επίδραση από μεταβολές των μεταβλητών που όμως επηρεάζει η μία την άλλη.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### 7.1 Έργα Παραχώρησης στην Ελληνική Επικράτεια

#### 7.1.1 Η Ελληνική Εμπειρία

Η Ελληνική εμπειρία έχει να επιδείξει σημαντικά έργα παραχωρησεων τα τελευταία χρόνια ανάμεσα στα οποία είναι έργα όπως ο νέος Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών «Ελ.Βενιζέλος», η γέφυρα του Ρίου-Αντίριου και η Αττική οδός. Τα παραπάνω έργα είναι μείζωνος σημασίας τόσο για την οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας όσο και για την συνεισφορά τους στην ποιότητα ζωής των Ελλήνων πολιτών. Στα επόμενα κεφάλαια γίνεται σύντομη αναφορά στα έργα αυτά και στην συνέχεια θα ακολουθήσει αναλυτικότερα η μελέτη της περίπτωσης του νέου Διεθνής Αερολιμένα Αθηνών «Ελ.Βενιζέλος».

- ✓ Από τα πρώτα έργα Παραχωρήσεων στην Ελλάδα ήταν η κατασκευή του *Διεθνής Αερολιμένα Αθηνών* στα Σπάτα. Η ορίστηκε ως εταίρος του Ελληνικού Δημοσίου για την κατασκευή, ανάπτυξη και λειτουργία του νέου διεθνούς αερολιμένα. Η σύμβαση παραχώρησης υπογράφηκε το 1995 και η κατασκευή ξεκίνησε το 1996 με το αρχικό κόστος της επένδυσης να ανέρχεται σε €2,1 δις. Η κατασκευή του ολοκληρώθηκε στα τέλη του 2000 και τους επόμενους μήνες πραγματοποιήθηκαν αρκετές δοκιμαστικές πτήσεις. Τελικά η λειτουργία του ξεκίνησε στις 28 Μαρτίου 2001, ενώ σήμερα η επιβατική κίνηση είναι αρκετά υψηλότερη από ότι στο αρχικό Βασικό Σενάριο.
- ✓ Η *γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου* υπήρξε ένα δεύτερο μεγάλο έργο Παραχωρήσεων που έγινε στην Ελλάδα. Το έργο ανατέθηκε στην κοινοπραξία «ΓΕΦΥΡΑ Α.Ε.» και αφορούσε στην χρηματοδότηση, κατασκευή και λειτουργία της Γέφυρας του Ρίου-Αντιρρίου. Η σύμβαση παραχώρησης υπογράφηκε το 1996 και το έργο ολοκληρώθηκε το 2004, και ήταν εντός χρονικού και οικονομικού προϋπολογισμού. Το συνολικό κόστος της επένδυσης ανήλθε σε €0,8 δις ενώ τα ετήσια έσοδα από την λειτουργία της γέφυρας ανταποκρίνονται στις προβλεπόμενες ταμειακές εισροές του έργου.
- ✓ Τρίτο μεγαλύτερο έργο Παραχώρησης αποτελεί η κατασκευή της *Αττικής Οδού*. Το έργο είναι εξαιρετικά μεγάλης σημασίας και τα οφέλη του αναγνωρίστηκαν από την πρώτη ημέρα λειτουργίας του. Το έργο ανατέθηκε στην «Αττική Οδό» και αφορούσε στην χρηματοδότηση, κατασκευή και λειτουργία της Αττικής Οδού. Η σύμβαση παραχώρησης υπογράφηκε το 1996 και το κόστος της επένδυσης ήταν €1,3 δις. Αξίζει να αναφερθεί πως υπήρξε απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου το 1998 για αναβολή των εργασιών σε ένα κομμάτι του έργου με αποτέλεσμα να ήταν ορατή η ακύρωση του έργου. Ωστόσο το σχέδιο

χρηματοδότησης επανασχεδιάστηκε, η σύμβαση παραχώρησης τροποποιήθηκε επιτυχώς και το έργο ολοκληρώθηκε κανονικά. Τα πρώτα χρόνια λειτουργίας της Αττικής Οδού υπήρχουν αυξημένα έσοδα, τα οποία έχουν επιτρέψει την προπληρωμή μέρους του δανείου, αλλά παράλληλα και αυξημένη κίνηση οχημάτων, αρκετά υψηλότερη από την προβλεπόμενη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υπάρχει κορεσμός της κυκλοφοριακής κίνησης σε ώρες αιχμής.

### 7.1.2 Νέα έργα Παραχωρήσεων στην Ελληνική Επικράτεια

Παράλληλα έχουν ανατεθεί ή έχουν ήδη ξεκινήσει να κατασκευάζονται έργα Παραχωρήσεων στην Ελλάδα που αφορούν :

- Την κατασκευή αυτοκινητόδρομων όπως
  - ✚ Η *Υποθαλάσσια Αρτηρία Θεσ/νικης*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 4 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 4 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €450 εκατ. και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Αύγουστο του 2007.
  - ✚ Ο *Αυτοκ/μος Κεντρικής Ελλάδος*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 180 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 220 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €1,4 δις και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Μάρτιο του 2008.
  - ✚ Ο *Μαλιακός - Κλειδί*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 20 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 230 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €800 εκατ. και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Μάρτιο του 2008.
  - ✚ Η *Ιονία Οδός*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 170 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 390 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €1,1 δις και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Δεκέμβριο του 2007.
  - ✚ Οι *Αστικοί Αυτοκινητόδρομοι Αθηνών*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 40km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 50 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €750 εκατ. και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Αύγουστο του 2007.
  - ✚ Το έργο *Αθηνά - Πάτρα – Πύργος - Τσάκωνα*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 295 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 360 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €1,7 δις και η υπογραφή της σύμβασης ήταν τον Ιούλιο του 2007.
  - ✚ Το έργο *Κόρινθος–Τρίπολη–Καλαμάτα-Σπάρτη*, με συνολικό τμήμα προς κατασκευή 90 km και με τμήμα προς εκμετάλλευση 190 km. Το μέγεθος του έργου είναι αξίας €1,1 δις και η έναρξη της Παραχώρησης ήταν τον Μάρτιο του 2008.

Όλες οι παραπάνω παραχωρήσεις ανήκουν στο πλαίσιο προγράμματος που ξεκίνησε το ΥΠΕΧΩΔΕ το 1998 και έχουν διάρκεια 30 ετών.

- Και έργων παραχώρησης σχετικών με την παραγωγή ενέργειας, ειδικότερα μετά την απελευθέρωση της αντλιοστοιχής ελληνικής αγοράς το 2001. Το νομικό πλαίσιο είναι ιδιαίτερα θετικό για τις επενδύσεις σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, σημαντικές καθυστερήσεις ωστόσο δημιουργούνται από την σύνθετη διαδικασία της απόκτησης της άδειας. Παρόλα αυτά αρκετές επιχειρήσεις έχουν ήδη αποκτήσει άδειες για την δημιουργία σταθμών παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας.
- Οργανισμός σχολικών κτιρίων. Σε αυτό το πλαίσιο, ο οργανισμός σχολικών κτιρίων (ΟΣΚ) διατηρεί μία στενή και αποτελεσματική συνεργασία με τις Αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου πάνω στην προετοιμασία των έργων ΣΔΙΤ για τις εκπαιδευτικές υποδομές, αντλώντας έτσι εμπειρία και ανταλλάσσοντας απόψεις με φορείς όπως το βρετανικό υπουργείο παιδείας, το Υπουργείο οικονομίας και Οικονομικών, οι “Partnerships UK” και “Scottish Executive”, οι οποίοι έχουν εικοσαετή εμπειρία στην υλοποίηση τέτοιων έργων. Όλη αυτή η διαδικασία είχε ως αποτέλεσμα τη βαθιά γνώση και κατανόηση των στρατηγικών στόχων του ΟΣΚ και τα δυνητικά πλεονεκτήματα που ανακύπτουν από την χρήση αυτού του οικονομικού εργαλείου. Από το 2004 ως σήμερα και κατά την διάρκεια προετοιμασίας των έργων ΣΔΙΤ, ο ΟΣΚ απέκτησε εμπειρία και άποψη για τον τρόπο λειτουργίας, προετοιμασίας και υλοποίησης ενός έργου ΣΔΙΤ. Το πρόγραμμα ΣΔΙΤ του ΟΣΚ ανά Περιφέρεια προβλέπει:

#### **ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΔΙΤ ανά περιφέρεια**

**Στην Περιφέρεια Αττικής προβλέπεται η κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση 24 σχολείων, με προϋπολογισμό €144,1 εκατ.**

**Στην Περιφέρεια Κεντρικής Μακεδονίας προβλέπεται η κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση 33 σχολείων, με προϋπολογισμό €150 εκατ.**

**Στις Περιφέρειες Ανατολ.Μακεδονίας & Θράκης, Δυτικής Μακεδονίας, Ηπείρου και Ιονίων Νήσων προβλέπεται η κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση 37 σχολείων, με προϋπολογισμό €150 εκατ.**

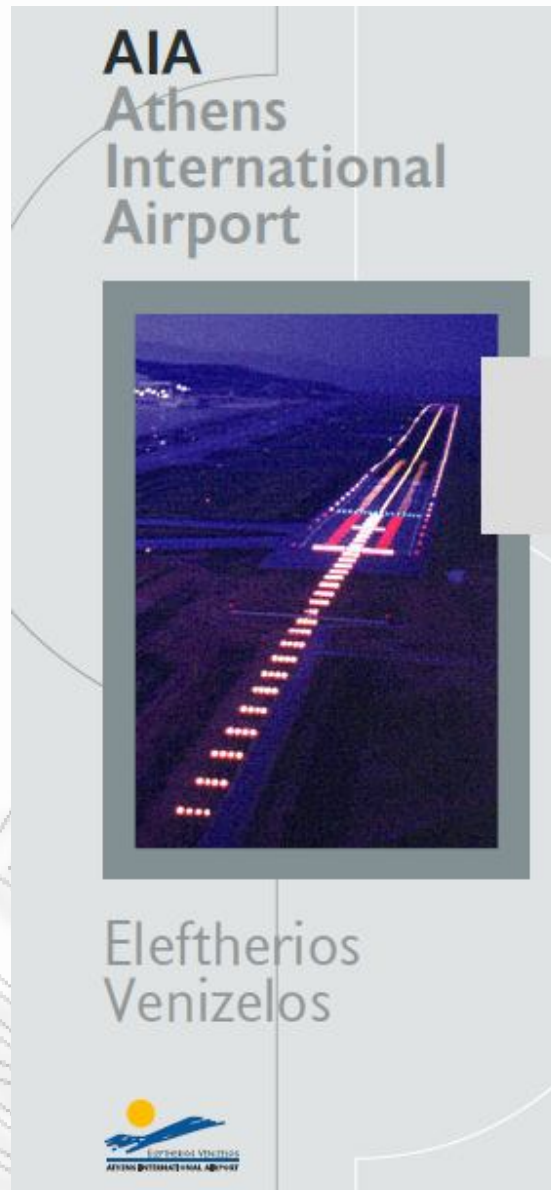
**Στις Περιφέρειες Θεσσαλίας, Δυτικής Ελλάδας και Στερεάς Ελλάδας προβλέπεται η κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση 24 σχολείων, με προϋπολογισμό €95 εκατ.**

**Στις Περιφέρειες Πελοποννήσου, Βορείου Αιγαίου, Νοτίου Αιγαίου και Κρήτης προβλέπεται η κατασκευή, λειτουργία και συντήρηση 26 σχολείων, με προϋπολογισμό €126,5 εκατ.**

Σε ότι αφορά στις ισχύουσες διαδικασίες προσφορών, ο ΟΣΚ βρίσκεται σε συνεχή και συντονισμένη συνεργασία με την Ειδική Γραμματεία των ΣΔΙΤ που έχει συγκροτηθεί στο υπουργείο και η οποία πραγματεύεται όλα τα θεσμικά θέματα που προκύπτουν ώστε να διασφαλιστεί η σωστή λειτουργία της αγοράς.

ΓΑΛΕΡΙΟ ΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

### 7.1.3 Μελέτη Περίπτωσης του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ)



Πηγή: [www.aia.gr](http://www.aia.gr)

### 7.1.3.1 Ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών

Το Διεθνές Αεροδρόμιο της Αθήνας «Ελευθέριος Βενιζέλος» εξυπηρετεί την πόλη της Αθήνας. Ξεκίνησε τη λειτουργία του τον Μάρτιο του 2001 και αντικατέστησε το Διεθνές Αεροδρόμιο του Ελληνικού, που εξυπηρετούσε για 6 περίπου δεκαετίες την Αθήνα. Ονομάστηκε προς τιμήν του μεγάλου Κρητικού πολιτικού Ελευθέριου Βενιζέλου, και μετέπειτα πρωθυπουργού της Ελλάδας. Τα πρώτα σχέδια μεταφοράς του αεροδρομίου από το Ελληνικό σε κάποια άλλη τοποθεσία άρχισαν ήδη στα τέλη της δεκαετίας του 1960 όταν η Αθήνα άρχισε να επεκτείνεται, με αποτέλεσμα το παλιό αεροδρόμιο να περικυκλωθεί εντελώς. Η ιδέα διατηρήθηκε και τα επόμενα χρόνια, και μάλιστα το 1976 παρουσιάστηκε μελέτη στην Ελληνική Κυβέρνηση που υποδείκνυε ως ιδανική θέση για ένα νέο αεροδρόμιο τα Σπάτα. Καθώς όμως η Ελλάδα εισερχόταν σε μια περίοδο με πολλά εσωτερικά και εξωτερικά προβλήματα το όλο σχέδιο εγκαταλείφθηκε.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ήταν πλέον προφανές ότι το Ελληνικό δεν θα μπορούσε να εξυπηρετήσει τις αυξημένες επιβατικές ανάγκες του μέλλοντος - εκτός αν επεκτεινόταν. Το υπάρχον τότε αεροδρόμιο ήταν ξεπερασμένο όσον αφορά τις κτιριακές υποδομές του και δεν μπορούσε να ανταπεξέλθει στο ολοένα και αυξανόμενο επιβατικό κοινό που υποδεχόταν. Δυνατότητα κατασκευής νέων εγκαταστάσεων δεν υπήρχε μιας και είχε γίνει εκμετάλλευση όλου του χώρου που επιτρεπόταν να κτιστεί. Καθώς αυτό ήταν πλέον αδύνατο, και με τις φωνές διαμαρτυρίας για ηχορύπανση και υψηλή επικινδυνότητα να πληθαίνουν, η Ελληνική Κυβέρνηση πήρε την απόφαση της μεταφοράς του αεροδρομίου σε περιοχή έξω από την πόλη. Η τοποθεσία παρέμεινε η ίδια, και στις 31 Ιουλίου 1995, μετά από διεθνή διαγωνισμό, επελέγη η γερμανική εταιρία Hochtief (Χόχτιφ) για την κατασκευή του και την μετέπειτα συνιδιοκτησία του με το ελληνικό Δημόσιο.

Πιο αναλυτικά, η κυβερνητική επιτροπή εξέτασε 19 μελέτες που είχαν καταρτιστεί για την επιλογή του χώρου που θα κτιζόταν ο νέος αερολιμένας και κατέληξε στην έγκριση της μελέτης που αφορούσε την κατασκευή του στην περιοχή των Σπάτων. Η συγκεκριμένη μελέτη αναφερόταν στην απαλλοτρίωση συνολικής έκτασης 16 τετραγωνικών χιλιομέτρων στην ευρύτερη περιοχή. Η απαλλοτρίωση του επιλεγμένου χώρου πραγματοποιήθηκε από την νεοσύστατη τότε επιχείρηση «Αερολιμένας Αθηνών Α.Ε.» (έτος ίδρυσης 1978), η οποία ήταν ελεγχόμενη 100% από το Ελληνικό Δημόσιο. Σκοπός της ήταν η εκπόνηση του έργου και η ολοκλήρωση του σχεδιασμού του. Μέσα στα επόμενα χρόνια πραγματοποιήθηκε η απαλλοτρίωση του χώρου που είχε εγκριθεί στην περιοχή των Μεσόγειων και έτσι σιγά σιγά ολοκληρωνόταν ο αρχικός σχεδιασμός του έργου.

Ο επόμενος στόχος της Ελληνικής Κυβέρνησης ήταν να αναζητήσει έναν ιδιώτη επενδυτή που θα ήθελε να συμμετέχει μαζί της στην κατασκευή του αεροδρομίου. Στο τέλος της δεκαετίας του '80, προκηρύχθηκε διεθνής διαγωνισμός και επιλέχθηκε η κοινοπραξία HOCHTIEF Aktiengesellschaft. Ο παραχωρησιούχος συμφώνησε με τη ελληνική πλευρά να αναλάβει την κατασκευή, ιδιοκτησία, λειτουργία του αεροδρομίου και την μεταβίβαση του έργου στο δημόσιο μετά την λήξη της περιόδου παραχώρησης. Ο τύπος της σύμβασης ήταν παραχώρηση τύπου BOOT. Αυτή η συμφωνία ωστόσο ακυρώθηκε μετά από μερικά χρόνια και πραγματοποιήθηκε νέος διαγωνισμός στον οποίο επιλέχθηκε πάλι η ίδια κοινοπραξία.

Η ελληνική κυβέρνηση και η ιδιωτική κοινοπραξία HOCHTIEF Aktiengesellschaft υπέγραψαν το 1995 την σύμβαση ανάπτυξης του αεροδρομίου, η οποία αποτελεί σύμπραξη του Δημόσιου και του Ιδιωτικού Τομέα και ψηφίστηκε από την Βουλή με το νόμο 2338/95. Η δημιουργία της εταιρείας «Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών Α.Ε.» ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου έγινε το 1996. Στο νεοσύστατο ΝΠΙΔ συμμετείχε το Ελληνικό Δημόσιο με 55% και ο παραχωρησιούχος με 45%. Η κοινοπραξία κατάφερε να ολοκληρώσει το έργο και να το θέσει σε πλήρη λειτουργία τον Μάρτιο του 2001.



### **7.1.3.2 Η σύμβαση παραχώρησης (με βάση τον Ν.2338/95)**

Η σύμβαση παραχώρησης υπογράφηκε ανάμεσα στο Ελληνικό δημόσιο και την κοινοπραξία HOCHTIEF Aktiengesellschaft. Οι δύο πλευρές διατηρούν αντίστοιχα το

55% και το 45% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου του ΔΑΑ. Ο ιδιωτικός τομέας συμμετέχει μέσω τρίτων μετόχων υπό την ηγεσία της HOCHTIEF AirPort GmbH.

Αναλυτικότερα και όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα, συμμετείχαν οι

- **HOCHTIEF AirPort GmbH** ( το 100% της οποίας ανήκε στην **HOCHTIEF Aktiengesellschaft**) με ποσοστό 39.875%
- **ABB Calor Emag Schaltanlagen AG** με ποσοστό 5%
- **Flughafen Athen-Spata Projektgesellschaft mbH (FASP)** με ποσοστό 0.125% και στην οποία συμμετέχουν με 54.55% η **HOCHTIEF AirPort GmbH** και με 45.45% η **FRAPORT AG**



Γράφημα 7.1 Σύμβαση Παραχώρησης του ΔΑΑ, πηγή Ετήσιος Απολογισμός 2001 Έκδοση του ΔΑΑ

Η σύμβαση παραχώρησης του αεροδρομίου είναι διάρκειας 30 ετών με ημερομηνία έναρξης το 1996 και ορίζει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των δύο μερών. Το κόστος που είχε προϋπολογιστεί για την κατασκευή του έργου ανέρχεται σε €2,2 δις. Η



σύμπραξη δημόσιου και ιδιωτικού τομέα είναι της μορφής BOOT, ενώ ταυτόχρονα είναι κοινή επιχειρηματική δραστηριότητα (Joint Venture).

Το Ελληνικό Δημόσιο παρείχε την έκταση που θα γινόταν το έργο και για την συνεισφορά του αυτή αλλά και για τα έξοδα και τα έργα που πραγματοποίησε έως την κατάρτιση της σύμβασης αποζημιώθηκε με το 55% του μετοχικού κεφαλαίου. Το δημόσιο αν και είναι μέτοχος του έργου, δεν του ορίζεται μετοχική απόδοση. Αντί αυτού, προβλέπεται (Ν.2238/95) η ετήσια αμοιβή €1000 για τα πρώτα 10 χρόνια ενώ για τα επόμενα 10 χρόνια ορίζεται αμοιβή ελάχιστου ύψους €250.000 ανα τρίμηνο. Στη συνέχεια αμείβεται με το μεγαλύτερο ποσό ανάμεσα στα €3.750.000 και σε ποσοστό των ενοποιημένων κερδών. Η εκπροσώπηση του Δημοσίου σχετικά με το ΔΑΑ είναι αρμοδιότητα των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών, Μεταφορών και Επικοινωνιών.

Το δημόσιο εκχωρεί την υποχρέωση επέκτασης του αεροδρομίου στον ανάδοχο. Η σύμβαση προβλέπει την κατασκευή αεροδρομίου που θα έχει την δυνατότητα να εξυπηρετήσει 16.000.000 επιβάτες ετησίως. Εάν η κίνηση είναι μεγαλύτερη ο ανάδοχος είναι υποχρεωμένος να επεκτίνει τις εγκαταστάσεις έτσι ώστε να καλυφθεί πλήρως η αυξημένη επιβατική κίνηση. Η υποχρέωση επέκτασης των υποδομών υποδοχής των επιβατών λήγει αυτόματα όταν αυτές αγγίξουν το επίπεδο εξυπηρέτησης επιβατων σε 50.000.000 ετησίως.

Το δημόσιο έχει επιπρόσθετο όρο να μην προχωρήσει στην κατασκευή ενός ακόμη διεθνούς αερολιμένα σε περιοχή που βρίσκεται εντός 100 χλμ για περίοδο είκοσι ετών ή σε περιοχή που βρίσκεται εντός 50 χλμ εάν υπάρχει ακόμα η δυνατότητα επέκτασης των υποδομών του ΔΑΑ. Με την πάροδο της εικοσαετίας για να μπορέσει το δημόσιο να συμμετέχει στην ολοκλήρωση ενός άλλου αεροδρομίου θα πρέπει από αυτό έσοδα ύψους ίσης ή μεγαλύτερης αξίας από τα αντίστοιχα του ΔΑΑ. Οι παραπάνω υποχρεώσεις του δημοσίου απορρέουν από την ανάγκη προστασίας του ΔΑΑ με σκοπό την διατήρηση μονοπωλίου από την πλευρά του αερολιμένα 20 χρόνια από την στιγμή των εγκαινίων του.

Η υποχρέωση κατασκευής και το δικαίωμα λειτουργίας του ΔΑΑ καθώς επίσης και το δικαίωμα εκματάλλευσης του για 30 έτη ανήκει στον παραχωρησιούχο. Στη συνέχεια έχει υποχρέωση να το παραδώσει στο Δημόσιο. Η ΔΑΑ Α.Ε. υπέγραψε με την HOCHTIEF AG εξειδικευμένη σύμβαση κατασκευής η οποία ανέφερε τις επιμέρους υποχρεώσεις καθώς επίσης και τις προθεσμίες των διάφορων χρονοδιαγραμμάτων. Με την υπογραφή της σύμβασης μεταβιβάστηκε ο κατασκευαστικός κίνδυνος στον κατασκευαστή και η ΔΑΑ Α.Ε. απέκτησε ρόλο επιβλέποντα.

Η ΔΑΑ Α.Ε. ανέλαβε επίσης την υποχρέωση να κατασκευάσει τις βοηθητικές κτιριακές εγκαταστάσεις που θα συντελούσαν στην αύξηση της λειτουργικότητας και της ανταγωνιστικότητας του έργου. Για την εκπλήρωση αυτής της υποχρέωσης της, αποφασίστηκε η προκήρυξη διαγωνισμού, ο οποίος ανέθετε στους επιλεχθέντες την κατασκευή και την πλήρη διαχείριση των υπό κατασκευή κτιριακών εγκαταστάσεων. Οι εγκαταστάσεις αυτές αφορούσαν το ξενοδοχείο του αεροδρομίου, τα πρατήρια υγρών καυσίμων κ.α. Κύριος σκοπός της ΔΑΑ Α.Ε. ήταν να εκμηδενίσει όσο μπορούσε τον κατασκευαστικό κίνδυνο και να μην συμπεριλάβει επιπλέον δάνεια στις οικονομικές της καταστάσεις.

Η μεγαλύτερη αεροπορική εταιρεία στην Ελλάδα ήταν η Ολυμπιακή και έπρεπε να μεταφερθούν τα απαραίτητα περιουσιακά στοιχεία της στις νέες εγκαταστάσεις του αεροδρομίου. Ο κύριο λόγος για αυτήν την ενέργεια ήταν να εξασφαλιστεί η άμεση και απρόσκοπτη λειτουργία της έτσι ώστε να μην υπάρχουν παρενέργειες στα προγραμματισμένα δρομολόγια της. Έτσι ο ΔΑΑ ενοικίασε στην Ολυμπιακή και στις άλλες αεροπορικές εταιρείες κτίρια και χώρους για να μπορέσουν να λειτουργήσουν ομαλά.

Παράλληλα ο ΔΑΑ έπρεπε να διαχειριστεί την μεταφορά των αποσκευών κάθε επιβάτη τόσο στους χώρους παραλαβής από αυτούς όσο και σε άλλες πτήσεις, την μεταφορά της αλληλογραφίας στις αντίστοιχες ταχυδρομικές εταιρείες, την μεταφορά των εμπορευμάτων των εμπορικών πτήσεων καθώς και άλλες συναφείς λειτουργίες. Ο ΔΑΑ προτίμησε να μην επιβαρύνει τα έξοδα λειτουργίας του διαχειρίζοντας ο ίδιος αυτές τις λειτουργίες. Αποφάσισε λοιπόν να προχωρήσει σε συμφωνίες με άλλες ιδιωτικές εταιρείες στις οποίες παραχώρησε τις αντίστοιχες λειτουργίες (δικαιώματα του αεροδρομίου) και διατήρησε μόνο το δικαίωμα να ελέγχει την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών. Και για να διασφαλίσει την ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών φρόντισε να δημιουργήσει ανταγωνιστικό κλίμα με την παραχώρηση αυτών των υπηρεσιών σε τουλάχιστον 3 εταιρείες, όρος που είχε συμπεριληφθεί και στην σύμβαση.

Στις αρμοδιότητες του ΔΑΑ που αφορούν την λειτουργία του αεροδρομίου είναι ακόμη ο καθορισμός των τελών του αεροδρομίου για τις υπηρεσίες που προσφέρει (Ν2338/95, άρθρο 14). Το ύψος των τελών ορίζεται από το ΔΑΑ μέσα σε πλαίσια που θα είναι σύμφωνα με διεθνούς κανονισμούς και δεσμεύσεις του Δημοσίου. Κριτήριο για τον καθορισμό των τελών είναι η δημιουργία επαρκών εσόδων, ώστε να καλύπτονται τα λειτουργικά και τα χρηματοοικονομικά έξοδα της επιχείρησης. Τα έσοδα από τα τέλη θα πρέπει να επιτρέπουν ακόμη την απρόσκοπτη και άριστη παροχή υπηρεσιών στο επιβατικό κοινό καθώς και την παροχή υπηρεσιών ασφαλείας υψηλού επιπέδου.

Ακολούθως, παρουσιάζεται η μετοχική σύνθεση του Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών. Το Ελληνικό Δημόσιο ως μέτοχος του ΔΑΑ κατέχει το 55,000000% των μετοχών, ενώ ο ιδιωτικός τομέας συμμετέχει με ποσοστό 45%.

Μέτοχος	Αριθμός Μετοχών	%
Ελληνικό Δημόσιο	16.500.000	55%
Hochtief AirPort GmbH	7.962.506	26,542%
Hochtief AirPort Capital GmbH	4.000.000	13,333%
Κοπελούζος Δημήτριος	599.997	2%
Κοπελούζου Κυριακή	299.999	1%
Κοπελούζος Χρήστος	299.999	1%
Κοπελούζου Ελένη-Ασημίνα	299.999	1%
Flughafen Athen Spata Projektgesellschaft mbH	37.500	0,125%
Σύνολο	30.000.000	100%

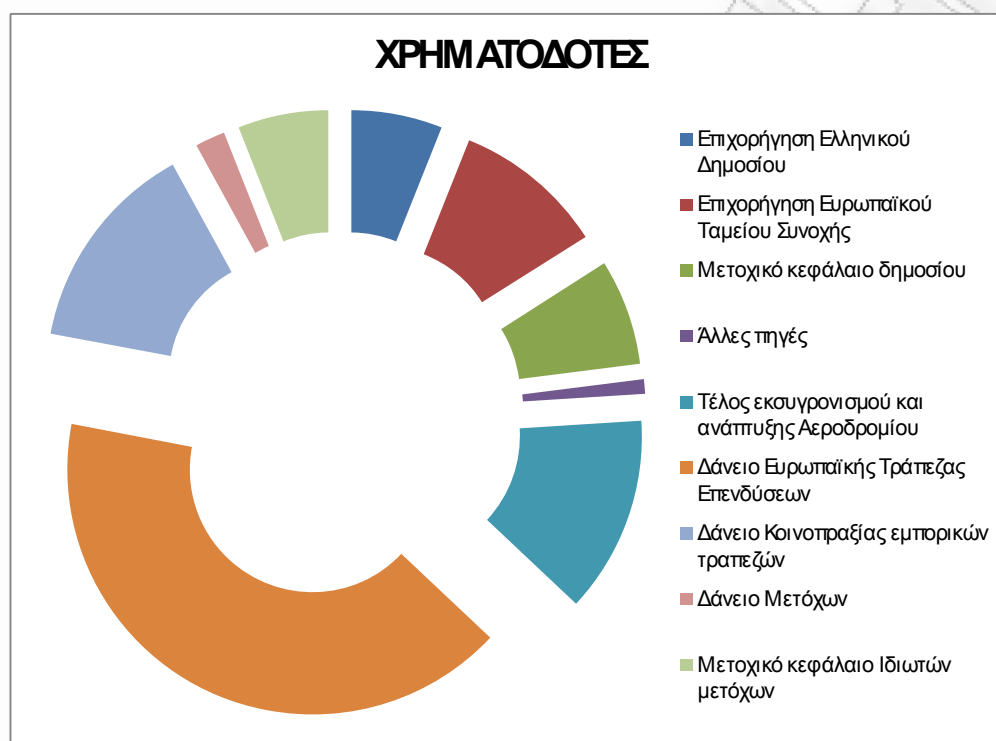
### 7.1.3.3 Η χρηματοδότηση του ΔΑΑ

Το κόστος για την ανάπτυξη του ΔΑΑ αποφασίστηκε να καλυφεί από τους χρήστες του έργου σε ένα μακροχρόνιο διάστημα, ώστε να μη δημιουργείται υπερβολική φορολογική επιβάρυνση στους πολίτες. Ο ΔΑΑ ανέπτυξε στη συνέχεια στρατηγική για τη χρηματοδότηση του έργου, ώστε να συγκεντρωθούν τα απαιτούμενα κεφάλαια. Η αποπληρωμή τους θα πραγματοποιηθεί μέσα από τις χρεώσεις που θα επιβάλει στο επιβατικό κοινό καθώς και μέσω των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν από τις λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης.

Τα κεφάλαια που χρειάστηκαν για να ολοκληρωθεί το αεροδρόμιο των Σπάτων είναι ύψους 2,2 δις ευρώ. Τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν το 55% της εταιρικής κεφαλαιουχικής δομής.

Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων παρείχε μακροχρόνιο αναπτυξιακό δάνειο (διάρκειας 25 ετών) ύψους 1 δις ευρώ περίπου, για το οποίο εγγυητής είναι το Ελληνικό Δημόσιο. Η εγγύηση αφορά το 50% του συνολικού κόστους μελέτης κατασκευής και λειτουργίας του αεροδρομίου. Ο ΔΑΑ καταβάλλει στο Δημόσιο για την εγγύηση αυτή «προμήθεια αδράνειας» που αντιστοιχεί με το 1% του ποσού που εγγυάται το Δημόσιο. Δάνεια εκχωρήθηκαν ακόμη από κοινοπραξία εμπορικών τραπεζών και από τους ιδιώτες μετόχους. Τα δάνεια των γερμανικών τραπεζών εγγυάται ο γερμανικός οργανισμός εξαγωγών Hermes.

Η πρωτοποριακή κοινοπραξία πέτυχε τους στόχους της που ήταν να χρηματοδοτήσει, να ιδρύσει και να διευθύνει έναν οργανισμό, που ήταν ικανός να διοικήσει το μεγαλύτερο κατασκευαστικό έργο στην Ελλάδα. Η επιχειρησιακή δυνατότητα αυτής της κοινοπραξίας, κατάφερε να εξασφαλίσει μία οικονομική επιχορήγηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Ταμείο Συνοχής), καθώς επίσης ένα μεγάλο σε κλίμακα μακροπρόθεσμο δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και τέλος χρηματοδότηση από μία σύμπραξη (consortium) από εμπορικές τράπεζες που τελικά αντιπροσώπευε το 55% της κεφαλαιουχικής εταιρικής δομής και το 64% του συνολικού κεφαλαίου που χορηγήθηκε.



Γράφημα 7.2 Διάρθρωση της χρηματοδότησης του ΔΑΑ, πηγή Ετήσιος Απολογισμός 2001 Έκδοση του ΔΑΑ

Επιχορήγηση Ελληνικού Δημοσίου	Επιχορήγηση Ευρωπαϊκού Ταμείου Συνοχής	Μετοχικό κεφάλαιο δημοσίου	Άλλες πηγές	Τέλος εκσυγχρονισμού και ανάπτυξης Αεροδρομίου	Δάνειο Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων	Δάνειο Κοινοπραξίας εμπορικών τραπεζών	Δάνειο Μετόχων	Μετοχικό κεφάλαιο Ιδιωτών μετόχων
6%	10%	7%	1%	13%	41%	14%	2%	6%

Πίνακας 7.2 Χρηματοδότες ΔΑΑ

Στην συνέχεια, και αφού ο ΔΑΑ είχε ήδη εξασφαλίσει την χρηματοδότηση του έργου, έπρεπε να ανταπεξέλθει σε διοικητικές προκλήσεις όπως:

- Την ολοκλήρωση της κατασκευής του έργου εντός του χρονοδιαγράμματος και χωρίς αποκλίσεις από τον προϋπολογισμό.
- Την ίδρυση νέας Αεροπορικής Εταιρείας
- Την εξασφάλιση της επιχειρησιακής ετοιμότητας και οργάνωσης του αεροδρομίου
- Την επίτευξη ανταγωνιστικότητας παρά την υψηλή χρηματοοικονομική υποχρέωση.

Πιο συγκεκριμένα η χρηματοδότηση της κατασκευής του νέου αεροδρομίου βασίστηκε κυρίως σε τραπεζικά δάνεια, €997 εκατ. από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και €328 εκατ. από εμπορικές τράπεζες. Ο δανεισμός αντιστοιχούσε στο 64% της συνολικής επένδυσης από άποψη ρευστότητας. Λαμβάνοντας υπόψη το υψηλό ποσοστό χρηματοοικονομικής μόχλευσης ο ΔΑΑ έπρεπε να τιμολογήσει υψηλά τις παρεχόμενες υπηρεσίες του. Ο στόχος του ήταν η δημιουργία υψηλών ταμειακών εισροών, ικανών να καλύψουν το λειτουργικό και χρηματοοικονομικό κόστος. Ειδικότερα κατά τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας, όφειλε η εταιρεία ΔΑΑ να αποπληρώσει μέρος των τόκων και του κεφαλαίου που είχε δανειστεί. Το γεγονός αυτό ασκούσε πίεση στην Διοίκηση για την δημιουργία ταμειακών εισροών. Ταυτόχρονα υπήρξε κατά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας μόνιμη προσπάθεια βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας έτσι ώστε να επιτευχθεί η εκπλήρωση του οράματος της που ήταν η καθιέρωση της ως ένα από τα πιο σημαντικά αεροδρόμια της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Για το λόγο αυτό είχε ληφθεί η απόφαση οι αεροπορικές χρεώσεις τελικά να είναι οι χαμηλότερες δυνατές τέτοιες ώστε να καλύπτουν τα λειτουργικά έξοδα και την εξυπηρέτηση του χρέους.

Η εταιρεία αποφάσισε να υιοθετήσει επιθετική πολιτική όσον αφορά την προσέλκυση εταιρειών που θα επιθυμούσαν να διαφημιστούν. Η εφαρμογή της πολιτικής αποσκοπούσε στην αύξηση των εσόδων της, και τελικά κατάφερε να το επιτύχει. Η στρατηγική αυτή ως μέσο τόνωσης των εσόδων, απέφερε τελικά σημαντική βελτίωση των εσόδων από διαφημίσεις. Η συνεισφορά τους στα συνολικά έσοδα έφθασε στο 37% από το 20% που προέβλεπε το αρχικό επιχειρησιακό πλάνο. Η εταιρεία απέκτησε έτσι την ευχέρεια να προχωρήσει σε περαιτέρω μειώσεις των αεροπορικών χρεώσεων της, αποκτώντας ένα επιπλέον πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της.

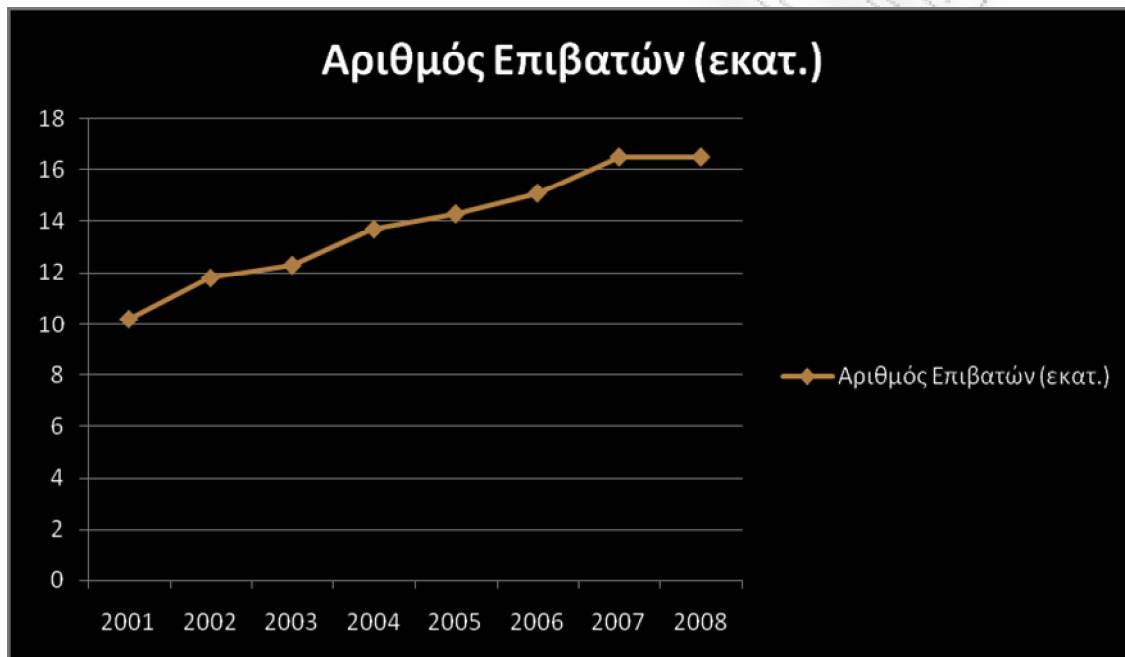
Τον Μάρτιο του 2008, η Εταιρεία προχώρησε στην πλήρη εξόφληση του Κοινοπρακτικού Δανείου και του Δανείου για την κατασκευή των Εμπορευματικών Σταθμών, που ανερχόταν στο ποσό των €77.202.319, μετά την παραίτηση από μέρους της ΕΤΕ του δικαιώματός της να απαιτήσει εξίσου ποσοστιαία προπληρωμή του δανείου της. Η

πλήρης αποπληρωμή του Κοινοπρακτικού Δανείου και του Δανείου για την κατασκευή των εμπορευματικών σταθμών χρηματοδοτήθηκε εν μέρει από την αποδέσμευση των κεφαλαίων €56.767.920, που υπήρχαν στις Δεσμευμένες Καταθέσεις.

ΔΑΝΕΙΟ ΓΕΡΑΝ

### 7.1.3.4 Εταιρική στρατηγική

Όραμα της διοίκησης του ΔΑΑ είναι να εδραιώσει το ΔΑΑ ως το σημαντικότερο κόμβο της ΝΑ Ευρώπης. Επέλεξαν την στρατηγική υλοποίησης κόστους για την επίτευξη του σκοπού αυτού. Επέβαλλαν τις χαμηλότερες δυνατές αεροναυτιλιακές χρεώσεις στις αεροπορικές εταιρίες, ώστε να ενταθεί η χρήση του αεροδρομίου από τους υφισταμένους πελάτες και να προσελκύσουν νέους, ώστε να ενισχυθεί η ανταγωνιστική του θέση. Οι χρεώσεις που επιβάλλονται είναι κατά 25% χαμηλότερες από αυτές που προέβλεπε το αρχικό επιχειρηματικό σχέδιο. Παρόλα αυτά η τιμολόγηση αυτή δημιουργεί ικανά έσοδα για την κάλυψη του λειτουργικού κόστους και των τοκοχρεωλυτικών δόσεων. Αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών ήταν να αυξηθεί η επιβατική κίνηση.



Γράφημα 7.2 Κίνηση Επιβατών ΔΑΑ κατά τα έτη 2001-2008

ΕΤΗ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Αριθμός Επιβατών (εκατ.)	10,2	11,8	12,3	13,7	14,3	15,1	16,5	16,5

Πίνακας 7.2 Αριθμός επιβατών ΔΑΑ κατά τα έτη 2001-2008

Ο ΔΑΑ εφαρμόζει πελατοκεντρική στρατηγική. Στόχος όλων των εργαζομένων στο αεροδρόμιο είναι η ποιοτική εξυπηρέτηση των πελατών, ειδικά των αεροπορικών

εταιρειών. Αναπτύχθηκε συγκεκριμένο πρόγραμμα συνεργασίας με αυτές που εξασφαλίζει τη συνεχή και ενεργή υποστήριξη τους. Το αεροδρόμιο διαθέτει διαδικασίες διαχείρισης σχολίων οι οποίες ακολουθούν τις προδιαγραφές του Διεθνούς Συμβουλίου Αεροδρομίων (ACI).

Ο ΔΑΑ διαθέτει επίσης από το 2001 πιστοποίηση EN ISO 14001 που αφορά τις προδιαγραφές της λειτουργίας του αεροδρομίου σχετικά με την επίδραση του στο περιβάλλον. Επιπλέον βραβεύτηκε το 2002 από το Γερμανικό οργανισμό πιστοποίησης σχετικά για το σύστημα διαχείρισης που διαθέτει με DQS (Deutsche Gesellschaft zur Zertifizierung).

Ως επιβράβευση της εταιρικής στρατηγικής του ΔΑΑ αναφέρονται και οι παρακάτω διακρίσεις:

Για πέμπτη συνεχή χρονιά οι αεροπορικές εταιρείες έδωσαν πανευρωπαϊκή «πρωτιά» στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών για τη συνεχή και δυναμική υποστήριξη του στην αναπτυξιακή προσπάθειά τους, μέσω πρωτοποριακών προγραμμάτων αεροδρομιακού μάρκετινγκ. Η βράβευση πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια του Συνεδρίου «ROUTES Europe», όπου ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών κέρδισε επίσης το 1ο βραβείο στη γεωγραφική περιοχή «Νότια Ευρώπη-Μεσόγειος», ανταγωνιζόμενος αεροδρόμια όπως της Ρώμης, της Βαρκελώνης, της Μαδρίτης, της Λισαβόνας και της Κωνσταντινούπολης.

Σε μία δύσκολη οικονομική συγκυρία, με τη ζήτηση για αεροπορικό ταξίδι να παρουσιάζει διεθνώς σημαντική μείωση, η φετινή διπλή βράβευση αποκτά ιδιαίτερη σημασία και αντικατοπτρίζει την επιτυχημένη συνεργασία του αεροδρομίου με τις αεροπορικές εταιρείες. Το 2009, τα προγράμματα υποστήριξης του ΔΑΑ έφεραν 8 νέες αεροπορικές εταιρείες στην Αθήνα (Air Arabia, Baboo, Cimber Sterling, Libyan, Lvon, Transavia, Atlant-Soyuz Airlines και σύντομα ο εθνικός αερομεταφορέας των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων, Etihad) και 6 νέους προορισμούς (Νίκαια, Άμπου Ντάμπι, Σάρζα, Τρίπολη, Βεγγάζη, Καζαμπλάνκα). «Απογευματινή 10/6/2009»

Παράλληλα ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών, βράβευσε όπως κάθε χρόνο τις αεροπορικές εταιρείες που κατέγραψαν την πιο επιτυχημένη αναπτυξιακή πορεία μέσα στο 2008, στο πλαίσιο του Συνεδρίου Μάρκετινγκ Αεροπορικών Εταιρειών που διοργανώνει σε ετήσια βάση ως ένδειξη ανταμοιβής στις αεροπορικές εταιρείες.

Όπως αναφέρεται σε σχετική ανακοίνωση, το 9ο Συνέδριο Μάρκετινγκ Αεροπορικών Εταιρειών του ΔΑΑ που πραγματοποιήθηκε στις 18 Φεβρουαρίου με τη συμμετοχή 180 εκπροσώπων αεροπορικών εταιρειών, αποτέλεσε και άλλη μια χρονιά ιδανική ευκαιρία



επικοινωνίας μεταξύ της εταιρείας αεροδρομίου και των αεροπορικών εταιρειών, με θέματα, όπως: η επισκόπηση της αεροπορικής αγοράς το 2008, η διεθνής οικονομική συγκυρία και οι επιπτώσεις της στον αεροπορικό κλάδο, οι σύγχρονοι τρόποι επικοινωνίας μέσω του Διαδικτύου και η Αθήνα ως τουριστικός προορισμός.

Επιπρόσθετα, ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών, επιβραβεύοντας και φέτος την αναπτυξιακή δυναμική που κατέγραψαν οι αεροπορικές εταιρείες το 2008, μια ιδιαίτερα δύσκολη χρονιά για τον κλάδο των αερομεταφορών, βράβευσε τους αερομεταφορείς που πέτυχαν τις καλύτερες επιδόσεις σημειώνοντας αυξημένα ποσοστά επιβατικής κίνησης στα τακτικά δρομολόγια τους από και προς την Αθήνα. Ακολουθούν αναλυτικά τα βραβεία που απένειμε ο ΔΑΑ στις αεροπορικές εταιρείες:

- *Βραβείο για την ταχύτερα αναπτυσσόμενη νέα εταιρεία στο Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών.* Το βραβείο απονεμήθηκε στην ισπανική εταιρεία Vueling, η οποία το 2008 κατέγραψε την υψηλότερη επιβατική κίνηση μεταξύ των εταιρειών που ξεκίνησαν δραστηριότητα στο ΔΑΑ κατά τη διάρκεια του 2007.
- *Βραβείο για την ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία μεταξύ των 10 εταιρειών που κατέγραψαν την υψηλότερη επιβατική κίνηση το 2008.* Η easy Jet τιμήθηκε ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία μεταξύ των 10 εταιρειών που κατέγραψαν την υψηλότερη επιβατική κίνηση το 2008.
- *Βραβείο για την ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία με δρομολόγιο χαμηλής επιβατικής κίνησης / thin routes.* Το βραβείο κατέκτησε η Air Malta για τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση της ετήσιας επιβατικής της κίνησης μέσα στο 2008.
- *Βραβείο για την ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία με εποχικό δρομολόγιο.* Το βραβείο κατέκτησε η Air Lingus για τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση της ετήσιας επιβατικής της κίνησης κατά τη διάρκεια της θερινής περιόδου 2008.
- *Βραβείο για τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες εταιρείες ανά γεωγραφική περιοχή (υψηλότερη ποσοστιαία αύξηση επιβατικής κίνησης 2007 - 2008).* Η εταιρεία Air One τιμήθηκε στην κατηγορία αυτή ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία για την αγορά της Δυτικής Ευρώπης. Η Aegean Airlines βραβεύθηκε ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία στην αγορά της Ανατολικής Ευρώπης. Η Gulf Air τιμήθηκε ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία στην αγορά της Μέσης Ανατολής. Η εταιρεία Delta Airlines τιμήθηκε ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία στην αγορά της Αμερικής. Η Aegean Airlines τιμήθηκε για την υψηλότερη ποσοστιαία ανάπτυξη επιβατικής κίνησης στην εγχώρια αγορά. Η Egypt Air τιμήθηκε ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη εταιρεία στην αγορά της Αφρικής. Η εταιρεία Aegean Airlines τιμήθηκε επιπλέον ως η εταιρεία με τη μεγαλύτερη αύξηση αριθμού επιβατών στο αεροδρόμιο «Ελευθέριος Βενιζέλος» για το 2008.

Παράλληλα ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών συμμετέχει στο ευρωπαϊκό Πρόγραμμα για τη Διαχείριση & Μείωση των Εκπομπών Διοξειδίου του Ανθρακα (Airport Carbon Accreditation). Ειδικότερα ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών ανακοίνωσε τη δέσμευσή του απέναντι στο νέο εθελοντικό πρόγραμμα διαχείρισης και μείωσης εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα (CO<sub>2</sub>) που παρουσίασε το Διεθνές Συμβούλιο Αεροδρομίων Ευρώπης στο πλαίσιο του 19ου Ετήσιου Συνεδρίου του (Μάντσεστερ, 15-16 Ιουνίου 2009). Ήδη με την έναρξή του, το πρόγραμμα εξασφάλισε τη συμμετοχή 30 ακόμη ευρωπαϊκών αεροδρομίων, που, μαζί με το αεροδρόμιο της Αθήνας το οποίο αποτέλεσε έναν από τους βασικούς συντελεστές του προγράμματος, έθεσαν ως στόχο την καταγραφή και μείωση των εκπομπών CO<sub>2</sub> στις εγκαταστάσεις τους.

Με την έναρξη του προγράμματος μείωσης των εκπομπών CO<sub>2</sub> στο αεροδρόμιο, ο ΔΑΑ πέρασε από τη δέσμευση στη δράση. Το Airport Carbon Accreditation είναι ένα ιδιαίτερα απαιτητικό πρόγραμμα, με γερές επιστημονικές και θεσμικές βάσεις. Το γεγονός ότι αναλαμβάνει μια τέτοια πανευρωπαϊκή πρωτοβουλία εν μέσω των δυσμενέστερων συνθηκών που βίωσε ποτέ ο κλάδος, αποδεικνύει τη σοβαρότητα με την οποία αντιμετωπίζει το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής. Ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών πρωτοστάτησε στη σύλληψη και στο σχεδιασμό του προγράμματος και συμμετέχει ενεργά από την έναρξή του, επιβεβαιώνοντας τη δέσμευσή του απέναντι στην πρόκληση της κλιματικής αλλαγής. Στο αεροδρόμιο της Αθήνας υλοποιείται ειδικό εταιρικό σχέδιο με 10 συγκεκριμένες δράσεις για την κλιματική αλλαγή ήδη από το 2008, σε μία συστηματική προσπάθεια για τη μείωση των επιπτώσεων στο περιβάλλον από τη λειτουργία του.

#### **7.1.3.5 Οικονομικά αποτελέσματα**

Η διοίκηση του Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών ακολούθησε συγκεκριμένη οικονομική στρατηγική και πολιτική. Κύριος σκοπός ήταν να μπορέσει το αεροδρόμιο από το πρώτο έτος λειτουργίας του να σημειώσει αυξανόμενα έσοδα και συνεπώς να αποκτήσει την δυνατότητα να αποπληρώσει εγκαίρως τα δάνεια. Ωστόσο λήφθηκε υπόψη από την διοίκηση η παράμετρος της κρατικής παρέμβασης ώστε να διασφαλιστεί το κοινωνικό όφελος. Ουσιαστικά το κράτος παρεμβαίνει με την επιβολή περιορισμών σχετικά με το εύρος των χρεώσεων που ο ΔΑΑ έχει δικαίωμα να επιβάλλει. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι χρεώσεις που τελικά επιβαρύνουν τους πελάτες του αεροδρομίου είναι μικρότερες από αυτές που είχαν υιοθετηθεί στο αρχικό πλάνο του επενδυτικού σχεδίου.

Το πρώτο έτος λειτουργίας του αεροδρομίου ήταν το 2001. Το Μάρτιο λοιπόν του ίδιου έτους ξεκίνησε η πρώτη λειτουργική χρήση του ΔΑΑ, η οποία διήρκεσε 9 περίπου μήνες. Τα έσοδα από όλες τις δραστηριότητες του αεροδρομίου ανήλθαν στο ύψος των €227,5

εκατ. Η πρώτη χρήση ήταν παρόλα αυτά ζημιογόνα κατά €9,6 εκατ. προ φόρων. Επισημαίνεται ότι κατά την πρώτη χρήση αποσβέστηκαν πλήρως τα έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης γεγονός που μείωσε τα ολικά κέρδη εκμετάλλευσης, ενώ παράλληλα αποσβέστηκαν τα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά έξοδα της κατασκευαστικής περιόδου. Κατά την διάρκεια επόμενων χρήσεων ο ΔΑΑ παρουσιάζει κέρδη τα οποία παρουσιάζονται συνοπτικά σε επόμενο γράφημα. Ωστόσο τα συνοπτικά αποτελέσματα χρήσης των ετών 2001-2004 ήταν:

Συνοπτική Κατάσταση Χρήσεως 2001-2004				
Οικονομικά Αποτελέσματα (σε εκ. Ευρώ)	2004	2003	2002	2001
Κύκλος Εργασιών	264,3	228,0	208,1	183,6
Κόστος Πωλήσεων	(181,6)	(169,8)	(163,0)	(132,8)
Μικτό Κέρδος	82,7	58,2	45,1	50,8
Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	65,6	62,8	63,4	43,9
Λειτουργικά Έξοδα	(32,6)	(25,8)	(25,6)	(13,4)
Μερικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης	115,6	95,2	82,9	81,2
Χρηματοοικονομικά Έξοδα	(73,9)	(75,1)	(82,4)	(67,4)
Ολικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης	41,7	20,1	0,4	13,8
Έκτακτα Αποτελέσματα	5,4	8,9	13,8	(23,4)
Καθαρά Αποτελέσματα προ Φόρων	47,1	29,0	14,3	(9,6)

\* 2001 - 9 μήνες λειτουργίας

Οι απολογισμοί για τα επόμενα 3 έτη, 2005-2007 ήταν επίσης θετικοί και ακολουθεί η ανάλυσή τους.

### Θετικός οικονομικός απολογισμός για το 2005

Θετικά έκλεισε ακόμη ένα οικονομικό έτος για το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών, όπως εμφανίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα για το 2005. Το σύνολο των εσόδων ανήλθε σε €331,4 εκ. (+0,5% σε σχέση με το 2004), ενώ τα κέρδη προ φόρων σημείωσαν

σημαντική αύξηση λόγω της μείωσης των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών εξόδων, εξόδων, φθάνοντας τα €61,8 εκ. (+31%).

Καταρρίπτοντας το ρεκόρ κίνησης της "ολυμπιακής χρονιάς", το 2005 έκλεισε για το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών με 14,3 εκατομμύρια επιβάτες, σημειώνοντας αύξηση +4,5% σε σχέση με το 2004. Η ανοδική πορεία της επιβατικής κίνησης οδήγησε σε αύξηση 2,8% των εσόδων από την αεροναυτιλιακή δραστηριότητα, αντιπροσωπεύοντας το 61% του συνόλου των εσόδων του ΔΑΑ για το 2005. Ιδιαίτερα σημαντικό είναι ότι, το 2005, στο πλαίσιο συμφωνίας με τις αεροπορικές εταιρείες, η Εταιρεία Αεροδρομίου διατήρησε τις αεροπορικές χρεώσεις στα ίδια επίπεδα της προηγούμενης χρονιάς, συμβάλλοντας έτσι έμπρακτα στη μείωση του κόστους λειτουργίας των αεροπορικών εταιρειών. Τα έσοδα από μη αεροναυτιλιακές δραστηριότητες εξακολούθησαν να αντιπροσωπεύουν σημαντικό μερίδιο του συνόλου των εσόδων (39% το 2005). Παράλληλα, η εταιρεία κατόρθωσε να συγκρατήσει τις λειτουργικές δαπάνες της στο επίπεδο των €208,3 εκ., επιτυγχάνοντας μείωση 2,8% σε σχέση με το 2004.

Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) σημείωσαν αύξηση της τάξης του 4,1%, φθάνοντας τα €224,1 εκ. Επιπλέον, η εταιρεία προχώρησε το 2005 στη μείωση του δανεισμού της, αποπληρώνοντας το σύνολο του κεφαλαίου (€45 εκ.) του δανείου που είχαν εκχωρήσει οι ιδιώτες μέτοχοι στο ΔΑΑ, επιτυγχάνοντας έτσι να μειώσει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα για την περίοδο αυτή, καθώς και για τα επόμενα χρόνια. Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε €61,8 εκ., σημειώνοντας αύξηση της τάξης του 31% σε σχέση με το 2004. Με την ευκαιρία του οικονομικού απολογισμού, η Διοίκηση του ΔΑΑ δήλωσε: "Η ανοδική πορεία και η συνεχιζόμενη αύξηση της κερδοφορίας του Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών που χαρακτηρίζουν τα 5 χρόνια λειτουργίας του αεροδρομίου, αντανakλούν την επιτυχημένη σύμπραξη δημοσίου και ιδιωτικού τομέα και την ανάδειξη του αεροδρομίου ως βασικού μοχλού ανάπτυξης του ελληνικού τουρισμού και της οικονομίας της χώρας. Δεσμευόμαστε να συνεχίσουμε να προσφέρουμε ποιοτικές και ανταγωνιστικές υπηρεσίες σε όλους μας τους πελάτες και προστιθέμενη αξία στους μετόχους μας και να συνεισφέρουμε σταθερά ως ένας υπεύθυνος πολίτης στις γειτονικές περιοχές και ευρύτερα στην ελληνική κοινωνία."

### **Θετικός οικονομικός απολογισμός για το 2006**

Θετικά έκλεισε και το έτος 2006 για το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών (ΔΑΑ), όπως εμφανίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα, τα οποία διαμορφώθηκαν για πρώτη φορά σύμφωνα με τις λογιστικές αρχές που διέπονται από τα Διεθνή ΠΧΠ. Το νέο ρεκόρ επιβατικής κίνησης που κατέγραψε το 2006 ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών (15,1 εκατομμύρια επιβάτες - αύξηση 5,6%) και κυρίως η βελτιωμένη απόδοση όλων των εμπορικών δραστηριοτήτων του ΔΑΑ, οδήγησαν σε αύξηση 7,8% των

λειτουργικών εσόδων της εταιρείας και των εισροών από το TEAA (Τέλος Εκσυγχρονισμού & Ανάπτυξης Αεροδρομίων), που ανήλθαν συνολικά σε €357,5εκατομμύρια.

Παράλληλα, αντανακλώντας τη δέσμευση της Διοίκησης στην αποτελεσματική διαχείριση των δαπανών, οι λειτουργικές δαπάνες της εταιρείας το 2006 αυξήθηκαν σε ποσοστό χαμηλότερο (+3,3%) της αντίστοιχης αύξησης των εσόδων σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά και ανήλθαν συνολικά σε €124,8 εκ. Σημειώνοντας αύξηση 11,8%, ο ΔΑΑ κατέγραψε κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) ύψους €166,5 εκατομμυρίων. Τα κέρδη προ φόρων σημείωσαν το 2006 σημαντική άνοδο φθάνοντας τα €96,3 εκ. (+66,9%), ωθούμενα κυρίως από τις εξαιρετικές επιδόσεις των εμπορικών δραστηριοτήτων, καθώς και τις χαμηλότερες αποσβέσεις και τις μειωμένες χρηματοοικονομικές δαπάνες σε σχέση με το 2005. Με την ευκαιρία του οικονομικού απολογισμού του 2006, η Διοίκηση του ΔΑΑ δήλωσε: Έχοντας συμπληρώσει 6 χρόνια επιχειρηματικής αριστείας και υπερβαίνοντας τα 15 εκατομμύρια επιβάτες το 2006, ο ΔΑΑ κατατάσσεται πλέον ανάμεσα στα μεγαλύτερα και πιο επιτυχημένα αεροδρόμια στην Ευρώπη. Αποτελώντας βασικό μοχλό ανάπτυξης για τον ελληνικό τουρισμό και την οικονομία της χώρας, ο ΔΑΑ συνεχίζει να διαγράφει μια σταθερή αναπτυξιακή πορεία με συνεχή αύξηση της κερδοφορίας του, με κινητήριο δύναμη την προσήλωση, την αποτελεσματικότητα και την τεχνογνωσία των ανθρώπων του.

### **Θετικός οικονομικός απολογισμός για το 2007**

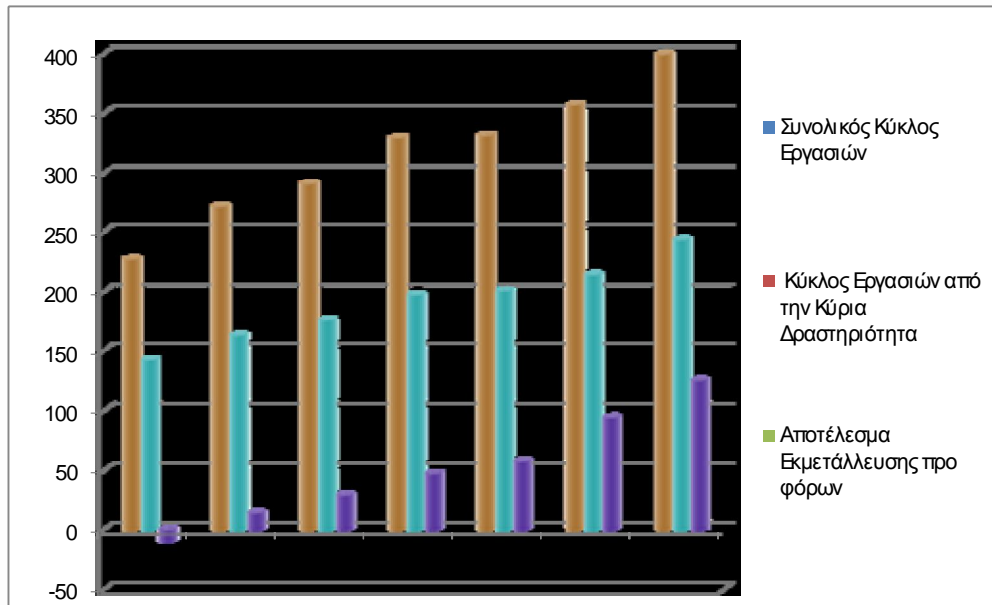
Με 16,5 εκατομμύρια επιβάτες έκλεισε το 2007 για το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών. Περισσότερες από 200.000 πτήσεις. Με 16,5 εκατομμύρια επιβάτες, το 2007 ήταν ακόμη μια χρονιά ρεκόρ για το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών, που κατέγραψε εντυπωσιακή αύξηση 10% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά (15,1 εκ. επιβάτες το 2006). Αύξηση 8% παρουσίασε και ο αριθμός των πτήσεων, ξεπερνώντας για πρώτη φορά τις 200 χιλιάδες πτήσεις (205.294 έναντι 190.872 το 2006). Εμπλουτίζοντας το δίκτυό του με 10 νέους προορισμούς. (Φιλαδέλφεια, Πεκίνο, Τιμισοάρα, Καλίνινγκραντ, Τζέντα, Ριάντ, Ρίγα, Γκέτεμποργκ, Λβιβ και Μαριούπολη), το αεροδρόμιο της Αθήνας είχε το 2007 τακτικές απευθείας συνδέσεις με 116 προορισμούς σε 50 χώρες από 70 αεροπορικές εταιρείες. Ο Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών καλωσόρισε 15 νέες αεροπορικές εταιρείες (Aer Lingus, Air Baltic, Air China, Carpatair, Centralwings, Clickair, Continental Airlines, Finnair, Ilyich-Avia, KDavia, Kras Air, MyAir, Saudi Arabian Airlines, US Airways και Vueling Airlines). Η θετική εξέλιξη της κίνησης που ανέδειξε το αεροδρόμιο της Αθήνας ως ένα από τα ταχύτερα αναπτυσσόμενα ευρωπαϊκά αεροδρόμια, οφείλεται στην επίτευξη των στρατηγικών στόχων που είχε θέσει το αεροδρόμιο για το 2007: α) ανάπτυξη και αύξηση των δρομολογίων μακρινών αποστάσεων στις Η.Π.Α. και στην Άπω Ανατολή (US Airways, Continental Airlines,

Delta, Ολυμπιακές Αερογραμμές και Air China) β) δυναμική ανάπτυξη των 19 αεροπορικών εταιρειών χαμηλού κόστους που συνέδεαν πέρυσι την Αθήνα με 31 ευρωπαϊκούς προορισμούς (από αυτές, 7 «νέες αφίξεις» το 2007: Aer Lingus, Air Baltic, Centralwings, Clickair, KDavia, MyAir και Vueling Airlines) γ) δυναμική περιφερειακή ανάπτυξη των αγορών της Ανατολικής Ευρώπης και κυρίως της Ρωσίας. Ο συνολικός κύκλος εργασιών έφθασε στα €399,5 εκατ. εκ των οποίων τα €243,7 εκατ. προέρχονται από την κύρια δραστηριότητα της εταιρείας και τελικό αποτέλεσμα αναλογεί σε κέρδος ύψους €125,7 εκατ.

Τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα παρουσίασαν αύξηση κατά €6.1 εκατ., ή 9,4% σε σχέση με το 2006, λόγω της αναγνώριση τεκμαρτών τόκων ποσού €16.0 εκατ. που επιβάρυναν τα αποτελέσματα της χρήσεως, και αναλογούν στην σταδιακή αναστροφή της προεξόφλησης σε παρούσα αξία των μακροχρόνιων υποχρεώσεων για την αμοιβή χορήγησης δικαιωμάτων, των προβλέψεων για το κόστος συντήρησης των υποδομών και την προεξόφληση σε παρούσα αξία των απαιτήσεων μακροχρόνιας είσπραξης. Εξαιρουμένων των τεκμαρτών χρηματοοικονομικών εξόδων, τα πραγματικά χρηματοοικονομικά έξοδα μειώθηκαν κατά €5.5 εκατ., ή 9,1 % σε σχέση με το προηγούμενο έτος 2006, λόγω της σταδιακής εξόφλησης τραπεζικών δανείων και των υψηλότερων εσόδων από τόκους που προήλθαν από την αποτελεσματική διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων.

Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε €125.7 εκατ., €31.1 εκατ. ή 32,9% υψηλότερα σε σχέση με το προηγούμενο οικονομικό έτος. Λαμβάνοντας υπ' όψιν το όφελος €2.4 εκατ. -που οφείλεται στην επίδραση από την πρώτη εφαρμογή της ερμηνείας ΔΕΕΧΠ 12 «Συμφωνίες Παραχώρησης Υπηρεσιών» - και ύστερα από τον υπολογισμό του συνολικού φόρου εισοδήματος ύψους €32.0 εκατ., απομένουν κέρδη προς διάθεση της τάξεως των €96.1 εκατ. Μέρος αυτών, ύψους €90.0 εκατ. προτείνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο να διανεμηθεί στους μετόχους υπό τη μορφή μερίσματος.

Συγκεντρώνοντας τα οικονομικά αποτελέσματα των χρήσεων 2001-2007 θα μπορούσε εύκολα να διαπιστωθεί ότι με εξαίρεση το πρώτο έτος λειτουργίας του, ο ΔΑΑ τα επόμενα έτη παρουσίασε κέρδη. Η αύξηση των κερδών είναι συνεχόμενη και αποτυπώνεται στο παρακάτω γράφημα.



Γράφημα 7.2 Αποτελέσματα χρήσης του ΔΑΑ 2001-2007

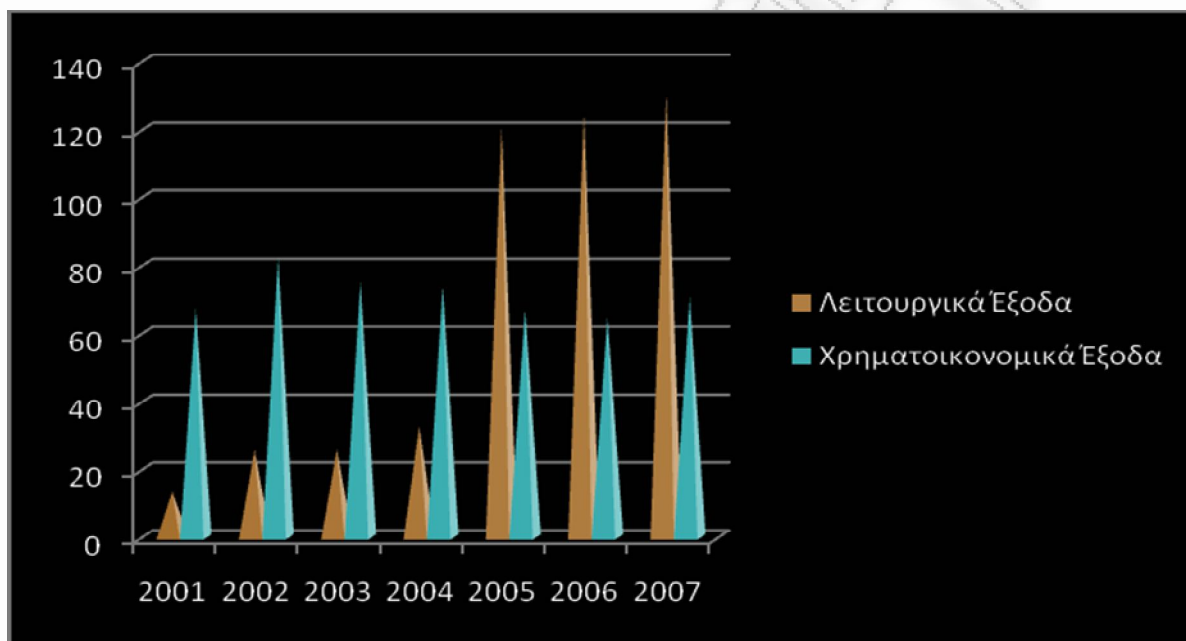
ΕΤΗ	Συνολικός Κύκλος Εργασιών	Κύκλος Εργασιών από την Κύρια Δραστηριότητα	Αποτέλεσμα Εκμετάλλευσης προ φόρων
2001	227,5	142,6	-9,6
2002	271,5	163	14,3
2003	290,8	175,9	29
2004	329,8	197,5	47,1
2005	331,7	201,1	57,7
2006	357,5	214,3	94,6
2007	399,5	243,7	125,7

Πίνακας 7.3 Αποτελέσματα χρήσης του ΔΑΑ 2001-2007

Ο ΔΑΑ αποκτά έσοδα από αεροναυτιλιακές υπηρεσίες και από εμπορικές δραστηριότητες που αναπτύσσονται στον χώρο του αεροδρομίου. Βέβαια αν και το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων προέρχεται από τις αεροπορικές δραστηριότητες, το ποσοστό συμμετοχής των εσόδων από τις εμπορικές δραστηριότητες αυξάνεται συνεχώς. Αυτό οφείλεται λόγω του ότι υπάρχει αύξηση των παρεχόμενων εμπορικών υπηρεσιών αλλά και λόγω της στρατηγικής της διοίκησης για αυξανόμενη ποιότητα παρεχόμενων υπηρεσιών σε συνδυασμό με ανταγωνιστικές τιμές.

Στις υποχρεώσεις του ΔΑΑ περιλαμβάνονται έξοδα που διακρίνονται κυρίως σε δύο κατηγορίες:

- τα *λειτουργικά* που περιλαμβάνουν έξοδα όπως αποσβέσεις, μισθούς και γενικά έξοδα που σχετίζονται με την λειτουργία του αεροδρομίου
- και τα *χρηματοοικονομικά* έξοδα που αφορούν την αποπληρωμή των δανείων και τυχόν χρεωστικούς τόκους. Στο γράφημα που ακολουθεί αναφέρονται τα έξοδα ανά οικονομική χρήση.



Γράφημα 7.5 Διαχρονική παρουσίαση των εξόδων του ΔΑΑ 2001-2007 πηγή: οικονομικές καταστάσεις ΔΑΑ 2001-2007



ΕΤΗ	Λειτουργικά Έξοδα	Χρηματοοικονομικά Έξοδα
2001	13,4	67,4
2002	25,6	82,4
2003	25,8	75,1
2004	32,6	73,9
2005	120,8	67,1
2006	124,9	64,7
2007	130,37	70,79

Πίνακας 7.4 Διαχρονική παρουσίαση των εξόδων του ΔΑΑ 2001-2007 πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ΔΑΑ

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ❖ Απόφαση της 1<sup>ης</sup> Διυπουργικής Επιτροπής ΣΔΙΤ (ΔΕΣΔΙΤ) (25.1.2006)
- ❖ Buljevich E. And Y.Park, 1999, Project Financing in the International Financial Markets, (Washington, DC)
- ❖ Esty B., 2004, Modern Project Finance : A casebook (New York)
- ❖ Esty B., The economic motivations for using project finance, Harvard Business School, 2003
- ❖ Finerty J. 1996, Project Financing: Asset-Based Financial Engineering (New York)
- ❖ Grant Thornton Greek PPP Law, new Public-Private Partnerships, 2006
- ❖ International Finance Corporation, Project Finance in Developing Countries, IFC 1999
- ❖ Marco Sorge, The nature of credit risk in project finance, BIS Quarterly Review, 2004
- ❖ Merton, R C, On the pricing of corporate debt, Journal of finance 1974
- ❖ Ν.2338/ΦΕΚ 202 Α/14.9.1995 Κύρωση σύμβασης ανάπτυξης του Διεθνούς Αεροδρομίου Αθηνών «Ελ.Βενιζέλος»
- ❖ Ν.2395/ΦΕΚ 71 Α/24.4.1996 Κύρωση Σύμβασης Παραχώρησης – Συμφωνία Έργου Γέφυρας Ρίου-Αντιρρίου
- ❖ Ν.2445/ΦΕΚ 274 Α/16.12.1996 Κύρωση Σύμβασης παραχώρησης της Αττικής Οδού
- ❖ Νόμος 3389/2005, Εφαρμογή του θεσμού των ΣΔΙΤ

- ❖ Stefano Gatti, Project Finance in theory and practice Academic Press 2008
- ❖ The Economist, Ειδικές Εκδόσεις της Καθημερινής, τεύχος 63, Μάιος 2009
- ❖ Trevor L. Young, Εκπόνηση Επιτυχημένου Project, Ελευθερουδάκη 2006
- ❖ Υπουργείο Οικονομικών, Αιτιολογική Έκθεση Σχέδιου Νόμου για τα ΣΔΙΤ
- ❖ ΦΕΚ Α΄137/13.6.2002, Προεδρικό Διάταγμα 158/2002 «Ίδρυση, κατασκευή, εξοπλισμός, οργάνωση, διοίκηση, λειτουργία και εκμετάλλευση πολιτικών αερολιμένων από φυσικά πρόσωπα, νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου και Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης»
- ❖ Χειμονίτη-Τερροβίτη Σ., Συμμετοχή των Ιδιωτών στα έργα υποδομής και αυτοχρηματοδότησης (Αθήνα) 2003
- ❖ [www.worldbank.org/html/fpd/guarantees](http://www.worldbank.org/html/fpd/guarantees)
- ❖ [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
- ❖ [www.aia.gr](http://www.aia.gr) - Έργο κατασκευής Αερολιμένα Αθηνών
- ❖ [www.gefyra.gr](http://www.gefyra.gr) – Έργο ζεύξης Ρίου-Αντιρρίου.

## 7.1.3.6 Παράρτημα : Οικονομικές καταστάσεις ΔΑΑ των ετών 2001 έως 2007

BALANCE SHEET AS OF 31 DECEMBER, 2001								
6th FISCAL YEAR (1 JANUARY - 31 DECEMBER, 2001) - 1st OPERATING PERIOD (Amounts in Euro)								
ASSETS	Acquisition Cost	2001 Depreciation	Net Book Value	Acquisition Cost	2000 Depreciation	Net Book Value	LIABILITIES	2001
<b>B. FORMATION EXPENSES</b>							<b>A. EQUITY</b>	
1. Incorporation expenses & start-up cost	328,378,041.69	328,378,041.69	0.00	372,320,689.94	0.00	372,320,689.94	<b>I. Share capital</b> (30,000,000 shares of 10 Euro each)	
<b>C. FIXED ASSETS</b>							1. Subscribed	300,000,000.00
<b>I. Intangible fixed assets</b>							<b>III. Subsidies &amp; Revaluation Reserves</b>	
Soil/infrastructure of the site	159,488,554.73	4,784,656.65	154,703,898.08	159,488,554.73	0.00	159,488,554.73	3. Fixed assets subsidies	383,647,425.31
<b>II. Tangible fixed assets</b>							3a. Airport development fund	0.00
1. Land	89,942.83	0.00	89,942.83	0.00	0.00	0.00		383,647,425.31
3. Buildings & technical works	1,746,167,573.20	56,338,310.85	1,689,829,262.35	3,409,319.32	1,082,615.05	2,326,704.27	<b>V. Retained Earnings</b>	
4. Machinery, technical, installation & other mechanical equipment	192,818.40	24,131.50	168,686.90	4,151.18	0.00	4,151.18	Losses of current fiscal year	(9,639,386.57)
5. Transportation equipment	30,024,830.04	4,757,377.81	25,267,452.23	1,192,183.37	462,492.21	729,733.16		(9,639,386.57)
6. Furniture & fixtures	47,408,897.49	10,241,243.98	37,167,653.51	7,197,48.44	2,546,806.73	4,652,941.71	<b>Total shareholders equity (AI+AIII+AV)</b>	<b>674,006,038.74</b>
7. Assets under construction and advances	103,693,812.26	0.00	103,693,812.26	1,808,522,404.29	0.00	1,808,522,404.29	<b>B. PROVISION FOR LIABILITIES AND CHARGES</b>	
<b>Total tangible &amp; intangible assets (CI+CII)</b>	<b>2,087,066,438.95</b>	<b>76,145,720.79</b>	<b>2,010,920,708.16</b>	<b>1,979,816,361.33</b>	<b>4,091,871.99</b>	<b>1,975,724,489.34</b>	1. Severance indemnity provision	877,043.12
<b>III. Financial assets</b>							2. Other provisions	22,506,332.36
2. Participating interest in other companies			898,019.08			898,019.25		23,383,375.48
7. Other long-term receivables			445,223.22			445,223.13	<b>C. LIABILITIES</b>	
<b>Total fixed assets (CI+CII+CIII)</b>			<b>1,343,242.30</b>			<b>1,343,146.38</b>	<b>I. Long term liabilities</b>	
<b>D. CURRENT ASSETS</b>							2. Bank loans	1,267,227,283.58
<b>I. Inventories</b>							4. Liabilities to affiliated companies	75,867,357.73
1. Goods			34,002.21			0.00	8. Other long term liabilities	9,602,680.47
4. Consumables & spare parts			1,924,532.23			12,465.30		<b>1,352,697,321.78</b>
5. Stock advance payments			210,208.68			198,582.18	<b>II. Short term liabilities</b>	
<b>II. Receivables</b>							1. Suppliers	49,238,845.63
1. Trade debtors			48,451,423.05			17,19,795.18	4. Advances from customers	5,822,498.21
10. Overdue trade debtors			330,251.25			0.00	5. Taxes & duties	1,621,183.51
11. Sundry debtors			182,99,223.64			22,829,175.34	6. Social security	844,569.52
12. Other advances & receivables			9,263.13			29,800.65	7. Long term liabilities payable in subsequent financial year	38,601,159.00
<b>III. Cash at banks and on hand</b>							11. Sundry creditors	37,259.70
1. Cash on hand			3,875.10			0.00	<b>Total liabilities (CI + CII)</b>	<b>96,166,015.57</b>
3. Current and time deposits			53,475,653.84			129,466,699.56		<b>1,448,863,337.35</b>
<b>Total current assets (DI+DII+DIW)</b>			<b>123,198,713.13</b>			<b>154,256,518.21</b>	<b>D. ACCRUALS &amp; DEFERRED INCOME</b>	
<b>E. PREPAYMENTS &amp; ACCRUED INCOME</b>							2. Accrued expenses	16,266,978.86
1. Deferred expenses			496,066.84			425,454.67	3. Other accruals & deferred income	0.00
2. Accrued income			26,563,000.00			113,899.98		<b>16,266,978.86</b>
3. Other interim accounts			0.00			116,116.43		
			27,059,066.84			655,471.08	<b>TOTAL LIABILITIES (A+B+C+D)</b>	<b>2,162,521,730.43</b>
<b>TOTAL ASSETS (B+C+D+E)</b>			<b>2,162,521,730.43</b>			<b>2,504,300,314.95</b>	<b>MEMO ACCOUNTS</b>	
<b>MEMO ACCOUNTS</b>							2. Credit accounts for guarantees & real securities	108,049,683.26
2. Debt accounts for guarantees & real securities			108,049,683.26			5,215,444,280.43	4. Other memo accounts	4,258,843.71
4. Other memo accounts			112,308,526.97			5,215,444,280.43		<b>112,308,526.97</b>

## BALANCE SHEET AS OF 31 DECEMBER 2002

7th FINANCIAL YEAR (1 JANUARY - 31 DECEMBER 2002) - (Amounts in Euro)

ASSETS	Financial Year 2002			Financial Year 2001		
	Acquisition Cost	Depreciation	Net Book Value	Acquisition Cost	Depreciation	Net Book Value
<b>B. FORMATION EXPENSES</b>						
1. Incorporation Expenses & Startup Costs	328,378,048.69	328,378,048.69	0.00	328,378,048.69	328,378,048.69	0.00
<b>C. FIXED ASSETS</b>						
<b>I. Intangible Fixed Assets</b>						
So. Unbuilt of the Site	139,840,238.59	11,061,061.55	148,667,420.04	139,488,554.73	4,794,466.65	144,700,898.08
<b>II. Tangible Assets</b>						
1. Land	89,942.83	0.00	89,942.83	89,942.83	0.00	89,942.83
2. Building & Technical Works	7,768,922,647.51	1,012,215,018.01	6,756,707,629.50	7,746,673,373.20	56,338,111.85	7,690,335,261.35
4. Machinery, Technical and Office & Other Mechanical Equipment	275,293.23	77,694.25	197,598.98	171,016.40	24,011.20	146,985.20
5. Transportation Equipment	30,266,832.21	11,647,485.66	18,619,346.55	30,074,820.04	4,757,377.81	25,317,442.23
6. Furniture & Fixtures	49,546,807.18	20,243,071.69	29,303,735.49	47,402,697.49	10,741,243.58	36,661,453.91
7. Assets Under Construction and Advances	2,414,957.23	0.00	2,414,957.23	28,613,571.67	0.00	21,621,571.67
<b>Total Tangible &amp; Intangible Assets (C1+C2)</b>	<b>1,649,892,280.29</b>	<b>1,142,183,759.91</b>	<b>4,882,735,570.38</b>	<b>1,645,382,583.63</b>	<b>71,144,084.84</b>	<b>1,774,875,519.49</b>
<b>III. Participations and Other Long-term Financial Assets</b>						
2. Participating Interests in Other Companies			891,019.08			891,019.08
7. Other Long-term Receivables			15,614,284.59			4,623,222.22
<b>Total Fixed Assets (C1+C2+III)</b>			<b>4,837,899,294.09</b>			<b>1,910,201,659.67</b>
<b>D. CURRENT ASSETS</b>						
<b>I. Inventories</b>						
1. Merchandise			91,497.80			34,282.28
4. Consumables and Spare Parts			1,086,814.67			1,974,521.23
5. Stock Advance Payments			1,411,021.57			2,007,208.66
			<b>2,489,333.94</b>			<b>3,986,012.17</b>
<b>II. Receivables</b>						
1. Trade Debtors (Net Provisions)			24,912,682.95			48,428,423.15
10. Bad and Doubtful Debts			0.00			338,258.25
11. Sundry Debtors			43,648,881.23			11,021,341.23
12. Other Advances & Receivables			8,472.76			9,218.83
			<b>73,640,037.94</b>			<b>69,877,241.46</b>
<b>III. Cash at banks and on hand</b>						
1. Cash on hand			18,203.27			2,075.81
3. Current and Time Deposits			139,091,922.80			53,475,653.84
			<b>139,110,126.07</b>			<b>55,497,729.64</b>
<b>Total Current Assets (D1+D2+D3)</b>			<b>201,209,288.26</b>			<b>201,209,288.26</b>
<b>E. PREPAID EXPENSES &amp; ACCRUED INCOME</b>						
1. Prepaid Expenses			808,253.66			491,066.84
2. Accrued Income			20,821,411.29			26,562,000.10
			<b>20,879,664.95</b>			<b>27,053,066.94</b>
<b>TOTAL ASSETS (B+C+D+E)</b>			<b>2,861,790,876.39</b>			<b>2,861,221,730.43</b>
<b>MEMO ACCOUNTS</b>						
2. Debt Accounts for Guarantees & Trust Securities			136,118,652.67			110,499,683.26
4. Other Memo Accounts			4,588,757.08			4,588,757.08
			<b>140,707,409.75</b>			<b>115,088,440.34</b>

LIABILITIES	FINANCIAL YEAR 2002		FINANCIAL YEAR 2001	
<b>A. SHAREHOLDERS' EQUITY</b>				
<b>I. Share Capital (10,000,000 shares of €10 each)</b>				
1. Issued Share Capital		100,000,000.00		100,000,000.00
<b>II. Subsidies &amp; Realization Reserves</b>				
2. Investment Subsidies		349,245,248.31		381,647,425.31
		<b>349,245,248.31</b>		<b>381,647,425.31</b>
<b>III. Retained Earnings</b>				
1. Statutory Reserve		211,075.25		0.00
		<b>211,075.25</b>		<b>0.00</b>
<b>V. Retained Earnings</b>				
Retained Earnings carried forward		4,390,429.66		(9,639,266.57)
		<b>4,390,429.66</b>		<b>(9,639,266.57)</b>
<b>Total Shareholders' Equity (A1+A2+A3)</b>		<b>449,646,653.22</b>		<b>474,008,158.74</b>
<b>B. PROVISIONS FOR LIABILITIES AND CHARGES</b>				
1. Severance Indemnity Provision		1,265,603.12		877,241.12
2. Other Provisions		20,130,926.36		23,536,232.36
		<b>21,396,529.48</b>		<b>24,413,473.48</b>
<b>C. LIABILITIES</b>				
<b>I. Long-term Liabilities</b>				
2. Bank Loans		1,238,656,824.02		1,267,227,263.58
4. Liabilities to Related Companies		80,446,714.51		75,867,257.73
8. Other Long-term Liabilities		11,559,551.91		9,601,681.67
		<b>1,330,663,090.44</b>		<b>1,352,696,202.98</b>
<b>II. Short-term Liabilities</b>				
1. Suppliers		84,429,564.17		49,228,445.63
4. Customer Advances		11,895,144.26		5,822,496.21
5. Taxes & Duties Payable		1,246,770.90		1,618,811.51
6. Social Security Payable		932,287.43		664,649.52
7. Long-term Liabilities Payable in Subsequent Financial Year		43,524,428.86		28,681,829.10
11. Sundry Creditors		7,701,781.27		37,259.79
		<b>149,730,876.99</b>		<b>96,166,481.57</b>
<b>Total Liabilities (C1+C2)</b>		<b>1,480,393,967.43</b>		<b>1,448,862,684.55</b>
<b>D. ACCRUED EXPENSES &amp; DEFERRED INCOME</b>				
2. Accrued Expenses		10,179,183.31		16,246,971.66
3. Other Accrued Expenses & Deferred Income		1,241,071.45		0.00
		<b>11,420,254.76</b>		<b>16,246,971.66</b>
<b>TOTAL LIABILITIES (A+B+C+D)</b>		<b>1,491,814,222.19</b>		<b>1,465,109,656.21</b>
<b>MEMO ACCOUNTS</b>				
2. Credit Accounts for Guarantees & Trust Securities		136,118,652.67		110,499,683.26
4. Other Memo Accounts		4,588,757.08		4,588,441.71
		<b>140,707,409.75</b>		<b>115,088,124.97</b>

FISCAL YEAR (JANUARY 1st - DECEMBER 31, 2003) (Amounts in Euro)

ASSETS	Financial year 2003		Net Book Value	Financial year 2002		Net Book Value
	Acquisition Cost	Depreciation		Acquisition Cost	Depreciation	
<b>B. FORMATION EXPENSES</b>						
1. Incorporation expenses & start-up costs	338,378,041.69	338,378,041.69	0.00	338,378,041.69	338,378,041.69	0.00
<b>C. FIXED ASSETS</b>						
<b>I. Intangible fixed assets</b>						
5a. Extract of the site	159,840,238.59	17,582,426.01	142,257,812.58	159,840,238.59	11,188,816.55	148,651,422.04
<b>II. Tangible assets</b>						
1. Land	89,942.83	0.00	89,942.83	89,942.83	0.00	89,942.83
3. Buildings & Technical works	1,770,536,228.17	305,085,261.07	1,465,450,967.10	1,766,933,847.51	180,212,588.01	1,586,721,259.50
4. Machinery, technical, installations & other mechanical equipment	290,728.06	115,144.66	175,583.40	275,289.33	72,844.35	202,445.08
5. Transportation means	29,642,244.08	15,950,853.85	13,691,390.23	30,266,622.21	10,647,485.66	19,619,136.55
6. Furniture & other equipments	53,432,273.85	30,902,188.96	22,530,084.89	49,946,882.18	20,251,871.89	29,695,010.29
7. Assets under construction and advances	19,517,249.44	0.00	19,517,249.44	2,414,367.23	0.00	2,414,367.23
	1,873,499,615.33	351,672,294.54	1,521,827,320.79	1,849,919,280.29	161,183,709.91	1,688,735,570.38
<b>Total tangible &amp; intangible assets (C1+CII)</b>	2,033,329,851.92	349,557,203.55	1,783,772,648.37	2,009,759,518.88	172,172,526.46	1,837,586,992.42
<b>III. Participations and other long term financial assets</b>						
2. Participating interest in other companies			894,619.43			894,619.43
7. Other long term receivables			5,411,623.32			15,411,623.32
			6,306,242.75			16,512,242.75
<b>Total fixed assets (C1+CII+III)</b>			1,790,078,891.12			1,854,099,235.09
<b>D. CURRENT ASSETS</b>						
<b>I. Inventories</b>						
1. Merchandise			612,243.31			91,492.80
4. Consumables and spare parts			3,395,863.76			3,014,124.87
5. Stock advance payments			14,461.60			134,122.57
			4,022,568.67			3,245,740.24
<b>II. Receivables</b>						
1. Trade debtors, less provisions			50,232,710.50			34,912,882.95
8. Blocked deposits			86,319,644.75			22,373,538.40
10. Bad and Doubtful Debts			35,858.71			0.00
11. Sundry debtors			43,000,095.55			45,995,224.98
12. Other advances & receivables			7,215.23			4,472.76
			186,688,514.74			104,130,111.89
<b>III. Cash at banks and on hand</b>						
1. Cash on hand			4,253.98			18,200.37
3. Current and time deposits			104,010,075.98			105,870,310.40
			104,014,329.96			105,888,510.77
<b>Total current assets (D1+DII+DIII)</b>			288,702,523.37			213,268,559.10
<b>E. PREPAID EXPENSES &amp; ACCRUED INCOME</b>						
1. Prepaid expenses			1,233,247.24			802,253.66
2. Accrued income			15,211,180.16			35,814,180.54
3. Other prepaid expenses and accrued income			123,257.00			0.00
			16,567,684.40			36,616,434.20
<b>TOTAL ASSETS (B+C+D+E)</b>			2,075,510,392.69			2,102,790,176.39

LIABILITIES	Financial year 2003	Financial year 2002
<b>A. SHAREHOLDERS' EQUITY</b>		
I. Share capital (30,000,000 shares of 10 EURO each)		
1. Issued Share Capital	300,000,000.00	300,000,000.00
<b>III. Subsidies &amp; Revaluation Reserves</b>		
3. Investment subsidies	345,043,271.31	344,345,348.31
	345,043,271.31	344,345,348.31
<b>IV. Retained Earnings</b>		
1. Statutory reserve	1,306,896.53	131,875.25
	1,306,896.53	131,875.25
<b>V. Retained earnings</b>		
Retained earnings carried forward	8,251,033.97	4,390,429.66
	8,251,033.97	4,390,429.66
<b>Total shareholders equity (A+III+IV+V)</b>	655,081,201.81	689,566,852.22
<b>B. PROVISIONS FOR LIABILITIES AND CHARGES</b>		
1. Severance indemnity provision	1,258,528.84	1,285,853.12
2. Other provisions	17,873,718.68	20,150,806.36
	19,132,247.52	21,436,659.48
<b>C. LIABILITIES</b>		
<b>I. Long term liabilities</b>		
2. Bank loans	1,172,000,348.74	1,228,630,134.02
4. Liabilities to related companies	80,462,745.00	80,462,745.00
8. Other long term liabilities	12,536,431.37	11,550,958.41
	1,265,000,484.61	1,320,643,789.94
<b>II. Short term liabilities</b>		
1. Suppliers	17,631,473.64	14,428,564.17
4. Customer Advances	12,862,710.77	12,895,144.26
5. Taxes & duties payable	771,643.53	1,146,770.00
6. Social security payable	993,822.66	912,257.43
7. Long term liabilities payable in subsequent financial year	532,773.28	48,514,413.86
10. Dividends payable	16,100,000.00	0.00
11. Sundry creditors	15,094,159.63	7,383,112.37
	119,141,023.51	80,770,870.99
<b>Total liabilities (C1+CII)</b>	1,384,141,508.12	1,401,414,659.93
<b>D. ACCRUED EXPENSES &amp; DEFERRED INCOME</b>		
2. Accrued expenses	11,383,494.66	10,291,883.31
3. Other accrued expenses & deferred income	4,168,999.58	1,241,070.45
	15,552,494.24	11,532,953.76
<b>TOTAL LIABILITIES (A+B+C+D)</b>	2,075,510,392.69	2,102,790,176.39
<b>MEMO ACCOUNTS</b>		

**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004**  
**9η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ (1η ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ - 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004)**  
 (Ποσά σε Ευρώ)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσά κλεισίσης χρήσης 2004			Ποσά προηγούμενης χρήσης 2003		
	Αξία Κρίσεως	Αποβέσεις	Αντιστάθιση Αξία	Αξία Κρίσεως	Αποβέσεις	Αντιστάθιση Αξία
<b>Γ. ΓΛΩΣΣΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
<b>I. Ακίνητες ακιρωτοποιήσεις</b>						
5α. Παραγωγή επενδύσει επί συνόλων	159.840.236,59	23.076.035,47	135.864.201,12	159.840.236,59	17.582.426,01	142.257.810,58
<b>II. Στοιχιστές ακιρωτοποιήσεις</b>						
1. Γήσιμα - Οικόπεδα	89.942,03	0,00	89.942,03	89.942,03	0,00	89.942,03
3. Έξτρα & τεχνικά έργα	1.806.497.370,08	290.752.550,09	1.525.744.819,99	1.770.536.220,37	205.085.120,07	1.565.551.100,30
4. Μηχανολογικές εγκαταστάσεις & λοιπές μηχανολογικές εξοπλιστές	400.853,68	174.302,49	226.551,19	200.720,06	115.144,66	105.575,40
5. Μεταφορικά μέσα	20.323.416,15	21.368.693,93	7.955.246,22	20.442.244,08	15.950.033,85	4.492.210,23
6. Στοιχεία & λοιπές εξοπλιστές	64.047.222,56	43.524,67	21.522.748,25	53.422.723,05	30.902.189,96	22.520.533,09
7. Λοιπές ακιρωτοποιήσεις επί οχημάτων & τροχίμων	971.952,1	0,00	971.952,1	10.512.97,44	0,00	10.512.97,44
<b>Σύνολο ακιρωτοποιήσεων (Γ+II)</b>	1.801.401.264,51	244.819.458,72	1.556.581.805,79	1.871.499.615,33	251.972.294,54	1.620.526.320,79
<b>III. Στοιχιστές &amp; άλλες μεταρρυθμίσεις χρηματοοικονομικής φύσεως</b>						
2. Συμμετοχές σε άλλους επιχειρήσεις			994.439,43			994.439,43
7. Λοιπές μεταρρυθμίσεις			329.890,54			5.411.623,32
<b>Σύνολο στοιχιστές (Γ+III+II)</b>			1.692.206.135,76			1.780.180.194,22
<b>Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>						
<b>I. Αποθέματα</b>						
1. Εμπορεύματα			245.011,24			69.245,31
4. Υλικά & βοηθήματα - αναλώσιμα - ενσώματα και αόριστα			4.610.740,07			2.995.863,76
5. Προσμήθειες για αγοράς			90.127,87			14.899,00
<b>Σύνολο αποθέματα</b>			<b>4.955.879,18</b>			<b>3.179.908,07</b>
<b>II. Αποβιώσιμα</b>						
1. Γήσιμα, γόνυ γαμήλιες			40.327.411,98			50.332.070,50
6. Διαφορετικά λογιστικά κεφάλαια			69.597.314,04			66.393.424,25
10. Επενδύσεις σε άλλα κράτη & κεφάλαια			79.101,46			35.030,71
11. Χρεώματα διάφορα			50.694.401,73			44.452.281,90
12. Λοιπά διάφορα προκλήτων & πενήτων			3.721,09			2.721,09
<b>Σύνολο αποβιώσιμα (II+I)</b>			<b>161.102.246,28</b>			<b>161.222.276,45</b>
<b>III. Διυφήματα</b>						
1. Ταμείο			10.912,72			4.275,98
3. Κεφάλαια όψεως & προθεσμίας			145.016.075,29			104.010.349,06
<b>Σύνολο κυκλοφορούντα (III+II+I)</b>			<b>161.029.171,03</b>			<b>165.517.501,49</b>
<b>Ε. ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>						
1. Έξτρα επενδύσεις			1.530.102,31			1.233.247,24
2. Στοιχιστές συμμετοχές			14.220.480,31			14.070.049,61
3. Λοιπές μεταβλητές λογιστικές επενδύσεις			0,00			123.129,00
<b>Σύνολο μεταβλητοί (Ε+I+II+III)</b>			<b>15.750.582,62</b>			<b>16.426.425,85</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Γ+Δ+Ε)</b>			<b>2.021.403.386,98</b>			<b>2.075.530.392,69</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΙΣΤΙΚΟΥ</b>						
2. Χρεώματα λόγω συμμετοχών & συμμετοχών σε άλλους			32.797.291,05			42.072.565,94
3. Λοιπές λογαριασμοί			1.854.992.780,00			1.865.122.633,98
<b>Σύνολο λογαριασμοί</b>			<b>1.887.789.971,05</b>			<b>1.907.295.199,92</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσά κλεισίσης χρήσης 2004	Ποσά προηγούμενης χρήσης 2003
<b>A. ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΙΑ</b>		
<b>I. Μεταβλητά κεφάλαια (20.000.000 για τον ΙΟ Ευρώ η κάθε μία)</b>		
1. Κοιμήσιμα	300.000.000,00	300.000.000,00
<b>II. Διαφορές αμειψοπραξιών - Επενδύσεις σε άλλους</b>		
3. Επενδύσεις σε άλλους κράτη & κεφάλαια	325.720.131,49	345.042.271,31
<b>III. Αποβιώσιμα κεφάλαια</b>		
1. Τραπεζικά αποθέματα	3.480.720,69	1.306.896,53
5α. Πολυετήσια από διακρατικές αρχές & διεθνών οργάνων	7.521,99	0,00
<b>Σύνολο αποβιώσιμα κεφάλαια (III+II+I)</b>	<b>3.488.242,68</b>	<b>1.306.896,53</b>
<b>V. Αποβιώσιμα σε γνήσιο</b>		
Υποκείμενα κεφάλαια σε γνήσιο	24.566.320,00	8.731.833,97
<b>Σύνολο ξένα κεφάλαια (A+II+III+IV+V)</b>	<b>633.944.722,07</b>	<b>655.081.001,81</b>
<b>B. ΠΡΟΣΒΛΕΨΕΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ &amp; ΕΞΩΔΑ</b>		
1. Προβλέψεις για υποβληθέντα προανακρίσιμα έξοδα επί της εταιρείας	2.200.686,46	1.758.530,84
2. Λοιπές προβλέψεις	21.654.262,03	19.872.719,68
<b>Σύνολο προβλέψεις (B)</b>	<b>23.854.948,49</b>	<b>19.631.250,52</b>
<b>Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>		
<b>I. Μεταρρυθμίσεις υποχρεώσεων</b>		
2. Διαφορετικά	1.098.512.059,91	1.172.920.340,24
4. Μητρώβες υποχρεώσεων προς συνάδελφες επιχειρήσεις	40.000.000,00	60.463.714,50
6. Λοιπές μεταρρυθμίσεις υποχρεώσεων	37.920.530,55	12.738.431,37
<b>Σύνολο μεταρρυθμίσεις υποχρεώσεων (I)</b>	<b>1.176.432.590,46</b>	<b>1.246.122.486,11</b>
<b>II. Διαφορετικές υποχρεώσεις</b>		
1. Τραπεζοκρατικές	8.841.230,47	17.465.473,44
4. Τραπεζοκρατικές υποχρεώσεις	7.462.326,94	12.966.210,77
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τόκους	1.082.059,15	717.443,53
6. Διαφορετικά Οργανισμοί	1.037.302,25	995.362,66
7. Μητρώβες υποχρεώσεων σε κράτη & διεθνών οργάνων	74.410.520,00	55.965.275,28
10. Μητρώβες οφειλόμενα	37.355.000,00	16.100.000,00
11. Τραπεζοκρατικές	19.970.027,34	15.004.159,03
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (Γ+II)</b>	<b>192.627.807,47</b>	<b>198.141.025,51</b>
<b>Δ. ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>		
2. Έξτρα κεφάλαια διακρίσιμα	9.888.240,01	11.383.424,66
3. Λοιπές μεταβλητές λογαριασμοί παθητικού	1.963.468,68	4.168.997,58
<b>Σύνολο μεταβλητοί (Δ+II+III)</b>	<b>11.851.708,69</b>	<b>15.552.422,24</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+B+Γ+Δ)</b>	<b>2.021.403.386,98</b>	<b>2.075.530.392,69</b>
<b>ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>		
2. Πιστωτικά λόγω συμμετοχών & συμμετοχών σε άλλους	37.797.291,05	42.072.565,94
4. Λοιπές λογαριασμοί	1.854.992.780,00	1.865.122.633,98
<b>Σύνολο λογαριασμοί</b>	<b>1.892.789.971,05</b>	<b>1.907.295.199,92</b>

## Project Finance

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημείωση	2006	2005
<b>Μακροπρόθεσμο ενεργητικό</b>			
Ενσώματες ακινητοποιήσεις - ιδιόκτητες	4.8,4.11	96.711.082	102.984.813
Ενσώματες ακινητοποιήσεις - μισθωμένες	4.9,4.11	1.111.667.390	1.172.629.454
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	4.10	1706.096	2.212.373
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	4.12	1.131.772	1.122.084
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμου ενεργητικού</b>		<b>1.211.216.340</b>	<b>1.278.948.724</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	4.13	6.542.964	5.269.227
Πελάτες	4.14	91.801.633	71.926.428
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	4.15	89.005.358	105.525.904
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.16	124.795.284	99.326.671
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>312.145.239</b>	<b>282.048.230</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>1.523.361.579</b>	<b>1.560.996.954</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	4.17	300.000.000	300.000.000
Τακτικό και λοιπά αποθεματικά	4.18	7.901.219	4.599.499
Κέρδη εις νέον	4.19	55.837.762	22.605.079
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>363.738.981</b>	<b>327.204.578</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά δάνεια	4.21	942.920.763	1.021.891.376
Υποχρεώσεις παρακών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	4.22	4.261.448	3.394.121
Προβλέψεις	4.23	17.261.845	20.225.480
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	4.24	9.696.862	2.132.101
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.25	2.339.209	2.641.864
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>976.480.127</b>	<b>1.050.284.942</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά και δευτερεύοντα δάνεια	4.21	107.309.043	124.921.606
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	4.26	34.509.765	36.496.909
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	4.24	22.669.014	13.882.353
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.27	18.654.649	8.206.566
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>183.142.471</b>	<b>183.507.434</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>1.159.622.598</b>	<b>1.233.792.376</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>1.523.361.579</b>	<b>1.560.996.954</b>



## ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2007

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημείωση	2007	2006 Αναμορφωμένο
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Ακίνητα, εγκαταστάσεις & εξοπλισμός – ιδιόκτητα	4.8,4.11	11.306.132	10.168.051
Ακίνητα, εγκαταστάσεις & εξοπλισμός – μισθωμένα	4.9	285.144	325.340
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	4.10,4.11	1.221.873.715	1.284.287.911
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	4.12	58.706.950	58.200.999
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>1.292.171.941</b>	<b>1.352.982.301</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>			
Αποθέματα	4.13	5.519.882	5.975.187
Έργα υπό κατασκευή	4.14	6.763.126	3.129.005
Πελάτες	4.15	67.042.362	83.860.106
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	4.16	26.762.830	30.402.742
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	4.17	176.798.897	124.795.284
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>		<b>282.887.098</b>	<b>248.162.324</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>		<b>1.575.059.038</b>	<b>1.601.144.625</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>			
<b>Ίδια κεφάλαια</b>			
Μετοχικό κεφάλαιο	4.18	300.000.000	300.000.000
Τακτικό και λοιπά αποθεματικά	4.19	13.208.355	7.901.219
Κέρδη εις νέο	4.20	91.425.991	57.647.775
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>		<b>404.634.346</b>	<b>365.548.994</b>
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά δάνεια	4.22	861.483.722	942.920.763
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	4.23	5.096.834	4.261.448
Προβλήψεις	4.24	21.651.186	20.650.586
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	4.25	12.267.694	10.300.200
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.26	86.035.926	82.795.078
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>986.535.362</b>	<b>1.060.928.075</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>			
Τραπεζικά και δευτερεύοντα δάνεια	4.22	107.139.502	107.309.043
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	4.27	36.426.053	35.509.765
Φόροι εισοδήματος πληρωτέοι	4.25	30.000.000	22.669.014
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.28	10.323.776	9.179.734
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>		<b>183.889.331</b>	<b>174.667.556</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>		<b>1.170.424.693</b>	<b>1.235.595.631</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>		<b>1.575.059.038</b>	<b>1.601.144.625</b>