



**ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ**

**ΔΙΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ – ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΕΠΙΣΤΗΜΗ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ  
ΥΔΑΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ»**

**Η ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΝΕΡΟΥ  
ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΑΘ Α.Ε.**

**Ιζαμπέλα Χαλκιαδάκη**

**Αθήνα, Ιούνιος 2016**

**Δ.Π.Μ.Σ.  
«ΕΠΙΣΤΗΜΗ &  
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ  
ΥΔΑΤΙΚΩΝ  
ΠΟΡΩΝ»**

**Επιβλέπων: Καθηγητής Δ. Καλιαμπάκος**



**ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ**

**ΔΙΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ – ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΕΠΙΣΤΗΜΗ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΥΔΑΤΙΚΩΝ ΠΟΡΩΝ»**

**Η ΙΔΙΩΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΝΕΡΟΥ  
ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΑΘ Α.Ε.**

**Ιζαμπέλα Χαλκιαδάκη**

izampela.chal@gmail.com

Επιβλέπων Καθηγητής:

**Δημήτριος Καλιαμπάκος**

Αθήνα, Ιούνιος 2016



## Ευχαριστίες

Στα πλαίσια της εκπόνησης της παρούσας μεταπτυχιακής εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Δημήτρη Καλιαμπάκο, καθώς και τον καθηγητή κ. Δημήτρη Δαμίγο, για τις τις ιδέες, τις συμβουλές, τη στήριξη και τη συνολική συνεισφορά τους στο τελικό αποτέλεσμα. Ακόμα, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια και τους φίλους μου για την υποστήριξη τους κατά τη διάρκεια των σπουδών μου.



## Περιεχόμενα

Περίληψη .....	1
Abstract.....	3
<u>α' μέρος</u>	
1. Εισαγωγή .....	7
2. Παγκόσμιο επίπεδο πρόσβασης σε καθαρό νερό .....	9
3. Η ιστορία της ιδιωτικοποίησης του νερού - Παγκόσμια εμπειρία .....	13
3.1. Η ιστορία της ιδιωτικοποίησης του νερού .....	13
3.2. Παγκόσμια εμπειρία.....	14
4. Η υποχώρηση των ιδιωτικών εταιρειών και η επαναδημοτικοποίηση των δικτύων .	25
5. Ο χαρακτήρας του νερού και η ιδιωτικοποίηση του .....	35
5.1. Το νερό ως αγαθό.....	35
5.2. Το νερό ως ανθρώπινο δικαίωμα.....	38
5.3. Η ιδιωτικοποίηση του νερού .....	39
5.3.1. Υπέρ Ιδιωτικοποίησης του νερού .....	40
5.3.2. Κατά Ιδιωτικοποίησης του νερού .....	43
6. Έρευνες για τη γνώμη των χρηστών.....	47
<u>β' μέρος</u>	
7. Αποτίμηση επιχειρήσεων .....	51
8. Γενικές έννοιες της αποτίμησης επιχειρήσεων.....	53
8.1. Σημασία των όρων “αξία” και “τιμή” .....	53
8.2. Πεδία εφαρμογής αποτίμησης εταιρειών .....	54
8.3. Έννοια, σκοπός και διαδικασία της αποτίμησης .....	55
8.4. Γενικές παραδοχές και προβλέψεις κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας.....	57
9. Μοντέλα Αποτίμησης των Επιχειρήσεων .....	59
9.1. Αποτίμηση μέσω τρεχόντων στοιχείων Ισολογισμού .....	60
9.1.1. Λογιστική αξία (Book Value).....	60
9.1.2. Αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία (Adjusted Book Value) .....	60
9.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value).....	61

9.1.4. Αξία αντικατάστασης (replacement or substantial value).....	62
9.2. Αποτίμηση μέσω χρηματιστηριακών τιμών.....	62
9.2.1. Πολλαπλασιαστής κερδών [Price to Earnings per Share Multiple (P/E)].....	63
9.2.2. Πολλαπλασιαστή Κερδών PEG (Price-to-Earnings per Share Growth Multiple).....	66
9.2.3. Πολλαπλασιαστής Πωλήσεων [Price-to-Sales Multiple (P/S)] .....	67
9.2.4. Πολλαπλασιαστής Λογιστικής Αξίας [Price-to-Book Value Multiple(P/BV)] .....	69
9.3. Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών. ....	70
9.3.1. Βασικά στάδια της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών. ....	73
9.3.2. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών .....	74
9.3.3. Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών διαθέσιμες στους μετόχους .....	78
9.3.4. Μοντέλο προσαρμοσμένης παρούσας αξίας .....	79
9.3.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων.....	81
9.4. Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης του περιοδικού υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργείται για τον μέτοχο .....	82
<b>10. Μελέτη Περίπτωσης ΕΥΑΘ Α.Ε.....</b>	<b>85</b>
10.1. Βασικά στοιχεία της εταιρείας .....	85
10.2. Αποστολή – Στρατηγική .....	86
10.3. Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχική σύνθεση της ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	87
10.4. Διοικητική Δομή της ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	89
10.5. Κίνδυνοι σχετικά με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	91
10.6. Επενδύσεις και Ανάπτυξη.....	91
10.7. Τιμολογιακή πολιτική .....	93
10.8. Στρατηγικά πλεονεκτήματα.....	94
10.9. Κεφαλαιουχικές δαπάνες .....	94
10.10.Σχέδιο αποκρατικοποίησης ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	95
10.11.Αποτίμηση της οικονομικής αξίας της ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	95
10.11.1. Οικονομική ανάλυση της ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	96
10.11.2. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω τρεχόντων στοιχείων Ισολογισμού .....	100
10.11.3. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω χρηματιστηριακών τιμών.....	100
10.11.4. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών .....	102
10.12.Τελική αποτίμηση αξίας ΕΥΑΘ Α.Ε. ....	104
10.13.Συνοπτική παρουσίαση παλαιότερης μελέτης αποτίμησης της ΕΥΑΘ Α.Ε και σύγκριση με την παρούσα μελέτη.....	104
<b>11. Συζήτηση – Συμπεράσματα.....</b>	<b>107</b>
<b>Βιβλιογραφικές αναφορές.....</b>	<b>117</b>



## Περίληψη

Η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία ασχολείται με το θέμα της ιδιωτικοποίησης των υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης, σε παγκόσμιο επίπεδο. Παράλληλα, και με δεδομένη τη συζήτηση για την ιδιωτικοποίηση της ΕΥΑΘ Α.Ε., του μοναδικού παρόχου των εν λόγω υπηρεσιών στη Θεσσαλονίκη, επιχειρείται η αποτίμηση της οικονομικής αξίας της εταιρείας με διαφορετικές οικονομικές μεθόδους και πραγματοποιείται μια κριτική επισκόπηση των αποτελεσμάτων.

Η εργασία αποτελείται από δύο μέρη και πιο συγκεκριμένα στο πρώτο μέρος παρουσιάζονται στοιχεία για το παγκόσμιο επίπεδο πρόσβασης σε καθαρό νερό, σύμφωνα με έρευνα της Unicef. Στη συνέχεια, πραγματοποιείται ιστορική αναδρομή σχετικά με την ιδιωτικοποίηση του νερού και παρουσίαση παραδειγμάτων από πόλεις που έχουν ιδιωτικοποιήσει το δίκτυο ύδρευσης τους, σχολιάζοντας τα αποτελέσματα αυτής της διαδικασίας. Κατόπιν, παρουσιάζονται στοιχεία σχετικά με την τάση επαναδημοτικοποίησης των δικτύων ύδρευσης και αποχέτευσης, που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια σε όλο τον κόσμο, και τους λόγους που οδηγούν σε αυτή. Το πρώτο μέρος της εργασίας ολοκληρώνεται παρουσιάζοντας τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της ιδιωτικοποίησης των υπηρεσιών ύδρευσης.

Στο δεύτερο μέρος αρχικά γίνεται αναφορά στις βασικές έννοιες της αποτίμησης μιας επιχείρησης και παρουσιάζονται τα βασικά μοντέλα αποτίμησης που λαμβάνουν υπόψη τα τρέχοντα στοιχεία του Ισολογισμού, τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας και τις προεξοφλημένες μελλοντικές ταμειακές ροές από την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στη συνέχεια, δίνονται τα βασικά στοιχεία της ΕΥΑΘ Α.Ε. και πραγματοποιείται η οικονομική ανάλυση αυτής βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών αποτελεσμάτων. Έπειτα, πραγματοποιείται εφαρμογή των καταλληλότερων μοντέλων αποτίμησης για την περίπτωση της ΕΥΑΘ Α.Ε. προκειμένου να εκτιμηθεί η οικονομική αξία της εταιρείας. Τα αποτελέσματα της παρούσας ανάλυσης σχολιάζονται και συγκρίνονται με παλαιότερη μελέτη οικονομικής αποτίμησης της ΕΥΑΘ Α.Ε. που είχε πραγματοποιηθεί από εξειδικευμένο οίκο του εξωτερικού.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την παράθεση των κυριότερων συμπερασμάτων της έρευνας.



## Abstract

Privatization of water services experienced a big boost in the 1990s as the public sector was unable to deliver the public infrastructures required, mainly due to lack of funds. According to a UNICEF's and the WHO's research, 2.6 billion people have gained access to an improved drinking water source since 1990. Many policy makers, researchers and other stakeholders considered that water privatization is the solution to the water provision and sanitation problems that many countries face. Nevertheless, a debate still exists regarding the privatization of water services. Those who are in favour of the privatization argue that:

1. The public sector suffers from bureaucracy and corruption practices preventing the direct and fast production of the expected result, even if financing is not the problem.
2. Water utilities face many problems in day-to-day management and they do not have the time and/or the expertise to design new strategies for the future.
3. Most of the times the private sector can provide the same work cheaper, or a better result with the same budget.
4. Finally, the private contractor is specialized and can provide better services quickly.

On the other hand there are many researchers arguing that water should not be seen as an economic good or commodity, since it is connected to the human life and, thus, is considered as a human right. Several privatization experiences have been recorded until today, both successful and unsuccessful ones. Yet, a new trend has been observed during the last fifteen years, namely "remunicipalisation", denoting the return of water services provision from private companies to the public sector.

The discussion around the privatization of water services takes place in Greece, especially during the last 5-6 years, as well. To this end, this study focuses on the EYATH S.A. case. EYATH S.A. deals with the management of water resources and the collection and treatment of urban and industrial sewage in the broader area of Thessalonica, which is the second largest metropolitan area in Greece, and is listed on the Athens Exchange since 2001. On February 21, 2013 the Asset Development Fund (TAIPED SA) published a call for expressions of interest for the acquisition of 51% of the total share capital of EYATH S.A. through an international tender process. On account of this fact, the aim of this thesis is twofold: (a) to review the international experience in the field and discuss the main arguments of the proponents and the opponents of water privatization; and (b) to estimate the financial value of EYATH S.A. by means of commonly used and widely accepted valuation methods (i.e. balance sheet-based methods, market-based methods, value creation-based methods, and cash flow discounting).

Based on the availability of data and the relevance of valuation methods examined, the value of EYATH S.A. was estimated using four approaches, namely Book Value, Price to Earnings per Share Multiple (P/E), Price-to-Book Value Multiple (P/BV) and discounted free cash flows-DFCF. According to the estimates, which are presented in the following table, the value of EYATH S.A. is of the order of 210-220 million Euros.

<b>Valuation Method</b>	<b>value (in € '000)</b>
Book value	145,481
Multiple P/BV	326,490
Multiple P/E	186,211
DFCF	215,942
<b>Value of EYATH S.A.</b>	<b>218,531</b>

This value captures the economic value of EYATH S.A. without integrating the social value of the services provided. Several researches have concluded that consumers find more trustworthy the public water supply and sanitation companies and declare to be more willing to cooperate with them compared to a private enterprises. All in all, the nature of water, which is an irreplaceable good for human survival, makes it difficult to estimate the true value of a company like EYATH S.A. on the basis of purely financial figures. Therefore, a socioeconomic analysis would depict in a more realistic way the value of the company that provides services of public interest.

# α' μέρος



## 1. Εισαγωγή

Η σημασία του νερού για τη ζωή είναι αδιαμφισβήτητη. Αποτελεί ένα πόρο που όχι μόνο καλύπτει βασικές ανάγκες για τον ανθρώπινο πληθυσμό και κλειδί για την ανάπτυξη, ιδιαίτερα με τη δημιουργία και διατήρηση του πλούτου μέσω της γεωργίας, της επαγγελματικής αλιείας, της παραγωγής ενέργειας, της βιομηχανίας, των μεταφορών και του τουρισμού, αλλά είναι ζωτικός για όλα τα παγκόσμια οικοσυστήματα. Ωστόσο, τα γεγονότα δείχνουν ότι αντιμετωπίζουμε παγκόσμια κρίση νερού.

Εδώ και δεκαετίες είναι έντονος ο προβληματισμός για την εκμετάλλευση των υδατικών πόρων του πλανήτη. Ειδικότερα στις δεκαετίες του '80 και του '90 έγιναν ατελείωτες συζητήσεις για τον τρόπο διαχείρισης του νερού, με επίκεντρο το ερώτημα αν η διαχείριση του νερού πρέπει να αφεθεί στο δημόσιο τομέα ή αν θα πρέπει να ιδιωτικοποιηθεί. Πέραν όλων των άλλων ενστάσεων προκύπτει και το ερώτημα του κατά πόσον είναι θεμιτή η χρήση του πολυτιμότερου φυσικού αγαθού, στο οποίο θα πρέπει να έχουν ελεύθερη πρόσβαση όλοι οι άνθρωποι, να γίνεται από ιδιώτες επιχειρηματίες και να αντιμετωπίζεται ως οποιοδήποτε άλλο προϊόν με στόχο το κέρδος.

Σε πολλές περιοχές του πλανήτη η διαχείριση του νερού είναι πλέον στον ιδιωτικό τομέα. Σε κάποιες περιπτώσεις υπήρξαν καλά αποτελέσματα, ενώ σε κάποιες άλλες όχι, γεγονός που οδήγησε στην επαναδημοτικοποίηση των δικτύων σε αρκετές πόλεις. Σε επίπεδο Ελλάδας το ζήτημα αυτό έχει απασχολήσει κυρίως τα τελευταία χρόνια, με τη συζήτηση για την ιδιωτικοποίηση των εταιρειών ύδρευσης και αποχέτευσης της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, ΕΥΔΑΠ και ΕΥΑΘ αντίστοιχα. Η συζήτηση είναι μεγάλη και υπάρχουν πολλά επιχειρήματα και από τις δύο πλευρές. Το μόνο σίγουρο είναι πως το νερό αποτελεί ένα αγαθό ζωτικής σημασίας για τον άνθρωπο και πως ο τρόπος διαχείρισης του θα μας απασχολήσει πολύ στο μέλλον, πολύ περισσότερο απ' ό τι στο παρελθόν.

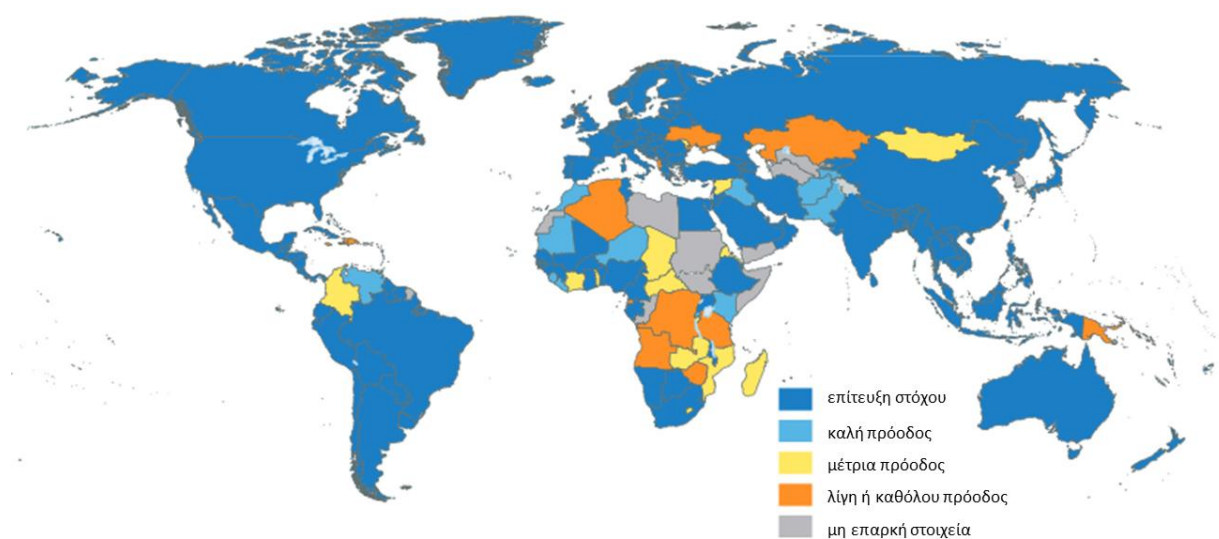




## 2. Παγκόσμιο επίπεδο πρόσβασης σε καθαρό νερό

Το 2000, τα κράτη μέλη των Ηνωμένων Εθνών υπέγραψαν τη Διακήρυξη της Χιλιετίας, η οποία στη συνέχεια οδήγησε στους Αναπτυξιακούς Στόχους της Χιλιετίας (Millennium Development Goals -MDGs). Ο Στόχος 7 αφορά Στην εξασφάλιση της περιβαλλοντικής βιωσιμότητας και συμπεριλαμβάνει την προσπάθεια να μειωθεί κατά το ήμισυ το ποσοστό των ανθρώπων που δεν έχουν πρόσβαση σε ασφαλές πόσιμο νερό και σε βασικές εγκαταστάσεις υγιεινής, μέχρι το 2015.

Το 1990, η παγκόσμια κάλυψη του πληθυσμού σε καθαρό νερό ήταν στο 76% και σύμφωνα με τους στόχους, μέχρι το 2015 επιδιωκόταν να φτάσει στο 88%. Ο στόχος ήταν δύσκολος λόγω των μεγάλων διαφορών μεταξύ των χωρών και του γεγονότος ότι πολλές χώρες βρίσκονται αντιμέτωπες με τη φτώχεια, την οικονομική αστάθεια και την ταχεία πληθυσμιακή αύξηση, δημιουργώντας συνθήκες οικονομικής και κοινωνικής ανασφάλειας. Σύμφωνα με έρευνα του Παγκόσμιου Οργανισμού Υγείας και της Unicef<sup>1</sup>, 147 χώρες κατάφεραν να φτάσουν τους στόχους που είχαν τεθεί ενώ σε κάποιες άλλες υπήρξε μέτρια ή ελάχιστη πρόοδος (Εικόνα 1).



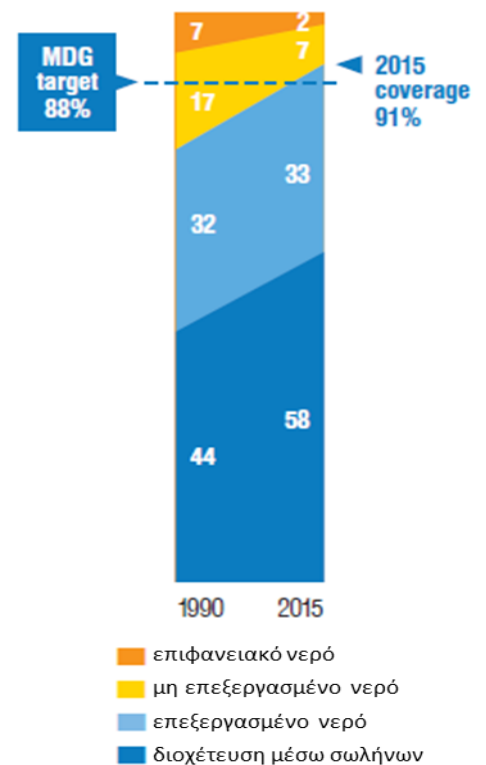
Εικόνα 1: Η επίδοση των χωρών σε παγκόσμια κλίμακα προκειμένου να φτάσουν τους στόχους που έχουν τεθεί.

Πηγή: Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας και Unicef, 2014

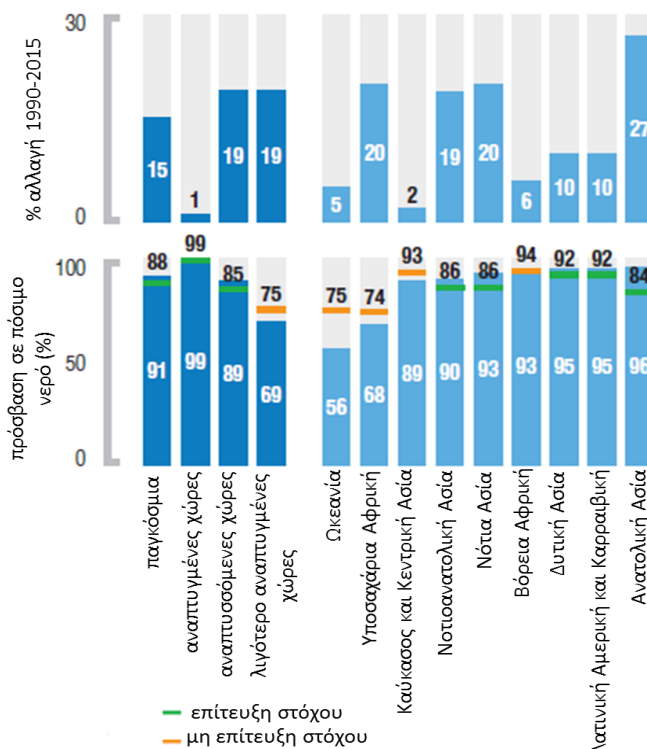
Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι:

<sup>1</sup> Τα αποτελέσματα της έρευνας αφορούν στοιχεία μέχρι το 2010 και μελετήθηκαν 215 χώρες συμπεριλαμβανομένων των χωρών μελών των Ηνωμένων Εθνών.

- Το 91% του παγκόσμιου πληθυσμού έχει πλέον πρόσβαση σε καθαρό νερό. (Γράφημα 1)
- Πέντε (5) αναπτυσσόμενες περιοχές κατάφεραν να φτάσουν τον στόχο, όμως οι χώρες του Καυκάσου, της Κεντρικής Ασίας, της Βόρειας Αφρικής, της Ωκεανίας και της υποσαχάριας Αφρικής δεν τα κατάφεραν. (Γράφημα 2)
- Από το 1990, 2,6 δισ. ανθρώπων έχουν αποκτήσει πρόσβαση σε μη μολυσμένο πόσιμο νερό.
- Το 96% του παγκόσμιου αστικού πληθυσμού έχει πρόσβαση σε ποιοτικό νερό, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό του παγκόσμιου αγροτικού πληθυσμού είναι 84%.
- 8 στους 10 που δεν έχουν πρόσβαση σε καθαρό νερό ζουν σε αγροτικές περιοχές.
- Οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες δεν κατάφεραν να φτάσουν τον στόχο, όμως 42% του πληθυσμού τους απέκτησε πρόσβαση σε καθαρό νερό, σε σύγκριση με τα στατιστικά δεδομένα του έτους 1990.
- Το 2015, 663 εκατομμύρια άνθρωπων δεν έχουν ακόμα πρόσβαση σε καθαρό νερό.



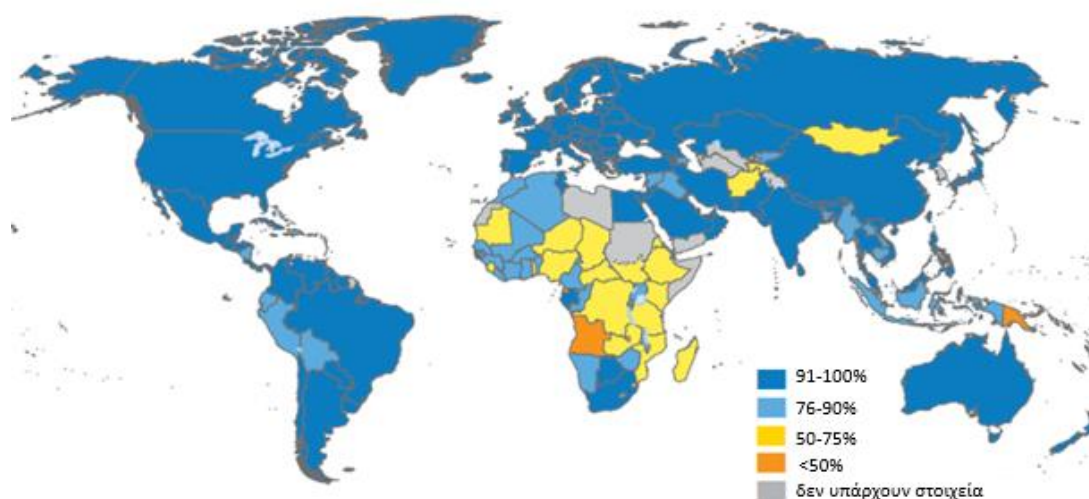
Γράφημα 1: Τα ποσοστά πρόσβασης στο νερό για την περίοδο 1990-2015.  
 Πηγή: Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας, και Unicef. 2014



Γράφημα 2: Πρόσβαση σε καθαρό νερό για το 2015 και ποσοστιαία αλλαγή από το 1990.  
 Πηγή: Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας και Unicef, 2014

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω γραφήματα εκτιμάται ότι το ποσοστό των ανθρώπων που έχουν πρόσβαση σε καθαρό πόσιμο νερό αυξήθηκε από 76% που ήταν το 1990, σε 91% το 2015. Ο στόχος του 88% που είχε τεθεί ξεπεράστηκε το 2010 και πλέον 6,6 δισ. ανθρώπων έχουν πρόσβαση σε καθαρό πόσιμο νερό. Πλέον υπάρχουν τρεις (3) χώρες με ποσοστό πρόσβασης σε καθαρό νερό κάτω από 50%, ενώ το 1990 οι χώρες αυτές ήταν 23.

Παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί τα τελευταία χρόνια, είναι γεγονός πως οι ανισότητες στην πρόσβαση σε καθαρό νερό παραμένουν. Παρόλο που στις αναπτυγμένες χώρες η πρόσβαση πλέον είναι καθολική, δεν ισχύει το ίδιο στις αναπτυσσόμενες χώρες. Τα χαμηλότερα επίπεδα κάλυψης παρατηρούνται στις λιγότερες αναπτυγμένες χώρες και ιδιαίτερα στις χώρες της υποσαχάριας Αφρικής (Εικόνα 2).



Εικόνα 2: Επίπεδα κάλυψης σε πρόσβαση σε καθαρό νερό σε παγκόσμιο επίπεδο για το 2015.  
Πηγή: Παγκόσμιος Οργανισμός Υγείας και Unicef, 2014



## 3. Η ιστορία της ιδιωτικοποίησης του νερού - Παγκόσμια εμπειρία

### 3.1. Η ιστορία της ιδιωτικοποίησης του νερού

Η ιδιωτική παροχή νερού υπήρχε στην Ευρώπη, στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στη Λατινική Αμερική ήδη από τα μέσα του 19ου αιώνα. Όμως σταδιακά άρχισε να απορρίπτεται μέχρι τις αρχές του 20ου αιώνα λόγω ελλιπούς απόδοσης, με αποτέλεσμα η παροχή του νερού από δημόσιους φορείς να κερδίσει έδαφος. Η επιστροφή της ιδέας για ιδιωτικά δίκτυα έγινε στις αρχές της δεκαετίας του '90 μετά τις ιδιωτικοποιήσεις της Θάτσερ στην Αγγλία, την πτώση του κομμουνισμού και την ανάπτυξη της ιδέας της ελεύθερης αγοράς. Η Παγκόσμια Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο διαδραμάτισαν ένα σημαντικό ρόλο σε αυτή τη διαδικασία μέσω των προϋποθέσεων που έθεταν προκειμένου να χορηγήσουν δάνεια.

Πιο συγκεκριμένα:

Στην Αγγλία και την Ουαλία η εμφάνιση των πρώτων ιδιωτικών εταιρειών ύδρευσης χρονολογείται περίπου στον 17ο αιώνα. Το 1820, λειτουργούσαν 6 ιδιωτικές εταιρείες στο Λονδίνο, ενώ τη δεκαετία του 1980 οι ιδιωτικές εταιρείες κατείχαν περίπου το 25% της αγοράς στην Αγγλία και την Ουαλία. Το 1989, η κυβέρνηση της Θάτσερ ιδιωτικοποίησε όλα τα δημόσια δίκτυα ύδρευσης και αποχέτευσης, ενώ στην Σκωτία όπου η διακυβέρνηση της χώρας άνηκε στο Εργατικό Κόμμα, η διαχείριση του νερού παρέμεινε σε δημόσια χέρια.

Στη Γαλλία ανέκαθεν υπήρχε συνύπαρξη του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα στην διαχείριση της ύδρευσης. Οι δύο μεγαλύτερες ιδιωτικές εταιρείες είναι η Veolia Environment (πρώην Vivendi Environment) και η Suez Environment (πρώην Lyonnaise des Eaux), οι οποίες ιδρύθηκαν το 1853 και το 1880, αντίστοιχα. Στα τέλη του 19ου αιώνα οι δημοτικοί φορείς, όντας δυσαρεστημένοι από την ελλιπή απόδοση και την αναποτελεσματικότητα που επιδείκνυαν οι ιδιωτικοί φορείς ύδρευσης, οδηγήθηκαν στη δημιουργία δημοτικών επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας. Το 1936, το μερίδιο των ιδιωτικών εταιρειών ανερχόταν στο 17% της αγοράς, ενώ από το 1954 και μετά άρχισε να αυξάνεται σταδιακά, φτάνοντας, το 2000, σε ποσοστό που άγγιξε το 80%. Η υπηρεσία ύδρευσης του Παρισιού ιδιωτικοποιήθηκε το 1985, ενώ το 2010 επαναδημοτικοποιήθηκε.

Στην Ισπανία δραστηριοποιούνται ιδιωτικές εταιρείες παροχής νερού από τα τέλη του 19ου αιώνα. Η μεγαλύτερη ιδιωτική εταιρεία είναι η Aguas de Barcelona. Αν και αρχικά δημιουργήθηκε από Βέλγους και Γάλλους επενδυτές, τελικά πωλήθηκε σε Ισπανούς επενδυτές το 1920. Ωστόσο, στις αρχές του 20ου αιώνα επανήλθε σταδιακά υπό γαλλικό έλεγχο.

Στις Η.Π.Α. το 60% του δικτύου ύδρευσης ήταν υπό ιδιωτική εποπτεία μέχρι το 1850, ενώ μειώθηκε στο 30% μέχρι το 1920. Από το 2010 το μεγαλύτερο ποσοστό του δικτύου ελέγχεται από συμπράξεις του δημόσιου με τον ιδιωτικό τομέα.

Οι ευρωπαϊκές ιδιωτικές εταιρείες επεκτάθηκαν στη Λατινική Αμερική, την Αφρική και την Ασία κατά το δεύτερο μισό του 19<sup>ου</sup> αιώνα, την περίοδο δηλαδή που άρχισαν να χάνουν έδαφος στις ευρωπαϊκές χώρες. Στην Ουρουγουάη το δίκτυο ύδρευσης ιδιωτικοποιήθηκε από το 1867 μέχρι το 1950, στο Κάιρο και την Αλεξάνδρεια της Αιγύπτου από το 1867 μέχρι το 1956, στη Σαγκάη της Κίνας από το 1875 μέχρι το 1949 και στην Ακτή Ελεφαντοστού από την αρχή της αποικιοκρατίας μέχρι και σήμερα.

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι ιδιωτικές εταιρείες επεκτάθηκαν προς την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη και ιδιαίτερα στη Βουλγαρία, την Τσεχία, την Ουγγαρία και τη Ρουμανία.

### 3.2. Παγκόσμια εμπειρία

Όπως προκύπτει μέχρι στιγμής, από τη δεκαετία του 1990 κι έπειτα έχουν υπογραφεί αρκετές συμβάσεις παραχώρησης των δικαιωμάτων διαχείρισης του νερού σε ιδιωτικούς φορείς, σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε κάποιες περιπτώσεις το γεγονός αυτό είχε αρνητικά αποτελέσματα με συνέπεια την επαναδημοτικοποίηση των δικτύων, ενώ σε άλλες περιπτώσεις φαίνεται πως η ιδιωτική διαχείριση λειτούργησε αρκετά ικανοποιητικά. Παρακάτω επιχειρείται μια προσπάθεια καταγραφής των φαινομένων που παρουσιάστηκαν είτε προς τη μία είτε προς την άλλη κατεύθυνση.

Μερικές από τις περιπτώσεις που η ιδιωτικοποίηση των δικτύων ύδρευσης δεν είχε τα προσδοκώμενα αποτελέσματα, ωθώντας στην επαναδημοτικοποίηση των δικτύων είναι οι εξής (Lobina et al., 2015):

#### 1. Παρίσι – Γαλλία

Το 1984, υπογράφηκαν δύο συμβάσεις μίσθωσης διάρκειας 25 ετών για την παροχή νερού στο Παρίσι, με τις γαλλικές εταιρείες Veolia και Suez (κάθε εταιρεία ανέλαβε να καλύψει το μισό της πόλης). Το 2000, οι συμβάσεις επικρίθηκαν από το περιφερειακό όργανο ελέγχου λόγω έλλειψης οικονομικής διαφάνειας και το 2002, έπειτα από έλεγχο που πραγματοποιήθηκε, διαπιστώθηκε ότι οι τιμές που χρεώνονταν από τους μισθωτές ήταν 25% και 30% υψηλότερες από το οικονομικά δικαιολογημένο κόστος. Το 2003, ο εθνικός φορέας ελέγχου διαπίστωσε την ύπαρξη κενού μεταξύ των οικονομικών αποθεματικών για τη συντήρηση των δικτύων και τις εργασίες που τελικά πραγματοποιούνταν, γεγονός που συνδέθηκε με την αύξηση των τιμών για τους καταναλωτές και παράλληλα την μη υλοποίηση των

προβλεπόμενων εργασιών συντήρησης του δικτύου. Περαιτέρω, διαπιστώθηκε ότι οι μητρικές εταιρείες των μισθωτών λάμβαναν πληρωμές για την παροχή τεχνογνωσίας, ενώ οι δύο μισθωτές είχαν αναθέσει σε θυγατρικές τους εταιρείες την υπεργολαβία των εργασιών συντήρησης προκειμένου να λαμβάνουν επιπλέον κέρδη, μέσω της εκμετάλλευσης του σχήματος των λεγόμενων «συνδεδεμένων εταιρειών». Παρά την επαναδιαπραγμάτευση των συμβάσεων το 2003, η ήδη διαμορφωμένη κατάσταση συνεχίστηκε με αποτέλεσμα ο Δήμος Παρισίου να αποφασίσει την επαναφορά του ελέγχου της ύδρευσης της πόλης στα δικά του χέρια. Αξίζει να αναφερθεί, ότι κατά το χρονικό διάστημα που ο έλεγχος των δικτύων άνηκε στους ιδιώτες παρατηρήθηκε αύξηση που άγγιξε το 260% στην τιμή του νερού. Η επαναδημοτικοποίηση πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 2010, μετά τη λήξη των ιδιωτικών συμφωνητικών με τη Veolia και τη Suez.

Κατά το πρώτο έτος λειτουργίας, μετά την επαναδημοτικοποίηση, η νέα δημοτική αρχή Eau de Paris εξοικονόμησε έως και 35 εκατομμύρια €, τα οποία επέτρεψαν την πραγματοποίηση μείωσης 8% στα τιμολόγια του νερού. Μέχρι και σήμερα η τιμή της ύδρευσης στο Παρίσι είναι περίπου στα 0,9617€/m<sup>3</sup> (πριν την επαναδημοτικοποίηση ήταν στα 1,0464 €/m<sup>3</sup>), κόστος το οποίο είναι κάτω από το γαλλικό και το διεθνές μέσο όρο τιμής ανά m<sup>3</sup>, παρά τις ειδικές τεχνικές δυσκολίες συντήρησης και επέκτασης του δικτύου που προκύπτουν, για να εξασφαλιστεί η παροχή ασφαλούς πόσιμου νερού σε μια μητρόπολη όπως το Παρίσι. Προς επίρρωση της προσπάθειας της, η Eau de Paris πραγματοποιεί καμπάνιες που σκοπό έχουν την ανάπτυξη οικολογικής συνείδησης που θα οδηγήσει στην μακροπρόθεσμη εξοικονόμηση νερού, ενώ παράλληλα αύξησε τη συνεισφορά της στο ταμείο αλληλεγγύης για την στέγαση στην πόλη και υιοθέτησε δράσεις κοινωνικής πολιτικής για 44.000 φτωχά νοικοκυριά

## **2. Γκρενόμπλ – Γαλλία**

Το 1989 υπογράφηκε σύμβαση με θυγατρική εταιρεία της γαλλικής Suez και το 1996 πραγματοποιήθηκε επαναδιαπραγμάτευση της εν λόγω σύμβασης. Η νέα σύμβαση, που προέκυψε, προέβλεπε την ανάθεση της διαχείρισης και άλλων υπηρεσιών προς τη Suez, και εγγυόταν την αύξηση της αμοιβής της. Όμως, μετά τη λήξη του ιδιωτικού συμφωνητικού με τη θυγατρική της Suez, αποφασίστηκε η επαναδημοτικοποίηση του νερού, η οποία εγκρίθηκε το Μάρτιο του 2000, και τέθηκε σε εφαρμογή το 2001. Βασικοί λόγοι αυτής της απόφασης αποτέλεσαν η διαφθορά που διαπιστώθηκε, η έλλειψη διαφάνειας και η υπερτιμολόγηση των υπηρεσιών που παρείχε προς τους καταναλωτές. Ο δημοτικός φορέας Régie des Eaux de Grenoble (REG), που ανέλαβε τη διαχείριση των δικτύων, αύξησε τις επενδύσεις αναφορικά με τη συντήρηση των δικτύων και ανανέωσε τις υποδομές σε τριπλάσια ποσοστά σε σύγκριση με τον προηγούμενο ιδιωτικό φορέα, διατηρώντας παράλληλα τα τιμολόγια σε χαμηλότερο και πιο σταθερό επίπεδο.

Παράλληλα, προωθήθηκε η συμμετοχή των πολιτών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

### **3. Βερολίνο – Γερμανία**

Το 1999, το 49,9% των μετοχών της Berlinwasser Holding AG (BWH) –του φορέα εκμετάλλευσης του νερού στο Βερολίνο Berliner Wasserbetriebe (BWB) - πωλήθηκε σε κοινοπραξία, της οποίας μέλη ήταν η Veolia και η RWE. Η συμφωνία προέβλεπε την παραχώρηση του ελέγχου της διαχείρισης της BWB στην ιδιωτική κοινοπραξία, εξασφαλίζοντας της δυνατότητα διορισμού του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Οικονομικού Διευθυντή. Η σύμβαση με την Veolia και την RWE συμπεριλάμβανε ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων για τους ιδιώτες μετόχους θα ήταν 8% και ότι αυτό το επίπεδο κερδοφορίας θα ήταν εγγυημένο από το κράτος του Βερολίνου για 28 χρόνια. Η σύμβαση οδήγησε σε σοβαρή έλλειψη επενδύσεων και στην εκτίναξη των τιμών, με αποτέλεσμα τη διεξαγωγή δημοψηφίσματος το 2011 για τη δημοσίευση των όρων της σύμβασης. Χαρακτηριστικό των αντιδράσεων ενάντια στην ιδιωτική σύμβαση είναι το γεγονός ότι στις δημοτικές εκλογές του Σεπτεμβρίου του 2011 η επαναδημοτικοποίηση του νερού ήταν μέρος του προγράμματος των τριών από τα τέσσερα μεγαλύτερα κόμματα που διεκδικούσαν τη νίκη. Η σύμβαση τερματίστηκε όταν το κράτος του Βερολίνου προέβη στην αγορά των μετοχών που κατείχε η RWE τον Απρίλιο του 2012 και των μετοχών που κατείχε η Veolia τον Σεπτέμβριο του 2013. Η διαδικασία της επαναδημοτικοποίησης κόστισε στους φορολογούμενους 1,3 δισ. € προκειμένου να αγοραστούν οι μετοχές, με άμεσο αποτέλεσμα τη μετακύληση του κόστους στους καταναλωτές, οι οποίοι θα πληρώνουν υψηλότερους λογαριασμούς νερού για τα επόμενα τριάντα (30) χρόνια.

### **4. Στουτγάρδη – Γερμανία**

Το 1997 πραγματοποιήθηκε συγχώνευση της δημόσιας εταιρείας ύδρευσης της πόλης Technische Werke Stuttgart (TWS) με τη δημόσια εταιρεία ηλεκτρισμού Neckawerke Esslingen, με αποτέλεσμα τη σύσταση της εταιρείας Neckawerke Stuttgart (NWS). Η νέα αυτή εταιρεία δημιουργήθηκε έπειτα από απόφαση του τότε δημοτικού συμβουλίου (πλειοψηφία είχε η Ένωση Χριστιανοδημοκρατών), με στόχο την εμπλοκή του ιδιωτικού τομέα στη νεοσύστατη εταιρεία. Αρχικά, ο Δήμος της Στουτγάρδης κατείχε το 42,5% της NWS, 30% κατείχε η Elektrizitätsverband και 25% η EnBW (η οποία είναι η τρίτη μεγαλύτερη εταιρεία κοινής ωφέλειας στην Γερμανία). Σταδιακά, μέχρι το 2002 μεταβιβάστηκε το 42,5% που κατείχε ο Δήμος στην EnBW, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση των θέσεων εργασίας και παράλληλα την αύξηση των τιμών στην ύδρευση και στην ηλεκτροδότηση.

Το 2009, μετά από αλλαγή των συσχετισμών στο δημοτικό συμβούλιο και άνοδο των Πρασίνων, αποφασίστηκε η επαναδιαπραγμάτευση με την EnBW. Καθώς οι συμβάσεις που είχαν υπογραφεί έληγαν το 2013, αποφασίστηκε να αναλάβει εκ νέου ο Δήμος τη διαχείριση των υπηρεσιών. Σε αυτή την απόφαση βοήθησαν και τα



κινήματα πολιτών που είχαν δημιουργηθεί τόσο στη Στουτγάρδη όσο και σε άλλες γερμανικές πόλεις και τα οποία απαιτούσαν να επιστρέψουν οι υπηρεσίες στα χέρια των πολιτών. Το 2011, όμως, το κρατίδιο της Βάδης-Βυρτεμβέργης αγόρασε κρυφά το 45% της EnBW χωρίς να λάβει υπόψη του το δημοτικό συμβούλιο. Από τότε, παρόλο που σχεδόν το σύνολο των μετοχών της EnBW είναι κρατικής ιδιοκτησίας, η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί ως ιδιωτική, τονίζοντας έτσι την διαφορετική αντίληψη για την διαχείριση των υπηρεσιών που υπάρχει σε κρατικό και δημοτικό επίπεδο.

Η πόλη της Στουτγάρδης δημιούργησε το 2012 την Stadtwerke Stuttgart GmbH, μια δημοτική εταιρεία για την διαχείριση των υπηρεσιών της πόλης. Μέχρι σήμερα έχουν επιστρέψει όλες οι υπηρεσίες στα χέρια του Δήμου εκτός από το νερό καθώς η EnBW διεκδικεί 600-750 εκατομμύρια € για τις εγκαταστάσεις υποδομών, ενώ σύμφωνα με το Δήμο της Στουτγάρδης η αξία τους ανέρχεται περίπου στα 160-180 εκατομμύρια €. Παράλληλα, η EnBW προσπάθησε να εφαρμόσει αυξήσεις στα τιμολόγια, στις οποίες ο Δήμος απάντησε με αγωγή όπου διαπιστώθηκε ότι η εταιρεία υπερκοστολογεί τις υπηρεσίες της κατά 30%. Η διαχείριση της παροχής του νερού παραμένει στα χέρια της EnBW μέχρι οι δύο πλευρές να καταλήξουν σε μία συμφωνία.

## **5. Βουδαπέστη – Ουγγαρία**

Η εταιρεία Waterworks of Budapest η οποία διαχειρίζεται την ύδρευση της Βουδαπέστης ιδιωτικοποιήθηκε το 1997. Μέχρι το 2012 οι κύριοι μέτοχοι ήταν το δημοτικό συμβούλιο της Βουδαπέστης (73,6%) και η Hungariaviz Zrt (23,65%) η οποία ανήκει στις ιδιωτικές εταιρείες Suez Environment και RWE Aqua GmbH. Η σύμβαση προέβλεπε την παραχώρηση της διαχείρισης του δικτύου στους ιδιώτες, όμως κύριος μέτοχος παρέμενε ο Δήμος Βουδαπέστης. Το Ιούνιο του 2012 υπεγράφη συμφωνία τερματισμού και διακανονισμού προκείμενου ο Δήμος να εξαγοράσει ένα μικρό πακέτο μετοχών και τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας, έναντι 51 εκατομμυρίων €. Οι λόγοι της πρόωρης επαναδημοτικοποίησης ήταν κυρίως η υψηλή αμοιβή της εταιρείας για τη διαχείριση των υπηρεσιών και τα αυξημένα τιμολόγια σε σύγκριση με τον μέσο όρο άλλων ανεπτυγμένων χωρών.

## **6. Ατλάντα – ΗΠΑ**

Η United Water, θυγατρική της Suez είναι μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές εταιρείες νερού που λειτουργούν στις ΗΠΑ και το 1999 υπέγραψε μια 20ετή σύμβαση παραχώρησης νερού με το Δήμο της Ατλάντα. Η σύμβαση αυτή καταγγέλθηκε από την πρώην δήμαρχο της Ατλάντα Shirley Franklin, λόγω κακοδιαχείρισης από την πλευρά της εταιρείας. Την τετραετία 1999-2003 κατά την οποία η United Water είχε αναλάβει τη διαχείριση του νερού παρατηρήθηκε μείωση κατά το ήμισυ του εργατικού δυναμικού της εταιρείας, ενώ παράλληλα τα τιμολόγια συνέχισαν να αυξάνονται σταδιακά κάθε χρόνο. Η ποιότητα του νερού

μειώθηκε τόσο έντονα που σε ορισμένες περιπτώσεις οι κάτοικοι της πόλης αναγκάστηκαν να βράζουν το νερό λόγω της ανεπαρκούς επεξεργασίας από την ιδιωτική εταιρεία. Τελικά, οι αρμόδιες αρχές της πόλης προσέλαβαν επιθεωρητές για να ελέγξουν το έργο της εταιρείας, γεγονός που επιβάρυνε τον κρατικό προϋπολογισμό κατά επιπλέον ένα εκατομμύριο δολάρια.

### **7. Μπουένος Άιρες – Αργεντινή**

Το Μάιο του 1993, η διαχείριση του δικτύου ύδρευσης και αποχέτευσης του Μπουένος Άιρες παραχωρήθηκε για 30 χρόνια σε ιδιωτική κοινοπραξία (υπό την ηγεσία της Suez-Lyonnaise des Eaux) η οποία ονομάστηκε Aguas Argentinas. Το 1997 πραγματοποιήθηκε επαναδιαπραγμάτευση που είχε ως αποτέλεσμα την ενσωμάτωση νέων χρεώσεων, με συνέπεια την αύξηση των τιμολογίων καθώς και την παραχώρηση δικαιώματος ακύρωσης ή καθυστέρησης εφαρμογής επενδύσεων που ήταν στην αρχική συμφωνία. Από το Μάιο του 1993 -μέχρι το Δεκέμβριο του 1998, η Aguas Argentinas απέτυχε να παραδώσει το 57,9% των επενδύσεων που είχαν αρχικά συμφωνηθεί, συνολικού ύψους 746,39 εκατομμυρίων δολαρίων. Το 2002 η κυβέρνηση ξεκίνησε εκ νέου διαπραγματεύσεις με αντικείμενο τη σύμβαση παραχώρησης, η οποία εν τέλει ακυρώθηκε το 2006. Τελικά, δημιουργήθηκε η δημόσια εταιρεία AySA, η οποία ανέλαβε την ευθύνη για την παροχή των υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης.

Μετά την ακύρωση της σύμβασης η Suez διεκδίκησε αποζημίωση μέσω του Διεθνούς Κέντρου για την Επίλυση Επενδυτικών Διαφορών (ICSID), το οποίο τον Απρίλιο του 2015 αποφάσισε ότι η Αργεντινή πρέπει να αποζημιώσει με 405 εκατομμύρια \$ τη γαλλική εταιρεία. Παράλληλα, κατατέθηκαν αγωγές κατά της Suez από μεμονωμένους πολίτες, οργανώσεις πολιτών και τοπικές αρχές με αφορμή το χαμηλό επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών από την εταιρεία.

Η νέα δημόσια εταιρεία νερού AySA λειτουργεί στο πλαίσιο ενός καθεστώτος συμμετοχικής ιδιοκτησίας (το κράτος κατέχει το 90% και το συνδικάτο των εργαζομένων κατέχει το 10%) και έχει θέσει ως προτεραιότητα της την εξασφάλιση πρόσβασης στις υπηρεσίες του νερού σε όσο το δυνατόν περισσότερους πολίτες. Η ομοσπονδιακή κυβέρνηση επενδύει εκατομμύρια σε έργα υποδομής από το 2009 κι έπειτα, με στόχο την καθολική πρόσβαση στο νερό, στο πλαίσιο της εκπόνησης «Σχεδίου για τις Φτωχές Γειτονιές».

### **8. Τούκουμαν – Αργεντινή**

Η ιδιωτική σύμβαση που είχε υπογραφεί με την Vivendi (νυν Veolia) καταγγέλθηκε όταν οι καταναλωτές σταμάτησαν να πληρώνουν τους λογαριασμούς λόγω σοβαρών λειτουργικών βλαβών. Το 2007, το Δικαστήριο καταδίκασε κατόπιν δικαστικής διαμάχης την Αργεντινή να πληρώσει 105 εκατομμύρια \$, αντί των 375 εκατομμυρίων \$ που απαιτούσε η Vivendi.

## **9. Νταρ Ες Σαλάμ – Τανζανία**

Το 2005 καταγγέλθηκε η σύμβαση με την Biwater για λόγους κακής απόδοσης. Η Biwater, η οποία έχει έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο, έφερε τις αξιώσεις για αποζημίωση ενώπιον δύο διαφορετικών διεθνών διαιτητικών δικαστηρίων και το αποτέλεσμα ήταν να χάσει τη δικαστική διαμάχη και στις δύο περιπτώσεις. Αρχικά, έχασε την υπόθεση που κατατέθηκε ενώπιον του Ανώτατου Δικαστηρίου του Ηνωμένου Βασιλείου στο πλαίσιο των κανόνων της UNCITRAL (για λόγους πρόωρης λήξης της σύμβασης) και παράλληλα καταδικάστηκε να πληρώσει 3.000.000 στερλίνες ως αποζημίωση, τα οποία η Biwater αρνήθηκε να καταβάλει. Στη συνέχεια, ηττήθηκε και κατά τη δεύτερη απόπειρά της για δικαστική επίλυση της διαφοράς, που κατατέθηκε στο Διεθνές Κέντρο για την Επίλυση Επενδυτικών Διαφορών (ICSID), για λόγους απαλλοτρίωσης. Το ICSID διαπίστωσε ότι ενώ η κυβέρνηση της Τανζανίας είχε παραβιάσει τις διμερείς επενδυτικές συνθήκες της με το Ηνωμένο Βασίλειο σε τέσσερις ξεχωριστές περιπτώσεις (συμπεριλαμβανομένης της παράνομης απαλλοτρίωσης περιουσιακών στοιχείων από την κοινοπραξία της Biwater με την τοπική Joint Venture City Water), η εταιρεία δεν δικαιούται αποζημίωση, διότι η αξία της επένδυσής της στο νερό της πόλης ήταν μηδενική κατά το χρόνο της απαλλοτρίωσης.

## **10. Αλμάτι – Καζακστάν**

Το 1999, η γαλλική πολυεθνική Vivendi (νυν Veolia) κέρδισε την παραχώρηση της διαχείρισης του συστήματος ύδρευσης και αποχέτευσης για 30 έτη στο Αλμάτι. Η παραχώρηση τερματίστηκε και ακολούθησε η επαναδημοτικοποίηση του συστήματος το 2003 λόγω διαφωνιών σχετικά με τις αυξήσεις στις τιμές που ζήτησε η Veolia, οι οποίες ήταν διπλάσιες από εκείνες που η κυβέρνηση ήταν έτοιμη να αποδεχθεί. Η Veolia απαίτησε την αύξηση των τιμολογίων από 0,08 δολάρια ανά m<sup>3</sup> το 1999, σε 0,12 δολάρια το 2002 και 0,29 δολάρια το 2005. Μετά την επαναδημοτικοποίηση το 2005, η κρατική Vodokanal είχε χρεώσεις της τάξης των 0,15 δολαρίων ανά κυβικό μέτρο.

## **11. Τζακάρτα – Ινδονησία**

Το 1997, υπογράφηκαν δύο συμβάσεις διάρκειας 25 ετών με δύο κοινοπραξίες, η μία με επικεφαλής τη γαλλική πολυεθνική Suez και η άλλη με επικεφαλής την Thames Water η οποία έχει έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Οι δύο παραχωρήσεις αμφισβητήθηκαν λόγω της έλλειψης διαφάνειας κατά την ανάθεση των συμβάσεων και λόγω των ελλιπών αποδόσεων. Μετά την ανατροπή της κυβέρνησης και την οικονομική κρίση που ξέσπασε στην ανατολική Ασία, έγινε επαναδιαπραγμάτευση των συμβάσεων, με αποτέλεσμα το 2006 η Suez να πουλήσει τις μισές μετοχές της ενώ η Thames Water όλο το πακέτο μετοχών της σε επενδυτές από την Ινδονησία.

Οι κύριοι στόχοι της σύμβασης ήταν η αύξηση της κάλυψης των υπηρεσιών και η μείωση των απωλειών του νερού. Ο αρχικός στόχος ήταν να επιτευχθεί κάλυψη των

υπηρεσιών της τάξεως του 75% μέχρι το 2008 και της τάξεως του 100% μέχρι τη λήξη της σύμβασης, ενώ παράλληλα να επιτευχθεί μείωση των απωλειών νερού στο 25% μέχρι το 2008 και στο 20% μέχρι τη λήξη της σύμβασης. Τελικά, το 2008 διαπιστώθηκε κάλυψη των υπηρεσιών μόνο στο 64% ενώ οι απώλειες του νερού είχαν μειωθεί μόνο στο 50%. Παράλληλα, οι τιμές χρέωσης στα τιμολόγια του νερού τριπλασιάστηκαν.

Στις 24 Μαρτίου 2015, το Κεντρικό Περιφερειακό Δικαστήριο της Τζακάρτα αποφάνθηκε ότι η ιδιωτικοποίηση του νερού της ήταν παράνομη και διέταξε την επιστροφή του δικτύου ύδρευσης σε δημόσιο έλεγχο. Το δικαστήριο σημείωσε ότι οι ιδιωτικοί φορείς ήταν «αμελείς κατά την εκπλήρωση του ανθρώπινου δικαιώματος στο νερό για τους κατοίκους της Τζακάρτα». Η κυβέρνηση της Ινδονησίας, καθώς και οι ιδιωτικοί φορείς εκμετάλλευσης των δικτύων νερού έχουν ασκήσει έφεση κατά της δικαστικής απόφασης. Ακόμα, η κυβέρνηση, η οποία θέλει να προσελκύσει ιδιωτικές επενδύσεις, δεν έχει εκκινήσει τις διαδικασίες προκειμένου να άρει τις συμβάσεις, οι οποίες παραμένουν σε ισχύ έως ότου εκδοθεί η τελική απόφαση του δικαστηρίου επί της εφέσεως που ασκήθηκε.

Στον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 1) φαίνονται το κόστος ύδρευσης, το ποσοστό διαρροής του δικτύου και το ποσοστό κάλυψης των αναγκών στην πόλη της Τζακάρτα και σε άλλες πόλεις της Ινδονησίας στις οποίες η διαχείριση των δικτύων ανήκει στο δημόσιο.

**Πίνακας 1: Κόστος ύδρευσης, ποσοστό διαρροής του δικτύου και ποσοστό κάλυψης στην Τζακάρτα και σε άλλες πόλεις της Ινδονησίας (2013).**

Πόλη Ινδονησίας	Μέσο κόστος ύδρευσης (IDR/m <sup>3</sup> )	Ποσοστό διαρροής (%)	Ποσοστό κάλυψης (%)
Σουραμπάγια	2,800	34	87
Παλεμπάνγκ	3,800	30	93
Μπαντζαρμασίν	4,120	26	98
Μεντάν	2,226	24	66,62
Μαλάνγκ	4,000	30	80
Τζακάρτα	7,800	44	59,01

Πηγή: Lobina et al., 2015

## 12. Μοζαμβίκη

Στα τέλη της δεκαετίας του '80 και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, η Μοζαμβίκη προχώρησε σε ιδιωτικοποίηση των υπηρεσιών και της διαχείρισης των δικτύων ύδρευσης της. Το 1999 δημιουργήθηκε μια Σύμπραξη Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) μεταξύ της κυβέρνησης και της Aguas de Mozambique (AdeM), της οποίας κύριος μέτοχος ήταν η Aguas de Portugal (AdP). Η σύμβαση αφορούσε στην πρωτεύουσα της Μοζαμβίκης, Μαπούτο και στις τέσσερις μεγάλες επαρχιακές πόλεις Μπέιρα, Ναμπούλα, Κελιμάνε και Πέμπα. Μετά τις έντονες

βροχοπτώσεις που προκάλεσαν τις καταστροφικές πλημμύρες του 2000, η AdeM ήθελε να αυξήσει τα τιμολόγια για να αντισταθμίσει τις απώλειες. Παρ' όλο που η κυβέρνηση ήταν δυσαρεστημένη με την αθέτηση των υποχρεώσεων που ορίζονταν από την σύμβαση, ο ιδιώτης εταίρος ισχυρίστηκε ότι οι υψηλές απώλειες δικαιολογούσαν την αύξηση των τιμολογίων. Ως συνέπεια της διαφωνίας, οι συμβάσεις στις τέσσερις επαρχιακές πόλεις έληξαν το 2008 και δεν ανανεώθηκαν, ενώ η σύμβαση που αφορούσε την πρωτεύουσα Μαπούτο ήρθε σε πρώιμη λήξη το 2010 όταν η κυβέρνηση, μέσω της δημόσιας εταιρείας χαρτοφυλακίου των περιουσιακών της στοιχείων, αγόρασε το 73% των μετοχών, λήγοντας έτσι με έμμεσο τρόπο την επί χρόνια συνεργασία με την AdeM.

Μερικές από τις περιπτώσεις όπου η ιδιωτικοποίηση του δικτύου ύδρευσης παρουσίασε θετικά αποτελέσματα είναι οι εξής:

### **1. Κολομβία**

Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στη διαδικασία ύδρευσης και αποχέτευσης στην Κολομβία θεωρείται περισσότερο επιτυχημένη συγκριτικά με άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπως στην Αργεντινή ή στη Βολιβία. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, κατά το χρονικό διάστημα 1996 έως 2007, υπογράφηκαν περισσότερες από 40 συμβάσεις για τη διαχείριση των δικτύων από ιδιωτικές εταιρείες, οι οποίες προορίζονται να καλύψουν τις ανάγκες περίπου του 20% του αστικού πληθυσμού της Κολομβίας. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι περισσότερες από τις συμβάσεις αυτές αφορούν στη διαχείριση των δικτύων σε φτωχές επαρχίες με μεγάλη έλλειψη υποδομών, όπως είναι η Μπαρρανκίλα και η Καρτάτζενα.

Μελέτες που εκπονήθηκαν στις συγκεκριμένες περιοχές, έχουν δείξει ότι η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα επέφερε θετικά αποτελέσματα στην τελικά ποιότητα των υπηρεσιών. Παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση στο ποσοστό του πληθυσμού το οποίο είχε πρόσβαση στις υπηρεσίες, χωρίς όμως να υπάρχουν ενδείξεις ότι κάτι τέτοιο δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί υπό καθεστώς δημόσιας διαχείρισης. Περαιτέρω, παρουσιάσθηκε μια μικρή μείωση των απωλειών του δικτύου σε περιοχές όπου η διαχείριση ήταν ιδιωτική και σε μία τουλάχιστον πόλη (Καρτάτζενα) τα τιμολόγια μειώθηκαν σημαντικά. Από τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δεν προέκυψαν αρνητικές συνέπειες εξαιτίας της ιδιωτικοποίησης του νερού, σχετικά με την ποιότητα των υπηρεσιών, την πρόσβαση στο δίκτυο ή την τιμολογιακή πολιτική που ακολούθησαν οι ιδιωτικές εταιρείες διαχείρισης των δικτύων.

Η μεγαλύτερη ιδιωτική εταιρεία είναι η κολομβιανή AAA η οποία καλύπτει τις ανάγκες περίπου 1,5 εκατομμυρίων κατοίκων και έχει στρατηγική εταιρική σχέση με

τη δημόσια εταιρεία ύδρευσης της Μαδρίτης. Άλλες ιδιωτικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην αγορά του νερού είναι η EIS, η Conhydra και η Sala.

## **2. Μαρόκο**

Στα μέσα της δεκαετίας του '90 η μαροκινή κυβέρνηση ιδιωτικοποίησε τις υπηρεσίες ύδρευσης και αποχέτευσης σε 4 πόλεις: την πρωτεύουσα Ραμπάτ, την Καζαμπλάνκα, την Ταγγέρη και την Τετουάν. Οι εταιρείες που ανέλαβαν τη διαχείριση των δικτύων είναι οι γαλλικές Suez και Veolia οι οποίες καλύπτουν τις ανάγκες περίπου του 38% του πληθυσμού της χώρας.

Στην Καζαμπλάνκα συστάθηκε κοινοπραξία με επικεφαλής τη Suez, υπό την επωνυμία Lydec. Σύμφωνα με τη Lydec, έχει παρατηρηθεί καλύτερη απόδοση όσον αφορά στην ταχύτερη επισκευή των ζημιών, στην απλούστευση των διαδικασιών και στην αξιοπιστία των χρεώσεων. Οι τιμές προσαρμόζονται ετησίως με βάση ένα δείκτη που ορίζεται στη σύμβαση. Από το 1997 μέχρι το 2001 παρατηρήθηκε αύξηση περίπου 35% στα τιμολόγια της ύδρευσης, όμως και υπό τη δημόσια διαχείριση την περίοδο 1990-1995 είχε σημειωθεί αύξηση στα τιμολόγια περίπου 60%.

Στις λοιπές πόλεις, σύμφωνα με παρατηρήσεις της κοινοπραξίας Amendis με επικεφαλή τη Veolia, τα πρώτα 5 χρόνια κατάφεραν να συνδεθούν στο δίκτυο 40.000 νοικοκυριά επιπλέον. Περαιτέρω, σύμφωνα με την Veolia, την περίοδο 2007-2010 οι αυξήσεις που πραγματοποιήθηκαν στα τιμολόγια ήταν χαμηλότερες από αυτές που είχαν προβλεφθεί στη σύμβαση.

## **3. Μανίλα – Φιλιππίνες**

Η ιδιωτικοποίηση του νερού στη Μανίλα ξεκίνησε το 1997 με την ανάθεση της διαχείρισης των δικτύων μέσω δύο συμβάσεων παραχώρησης, που αφορούσαν στις περιοχές της Ανατολικής και της Δυτικής Μανίλα. Η παραχώρηση της Ανατολικής Μανίλα θεωρήθηκε επιτυχής και έχει οδηγήσει σε σημαντικές βελτιώσεις όσον αφορά στην πρόσβαση, στην ποιότητα και στην αποτελεσματικότητα των υπηρεσιών. Ο εξυπηρετούμενος πληθυσμός υπερδιπλασιάστηκε από 3 εκατομμύρια, το 1997, σε 6,1 εκατομμύρια το 2009 και το ποσοστό των πελατών που έχει 24ωρη παροχή νερού αυξήθηκε από 26%, το 1997, σε 98% το 2009. Εν αντιθέσει, στη Δυτική Μανίλα η σύμβαση παραχώρησης απέτυχε να λειτουργήσει για μακρό χρονικό διάστημα, καθώς η εταιρεία πτώχευσε το 2003. Ωστόσο, πωλήθηκε σε νέους επενδυτές το 2007 και η απόδοση έκτοτε φαίνεται να έχει βελτιωθεί. Τέλος, το ποσοστό του πληθυσμού που έχει πρόσβαση στο δίκτυο ύδρευσης αυξήθηκε από 67%, το 1997, σε 86% το 2006 και το ποσοστό των πελατών που διαθέτει 24ωρη παροχή νερού αυξήθηκε από 32%, το 2007, σε 71% το 2011.

#### **4. Γουαγιακίλ – Εκουαδόρ**

Η ιδιωτικοποίηση του νερού στο Γουαγιακίλ αποφασίστηκε το 1995 και ακολούθησε, σε εφαρμογή αυτής της απόφασης, η συγχώνευση των υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης, το 1996. Η σύμβαση παραχώρησης των δικαιωμάτων διαχείρισης των δικτύων που έλαβε χώρα με αντισυμβαλλόμενη την ιδιωτική εταιρεία Interagua υπογράφηκε το 2001, με ορισθείσα διάρκεια 30 ετών. Η σύμβαση με την Interagua απαιτούσε στους όρους της τη διατήρηση σταθερών τιμολογίων για τα πρώτα πέντε (5) χρόνια, καθώς και τη σύνδεση νέων χρηστών σε φτωχές περιοχές «χωρίς κόστος». Η Interagua είναι μια κοινοπραξία με επικεφαλής την ισπανική εταιρεία Proactiva Medio Ambiente, η οποία στηρίζεται από τη γαλλική Veolia. Όπως προκύπτει από τα στατιστικά δεδομένα της περιοχής, πριν από την ιδιωτικοποίηση, το 50% της πόλης είχε παροχή νερού για διάρκεια 10 ωρών ανά ημέρα, ενώ σε κάποιες περιοχές η παροχή ήταν μόνο για 2-4 ώρες ημερησίως και πολλές φορές υπό χαμηλή πίεση. Ως αποτέλεσμα της δραστηριοποίησης της, τα πρώτα πέντε (5) χρόνια της σύμβασης, η εταιρεία κατάφερε να παρέχει 24ωρη ύδρευση σε όλη την πόλη, ενώ παράλληλα επέκτεινε το δίκτυο σε 55.000 οικογένειες με χαμηλό εισόδημα.

#### **5. Σενεγάλη**

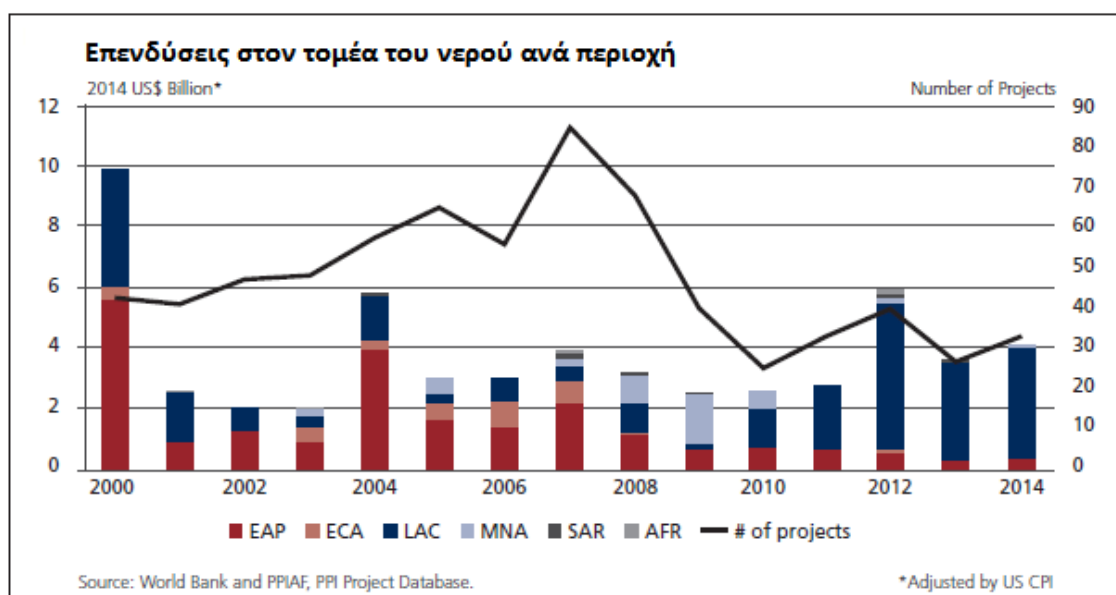
Η ύδρευση και η αποχέτευση στη Σενεγάλη χαρακτηρίζεται από ένα υψηλό επίπεδο πρόσβασης σε σύγκριση με το μέσο όρο των υπόλοιπων υποσαχάρων χωρών της Αφρικής. Από το 1996 η ιδιωτική εταιρεία Senegalaise des Eaux (SDE), η οποία είναι θυγατρική της Saur International, έχει αναλάβει τη διαχείριση των δικτύων μέσω ενός δεκαετούς συμβολαίου με την κυβέρνηση της Σενεγάλης. Από το 1996 μέχρι το 2014 η κατανάλωση του νερού διπλασιάστηκε στα 131 εκατομμύρια m<sup>3</sup>/χρόνο και το ποσοστό κάλυψης αυξήθηκε κατά 165%, το οποίο αντιστοιχεί σε περίπου 638.000 νέες συνδέσεις. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα η περίπτωση της Σενεγάλης αποτελεί πρότυπο για τη συνεργασία του δημόσιου με τον ιδιωτικό τομέα στην υποσαχάρια Αφρική. Η Senegalaise des Eaux εφαρμόζει κοινωνικό τιμολόγιο για τους χρήστες με χαμηλή κατανάλωση, ενώ παράλληλα εφαρμόζει αυξημένη τιμολόγηση για αυτούς που καταναλώνουν μεγάλες ποσότητες νερού, στο πλαίσιο της προσπάθειας για συνετή κατανάλωση.





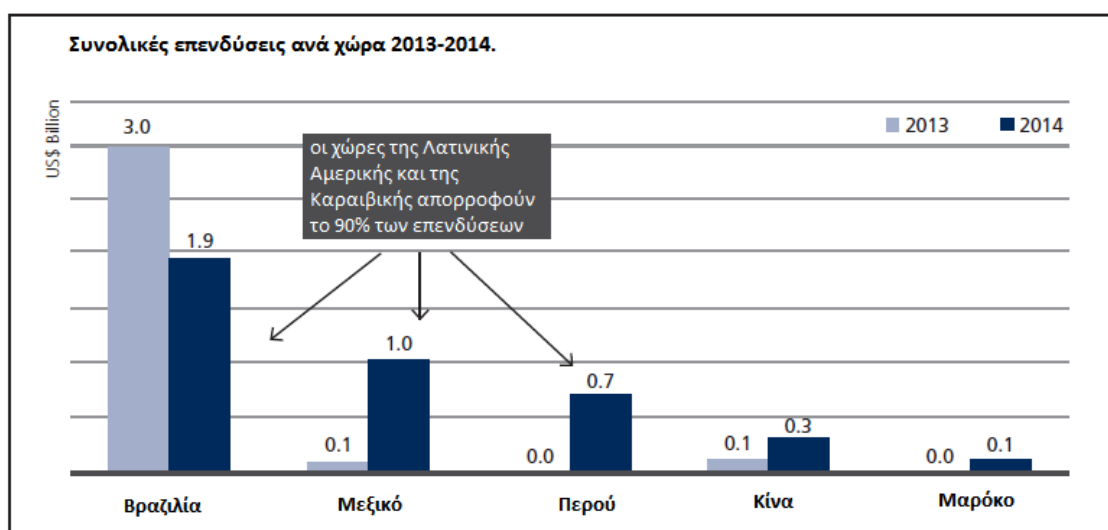
## 4. Η υποχώρηση των ιδιωτικών εταιριών και η επαναδημοτικοποίηση των δικτύων

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980, η ιδιωτική διαχείριση των συστημάτων παροχής νερού ήταν σπάνια. Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, κυρίως σε πόλεις με πυκνό αστικό δίκτυο στις χώρες τόσο του αναπτυγμένου όσο και του αναπτυσσόμενου κόσμου. Σήμερα, εκτιμάται ότι περίπου το 10% του παγκόσμιου πληθυσμού εξυπηρετείται από ιδιωτικούς φορείς διαχείρισης των συστημάτων ύδρευσης (Bakker, 2013). Παρά την τάση ιδιωτικοποίησης του νερού που υπήρχε τα προηγούμενα χρόνια, από το 2000 και μετά παρατηρείται μια ολοένα και αυξανόμενη στροφή προς την επαναδημοτικοποίηση των δικτύων του νερού παγκοσμίως με ταυτόχρονη μείωση των επενδύσεων των ιδιωτικών εταιριών (Γράφημα 3).



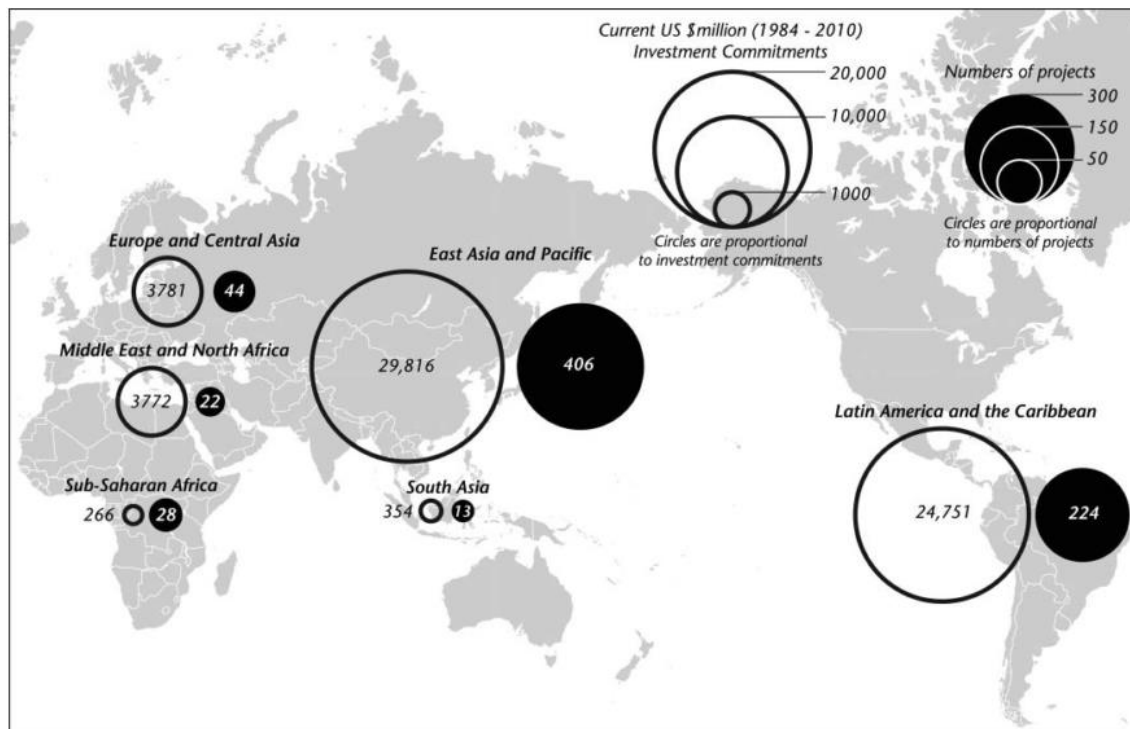
Γράφημα 3: Επενδύσεις στον τομέα του νερού την περίοδο 2000-2014 ανά περιοχή.  
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα, 2015

Όπως φαίνεται στο παραπάνω γράφημα, οι συνολικές επενδύσεις το 2000 στον τομέα του νερού ήταν περίπου στα 10 δισ. US\$, ενώ το 2014 ήταν περίπου στα 4 δισ. US\$. Παρατηρείται αύξηση των επενδύσεων στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Καραϊβικής που απορροφούν περίπου το 90% των επενδύσεων το 2014. Το 2014 καταγράφηκαν 33 περιπτώσεις ιδιωτικοποίησης, αρκετά κάτω από το μέσο όρο της τελευταίας δεκαετίας, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στη Βραζιλία, στο Μεξικό, στο Περού, στην Κίνα και στο Μαρόκο (Γράφημα 4). Είναι η πρώτη φορά μετά το 1992 που επενδύσεις πραγματοποιούνται σε τόσο μικρό αριθμό χωρών.



**Γράφημα 4: Συνολικές επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2014 στον τομέα του νερού.**  
**Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα, 2015**

Όπως παρατηρείται και στα προηγούμενα γραφήματα, οι επενδύσεις στην υποσαχάρια Αφρική και στις αγροτικές περιοχές, όπου οι ανάγκες για την ανάπτυξη δικτύων ύδρευσης είναι μεγαλύτερες, έχουν μειωθεί σημαντικά, καθώς ο ιδιωτικός τομέας έχει επικεντρωθεί σχεδόν αποκλειστικά σε μεγαλύτερες αστικές περιοχές σε χώρες μεσαίου εισοδήματος όπως αυτές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής (Εικόνα 3).



Εικόνα 3: Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στον τομέα του νερού την περίοδο 1984-2010.

Πηγή: Bakker, 2013

Σύμφωνα με την Bakker (2013) υπάρχουν αρκετοί λόγοι που ερμηνεύουν αυτή την τάση υποχώρησης των ιδιωτικών εταιρειών από παραδοσιακά μέχρι πρότινος πεδία δραστηριοποίησής τους. Ένα πρώτο ζήτημα είναι ότι οι ιδιωτικές εταιρείες συνειδητοποίησαν πως οι επενδύσεις στον τομέα του νερού απαιτούν μεγαλύτερες καταβολές κεφαλαίων συγκριτικά με άλλες υπηρεσίες κοινής ωφέλειας ενώ παράλληλα έχουν μικρότερα ποσοστά απόδοσης κέρδους. Ένα δεύτερο ζήτημα που συμβάλει στην υποχώρηση των ιδιωτικών εταιρειών είναι το μεγάλο οικονομικό ρίσκο. Τα σταθερά μακροπρόθεσμα έσοδα που υπόσχεται το μονοπώλιο παροχής νερού μπορεί να έλκουν τους επενδυτές, όμως, η χρονοβόρα απόσβεση σε συνδυασμό με τις εξειδικευμένες υποδομές που απαιτούνται μπορούν να εκθέσουν σε κινδύνους τις εταιρείες. Ενδεικτικά αναφέρονται πιθανοί κίνδυνοι, οι οποίοι αφορούν τις επαναδιαπραγματεύσεις συμβολαίων, την τιμολογιακή πολιτική και τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, που μειώνουν τη δυνατότητα πρόβλεψης του σταθερού επιδιωκόμενου κέρδους, καθώς τα ποσοστά ρίσκου εμφανίζονται αυξημένα. Ακόμα, ένα τρίτο ζήτημα είναι η επίτευξη της επέκτασης του δικτύου (η οποία τουλάχιστον θεωρητικά απαιτεί τιμολόγηση τέτοια ώστε να υπάρξει πλήρης απόσβεση), ενώ παράλληλα οι πελάτες στους οποίους απευθύνονται έχουν χαμηλό εισόδημα με αποτέλεσμα να υπάρχουν δυσκολίες στις πληρωμές και άρα στην απόσβεση του αρχικώς καταβληθέντος κεφαλαίου, και στην περαιτέρω αξιοποίηση αυτού με σκοπό το κέρδος. Ένα τελευταίο ζήτημα είναι το πολιτικό ρίσκο, το οποίο κάνει πολλούς επενδυτές επιφυλακτικούς, ειδικά όταν υπάρχει μια σειρά ακυρώσεων συμβολαίων και υπαναχωρήσεων από την πλευρά

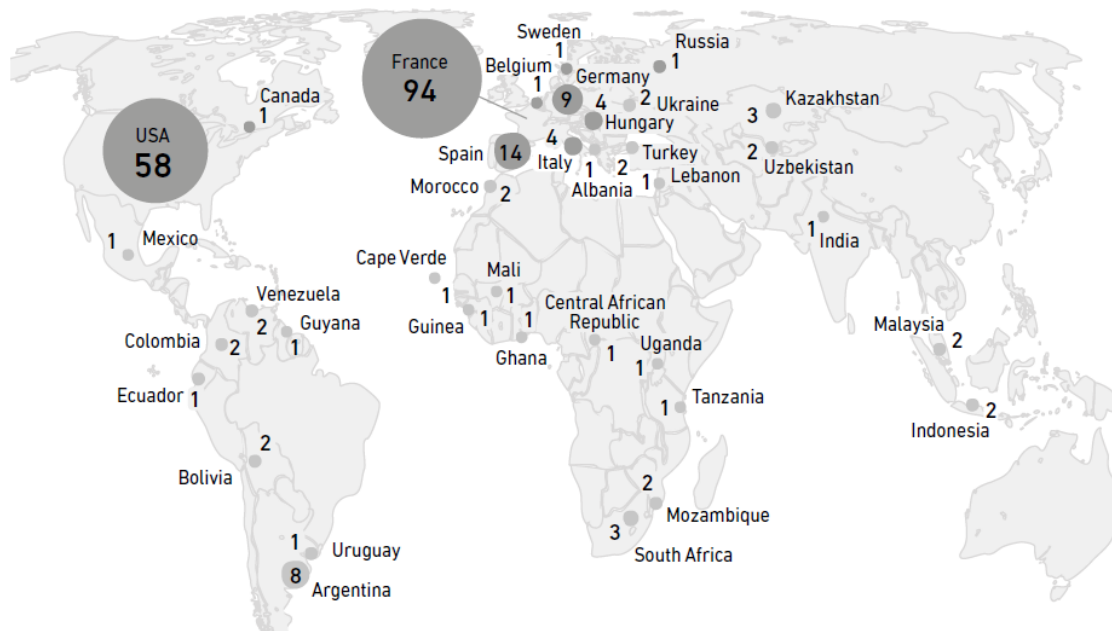
της πολιτείας, όπως στο Μπουένος Άιρες, τη Τζακάρτα και τη Μανίλα. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις πόλεων όπου μετά την ανάληψη της διαχείρισης του νερού από ιδιωτικές εταιρείες, δημιουργήθηκαν κινήματα πολιτών και ακτιβιστικές ομάδες, οι οποίες διαμαρτύρονταν για τα υψηλά τιμολόγια και για τη χαμηλή ποιότητα των υπηρεσιών. Οι διαμαρτυρίες αυτές σε πολλές περιπτώσεις οδήγησαν μέχρι και σε συγκρούσεις με τους κρατικούς φορείς που επέτρεψαν την ιδιωτικοποίηση, καθώς και με τις ίδιες τις ιδιωτικές εταιρείες που κρίνονταν από τις τοπικές κοινωνίες ως αναποτελεσματικές, με άμεση συνέπεια πολλές φορές την ακύρωση των συμβολαίων και την επαναδημοτικοποίηση του νερού σε αυτές τις περιοχές (Bakker, 2013).

Σύμφωνα με τον Martin Pigeon (2012), ερευνητή του Corporate Europe Observatory (CEO), τα αίτια της αποτυχίας σε όλες τις χώρες όπου κι αν εφαρμόστηκε η ιδιωτικοποίηση είναι περίπου τα ίδια. Συγκεκριμένα, η διαχείριση των δικτύων από ιδιώτες, αντί να λύσει, δημιούργησε ακόμα μεγαλύτερα προβλήματα στον τομέα της πρόσβασης των πολιτών σε καθαρό νερό. Πιο συγκεκριμένα αναφέρει:

*«...Σε γενικές γραμμές οι παραδοσιακές δημοτικές συμβάσεις για τη διαχείριση του νερού άρχισαν να γίνονται μη ελκυστικές και για τις ιδιωτικές εταιρείες, γιατί τα οικονομικά δεδομένα άρχισαν να είναι προβληματικά. Στις πλούσιες χώρες διαπίστωσαν ότι είναι μεγάλο το άνοιγμα της ψαλίδας μεταξύ της αύξησης της κατανάλωσης νερού και της πολύ μεγάλης αύξησης που παρατηρείται στα περιβαλλοντικά κόστη. Στις λιγότερο πλούσιες χώρες, οι εταιρείες άρχισαν να έχουν προβλήματα, γιατί δεν μπορούσαν να αυξήσουν την τιμή του νερού σε επίπεδα που θα τους συνέφερε. Αυτό θα ήταν πολιτικά απαράδεκτο.*

*Έτσι μόνο σε αυταρχικές χώρες, όπως η Κίνα ή τα κράτη του Περσικού Κόλπου, τα συμβόλαια εξασφαλίζουν κέρδος για τις ιδιωτικές εταιρείες, αφού οι χώρες αυτές αδιαφορούν για τις αντιδράσεις των πολιτών...»*

Σύμφωνα με έρευνα του Πανεπιστημίου του Γκρίνουιτς, του Transnational Institute (TNI), του Multinationals Observatory, του Municipal Services Project (MSP) και της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας Ενώσεων Δημόσιων Υπηρεσιών (EPSU) (Lobina et al., 2015), ο αριθμός των πόλεων που εγκαταλείπουν την ιδιωτικοποίηση των υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης αυξάνονται τα τελευταία χρόνια σταδιακά σε όλο τον κόσμο (Εικόνα 4).



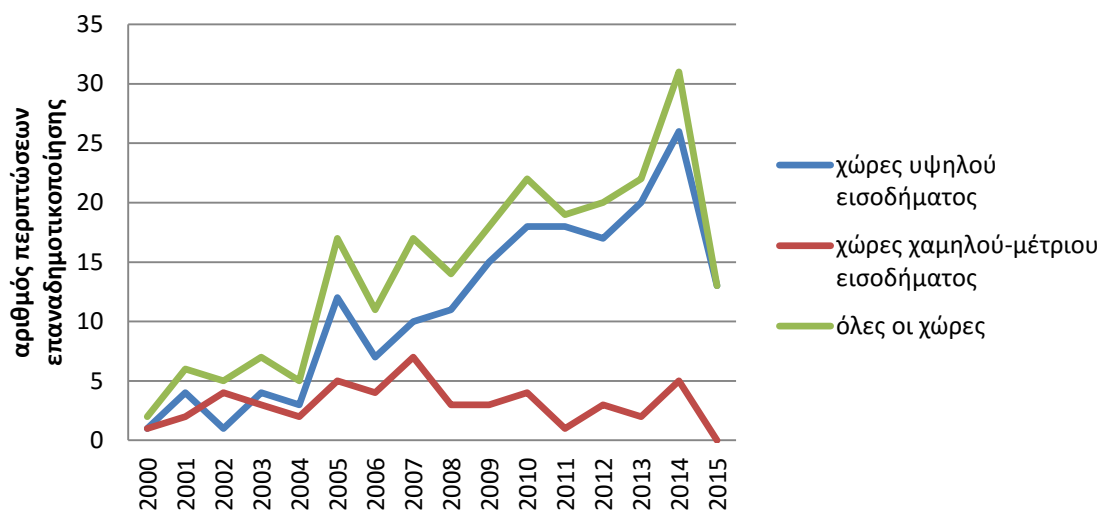
Εικόνα 4: Περιπτώσεις επαναδημοτικοποιήσεων ανά περιοχή την περίοδο 2000-2014.

Πηγή: Lobina et al., 2015

Το Παρίσι, το Βερολίνο, το Μπουένος Άιρες και η Άκκρα είναι μεταξύ των 235 πόλεων που επαναδημοτικοποίησαν τις υπηρεσίες του νερού τα τελευταία 15 χρόνια. Ο ρυθμός αύξησης των επαναδημοτικοποιήσεων συνεχώς εντείνεται και ο απόλυτος αριθμός των πόλεων που έχουν προχωρήσει σε αυτό το βήμα, επιστρέφοντας σε μία κρατική διαχείριση των εν λόγω υπηρεσιών, έχει σχεδόν διπλασιαστεί τα τελευταία 5 χρόνια σε σύγκριση με την προηγούμενη δεκαετία. Πρόσφατο παράδειγμα είναι αυτό της πόλης Τζακάρτα στην Ινδονησία, όπου το περιφερειακό δικαστήριο ακύρωσε τις συμβάσεις ιδιωτικοποίησης του νερού της πρωτεύουσας της Ινδονησίας, επικαλούμενο την παραβίαση του ανθρωπίνου δικαιώματος στο νερό των 9,9 εκατομμυρίων κατοίκων της πόλης. Πρόκειται για την μεγαλύτερη επαναδημοτικοποίηση υπηρεσιών ύδρευσης στον κόσμο μέχρι στιγμής.

Σύμφωνα με την έρευνα του Πανεπιστημίου του Γκρίνουιτς (Lobina et al., 2015), από τον Μάρτιο του 2000 μέχρι τον Μάρτιο του 2015 οι περιπτώσεις επαναδημοτικοποιήσεων σε όλο τον κόσμο αριθμούσαν συνολικά τις 235. Από αυτές, οι 184 αφορούν χώρες υψηλού εισοδήματος και οι 51 χώρες υπό ανάπτυξη και σε μεταβατικό στάδιο. Παρακάτω, παρουσιάζεται ένα γράφημα με τον αριθμό επαναδημοτικοποιήσεων παγκοσμίως από το 2000 μέχρι το 2015 (Γράφημα 5). Όπως παρατηρείται, υπάρχει σαφής τάση αύξησης των περιπτώσεων επαναδημοτικοποίησης σε παγκόσμιο επίπεδο όσον αφορά στις ανεπτυγμένες χώρες, ενώ οι αναπτυσσόμενες χώρες παρουσιάζουν σταθερότητα με μία πολύ μικρή τάση μείωσης.

αριθμός περιπτώσεων επαναδημοτικοποίησης  
την περίοδο 2000-2015



Γράφημα 5: Αριθμός επαναδημοτικοποιήσεων παγκοσμίως την περίοδο 2000-2015.

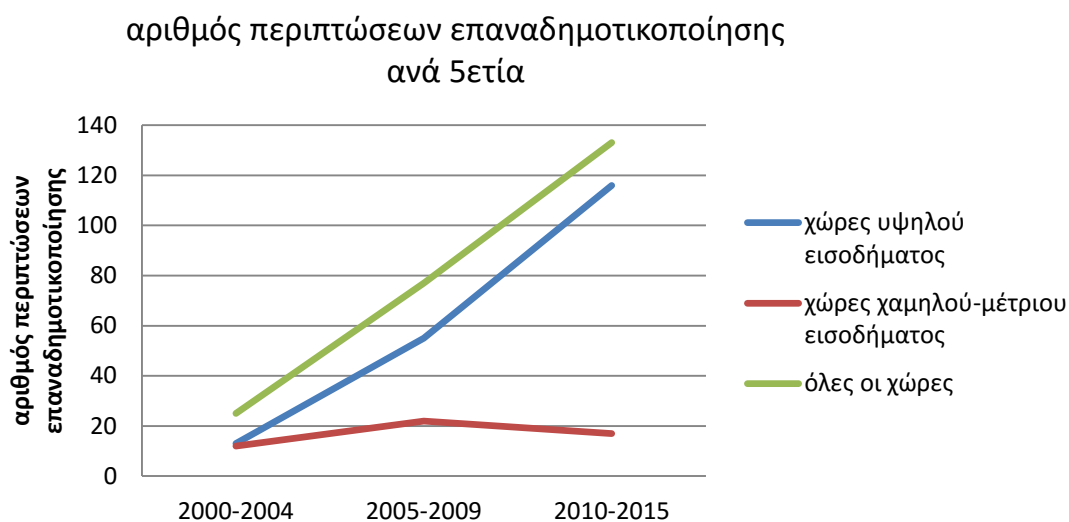
Πηγή: Lobina et al., 2015 μετά από επεξεργασία

Οι περιπτώσεις χωρών με πληθυσμό υψηλού εισοδήματος εμφανίζουν σαφή αύξηση: 13 από τις 184 πραγματοποιήθηκαν στην πενταετία μεταξύ 2000 και 2004, 55 σημειώθηκαν μεταξύ 2005 και 2009, ενώ 116 σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια 2000-2015. Επομένως, σαφώς προκύπτει ότι ο ρυθμός των επαναδημοτικοποιήσεων έχει διπλασιαστεί μετά το 2009 (Γράφημα 6). Αυτό ενδεχομένως να οφείλεται στο παράδειγμα του Παρισιού, το οποίο λειτούργησε προωθητικά, συμβάλλοντας στην επιτάχυνση των επαναδημοτικοποιήσεων στη Γαλλία. Ενδεικτικά, από τις 94 επαναδημοτικοποιήσεις που έλαβαν χώρα στη Γαλλία από το 2000 και μετά, οι 65 σημειώθηκαν από το 2010 και έπειτα, τη χρονιά δηλαδή που το Παρίσι επαναδημοτικοποίησε την υπηρεσία ύδρευσής του.

Είναι, επίσης, σημαντικό να σημειωθεί ότι ένας τόσο μεγάλος αριθμός περιπτώσεων επαναδημοτικοποίησης (94 από τις 235 παγκοσμίως) είναι συγκεντρωμένος στη Γαλλία, όπου η πρακτική της στην ιδιωτικοποίηση του νερού είναι εκτεταμένη και ανάγεται δεκαετίες πίσω, συγκριτικά με την αντίστοιχη εφαρμογή σε άλλες χώρες.

Σε χώρες με πληθυσμό μεσαίου και χαμηλού επιπέδου εισοδήματος, η τάση επαναδημοτικοποίησης διαμορφώνεται με ένα ελαφρώς διαφορετικό τρόπο, χωρίς να εμφανίζει τη δυναμική που παρουσιάστηκε αναφορικά με τις αναπτυγμένες χώρες. Ωστόσο, ακόμη και εδώ συναντάται ένας μεγάλος αριθμός επαναδημοτικοποιήσεων, ιδίως σε πόλεις που παρουσιάζουν μεγαλύτερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης σε σχέση με το γενικότερο προφίλ της χώρας στην οποία βρίσκονται, παραδείγματος χάριν το Μπουένος Άιρες, η Λα Πας, το Γιοχάνεσμπουργκ, το Νταρ Ες -Σαλάμ και η Γκάνα. Συνεπώς παρατηρείται η ύπαρξη

μιας σχετικά σταθερής τάσης υπέρ της επαναδημοτικοποίησης σε παγκόσμιο επίπεδο, τόσο στο Βορρά όσο και στο Νότο.



**Γράφημα 6: Αριθμός επαναδημοτικοποιήσεων ανά 5ετία.**

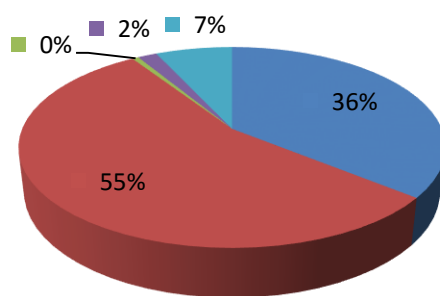
Πηγή: Lobina et al., 2015 μετά από επεξεργασία

Περαιτέρω, στην συγκεκριμένη έρευνα γίνεται κατηγοριοποίηση της κάθε περίπτωσης επαναδημοτικοποίησης ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούσαν στην κάθε περίπτωση ξεχωριστά. Οι κατηγορίες που διαμορφώνονται είναι πέντε και αφορούν τις εξής περιπτώσεις:

- i. Πρόωρος τερματισμός της σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση των υπηρεσιών
- ii. Προβλεπόμενη λήξη της σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση των υπηρεσιών
- iii. Πώληση από τον ιδιωτικό φορέα και επαναδημοτικοποίηση των υπηρεσιών
- iv. Απόσυρση του ιδιωτικού φορέα και επαναδημοτικοποίηση των υπηρεσιών
- v. Απόφαση για επαναδημοτικοποίηση η οποία όμως δεν έχει εφαρμοστεί ακόμα επίσημα.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν παρουσιάζονται στα γραφήματα παρακάτω και αφορούν στις χώρες με πληθυσμό υψηλού εισοδήματος (Γράφημα 7), με πληθυσμό χαμηλού και μέτριου εισοδήματος (Γράφημα 8), καθώς και στα συνολικά αποτελέσματα (Γράφημα 9), για τη χρονική περίοδο από το Μάρτιο του 2000 μέχρι το Μάρτιο του 2015.

### χώρες υψηλού εισοδήματος



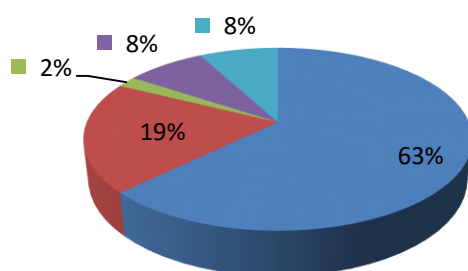
- τερματισμός σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση
- λήξη σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση
- πώληση από τον ιδιωτικό φορέα και επαναδημοτικοποίηση
- απόσυρση του ιδιωτικού φορέα και επαναδημοτικοποίηση
- απόφαση για επαναδημοτικοποίηση-δεν έχει εκτελεστεί ακόμα

Γράφημα 7: Συνθήκες επαναδημοτικοποίησης στις χώρες υψηλού εισοδήματος.

Πηγή: Lobina et al., 2015 μετά από επεξεργασία

Παρατηρείται ότι στις χώρες με πληθυσμό υψηλού εισοδήματος, η επαναδημοτικοποίηση των υπηρεσιών πραγματοποιήθηκε στο μεγαλύτερο ποσοστό (55%), έπειτα από την προβλεπόμενη λήξη των συμβάσεων με τους ιδιωτικούς φορείς, ενώ αρκετά μεγάλο ποσοστό (36%) παρουσιάζει και η επαναδημοτικοποίηση έπειτα από πρόωρο τερματισμό των συμβάσεων πριν από τον προβλεπόμενο χρόνο.

### χώρες χαμηλού-μέτριου εισοδήματος



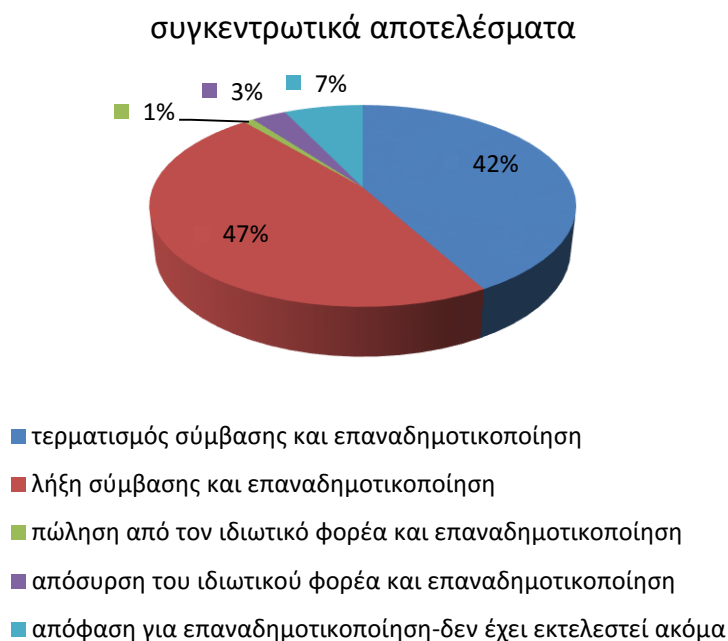
- τερματισμός σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση
- λήξη σύμβασης και επαναδημοτικοποίηση
- πώληση από τον ιδιωτικό φορέα και επαναδημοτικοποίηση
- απόσυρση του ιδιωτικού φορέα και επαναδημοτικοποίηση
- απόφαση για επαναδημοτικοποίηση-δεν έχει εκτελεστεί ακόμα

Γράφημα 8: Συνθήκες επαναδημοτικοποίησης στις χώρες χαμηλού-μέτριου εισοδήματος.

Πηγή: Lobina et al., 2015 μετά από επεξεργασία



Αντίθετα, στις χώρες χαμηλού και μέτριου εισοδήματος, στο μεγαλύτερο ποσοστό (63%) υπήρξε πρόωρος τερματισμός της σύμβασης, ενώ σε αρκετά μικρότερο ποσοστό (19%) η επαναδημοτικοποίηση πραγματοποιήθηκε έπειτα από τη προβλεπόμενη λήξη των ιδιωτικών συμβάσεων.



Γράφημα 9: Συγκεντρωτικά αποτελέσματα για τις συνθήκες επαναδημοτικοποίησης.

Πηγή: Lobina et al., 2015 μετά από επεξεργασία

Στη λίστα της έρευνας του Πανεπιστημίου του Γκρίνουιτς (Lobina et al., 2015) αναφέρονται περιπτώσεις πόλεων που επαναδημοτικοποίησαν το νερό τα τελευταία 15 έτη σε αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες. Όπως σημειώνει η έρευνα, οι επαναδημοτικοποιήσεις αυτές συνέβησαν για τρεις, κυρίως, λόγους. Πρώτον, εξαιτίας των ευρέως διαδεδομένων προβλημάτων που προκύπτουν από την ιδιωτικοποίηση του νερού, ανεξαρτήτως από τη χώρα και το ρυθμιστικό καθεστώς. Δεύτερον, εξαιτίας της ίσης ή μεγαλύτερης αποδοτικότητας των δημόσιων υπηρεσιών ύδρευσης. Τρίτον, εξαιτίας των χαμηλότερων τιμών που προκύπτουν από την εξάλειψη των υπερβολικών κερδών και το συγκριτικό πλεονέκτημα του δημόσιου τομέα στην υλοποίηση του ανθρώπινου δικαιώματος πρόσβασης σε υπηρεσίες ύδρευσης/αποχέτευσης και στην επίτευξη άλλων κοινωνικών και περιβαλλοντικών στόχων.



## 5. Ο χαρακτήρας του νερού και η ιδιωτικοποίηση του

### 5.1. Το νερό ως αγαθό

Η διασφάλιση και η ορθή προστασία των κοινωνικών, ατομικών και οικονομικών ανθρωπίνων δικαιωμάτων απαιτούν την αμοιβαία συμβολή, ενεργοποίηση και επαγρύπνηση όλων των συμβαλλόμενων μερών σε μια οργανωμένη κοινωνία. Χρρίζουν δηλαδή σεβασμού και γεννούν υποχρεώσεις και δικαιώματα που αναπτύσσονται αφενός στις σχέσεις πολιτών και κράτους και αφετέρου στις σχέσεις πολιτών μεταξύ τους. Η ανάγκη για προστασία των αγαθών οδηγεί στη δημιουργία μιας εξ' ορισμού «ηθικής» υποχρέωσης που «επιβάλλει» τη μέριμνα και την παροχή από άνθρωπο σε άνθρωπο, με συνακόλουθο αποτέλεσμα την ανάγκη για δημιουργία ενός δικτύου παραγωγής και διανομής αγαθών και υπηρεσιών, που θα πραγματώνει την άμεση και δίκαιη απόλαυση των δικαιωμάτων του σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που διαβιεί στο πλαίσιο μιας οργανωμένης κοινωνίας.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελεί το αγαθό του νερού και η συνακόλουθη διαχείρισή του, λόγω της σπουδαιότητάς του για την διαιώνιση του ανθρωπίνου είδους, αλλά και του φυσικού μας κόσμου εν γένει. Όπως συχνά συμβαίνει με τέτοιου είδους καθολικά ζητήματα, γεννώνται ερωτήματα με πολλαπλές δυνατές απαντήσεις που εκφεύγουν των ορίων της αυστηρής διαχείρισης και αποτελεσματικότητας, διεισδύοντας και στα λοιπά πεδία της κοινωνίας, όπως είναι π.χ. η οικονομία και η πολιτική. Ποικίλες μπορεί να είναι οι απαντήσεις σχετικά με το πώς και από ποιον φορέα θα πρέπει αγαθά, όπως το νερό, να παράγονται και να διανέμονται, καθώς και με ποιον τρόπο μπορούν να καταναμηθούν με όρους ισότητας και ισοδυναμίας πρόσβασης σε όλα τα μέλη μιας κοινωνίας.

Η οικονομική επιστήμη χωρίζει τα αγαθά σε δύο βασικές κατηγορίες, τα 'δημόσια αγαθά' (*public goods*) και τα 'ιδιωτικά αγαθά' (*private goods*), με κριτήριο την ανταγωνιστικότητα ή μη που εμφανίζουν στην κατανάλωση και ανάλογα με την αδυναμία ή μη αποκλεισμού από τη χρήση τους. Ένα δημόσιο αγαθό διέπεται από τις ιδιότητες της μη-ανταγωνιστικότητας (*non-excludable*) στην κατανάλωση και της αδυναμίας αποκλεισμού από τη χρήση (*non-rival*). Αυτό σημαίνει ότι η κατανάλωση ενός τέτοιου αγαθού δεν μειώνει την ποσότητα του αγαθού που μένει προς κατανάλωση από κάποιον άλλο και ότι κανείς δεν μπορεί να αποκλειστεί από την κατανάλωση του. Εν αντιθέσει, ένα ιδιωτικό αγαθό διέπεται από τις ιδιότητες της ανταγωνιστικότητας στην κατανάλωση και της δυνατότητας αποκλεισμού από τη χρήση του. Σε γενικές γραμμές και σύμφωνα με τους επικρατούντες όρους στην οικονομία της αγοράς, εάν ένα αγαθό χαρακτηρίζεται ως δημόσιο, θεωρείται ότι το κράτος είναι καταλληλότερο για την παροχή του, ενώ αντίθετα εάν ένα αγαθό

χαρακτηρίζεται ως ιδιωτικό, τότε η αγορά είναι συνήθως καταλληλότερη. Στην πραγματικότητα, όμως, είναι πολύ δύσκολο να καταταχθούν με ακρίβεια και συνέπεια όλα τα αγαθά στις δύο αυτές κατηγορίες, καθώς αφενός τα περισσότερα παρουσιάζουν διφυή χαρακτήρα, αφετέρου η εμπορευματοποίηση ακόμα και των παραδοσιακά δημοσίων αγαθών φαίνεται να βρίσκει οπαδούς σε διάφορες χρονικές περιόδους και περιοχές κατά το πέρασμα των χρόνων.

Πράγματι, με βάση τους συνδυασμούς του ανταγωνισμού και του αποκλεισμού μπορεί κανείς να προσδιορίσει δύο άλλες κατηγορίες αγαθών. Υπάρχουν αγαθά που συνδυάζουν την ανταγωνιστικότητα στην κατανάλωση με την αδυναμία αποκλεισμού και άλλα που συνδυάζουν την μη-ανταγωνιστικότητα στην κατανάλωση με την μη-αδυναμία αποκλεισμού. Τα αγαθά που ανήκουν στην πρώτη ομάδα ονομάζονται 'κοινά αγαθά' (*common pool goods*), ενώ αυτά που ανήκουν στην δεύτερη ομάδα ονομάζονται 'αγαθά λέσχης' ή 'συνδρομητικά αγαθά' (*toll or club goods*). Στην πρώτη περίπτωση είναι αδύνατο ή πολύ δύσκολο να σταματήσει κάποιος την κατανάλωση αυτών των αγαθών, ενώ παράλληλα η κατανάλωση από ένα και μόνο άτομο μπορεί να περιορίσει την κατανάλωση κάποιου άλλου. Παραδείγματα τέτοιων αγαθών είναι η επιφάνεια της γης, η πανίδα των τοπικών και παγκόσμιων οικοσυστημάτων, κ.α. Στην δεύτερη περίπτωση, η κατανάλωση από ένα άτομο δεν επηρεάζει την δυνατότητα κάποιου άλλου ατόμου να καταναλώσει με τη σειρά του, αλλά είναι δυνατόν να αποκλειστούν άτομα από την κατανάλωση του συγκεκριμένου αγαθού αν δεν είναι διατεθειμένα να πληρώσουν το αντίτιμο που ζητείται. Παραδείγματα τέτοιων αγαθών είναι τα ιδιωτικά σχολεία, η συνδρομητική τηλεόραση και ο κινηματογράφος.

Από καθαρά τεχνικής άποψης, η συστηματική κατάταξη του νερού σε μια συγκεκριμένη κατηγορία δεν αποτελεί εύκολη υπόθεση. Η κατανάλωση του νερού στη φύση, όπως το να πίνει κανείς νερό από ένα ποτάμι ή μια λίμνη, δεν εμπεριέχει κατ' αρχήν ούτε τον ανταγωνισμό ούτε τον αποκλεισμό. Με αυτή την έννοια, λοιπόν, το νερό θα πρέπει να θεωρηθεί δημόσιο αγαθό. Περαιτέρω, ο μη-ανταγωνισμός και η αδυναμία αποκλεισμού ενισχύονται από το γεγονός ότι στην αρχική κατάσταση του νερού, δηλαδή στη φυσική, δεν αναπτύσσονται δικαιώματα ιδιοκτησίας, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν πρέπει να υπάρχουν κανόνες για την διανομή του. Το πόσιμο νερό δεν είναι απεριόριστο στον πλανήτη μας, λαμβάνοντας υπόψη ιδίως την ρύπανση του περιβάλλοντος και τον υπερκαταναλωτισμό του νερού που αυξάνονται με ανησυχητικούς ρυθμούς. Για το λόγο αυτό θα ήταν πιο ρεαλιστικό και πιο πρακτικά προσανατολισμένο προς τις πραγματικές συνθήκες χρήσης και ύπαρξής του (αξίζει να σημειωθεί η αναλογία ανάμεσα στην υπάρχουσα ποσότητα πόσιμου νερού στον πλανήτη και στον αριθμό των κατοίκων του), να συμπεριληφθεί το νερό μεταξύ των 'κοινών αγαθών', και αυτό γιατί μπορεί να δημιουργηθεί ανταγωνιστικότητα στην κατανάλωση του, αν δεν υπάρξει μια πιο αυστηρή κατανομή των πόρων αυτού.

Ωστόσο, η μορφή με την οποία παρέχεται το νερό στους καταναλωτές σήμερα διαφέρει από αυτά που περιγράφηκαν προηγουμένως. Η μεγάλη πλειοψηφία του πληθυσμού παγκοσμίως έχει πρόσβαση σε νερό το οποίο πριν φτάσει σε καταναλώσιμη μορφή έχει αποτελέσει, ήδη, αντικείμενο πολλαπλών επεξεργασιών, έχοντας περάσει από μια σειρά ελέγχων (οι οποίοι προφανώς απαιτούν υλικοτεχνικό εξοπλισμό), προκειμένου να διασφαλιστεί η ποιότητα του. Σε αντίθεση με το νερό αυτό καθ' αυτό, οι υποδομές που απαιτούνται για την επεξεργασία του νερού μπορούν να ανήκουν και σε ιδιωτικά κεφάλαια, πράγμα που σημαίνει ότι οι έννοιες του ανταγωνισμού και του αποκλεισμού μπορούν να εισαχθούν με έμμεσο τρόπο στη διαδικασία παροχής πόσιμου νερού στους καταναλωτές σε στάδιο προγενεστερό της τελικής κατανάλωσης του. Επιπλέον, κάποιος δύναται να αποκλειστεί από την κατανάλωση νερού αν δεν καταβάλει το αντίστοιχο αντίτιμο που του ζητείται και η κάθε παροχή νερού αντιστοιχεί σε ένα συγκεκριμένο σπίτι όπου η χρήση του νερού μπορεί να γίνει μόνο με την άδεια του εκάστοτε ιδιοκτήτη (ανταγωνισμός). Ως εκ τούτου, το νερό δεν είναι αυστηρά δημόσιο αγαθό με την παραδοσιακή έννοια του όρου και μπορεί θεωρητικά να διαπερνάται από τη λογική της αγοράς, καθώς, και όπως αποδεικνύεται, να επηρεάζεται από τους όρους της. Το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί και αποτελεί συνακόλουθα αντικείμενο της παρούσας εργασίας, είναι αν όντως μπορούμε να συμπεριφερόμαστε στο νερό ως ιδιωτικό αγαθό από τη στιγμή που η πρόσβαση σε αυτό αποτελεί αδιαμφισβήτητο ανθρώπινο δικαίωμα.

Η ίδια οικονομική θεωρία που προτείνει την παραπάνω ταξινόμηση των αγαθών και των υπηρεσιών δεν έχει αγνοήσει το παραπάνω ερώτημα. Πράγματι, ο Robert Musgrave (1959) προσδιόρισε μια νέα ομάδα αγαθών που την ονόμασε 'αγαθά δημόσιας σημασίας' ή 'κοινωνικά αγαθά' (*merit goods*). Τα εν λόγω αγαθά ικανοποιούν τις βασικές ανάγκες και θεωρείται ότι πρέπει να παρέχονται από τον δημόσιο τομέα (παρόλο που μπορεί να παρέχονται και από τον ιδιωτικό τομέα), προκειμένου τα άτομα χαμηλού εισοδήματος να μην καταλήγουν να αποκλείονται από την κατανάλωση τους. Όταν παρέχονται από τον ιδιωτικό τομέα σύμφωνα με όρους της αγοράς, πρέπει να είναι επιδοτούμενα από το κράτος προκειμένου να αποφευχθεί ο αποκλεισμός από την κατανάλωση και η μειωμένη παραγωγή τα οποία μπορούν να επιφέρουν έλλειψη ατομικής και συλλογικής ευημερίας. Ωστόσο, αν και ο αποκλεισμός από το αγαθό μπορεί να αντιμετωπιστεί, ικανοποιώντας έτσι μία από τις απαιτήσεις για την εξασφάλιση των ανθρώπινων δικαιωμάτων, είναι πιθανό άλλες απαιτήσεις όπως η ισότητα στην κατανάλωση να μην μπορούν να αντιμετωπιστούν απλά με την πρόληψη της μειωμένης κατανάλωσης (Branco, 2014).

## 5.2. Το νερό ως ανθρώπινο δικαίωμα

Η Επιτροπή των Ηνωμένων Εθνών για τα Οικονομικά, Κοινωνικά και Πολιτιστικά Δικαιώματα (CESCR) διακήρυξε τον Νοέμβριο του 2002 το δικαίωμα στο νερό ως συνέπεια της εφαρμογής του Διεθνούς Συμφώνου για τα Οικονομικά, Κοινωνικά και Πολιτιστικά Δικαιώματα, όπως αυτό προκύπτει από τα άρθρα 11 και 12 του ως άνω Διεθνούς Συμφώνου. Το άρθρο 11 αναγνωρίζει το δικαίωμα του καθενός σε ένα αξιοπρεπές βιοτικό επίπεδο, ενώ το άρθρο 12 αναγνωρίζει το δικαίωμα του καθενός στο υψηλότερο δυνατό επίπεδο σωματικής και ψυχικής υγείας. Στην εισαγωγή του κειμένου αναφέρεται ότι το νερό είναι ένας περιορισμένος φυσικός πόρος, καθώς και ότι αποτελεί δημόσιο αγαθό θεμελιώδες για τη ζωή και την υγεία. Περαιτέρω, διακηρύσσεται ότι το ανθρώπινο δικαίωμα στο νερό είναι απαραίτητο για μια ζωή με αξιοπρέπεια και ότι, συνακόλουθα, αποτελεί προϋπόθεση για την υλοποίηση των άλλων ανθρώπινων δικαιωμάτων. Σύμφωνα με την εν λόγω Επιτροπή, το ανθρώπινο δικαίωμα στο νερό σημαίνει ότι όλοι δικαιούνται επαρκές, ασφαλές και οικονομικά προσιτό νερό για προσωπική και οικιακή χρήση.

Το έτος 2010, μετά από διαπραγματεύσεις, 122 χώρες αναγνώρισαν το ανθρώπινο δικαίωμα στο νερό και την αποχέτευση κατά τη διάρκεια της Γενικής Συνέλευσης των Ηνωμένων Εθνών, ενώ το ίδιο έτος στο Συμβούλιο του ΟΗΕ για τα Ανθρώπινα Δικαιώματα υπερψηφίστηκε ένα ψήφισμα το οποίο αναγνωρίζει το δικαίωμα στο νερό και στην αποχέτευση, ως μέρος του ανθρώπινου δικαιώματος για απόλαυση αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης.

Όπως και σε άλλα οικονομικά και κοινωνικά ανθρώπινα δικαιώματα, έτσι και στο δικαίωμα στο νερό, υπάρχει τόσο ποσοτική όσο και ποιοτική διάσταση. Από ποσοτικής άποψης, αναφέρεται ότι ο καθένας πρέπει να έχει πρόσβαση σε επαρκή ποσότητα νερού για την κάλυψη των ανθρώπινων αναγκών του σύμφωνα με τις παραμέτρους του Παγκόσμιου Οργανισμού Υγείας (ΠΟΥ). Αυτή η ποσότητα δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί, δεδομένου ότι μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τις πολιτισμικές ιδιαιτερότητες και τη γεωγραφική θέση, αλλά γίνεται δεκτό ότι ένα άτομο χρειάζεται τουλάχιστον 20 λίτρα νερό την ημέρα. Παρά το γεγονός ότι η ποσότητα αυτή φαίνεται πολύ μικρή, καθώς οι περισσότεροι άνθρωποι στις αναπτυγμένες χώρες δαπανούν πολύ περισσότερο καθημερινά, στην πραγματικότητα σε πολλά μέρη του πλανήτη οι άνθρωποι δεν έχουν πρόσβαση ούτε καν σε αυτή την ποσότητα. Για να εξασφαλιστεί η πλήρης υλοποίηση του δικαιώματος στο νερό, η Ύπατη Αρμοστεία των Ηνωμένων Εθνών για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου θεωρεί ότι τα συμβαλλόμενα κράτη θα πρέπει να στοχεύουν σε μια παροχή των 50 έως 100 λίτρων νερού ανά άτομο ανά ημέρα. Από ποιοτικής άποψης, αναφέρεται ότι η ποσότητα του νερού που παρέχεται πρέπει να είναι ασφαλής, δηλαδή η κατανάλωση του δεν πρέπει να θέτει σε κίνδυνο την ανθρώπινη υγεία (Branco, 2014).

### 5.3. Η ιδιωτικοποίηση του νερού

Το νερό αποτελεί πηγή ζωής και έχει ζωτική σημασία για την διαίωνηση της ζωής - ανθρώπινης και μη- πάνω στον πλανήτη. Δεν είναι λίγες οι φορές που έχει αναφερθεί στον Διεθνή Τύπο πως ο επόμενος παγκόσμιος πόλεμος θα γίνει για τον έλεγχο των πηγών του πόσιμου νερού, ενώ παράλληλα πραγματοποιούνται προσπάθειες για την ανεύρεση νερού σε πλανήτες πέραν της Γης, καθώς αναγνωρίζεται η πιθανή μελλοντική ανεπάρκεια των υπαρχουσών πηγών για την κάλυψη των αναγκών του συνόλου του πληθυσμού. Περαιτέρω, σε επίπεδο πολιτικής και οικονομικής διαχείρισης, ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 προωθείται η ιδιωτικοποίηση της διαχείρισης των δικτύων ύδρευσης και αποχέτευσης τόσο στις αναπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, ένα από τα πιο κρίσιμα ζητήματα για την εξασφάλιση των ανθρώπινων δικαιωμάτων συνίσταται στον προσδιορισμό του ποιος φορέας είναι καταλληλότερος για την διασφάλιση της πρόσβασης του κάθε πολίτη στα απαραίτητα αγαθά και τις υπηρεσίες, με τέτοιο τρόπο ώστε τα προσφερόμενα αγαθά να ανταποκρίνονται τόσο ποσοτικά όσο και ποιοτικά στις απαιτήσεις για την εξασφάλιση μιας αξιοπρεπούς ζωής. Εάν το νερό μπορεί να χαρακτηριστεί ως 'δημόσιο' ή ως 'κοινό αγαθό' και το νερό της βρύσης ως 'ιδιωτικό' αγαθό, τότε η όλη διαδικασία για την παροχή ασφαλούς και επαρκούς πόσιμου νερού για όλους τους ανθρώπους εμφανίζεται να έχει ένα διττό χαρακτήρα. Από τη μία πλευρά η διαχείριση και η παροχή του νερού μπορεί να πραγματοποιείται, όπως συμβαίνει αρκετά συχνά, από ιδιωτικές εταιρείες. Από την άλλη πλευρά, όμως, το νερό παραμένει αναφαίρετο ανθρώπινο δικαίωμα και δύσκολα αμφισβητείται η φύση του δημόσιου χαρακτήρα του.

Στο πλαίσιο όλων των ανωτέρων ερωτημάτων, έχει πυροδοτηθεί μια ενεργή συζήτηση σε παγκόσμιο επίπεδο, σχετικά με το κατά πόσο οι ιδιωτικές εταιρείες είναι κατάλληλες στο να εμπλακούν στην διαχείριση και την παροχή του νερού. Όπως είναι λογικό υπάρχει μια ποικιλία επιχειρημάτων και από τις δύο πλευρές, τόσο αυτών που υποστηρίζουν ότι οι ιδιωτικές εταιρείες μπορούν και πρέπει να συμβάλλουν στην διαχείριση των υδάτινων πόρων και όσο αυτών που υποστηρίζουν ότι κάτι τέτοιο θα ήταν καταστροφικό δεδομένης της πολύπλοκης φύσης του νερού ως αγαθό. Παρακάτω επιχειρείται μια προσπάθεια ανάπτυξης των επιχειρημάτων τόσο όσων τάσσονται υπέρ της ιδιωτικοποίησης των υπηρεσιών του νερού, όσο και όσων τάσσονται κατά της ιδιωτικοποίησης αυτού.

### 5.3.1. Υπέρ Ιδιωτικοποίησης του νερού

Το 1992 στην Διεθνή Διάσκεψη για το Νερό και το Περιβάλλον που πραγματοποιήθηκε στο Δουβλίνο (Κώνστας, 2004) υιοθετήθηκαν οι βασικές αρχές σχετικά με το νερό, γνωστές και ως αρχές του Δουβλίνου. Μεταξύ αυτών των αρχών αναφέρεται ότι:

- Το νερό είναι πεπερασμένος και ευαίσθητος φυσικός πόρος απαραίτητος για τη διατήρηση της ζωής, την ανάπτυξη και το περιβάλλον.
- Η διαχείριση του νερού πρέπει να βασίζεται στην αρχή της συμμετοχής της κοινωνίας.
- Το νερό έχει οικονομική αξία σε όλες τις ανταγωνιστικές μεταξύ τους χρήσεις και πρέπει να αναγνωρισθεί ως οικονομικό αγαθό.

Η τελευταία αρχή θεωρείται και η πιο αμφιλεγόμενη καθώς διατυπώθηκε με αρκετά ασαφή τρόπο, επιδεχόμενη πολλών ερμηνειών, ώστε να γίνει αποδεκτή από τους συμμετέχοντες και αρκετά ριζοσπαστική ώστε να προκαλέσει την επανεξέταση του τρόπου διαχείρισης των υδάτινων πόρων και της πολιτικής που ακολουθείται. Τα χρόνια που ακολούθησαν, η λογική που επιτάσσει την αντιμετώπιση του νερού ως οικονομικού αγαθού έχει χρησιμοποιηθεί από τους υπέρμαχους της για να αμφισβητηθούν οι παραδοσιακοί τρόποι παροχής των υπηρεσιών ύδρευσης από το κράτος. Οι οικονομολόγοι που υιοθετούν αυτή την προσέγγιση υποστηρίζουν ότι το νερό πρέπει να αντιμετωπίζεται ως ιδιωτικό αγαθό, να υπόκειται σε εταιρικό έλεγχο και να συμμορφώνεται με τους δημοσιονομικούς κανόνες, τους κανόνες της αγοράς, καθώς και να εμπίπτει ως εμπορευματοποιημένο αγαθό στη λογική της ανταγωνιστικής τιμολόγησης. Οι κύριοι λόγοι που συνιστούν την ιδιωτικοποίηση του νερού ως την καταλληλότερη και αποτελεσματικότερη λύση στην προσπάθεια διαχείρισης των δικτύων ύδρευσης παγκοσμίως, είναι κυρίως (Gleick et al, 2002):

- κοινωνικοί, καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι με την είσοδο των εταιρειών στην διαχείριση του νερού θα μπορούσε να διευκολυνθεί η πρόσβαση στο νερό σε περιοχές που μέχρι τώρα δεν είχαν τη δυνατότητα παροχής νερού
- εμπορικοί, καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι με την εισαγωγή του ανταγωνισμού ο τομέας του νερού θα λειτουργεί αποτελεσματικότερα και αποδοτικότερα
- οικονομικοί, καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι ο ιδιωτικός τομέας μπορεί να κινητοποιήσει κεφάλαια γρηγορότερα και φθηνότερα από τον δημόσιο τομέα
- ιδεολογικοί, καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι ο δημόσιος τομέας πρέπει να είναι όσο το δυνατόν μικρότερος



- πρακτικοί, καθώς υπάρχει η πεποίθηση ότι ένα ανταγωνιστικό και αποτελεσματικό σύστημα παροχής νερού απαιτεί την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα.

Πιο συγκεκριμένα, οι υπέρμαχοι της εισαγωγής των μηχανισμών της αγοράς στην διαχείριση του νερού υποστηρίζουν ότι ο πλανήτης αντιμετωπίζει μια αυξανόμενη έλλειψη γλυκού νερού κι ότι η πολιτική και η διαχείριση που ακολουθείται μέχρι στιγμής έχει αποδειχθεί ανεπαρκής. Όπως προκύπτει από τα στατιστικά δεδομένα, η κατά κεφαλήν διαθέσιμη ποσότητα νερού μειώνεται λόγω της ολοένα και αυξανόμενης ζήτησης ενώ παράλληλα η ποιότητα του υπάρχοντος διαθέσιμου νερού υποβαθμίζεται συνεχώς. Περαιτέρω, οι διαθέσιμοι υδατικοί πόροι αποδεικνύεται ότι δεν είναι ανεξάντλητοι και τα νέα έργα που χρειάζεται να γίνουν φαίνεται να έχουν υψηλό οικονομικό και περιβαλλοντικό κόστος. Ο ιδιωτικός τομέας παρουσιάζεται να υπερέχει συγκριτικά με το δημόσιο τόσο όσον αφορά στα διαθέσιμα κεφάλαια, όσο και αναφορικά με την εξέλιξη και αναβάθμιση της απαιτούμενης τεχνογνωσίας που χρειάζεται για την καλύτερη δυνατή εκμετάλλευση των ήδη διαθέσιμων πόρων. Η νεοφιλελεύθερη λογική υποστηρίζει ότι ο δημόσιος τομέας δεν διαθέτει τα αναγκαία κίνητρα προκειμένου να καταναίμει τους πόρους όσο το δυνατόν πιο αποδοτικά (π.χ. σε υψηλότερη τιμή), κι ότι στην πραγματικότητα αποτελεί εμπόδιο για όσο χρονικό διάστημα παραμένει διαχειριστής και ελεγκτής των υδατικών πόρων. Εφιαλτήριο των ως άνω σκέψεων αποτελεί η παραδοχή, από μερίδα της επιστημονικής κοινότητας ότι οι πόροι πρέπει να ανήκουν ως προς τη διαχείριση και εκμετάλλευση τους στον ιδιωτικό τομέα, ώστε ο ανταγωνισμός που αναπτύσσεται στο πεδίο αυτό να καθορίζει την ανάλογη οικονομική αξία των πόρων. Με τη μεταφορά των υδατικών πόρων από το δημόσιο στον ιδιωτικό τομέα, καθώς και με τον διαχωρισμό των δικαιωμάτων του νερού από αυτά της γης, ανοίγει ο δρόμος για τη δημιουργία της αγοράς νερού. Η αντιμετώπιση των δικαιωμάτων που συνδέονται με το νερό ως ιδιωτικών και ατομικών δικαιωμάτων σε συνδυασμό με τη λογική της εμπορευματοποίησης θα οδηγήσουν σε μια πιο παραγωγική ανακατανομή των πόρων, σύμφωνα με τους υποστηρικτές των προαναφερθέντων παραδοχών. Παράλληλα, υποστηρίζουν ότι η εμπορευματοποίηση του νερού, εκτός από την αύξηση της οικονομικής αποδοτικότητας της εκμετάλλευσης του, θα παρακινούσε τους δικαιούχους-καταναλωτές του νερού να συνειδητοποιήσουν την πραγματική του αξία, ενθαρρύνοντας με αυτό τον τρόπο την πιο συνετή χρήση του (η οποία είναι απαραίτητη λόγω της έλλειψης κατάλληλων υδάτινων πόρων), πωλώντας, παράλληλα, την πλεονάζουσα ποσότητα στην υψηλότερη δυνατή τιμή, γεγονός που θα είχε ως αποτέλεσμα επιπλέον κέρδος (Ahlers, 2010).

Επιπλέον, ο ιδιωτικός τομέας επικεντρώνεται στην αναλογία του κόστους της υπηρεσίας και στην τελική απόδοση αυτού του αρχικού επενδυτικού κόστους. Οι νέες και καινοτόμες τεχνολογίες στις οποίες επενδύουν οι ιδιώτες μπορεί να έχουν υψηλότερο αρχικό κόστος, αλλά τελικά προσφέρουν μεγαλύτερη εξοικονόμηση, η

οποία μπορεί να μετακυλιστεί κατά ένα μέρος στους πελάτες, σε συνδυασμό με την βελτίωση των προσφερόμενων υπηρεσιών. Ακόμα, οι μικρές δημόσιες υπηρεσίες παροχής νερού συχνά δεν έχουν αποτελεσματικές δομές χρεώσεων (*rate structures*) που να αντανακλούν το πραγματικό κόστος της υπηρεσίας. Έτσι, δεν διαθέτουν τα μέσα ούτε για να κάνουν επενδύσεις κεφαλαίων, αλλά ούτε για να προσλάβουν εξειδικευμένο προσωπικό, το οποίο απαιτείται για την κάλυψη και την αντιμετώπιση των ολοένα και αυστηρότερων προτύπων που τίθενται αναφορικά με την ποιότητα του νερού.

Μια άλλη θεωρία, αυτή της δημόσιας επιλογής (*public choice theory*), η οποία επιχειρεί να επιτύχει - με μεθόδους νεοκλασικής ανάλυσης - την ορθολογική παροχή των δημοσίων αγαθών που διανέμονται από το κράτος, τόσο με βάση το άτομο όσο και με βάση τις ομάδες συμφερόντων, υποστηρίζει πως η τάση ιδιωτικοποιήσεων οφείλεται σε δύο λόγους. Ο πρώτος εξ' αυτών είναι ότι η ιδιωτικοποίηση μέσω των ανταγωνιστικών διαδικασιών υποβολής προσφορών εισάγει τον ανταγωνισμό στο δημόσιο μονοπώλιο, πράγμα το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας και παράλληλα μείωση του κόστους, εφόσον πλέον οι πολιτικοί και οι γραφειοκράτες δεν θα μονοπωλούν τις δημόσιες υπηρεσίες. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι η ιδιωτική συμμετοχή θα μπορούσε να προωθήσει μια καλύτερη εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας<sup>2</sup>, όπου μια εταιρεία χρησιμοποιεί τους διαθέσιμους οικονομικούς και ανθρώπινους πόρους με πιο αποδοτικό τρόπο (Ruiz-Villaverde et al., 2015).

Ένα άλλο βασικό επιχείρημα των υποστηρικτών της ιδιωτικοποίησης του νερού, είναι η ανάγκη παροχής νερού στους οικονομικά αδύναμους κυρίως στις αναπτυσσόμενες χώρες. Υπολογίζεται ότι περίπου 1 δισεκατομμύριο ανθρώπων δεν έχουν πρόσβαση σε επαρκή και ασφαλή παροχή νερού. Λόγω της αποτυχίας του κράτους να διανείμει σωστά τους πόρους, αρκετοί ειδικοί υποστηρίζουν ότι οι οικονομικά αδύναμοι έχουν αναγκαστεί ήδη να αντιμετωπίζουν το νερό ως οικονομικό αγαθό, εφόσον ήδη εξυπηρετούνται άτυπα από ιδιώτες προμηθευτές, οι οποίοι έχουν αναλάβει να προμηθεύουν με νερό, συχνά αμφίβολης ποιότητας, τις περιοχές όπου δεν υπάρχουν οι απαραίτητες υποδομές ύδρευσης. Η κατάσταση αυτή ερμηνεύεται από τους υπέρμαχους της ιδιωτικοποίησης με τέτοιο τρόπο ώστε να καταλήγουν, ότι οι οικονομικά αδύνατοι θα επωφελούνταν από τις χαμηλότερες τιμές και την καλύτερη πρόσβαση στο νερό, εάν ιδιωτικές εταιρείες αναλάμβαναν να διαχειριστούν τα κρατικά δίκτυα του νερού. Οι οικονομικά αδύναμοι αποτελούν ένα τεράστιο κομμάτι της παγκόσμιας αγοράς και παρουσιάζονται ως ένα μέσο να επιτευχθεί το σενάριο όπου το ιδιωτικό κέρδος συνδυάζεται με τη δημόσια ωφέλεια. Το επιχείρημα αυτό στηρίζεται στη μετατροπή του νερού από δημόσιο σε οικονομικό αγαθό και στο γεγονός ότι οι ιδιωτικές εταιρείες επιτρέπουν μεγάλες

---

<sup>2</sup> Οικονομίες κλίμακας είναι η τάση του μακροχρόνιου μέσου συνολικού κόστους να μειώνεται όταν αυξάνεται η ποσότητα της παραγωγής.

εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων, έχουν μεγαλύτερη τεχνική κατάρτιση (τομέας που το δημόσιο υστερεί) με αποτέλεσμα να επιτυγχάνουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα και ως συνέπεια όλων αυτών να μπορούν να επεκτείνουν τα δίκτυα ύδρευσης σε προσιτές τιμές για όλους τους πελάτες (Bakker,2013).

### 5.3.2. Κατά Ιδιωτικοποίησης του νερού

Η δημιουργία κέρδους είναι μια δύσκολη διαδικασία, ιδιαίτερα υπό τις συνθήκες του ανταγωνισμού όπου όλοι αναζητούν διαρκώς νέους τρόπους προκειμένου να κερδίσουν χρήματα. Ιστορικά, ο καπιταλισμός έχει καταφέρει να προσαρμοστεί στις συνεχώς μεταβαλλόμενες συνθήκες είτε διερευνώντας νέους τρόπους, είτε επιστρέφοντας σε ήδη δοκιμασμένους προκειμένου να διατηρήσει ένα υγιή ρυθμό συσσώρευσης κεφαλαίου. Ένας από αυτούς τους τρόπους είναι η συσσώρευση κεφαλαίου μέσω της αλλαγής ιδιοκτησίας των αγαθών, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση της ιδιωτικοποίησης του νερού. Στην πραγματικότητα, ένα αγαθό χωρίς ιδιοκτήτη –καθώς το νερό ανήκει σε όλους, χωρίς κανέναν να έχει περισσότερα δικαιώματα από κάποιον άλλο- περνάει στα χέρια ιδιωτών δημιουργώντας έτσι μια νέα πηγή κεφαλαίου. Το ίδιο έχει συμβεί στο παρελθόν με την ιδιωτικοποίηση της εκπαίδευσης, της κοινωνικής ασφάλισης και άλλων δημόσιων αγαθών που πλέον θεωρούνται παράλληλα δημόσια και ιδιωτικά. Η μεγάλη διαφορά, όμως, είναι πως το νερό αποτελεί ένα αγαθό ζωτικής σημασίας και η εκμετάλλευσή του με όρους αγοράς, αναπόφευκτα οδηγεί σε αποκλεισμό από την κατανάλωσή του.

Η μεταφορά του ελέγχου του νερού από το δημόσιο στον ιδιωτικό τομέα, συνεπάγεται αλλαγή στον χάρτη της κοινωνικής και πολιτικής εξουσίας. Στο βαθμό που το νερό μετατρέπεται σε χρήματα και κεφάλαιο και οι χρήστες του νερού σε πελάτες (ουσιαστικά σταματούν να είναι πολίτες οι οποίοι έχουν δικαίωμα πρόσβασης στο νερό), ο πολιτικός χάρτης εξουσίας όσον αφορά το νερό αναθεωρείται τελείως. Η απουσία συμμετοχής των πολιτών, οι μη διαφανείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων είναι μερικά χαρακτηριστικά των ιδιωτικών εταιρειών ύδρευσης. Παρά το γεγονός ότι το νερό είναι ένα αγαθό ζωτικής σημασίας, η είσοδος των εταιρειών συνεπάγεται ότι η ευθύνη για τη λήψη αποφάσεων που το αφορούν μετατοπίζεται από τον τοπικό ή περιφερειακό έλεγχο στα διοικητικά συμβούλια μεγάλων εταιρειών, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αυταρχικές μορφές διαχείρισης του νερού παράλληλα με την έλλειψη δημοκρατικού ελέγχου (Swyngedouw, 2005).

Όσοι τάσσονται κατά της ιδιωτικοποίησης του τομέα του νερού έχουν ως κύριο επιχείρημα το γεγονός ότι το νερό, όπως έχει προαναφερθεί, είναι αναφαίρετο ανθρώπινο δικαίωμα και απαραίτητο αγαθό για μια αξιοπρεπή ζωή. Η παραχώρησή του σε ιδιωτικά συμφέροντα συνεπάγεται τη μετατροπή του σε ιδιωτικό αγαθό,

πράγμα το οποίο σημαίνει πως κάποιος μπορεί να αποκλειστεί από τη χρήση του. Μια ιδιωτική εταιρεία, έχοντας ως κύριο στόχο την κερδοφορία κι όχι την κοινωνική ισότητα, δεν είναι σε θέση να εφαρμόσει κοινωνική πολιτική και να σκεφτεί τους οικονομικά ασθενέστερους. Παράγει ένα προϊόν, που στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι το νερό, το προωθεί στην αγορά και βγάζει κέρδος από αυτό. Αν κάποιος δεν έχει το απαραίτητο ποσό που χρειάζεται για να το αγοράσει, τότε η ιδιωτική εταιρεία τον αποκλείει αυτόματα από την παροχή του. Μία από τις βασικές παραδοχές της επικρατούσας οικονομικής θεωρίας είναι ότι τα άτομα οδηγούνται από το προσωπικό συμφέρον και ότι οι αγορές παίζουν διαμεσολαβητικό ρόλο ικανοποιώντας το ενδιαφέρον του κάθε ατόμου. Αντίθετα, μία κοινωνική επιλογή προϋποθέτει ότι το προσωπικό συμφέρον τίθεται κατά κάποιο τρόπο σε αδράνεια και περιλαμβάνει τη χρήση μιας ηθικής κρίσης. Οι αγορές μπορεί να θέσουν ζητήματα όπως πόσο νερό πρέπει να παραχθεί, πώς και πότε να παραχθεί αλλά όλα αυτά προκειμένου να ανταποκριθούν στην ζήτηση των καταναλωτών-πελατών. Δεν θέτουν ως επιλογή ότι η κάλυψη των αναγκών όλων των ατόμων είναι καλύτερη από οποιαδήποτε άλλη δομή κατανομής του νερού. Αυτό που ενδιαφέρει τις αγορές είναι να μπορούν να πωλούν σε τιμές αγοράς και παράλληλα οι αγοραστές να μπορούν να αγοράζουν σε τιμές αγοράς. Όταν αυτό συμβαίνει για ένα οποιοδήποτε ιδιωτικό αγαθό μπορεί να είναι ανεκτό, στην περίπτωση του νερού όμως η κατάσταση είναι τελείως διαφορετική.

Η πρόσβαση στο νερό οφείλει να είναι καθολική και στην περίπτωση που κάποιος αποκλείεται από αυτό ή δέχεται κακής ποιότητας υπηρεσίες πρέπει να υπάρχει η δυνατότητα να διεκδικήσει το δικαίωμα του. Όταν η πολιτεία αποτυγχάνει στη σωστή διαχείριση του νερού, είναι υπόλογη στους πολίτες είτε μέσω του νόμου, είτε μέσω των εκλογών. Αν αποτύχουν οι αγορές σε ποιον μπορούν να απευθυνθούν οι πολίτες; Σε μια καπιταλιστική κοινωνία οι αγορές λογοδοτούν μόνο στους μετόχους των εταιρειών και οι αποφάσεις λαμβάνονται όχι από αυτούς οι οποίοι επηρεάζονται άμεσα αλλά από αυτούς που κατέχουν το κεφάλαιο. Ως εκ τούτου, σε μια κοινωνία όπου σημαντικές αποφάσεις λαμβάνονται με όρους αγοράς, είναι λογικό να αμφισβητείται η αίσθηση ευθύνης που υπάρχει απέναντι στο νερό ως ανθρώπινο δικαίωμα.

Ακόμα, η διαχείριση του νερού από ιδιώτες μπορεί να δώσει προτεραιότητα στην παροχή νερού σε άλλες πιο κερδοφόρες δραστηριότητες συγκριτικά κι όχι στην άμεση οικιακή κατανάλωση. Υπάρχει μια ποικιλία χρήσεων του νερού, από την ανθρώπινη κατανάλωση μέχρι την χρήση για παραγωγικές δραστηριότητες όπως οι μεταφορές, η βιομηχανία, η γεωργία καθώς και για δραστηριότητες αναψυχής και ψυχαγωγίας. Ένα κρίσιμο ερώτημα που τίθεται είναι πώς ιεραρχούνται αυτές οι χρήσεις. Η ανταγωνιστική αγορά είναι λογικό να κατανείμει το νερό μεταξύ των διαφορετικών εναλλακτικών χρήσεων λαμβάνοντας υπόψη το κέρδος που θα έχει είτε άμεσα, είτε έμμεσα μέσω των οικονομικών αγαθών που παράγονται όταν το

νερό χρησιμοποιείται ως πρώτη ύλη. Αυτός ο τρόπος ιεράρχησης των χρήσεων μπορεί να οδηγήσει σε μη κοινωνική κατανομή του νερού και να δοθεί προτεραιότητα σε κερδοφόρες δραστηριότητες, οι οποίες όμως δεν είναι ζωτικής σημασίας. Όταν τα αποθέματα νερού δεν είναι αρκετά για να ικανοποιήσουν όλες τις χρήσεις, φαίνεται αρκετά λογικό ότι πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην άμεση ανθρώπινη κατανάλωση, συγκριτικά με άλλες χρήσεις, όπως είναι η αναψυχή. Η ίδια προτεραιότητα πρέπει να διατηρηθεί όμως ακόμα κι αν μιλάμε για την άρδευση ως εναλλακτική χρήση. Η γεωργία είναι σίγουρα ζωτικής σημασίας και απαραίτητη για τη διασφάλιση άλλων ανθρώπινων δικαιωμάτων, όμως υπάρχει η δυνατότητα καλλιέργειας χωρίς τη χρήση νερού, ενώ αντίθετα είναι αδύνατο για έναν άνθρωπο να επιβιώσει χωρίς πόσιμο νερό (Branco, 2014).

Παράλληλα, η ρητορική που ακολουθείται ότι η ιδιωτικοποίηση του νερού μπορεί να οδηγήσει σε ανακούφιση των οικονομικά ασθενέστερων και στην αντιμετώπιση των κοινωνικών και οικονομικών ανισοτήτων υπό το σύνθημα νερό για όλους, δεν πείθει κάποιους. Υπάρχουν παραδείγματα όπου ο τρόπος διαχείρισης του νερού από κρατικές επιχειρήσεις οδήγησε στην άνιση κατανομή του νερού εις βάρος των οικονομικά ασθενέστερων, αλλά αυτό δεν σημαίνει αυτόματα πως ο ιδιωτικός τομέας είναι η λύση για την δίκαιη κατανομή του νερού (K. Bakker 2013). Με την είσοδο των εταιρειών στη διαχείριση της ύδρευσης, το δικαίωμα στο νερό εξατομικεύεται και του δίνονται χαρακτηριστικά ιδιωτικής ιδιοκτησίας. Τα δικαιώματα αναδιανέμονται, αλλά από κοινωνική σε ιδιωτική ιδιοκτησία, με τη βοήθεια της αγοράς, ενώ η πρόσβαση σε αυτά καθορίζεται από την δυνατότητα πληρωμής (Ahlers, 2010).



## 6. Έρευνες για τη γνώμη των χρηστών

Η ιδιωτικοποίηση δημόσιων αγαθών και πιο συγκεκριμένα του νερού είναι ένα θέμα που εγείρει αρκετά ερωτηματικά και συγκρούσεις. Αρκετές έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί για το ρόλο των ιδιωτικών εταιρειών στη διαχείριση δημόσιων αγαθών και πως αυτές επηρεάζουν την καταναλωτική και κοινωνική συμπεριφορά των πολιτών. Ο τρόπος που επιδρά η ιδιωτικοποίηση δημόσιων αγαθών σε κάθε κοινωνία συνδέεται άμεσα με το μορφωτικό επίπεδο των κατοίκων, την οικονομική κατάσταση και την επάρκεια ή μη του εκάστοτε αγαθού. Για παράδειγμα, σε περιοχές όπου δεν παρατηρείται έλλειψη νερού, οι κάτοικοι αντιμετωπίζουν διαφορετικά το αγαθό συγκριτικά με άλλες περιοχές όπου παρατηρούνται προβλήματα με την παροχή νερού.

Σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2011 σε 64 πόλεις στην Ισπανία, με 1023 συμμετέχοντες, κύριος σκοπός ήταν η ανάλυση της ικανοποίησης των ερωτηθέντων σχετικά με την ποιότητα του νερού, σε συνδυασμό με τα κοινωνικοοικονομικά και ιδεολογικά χαρακτηριστικά των χρηστών. Από τα αποτελέσματα της έρευνας προέκυψε ότι οι χρήστες είναι λιγότερο ικανοποιημένοι με την ποιότητα του νερού όταν η διαχείριση των δικτύων είναι σε ιδιωτικά χέρια, χωρίς αυτό να σχετίζεται με τις ιδεολογικές αντιλήψεις του κάθε ερωτηθέντα. Παρά το γεγονός ότι το νερό προς κατανάλωση στην Ισπανία πληροί όλες τις απαραίτητες ποιοτικές προδιαγραφές υπάρχει η πεποίθηση ότι οι ιδιωτικές εταιρείες δεν θέτουν ως προτεραιότητα τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του νερού, αλλά την επιδίωξη του μέγιστου κέρδους εξαιτίας της ιδιωτικής τους φύσης (Garcia-Rubio et al., 2015).

Σε άλλη έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2009 σε πόλεις της Καλιφόρνια τέθηκαν κυρίως τρία ερωτήματα. Πρώτον, εάν οι χρήστες αντιμετωπίζουν διαφορετικά την παροχή υπηρεσιών από ιδιωτικούς και δημόσιους φορείς. Δεύτερον, εάν οι ιδιωτικοί και δημόσιοι φορείς προσεγγίζουν με διαφορετικό τρόπο την παροχή υπηρεσιών και τρίτον, εάν οι διαφορετικές προσεγγίσεις των διαφορετικών φορέων έχουν αντίκτυπο στη συμπεριφορά των χρηστών. Σε κάποιες πόλεις διαπιστώθηκε ότι η ιδιωτικοποίηση του δικτύου ύδρευσης δύναται να μειώσει την προθυμία των χρηστών να συνεργαστούν με τον πάροχο των υπηρεσιών. Εξαιτίας του γεγονότος ότι μία ιδιωτική εταιρεία έχει κερδοσκοπικό χαρακτήρα, σε μία δυσχερή κατάσταση (π.χ. ξηρασία) οι χρήστες εμφανίζονται απρόθυμοι να δεχτούν αυξήσεις των τιμολόγων χωρίς να υπάρξει κοινωνική αντίσταση. Στην αρνητική γνώμη των κατοίκων συμβάλλει επίσης η εμπειρία από περιπτώσεις ιδιωτικοποιήσεων, οι οποίες συνοδεύτηκαν από αμφίβολα αποτελέσματα. Στην ίδια έρευνα, ωστόσο, διαπιστώθηκε ότι σε άλλες πόλεις δεν υπήρχε εκ των προτέρων αρνητική αντιμετώπιση ως προς τις ιδιωτικές εταιρείες. Στο συνολικό δείγμα υπήρχε ένα μικρό κομμάτι με ισχυρές απόψεις κατά της ιδιωτικοποίησης και οι περισσότεροι χρήστες φαίνονται πιο πρόθυμοι να συνεργαστούν με δημοτικές εταιρείες (Kallis et al., 2009).

Σύμφωνα με άλλη έρευνα (Bhattacharyya et al., 1994), η οποία δημοσιοποιήθηκε το 1994 στην Αμερική και στηρίχτηκε σε στοιχεία έρευνας του 1992 που διενεργήθηκε από την Αμερικανική Ένωση Έργων Ύδρευσης (*American Water Works Association*), τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά που παρουσιάστηκαν προηγουμένως. Τα συμπεράσματα που εξήχθησαν αποδεικνύουν ότι παρά την ευρέως διαδομένη άποψη ότι οι ιδιωτικές εταιρείες είναι πιο αποτελεσματικές από τις δημόσιες, στην πράξη οι δημόσιες εταιρείες δρουν αποτελεσματικότερα τόσο σε τεχνικό επίπεδο όσο και όσον αφορά την βέλτιστη εκμετάλλευση των διαθέσιμων πόρων.



# β' μέρος



## 7. Αποτίμηση επιχειρήσεων

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης θεωρείται απαραίτητο εργαλείο στη χρηματοοικονομική ανάλυση, καθώς ο προσδιορισμός της αξίας της συνδέεται άρρηκτα με τη βιωσιμότητα της. Η αξία της επιχείρησης δεν αφορά μόνο τους μετόχους και τους διοικούντες της αλλά όλο το συναλλακτικό περιβάλλον.

Η βιωσιμότητα της επιχείρησης και, κατά επέκταση, η αξία της προέρχεται από τις μελλοντικές πηγές εισοδήματος. Έτσι, η γνώση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το πού βρίσκεται σήμερα η επιχείρηση και κυρίως κατά πόσο μπορεί να βελτιωθεί η απόδοσή της μακροπρόθεσμα.

Απαιτείται, επομένως, σωστή αποτίμηση μιας επιχείρησης γιατί τόσο η υπερτίμηση όσο και η υποτίμηση μπορούν να προκαλέσουν εξίσου σημαντικά προβλήματα. Η υπερτίμηση δύναται να οδηγήσει σε υπερβολική αισιοδοξία σχετικά με τις δυνάμεις της επιχείρησης και, σε περίπτωση πώλησης οι υποψήφιοι αγοραστές δεν θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν την επιπλέον αυτή αξία. Η υποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης πάλι, δύναται να οδηγήσει σε εσφαλμένες εκτιμήσεις των ενεργειών που έχουν ήδη διενεργηθεί και φυσικά, σε περίπτωση πώλησης, η αξία της επιχείρησης θα είναι χαμηλότερη από την πραγματική.

Γενικά, η αποτίμηση ορίζεται ως η διαδικασία προσδιορισμού της τρέχουσας αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ή ολόκληρης της επιχείρησης. Υπάρχουν αρκετές μεθοδολογίες αποτίμησης, εκ των οποίων κάποιες θεμελιώνονται σε υποκειμενικές και κάποιες σε αντικειμενικές διαδικασίες. Για παράδειγμα, για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ο αναλυτής μπορεί να εξετάσει τη διοίκηση, τη διαρθρωτική δομή του μετοχικού κεφαλαίου, την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων και τις προβλέψεις για μελλοντικά κέρδη. Επιλέγοντας ως τεχνική την αξιολόγηση της δράσης της διοίκησης, θα λέγαμε πως η αποτίμηση θα εξεταζόταν υπό το πρίσμα υποκειμενικών κριτηρίων, ενώ αντιθέτως επιλέγοντας ενδογενή στοιχεία όπως οι προβλέψεις μελλοντικών κερδών, η αποτίμηση θα ήταν πιο αντικειμενική.



## 8. Γενικές έννοιες της αποτίμησης επιχειρήσεων

### 8.1. Σημασία των όρων “αξία” και “τιμή”

Ένας αντικειμενικός ορισμός της αξίας μιας επιχείρησης είναι ότι η αξία της καθορίζεται από την ικανότητά της να επιτυγχάνει μια απόδοση επί των επενδυμένων κεφαλαίων, η οποία υπερβαίνει το κόστος των κεφαλαίων αυτών. Στην πράξη ωστόσο η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να ιδωθεί με πιο υποκειμενικά κριτήρια, κάτι άλλωστε που επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι η τελευταία είναι διαφορετική όχι μόνο μεταξύ πιθανών υποψηφίων αγοραστών αλλά και μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Σε πολλές περιπτώσεις, επίσης, δημιουργείται σύγχυση μεταξύ των όρων «αξία» (*value*) και «τιμή» (*price*) μιας επιχείρησης. Η τελευταία ορίζεται ως το συμφωνηθέν τίμημα μεταξύ αγοραστή και πωλητή κατά την πώληση μιας επιχείρησης.

Η διαφορά μεταξύ της αξίας και της τιμής μιας επιχείρησης μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους. Για παράδειγμα, έστω ότι μια μεγάλη πολυεθνική εταιρεία ενδιαφέρεται να εξαγοράσει μια εδραιωμένη στο χώρο της τοπική επιχείρηση, με σκοπό να πετύχει την είσοδό της στην τοπική αγορά, εκμεταλλευόμενη τη φήμη και την αναγνωρισιμότητα των υπαρχόντων σημάτων (*brands*) της τελευταίας. Στην περίπτωση αυτή, ο ενδιαφερόμενος αγοραστής θα εκτιμήσει την αξία μόνο του εμπορικού σήματος και όχι των εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού που διαθέτει η τοπική επιχείρηση, πιθανόν λόγω του ότι μπορεί να διαθέτει πιο εκσυγχρονισμένα μηχανήματα παραγωγής. Ωστόσο, ο πωλητής θα εκτιμήσει τις υποδομές και τα μηχανήματα που διαθέτει σε μια υψηλή τιμή, καθώς αυτά είναι σε κατάσταση να συνεχίσουν να παράγουν προϊόντα. Από την πλευρά του αγοραστή, ο βασικός στόχος είναι να προσδιοριστεί η μέγιστη αξία που είναι διατεθειμένος να πληρώσει για αυτό που θεωρεί ότι η επιχείρηση-στόχος θα συνεισφέρει. Από την πλευρά του πωλητή, ο στόχος είναι να προσδιοριστεί η ελάχιστη αξία στην οποία είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί την εξαγορά. Σε όλες σχεδόν τις εξαγορές που λαμβάνουν χώρα, αυτοί είναι οι βασικοί παράγοντες διαμόρφωσης του τελικού χρηματικού ανταλλάγματος κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων.

Επιπρόσθετα, μια επιχείρηση μπορεί να έχει διαφορετικές αξίες για διαφορετικούς αγοραστές εξαιτίας της ύπαρξης οικονομιών κλίμακας (*economies of scale*), οικονομιών φάσματος (*economies of scope*) ή ακόμη και λόγω διαφορετικών αντιλήψεων σχετικά με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση ή και για την ίδια την επιχείρηση (Fernandez, 2002).

## 8.2. Πεδία εφαρμογής αποτίμησης εταιρειών

Με βάση την παραπάνω ανάλυση, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών, και παίζει διαφορετικό ρόλο ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και το σκοπό διεξαγωγής της. Σε γενικές γραμμές, οι βασικές αιτίες ενδιαφέροντος για την αποτίμηση των εταιρειών είναι: οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, η διαχείριση χαρτοφυλακίου και η εταιρική οικονομική διαχείριση. Πιο συγκεκριμένα (Damodaran, 2002):

- *Εξαγορές & Συγχωνεύσεις:* στην περίπτωση αυτή η συνεισφορά της αποτίμησης έγκειται στο γεγονός ότι η ενδιαφερόμενη εταιρεία (ή άτομο) θα λάβει την τελική απόφαση έχοντας καταλήξει σε μια ορθή αξία (*fair value*) για την εταιρεία-στόχο (*target firm*). Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία-στόχος θα πρέπει να έχει καθορίσει μια λογική αξία για την ίδια προκειμένου να αποφασίσει αν θα δεχτεί ή αν θα απορρίψει την προσφορά. Φυσικά, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη σε μια εξαγορά για τον καθορισμό της τιμής, όπως είναι οι συνέπειες της συνέργειας στην αξία των δύο εταιρειών ή οι επιδράσεις στην αξία από την αλλαγή διαχείρισης και αναδιοργάνωσης της εταιρείας-στόχου (αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας στις εχθρικές (*hostile*) εξαγορές).

Ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι οι προκαταλήψεις των εμπλεκόμενων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Αν για παράδειγμα η εταιρεία-στόχος διακρίνεται από υπερβολική αισιοδοξία ως προς την εκτίμηση της αξίας της, θα προσπαθήσει να πείσει τους μετόχους ότι η τιμή-προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, στην περίπτωση που η ενδιαφερόμενη εταιρεία είναι αποφασισμένη να προχωρήσει στην εξαγορά για στρατηγικούς λόγους, είναι πιθανό να ασκήσει μεγάλη πίεση στους εκτιμητές ώστε τα αποτελέσματα της αποτίμησης να εξασφαλίσουν την εξαγορά.

- *Διαχείριση χαρτοφυλακίου:* ο ρόλος της αποτίμησης στην περίπτωση αυτή εξαρτάται καταρχήν από τον ίδιο τον επενδυτή (αν πρόκειται για παθητικό (*passive*) ή ενεργό (*active*) επενδυτή). Επιπλέον, όμως, διαφορές υπάρχουν και μεταξύ των ενεργών επενδυτών, καθώς τα ενδιαφέροντα, οι σκοποί και οι προσδοκίες κάθε ομάδας από αυτούς παρουσιάζουν σημαντική διαφοροποίηση.

Στην περίπτωση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αποτιμώμενης αξίας με βάση την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο και την απόφαση για πώληση, αγορά ή διατήρηση των μετοχών. Επίσης, η αποτίμηση εταιρειών βοηθά στην

επιλογή των χρεογράφων στα οποία θα πρέπει να επικεντρωθεί το χαρτοφυλάκιο, και κυρίως εκείνων που φαίνεται να είναι υποτιμημένα από την αγορά. Τέλος, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση των μετοχών των διαφόρων εταιρειών. Αν για παράδειγμα, ένας επενδυτής θεωρεί ότι η μελλοντική απόδοση της μετοχής της εταιρείας Α θα είναι καλύτερη από εκείνη της εταιρείας Β, μπορεί να αποφασίσει να αγοράσει περισσότερες μετοχές της εταιρείας Α πουλώντας κάποιες από τις μετοχές της εταιρείας Β. Έτσι ο επενδυτής θα επωφεληθεί μελλοντικά από την κίνηση του αυτή, υπό τον όρο ότι οι προσδοκίες του θα επαληθευτούν.

- *Εταιρική Οικονομική Διαχείριση*: η αποτίμηση στην περίπτωση αυτή παίζει σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων δημιουργίας αξίας της επιχείρησης. Επίσης, με γνώμονα το γεγονός ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, γίνεται κατανοητό ότι οι όποιες οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχειρηματικής μονάδας. Για παράδειγμα, η αποτίμηση της επιχείρησης ή μέρους αυτής στην περίπτωση του στρατηγικού σχεδιασμού προηγείται της απόφασης για τη συνέχιση μιας δραστηριότητας, την πώληση, την ανάπτυξη, τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης εταιρείας. Επίσης, η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (*business units*) είναι θεμελιώδους σημασίας για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το ποια προϊόντα, γραμμές παραγωγής, χώρες ακόμη και πελάτες θα πρέπει να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για την λήψη οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην αξία της επιχείρησης.

### 8.3. Έννοια, σκοπός και διαδικασία της αποτίμησης

Σύμφωνα με τους Paleru et al. (2004), ως αποτίμηση (*valuation*) νοείται η διαδικασία μετατροπής των μελλοντικών προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής.

Αντικειμενικός σκοπός του προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μέσω της αποτίμησης είναι, αφενός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας της («αυτό που υπάρχει τώρα»), και αφετέρου μια κατά το δυνατό ικανοποιητική πρόβλεψη της μελλοντικής της επίδοσης («αυτό που αναμένεται να έρθει»), λαμβάνοντας φυσικά

υπόψη στους υπολογισμούς αυτούς τον παράγοντα της αβεβαιότητας και του κίνδυνου.

Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές κάθε μέθοδος αποτίμησης οφείλει να ικανοποιεί τους εξής στόχους:

- Να παρέχει την πληρέστερη δυνατή πληροφόρηση για την εκτιμώμενη εταιρεία.
- Η πληροφόρηση να είναι κατανοητή και εύχρηστη.
- Η τρέχουσα αξία της επιχείρησης να προσεγγίζεται κατά τον πιο ικανοποιητικό τρόπο.
- Όλες οι πληροφορίες να στοιχειοθετούνται και οι εκτιμήσεις να αιτιολογούνται.
- Να ορίζονται με σαφήνεια οι περιορισμοί της εκτίμησης (στην περίπτωση κατά την οποία οι πηγές άντλησης πληροφοριών σχετικά με την εταιρεία δεν είναι επαρκώς τεκμηριωμένες).

Τα βήματα που συνιστάται να ακολουθούνται όταν αναλύεται και εκτιμάται μια εταιρεία προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι αποκλίσεις κατά την πρόβλεψη της μελλοντικής της κατάστασης είναι τα ακόλουθα (Βαρδάκη, 2008):

- Να αναλύονται τα χαρακτηριστικά και οι ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης (π.χ. οργανωτική δομή, προϊόντα, σχέσεις με το εξωτερικό περιβάλλον, εταιρική κουλτούρα, δυνατά και αδύνατα σημεία, κ.λπ.).
- Να εκτιμάται το επίπεδο ρίσκου. Το μέγεθος και ο χρόνος των ταμειακών ροών δεν μπορεί να εκτιμηθεί με βεβαιότητα. Οι περισσότεροι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις.
- Να αναλύεται η ιστορική της πορεία αναφορικά με την οικονομική της επίδοση, βάσει των διαθέσιμων οικονομικών καταστάσεων. Μια σωστή ανάλυση θα πρέπει να εστιάζει στους παράγοντες-κλειδιά της αξίας της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, η ανάπτυξη (*growth*) και οι ελεύθερες ταμειακές ροές. Μέσα από την εκτεταμένη και προσεκτική ανάλυση του παρελθόντος μπορεί να τεκμηριωθεί κατά πόσο η εταιρεία δημιουργεί αξία, αν υπάρχει ανάπτυξη και πώς μπορεί να συγκριθεί με τους ανταγωνιστές της.
- Να κατανοείται το περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιείται η εταιρεία καθώς και των προοπτικών του (αναφορικά με την εξέλιξη της συγκεκριμένης αγοράς, τις διακυμάνσεις της, τις προοπτικές της, τους κινδύνους της, όπως επίσης και τους μακροοικονομικούς παράγοντες που δυνητικά μπορεί να επηρεάσουν την αγορά αυτή, όπως ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, κ.λπ.).
- Οι προβλέψεις που γίνονται σχετικά με την πορεία και την απόδοση της εταιρείας θα πρέπει να θεμελιώνονται σε λογικές παραδοχές. Η πρόβλεψη



απόδοσης περιλαμβάνει την κατανόηση της στρατηγικής θέσης, την ανάλυση του επιχειρηματικού συστήματος και της διάρθρωσης της αγοράς, τα οποία συμβάλλουν στην ανάπτυξη ενός μοντέλου κερδών για το μέλλον (συνήθως για περίοδο 3-5 χρόνων). Επιπλέον, θα πρέπει να προβλέπονται τα όρια διακύμανσης των κονδυλίων (*individual line items*) και να ελέγχονται οι παραδοχές.

- Να υπολογίζονται και να ερμηνεύονται τα αποτελέσματα. Ο σκοπός της αξιολόγησης μιας εταιρείας είναι να βοηθά στην καθοδήγηση μιας διοικητικής ή επενδυτικής απόφασης. Αφού η αβεβαιότητα και το ρίσκο εμπεριέχονται στις περισσότερες επιχειρηματικές αποφάσεις, η αξία θα πρέπει να εξετάζεται βάσει συγκεκριμένων σεναρίων και να εκτιμάται το εύρος των αξιών που αντανακλούν αυτή την αβεβαιότητα.

#### 8.4. Γενικές παραδοχές και προβλέψεις κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας εταιρείας

Το πρώτο βήμα για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης είναι η υιοθέτηση και στήριξη κάποιων παραδοχών και προβλέψεων, βάσει των οποίων δομούνται οι μελλοντικές οικονομικές καταστάσεις και τα απαραίτητα οικονομικά στοιχεία για την εκτίμηση της αξίας.

Πιο συγκεκριμένα, οι παραδοχές και προβλέψεις κατά τη διαδικασία εκτίμησης της αξίας μιας εταιρείας συνήθως αφορούν (Χαραλαμπίδου-Λαμπρίδου, 2008):

- Τον προσδιορισμό μελλοντικών αποτελεσμάτων με βάση εμπεριστατωμένες προβλέψεις για τη διαμόρφωση του επιπέδου του κύκλου εργασιών, των μικτών αποτελεσμάτων, καθώς και των μελλοντικών οργανικών εξόδων και των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους και τις μελλοντικές επενδύσεις της εταιρείας.
- Τον προσδιορισμό των μελλοντικών ισολογισμών της επιχείρησης, όπου θα απεικονίζονται οι προβλέψεις και οι προγραμματισμένες επενδύσεις της εταιρείας, η κεφαλαιακή της σύνθεση, καθώς και η ποιότητα των απαιτήσεων και υποχρεώσεων της.
- Την αναγνώριση και αξιολόγηση των ροών κεφαλαίων της εταιρείας.
- Την ανάλυση των μελλοντικών οικονομικών καταστάσεων μέσω χρηματοοικονομικών δεικτών, τον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης κ.λπ., έτσι ώστε ο επενδυτής να κατανοήσει τον τρόπο με τον οποίο προκύπτουν οι μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης και να καταλήξει σε πιο αξιόπιστα συμπεράσματα. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η κατά το δυνατό καλύτερη ενίσχυση των παραδοχών και προβλέψεων.

- Τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης. Ως συντελεστής προεξόφλησης χρησιμοποιείται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital–WACC), όπως προκύπτει μέσω του Μοντέλου Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model–CAMP), ή κάποιο κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.

## 9. Μοντέλα Αποτίμησης των Επιχειρήσεων

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα αποτίμησης των επιχειρήσεων. Ο Fernandez (2002) αναφέρει τέσσερις βασικές κατηγορίες αποτίμησης των επιχειρήσεων οι οποίες χρησιμοποιούνται ευρύτατα στην πράξη και οι οποίες διαφέρουν ανάλογα με τα δεδομένα που κάθε μέθοδος χρησιμοποιεί. Συγκεκριμένα, μια επιχείρηση μπορεί να αποτιμηθεί με τη χρήση τρεχόντων στοιχείων του ισολογισμού και των χρηματιστηριακών τιμών, καθώς και μέσω της προεξόφλησης των ετήσιων ταμειακών ροών και της περιοδικής αξίας που δημιουργείται για το μέτοχο, όπως αυτή μετράται με το υπολειμματικό εισόδημα. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα βασικά μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων.

**Πίνακας 2: Βασικά μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων.**

<b>Βασικά Μοντέλα Αποτίμησης Επιχειρήσεων</b>			
<b>Με τρέχοντα στοιχεία ισολογισμού (balance sheet method)</b>	<b>Με στοιχεία χρηματιστηριακών τιμών (market based methods)</b>	<b>Μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών (discounted cash-flow based method-DCF)</b>	<b>Μέσω προεξόφλησης της περιοδικής αξίας που δημιουργείται για το μέτοχο (value creation based method)</b>
<b>1.Λογιστική αξία (book value)</b>	<b>1.Πολλαπλασιαστής κερδών</b>	<b>1.Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows-FCF)</b>	<b>1.Υπολειμματικό εισόδημα</b>
<b>2.Αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία (adjusted book value)</b>	<b>2.Πολλαπλασιαστής κερδών PEG</b>	<b>2.Προεξόφληση ταμειακών ροών προς μετόχους (equity cash flows-ECF)</b>	
<b>3.Ρευστοποιημένη αξία (liquidation value)</b>	<b>3.Πολλαπλασιαστής πωλήσεων</b>	<b>3. Μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (adjusted present value-APV)</b>	
<b>4.Αξία αντικατάστασης (replacement or substantial value)</b>	<b>4.Πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας</b>	<b>4.Προεξόφληση μερισμάτων</b>	

## 9.1. Αποτίμηση μέσω τρεχόντων στοιχείων Ισολογισμού

Η πρώτη κατηγορία αποτίμησης στηρίζεται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Η εταιρική αξία προκύπτει από την εκτίμηση της αξίας του Ενεργητικού, χωρίς όμως να λαμβάνεται υπόψη η μελλοντική εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας, η πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, η χρονική αξία του χρήματος και, γενικά, τα μεγέθη που δεν εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις. Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις μεθόδους της λογιστικής αξίας (*book value*), της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας (*adjusted book value*), της αξίας ρευστοποίησης (*liquidation value*), καθώς και της αξίας αντικατάστασης (*replacement or substantial value*). Μέσω αυτών των μεθόδων είναι δυνατό να ληφθεί μια προσέγγιση της οικονομικής αξίας μιας επιχείρησης.

### 9.1.1. Λογιστική αξία (Book Value)

Η μέθοδος της λογιστικής αξίας αποτελεί μια από τις πλέον χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της. Η αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού (Fernandez, 2015). Με άλλα λόγια, η αξία μιας επιχείρησης εκφράζεται από τη σχέση:

$$\text{Λογιστική Αξία} = \text{Ίδια Κεφάλαια} = \text{Ενεργητικό} - \text{Υποχρεώσεις}$$

Ο προσδιορισμός της αξίας μιας εταιρείας με τη μέθοδο της λογιστικής αξίας εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα. Καταρχάς, η μέθοδος στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα και αγνοεί τους παράγοντες «μέλλον» και «κίνδυνος». Επιπλέον, υπόκειται στις ατέλειες που εμφανίζουν τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων (Βαρδάκη, 2008). Επομένως, στο σύνολο σχεδόν των περιπτώσεων, η λογιστική αξία δεν συμπίπτει με την αγοραία αξία της επιχείρησης (*market value*) (Fernandez, 2015).

### 9.1.2. Αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία (Adjusted Book Value)

Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται κυρίως για την αποτίμηση εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία της επιχείρησης εξάγεται και εδώ μέσω του ιστορικού κόστους των συνολικών ιδίων κεφαλαίων της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικής

περιόδου, τα οποία όμως αναμορφώνονται σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών, όπως για παράδειγμα με την αφαίρεση ενδεχόμενων αρνητικών υπεραξιών, λόγω προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αμφισβητούμενων οφειλών της εταιρείας κ.λπ. Η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας με τη μέθοδο της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τα «άυλα» στοιχεία (*goodwill*) της εταιρείας, όπως το όνομα της εταιρείας στην αγορά, τη δυνατότητα της εταιρείας να δημιουργεί μελλοντικά κέρδη, το δίκτυο πωλήσεων της κ.α. (Βαρδάκη, 2008).

Θα μπορούσε κανείς να πει ότι η μέθοδος της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας προσπαθεί να ξεπεράσει τις ατέλειες της μεθόδου της λογιστικής αξίας και να δώσει μια πιο ικανοποιητική προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Η λογική της μεθόδου είναι πανομοιότυπη με την λογιστική αξία με την μόνη διαφορά ότι από τα δεδομένα του ισολογισμού αφαιρούνται κάποια δεδομένα ή γίνονται προβλέψεις αναφορικά με την μελλοντική πορεία κάποιων μεγεθών (Γιαννουλάκης, 2013).

### 9.1.3. Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)

Ως αξία ρευστοποίησης (ή εκκαθαρίσεως) μιας επιχείρησης νοείται η αξία που η αγορά θα ήταν διατεθειμένη να πληρώσει για τα περιουσιακά της στοιχεία, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα. Με άλλα λόγια, η αξία ρευστοποίησης προκύπτει ύστερα από εκτίμηση των στοιχείων Ενεργητικού σε τιμές άμεσης ρευστοποίησης τους (τιμές πωλήσεως μειωμένες με τα έξοδα πωλήσεως) και αφαίρεση των υποχρεώσεων της επιχείρησης σε τρίτους (Fernandez, 2015). Οι υποχρεώσεις προς τρίτους πρέπει να αυξηθούν με διάφορες υποχρεώσεις που ενδέχεται να προκύψουν από τη ρευστοποίηση της εταιρείας (αποζημιώσεις εργαζομένων κ.λπ.) (Ντόλα, 2005).

Γενικά, η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρείες που διαθέτουν πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας, τα οποία είναι διακριτά και μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά. Για παράδειγμα, ο προσδιορισμός της αξίας ρευστοποίησης μιας κτηματομεσιτικής εταιρείας (*real estate company*) είναι σχετικά εύκολος, αφού τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει (*properties*) μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά, και η αξία τους μπορεί εύκολα να υπολογιστεί. Αντίθετα, ο προσδιορισμός της αξίας ενός επώνυμου προϊόντος είναι εξαιρετικά δύσκολος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με το προϊόν όχι μόνο είναι άυλα αλλά είναι και δύσκολο να απομονωθούν, καθώς χρησιμοποιούνται από κοινού με άλλα προϊόντα (Βαρδάκη, 2008).

Η αξία ρευστοποίησης είναι μια μέθοδος που δεν συνηθίζεται να χρησιμοποιείται διότι η αποτιμώμενη αξία, συνήθως είναι η ελάχιστη καθώς με την εκποίηση όλων των παγίων της εταιρίας παύει η δραστηριότητα της. Η χρησιμότητα της μεθόδου έγκειται στο γεγονός ότι σε περίπτωση εκποίησης μιας εταιρίας, η διοίκηση έχει μια εκτίμηση για το ελάχιστο πόσο που μπορεί να λάβει (Γιαννουλάκης, 2013).

#### 9.1.4. Αξία αντικατάστασης (replacement or substantial value)

Η αξία αντικατάστασης είναι μια συμπληρωματική μέθοδος στην αξία ρευστοποίησης. Στην ουσία είναι η αξία που χρειάζεται μια επιχείρηση για να αντικαταστήσει όλα τα περιουσιακά της στοιχεία με νέα ίδιων ποιοτικών χαρακτηριστικών. Δεν έχει μεγάλη πρακτική εφαρμογή. Είναι μια προσέγγιση, σε περιπτώσεις, ριζικής αλλαγής του εξοπλισμού μιας εταιρείας ή δημιουργίας ενός κλώνου στο ίδιο ή σε διαφορετικό περιβάλλον (Γιαννουλάκης, 2013).

Ως γενική αρχή για τον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης ισχύει ότι η τελευταία δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των πάγιων στοιχείων τα οποία δεν έχουν ενεργή συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα η αξία ενός ανεκμετάλλετου κτιριακού εξοπλισμού. Επιπρόσθετα, έχουν καθοριστεί τρεις (3) τύποι αξίας αντικατάστασης (Fernandez, 2015):

- *Μεικτή Αξία Αντικατάστασης (Gross substantial value)*: πρόκειται για την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές (*market prices*).
- *Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία Αντικατάστασης (Net or Corrected substantial value)*: η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει αν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις (*liabilities*) της επιχείρησης από τη μεικτή αξία αντικατάστασης.
- *Μειωμένη Μεικτή Αξία Αντικατάστασης (Reduced Gross substantial value)*: πρόκειται για τη μεικτή αξία αντικατάστασης αφαιρουμένης της αξίας των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους.

#### 9.2. Αποτίμηση μέσω χρηματιστηριακών τιμών

Η δεύτερη κατηγορία μεθόδων αποτίμησης χρησιμοποιεί πληροφορίες των χρηματιστηριακών αγορών και σχηματίζει συγκριτικούς πολλαπλασιαστές (*multiples*), οι οποίοι χρησιμοποιούνται για τη σύγκριση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου, με τις τιμές όπου η αγορά αποτιμά παρόμοια ή συγκρίσιμα στοιχεία. Με βάση τη βιβλιογραφία, εξετάζονται οι βασικότεροι

πολλαπλασιαστές: ο πολλαπλασιαστής κερδών, ο πολλαπλασιαστής κερδών PEG, ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων και ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας. .

Είναι προφανές, πως η αποτίμηση με βάση τις χρηματιστηριακές τιμές είναι καταλληλότερη όταν στόχος είναι η αποτίμηση της μετοχής μιας εταιρείας, με σκοπό την επένδυση, κι όχι όταν στόχος είναι η αποτίμηση της οικονομικής αξίας μιας εταιρείας, όπως, για παράδειγμα στην περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Είναι όμως δυνατό, μέσω κάποιων χρηματιστηριακών τιμών να εξαχθεί προσεγγιστικά η οικονομική αξία μιας εταιρείας, η οποία σε συνδυασμό με άλλες μεθόδους να οδηγήσει σε ασφαλέστερα συμπεράσματα σχετικά με την αξία της εταιρείας. Όπως φαίνεται και παρακάτω ο πολλαπλασιαστής κερδών και ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας μπορούν να οδηγήσουν στην εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

### 9.2.1. Πολλαπλασιαστής κερδών [Price to Earnings per Share Multiple (P/E)]

Ο πολλαπλασιαστής κερδών P/E αποτελεί τον πιο δημοφιλή δείκτη και χρησιμοποιείται για το σύνολο σχεδόν των εταιρειών (πλην των επενδυτικών). Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει κάποιες τεχνικές αδυναμίες δεδομένου ότι συγκρίνεται ένα δυναμικό μέγεθος (Τρέχουσα Τιμή Μετοχής) με ένα στατικό (τελευταία δημοσιευμένα κέρδη) (Κουρέτας, 2014).

Ο δείκτης P/E μετρά το πόσα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για τα κέρδη της υπό εξέταση εταιρείας. Εναλλακτικά εκφράζει τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν, ώστε τα κέρδη της επιχείρησης-χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν - να αποπληρώσουν το ποσό που καταβλήθηκε για την αγορά της. Γενικά, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλό δείκτη P/E συνήθως αναμένεται να έχουν και υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με εκείνες που ο δείκτης κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα (Petitt-Ferris, 2013).

Οι αναλυτές για τη μέτρηση του συγκεκριμένου δείκτη έχουν προβεί στην δημιουργία τριών μορφών, όπως φαίνεται παρακάτω (Τσακίρογλου, 2015):

1. Τρέχων δείκτης P/E (trailing or current P/E) και υπολογίζεται με την διαίρεση της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως προηγούμενης χρήσης.
2. Κύριος ή μελλοντικός δείκτης P/E (leading or prospective or forward P/E) που είναι το πηλίκο της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως επόμενης χρήσης.

3. Κυλιόμενος δείκτης P/E (trailing P/E ratio) που είναι το πηλίκο της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη, κυλιόμενα κέρδη των τελευταίων συνήθως τεσσάρων τριμήνων.

Εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού αποτελεί ο λόγος (Τσάκωνα, 2010):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{χρηματιστηριακή αξία εταιρίας}}{\text{κέρδη εταιρείας}}$$

Μπορεί να γίνει υπολογισμός του ιστορικού P/E της μετοχής μιας εταιρείας ή να γίνει πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών του P/E.

Για τον υπολογισμό ιστορικών P/E χρησιμοποιούνται δημοσιοποιημένα στοιχεία για την εταιρία (τιμή μετοχής και καθαρά κέρδη ανά μετοχή), ενώ για τον υπολογισμό των μελλοντικών τιμών του δείκτη P/E, λαμβάνονται υπόψη πληροφορίες για τον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση, τον βαθμό ανταγωνισμού, τις προοπτικές ανάπτυξης του, την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία κ.ά. προκειμένου να υπολογιστούν τα μελλοντικά κέρδη ανά μετοχή.

Προκειμένου να προσδιοριστεί ο μελλοντικός δείκτης P/E, πρέπει να προηγηθεί ο υπολογισμός του μέσου όρου των προβλεπόμενων καθαρών κερδών της εταιρείας για ένα χρονικό διάστημα (συνήθως 5 έτη) και ο αντίστοιχος δείκτης P/E.

Το μελλοντικό P/E της εταιρείας για ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων  $g$  στο διηνεκές δίνεται από τη σχέση (Τσάκωνα, 2010):

$$\frac{P}{E} = \frac{DPR(1 + g)}{(re - g)}$$

Όπου: DPR = Ποσοστό Κερδών Μερισμάτων (Dividend Payout Ratio)

$re$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων

$g$  = ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων

Εξαιτίας του ότι οι συνήθεις εκτιμήσεις των αναλυτών σχετικά με την οικονομική επίδοση των επιχειρήσεων από χρόνο σε χρόνο είναι αισιόδοξες, με αποτέλεσμα να αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις θα αυξήσουν τα κέρδη τους μελλοντικά, ο υπολογιζόμενος forward P/E δείκτης είναι σχεδόν πάντα χαμηλότερος του trailing P/E, ειδικά για τις επιχειρήσεις εκείνες που εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ως συνέπεια αυτού, ένας χαμηλός forward P/E δείκτης εξεταζόμενος μεμονωμένα μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά παραπλανητικός για την αξία μιας επιχείρησης εάν δεν τεκμηριώνονται επαρκώς οι υποθέσεις για την μελλοντική οικονομική απόδοση της υπό εξέταση εταιρείας (Βαρδάκη, 2008).

Οι βασικές προτάσεις σύμφωνα με τις οποίες μπορούν να βγουν τα βασικά συμπεράσματα για μια εταιρεία που αποτιμάται με τον συγκεκριμένο δείκτη συνοψίζονται ως εξής (Κουρέτας, 2014):



- Εταιρίες με υψηλότερο δείκτη ανάπτυξης θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη P/E από ότι εταιρίες με χαμηλό δείκτη ανάπτυξης.
- Εταιρίες με υψηλότερο ρίσκο θα έχουν μικρότερο δείκτη P/E από ότι εταιρίες με χαμηλό κίνδυνο.
- Εταιρίες με χαμηλότερες ανάγκες επανεπένδυσης των κερδών τους θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη P/E από ότι εταιρίες με υψηλά ποσοστά επανεπένδυσης των κερδών.

Παρ' όλα αυτά, ο δείκτης P/E μεμονωμένα δεν προσφέρει επαρκή πληροφόρηση για την αξία μιας μετοχής. Ο πιο επωφελής ίσως τρόπος χρήσης του δείκτη είναι μέσω της σύγκρισης με κάποιο συγκεκριμένο πρότυπο (*benchmark*), όπως τον δείκτη P/E μιας άλλης εταιρείας του κλάδου, τον μέσο όρο του δείκτη P/E ολόκληρου του κλάδου ή ακόμη και της ίδιας της εταιρείας σε διαφορετικές χρονικές περιόδους (συνήθως οι συγκρίσεις γίνονται μεταξύ τριμηνιαίων και ετήσιων στοιχείων). Καθεμιά από αυτές τις προσεγγίσεις μπορεί να οδηγήσει σε σχετικά ασφαλή συμπεράσματα, υπό τον όρο ότι οι περιορισμοί των εκτιμήσεων αυτών είναι γνωστοί, όπως για παράδειγμα ότι οι επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου μπορούν να παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές ως προς την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, το επίπεδο κινδύνου, τις ανάγκες επανεπένδυσης, ή ότι η τρέχουσα αξία μιας μετοχής δεν αντικατοπτρίζει πάντα την πραγματική της αξία (Βαρδάκη, 2008).

Ένα από τα πλεονεκτήματα του πολλαπλασιαστή κερδών P/E είναι ότι τα λογιστικά κέρδη θεωρούνται καλύτερη προσέγγιση των ταμειακών ροών σε σχέση με τις πωλήσεις. Επιπρόσθετα, οι μελλοντικές εκτιμήσεις που στηρίζονται στα κέρδη ανά μετοχή είναι πιο αξιόπιστες από οποιοδήποτε άλλο υποθετικό οικονομικό μέγεθος (Βαρδάκη, 2008).

Παρά τα πλεονεκτήματά του, είναι γενικώς αποδεκτό ότι ο πολλαπλασιαστής P/E εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα. Ένα βασικό μειονέκτημα του δείκτη P/E προκύπτει από την αδυναμία του ίδιου του δείκτη να λάβει υπόψη τη δυναμική πορεία και την ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρείας. Οι υποστηρικτές, βέβαια, του δείκτη P/E αναφέρουν ότι το πρόβλημα δεν υφίσταται, καθώς η χρηματιστηριακή αγορά έρχεται να προσφέρει μόνη της τη λύση στο θέμα αυτό, ανταμείβοντας με μεγάλο P/E τις εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό P/E τις εταιρείες που εμφανίζουν στασιμότητα (Αποστόλου, 2015).

Μια άλλη αδυναμία αποτελεί η απουσία διαχωρισμού των πηγών των κερδών που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του δείκτη. Κάποια από τα κέρδη που εμφανίζονται, ενδέχεται να οφείλονται σε έκτακτα γεγονότα και να μην σχετίζονται με την κύρια παραγωγική δραστηριότητα της εταιρείας, με αποτέλεσμα τα κέρδη να

εμφανίζονται αυξημένα. Παρόμοια, είναι πιθανό τα κέρδη να εμφανίζονται μειωμένα λόγω έκτακτων ζημιών, οδηγώντας, λοιπόν, σε κάθε περίπτωση στην εξαγωγή εσφαλμένων συμπερασμάτων (Γεωργόπουλος, 2013).

Ακόμα, επειδή για την εξαγωγή συμπερασμάτων και τη λήψη αποφάσεων απαιτείται η σύγκριση του δείκτη με κάποιο δεδομένο πρότυπο (*relative analysis*) ο καθορισμός του κατάλληλου προτύπου μπορεί να είναι προβληματικός. Είναι πιθανό ολόκληροι κλάδοι, σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, να εμφανίζονται υπερτιμημένοι (*overvalued*) από την αγορά. Στην περίπτωση αυτή, μια επιχείρηση που έχει χαμηλότερο P/E συγκριτικά με τις ομοειδείς της εταιρείες, δεν σημαίνει πως η μετοχή της είναι «φθηνότερη» ή ενέχει κάποιο κίνδυνο, αφού ο κλάδος είναι σημαντικά υπερτιμημένος. (Βαρδάκη, 2008).

Η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με βάση αυτή τη μέθοδο πραγματοποιείται ως ακολούθως (Γεωργιάδης, 2005):

- Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων καθαρών κερδών (μετά από φόρους) της εταιρίας με ορίζοντα 5ετίας.
- Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/E ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της εταιρείας.
- Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος καθαρών κερδών με το μέσο δείκτη P/E και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.
- Από την ανωτέρω αξία αφαιρείται ένα ποσοστό έκπτωσης (συνήθως, 20%-30%) για λόγους συντηρητικής εκτίμησης.
- Τέλος, η ανωτέρω αξία προσαρμόζεται βάσει και των παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών και εξάγεται η καθαρή αξία της επιχείρησης.

### 9.2.2. Πολλαπλασιαστή Κερδών PEG (Price-to-Earnings per Share Growth Multiple)

Ο πολλαπλασιαστής κερδών PEG αποτελεί μια παραλλαγή του δείκτη P/E, ο οποίος υπολογίζεται διαιρώντας τον δείκτη P/E μιας επιχείρησης με το ρυθμό ανάπτυξής της. Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού του δείκτη αυτού είναι:

$$PEG = \frac{\text{τρέχουσα τιμή του δείκτη } \frac{P}{E}}{\text{μέσος ρυθμός αύξησης των κερδών}}$$

Μια χαμηλή τιμή του δείκτη PEG ερμηνεύεται ως ένδειξη πως η μετοχή της συγκεκριμένης εταιρείας εμφανίζεται ως υποτιμημένη στην αγορά, ενώ μία υψηλή

τιμή του εν λόγω δείκτη υποδεικνύει πως η μετοχή της εταιρείας εμφανίζεται ως υπερτιμημένη στην αγορά (Γεωργόπουλος, 2013).

Ένα σημαντικό πρόβλημα με τον πολλαπλασιαστή PEG είναι ότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων ο ρυθμός ανάπτυξης και ο κίνδυνος μιας επιχείρησης είναι δύο παράγοντες που μεταβάλλονται παράλληλα, γεγονός που σημαίνει ότι μια ταχύτατα αναπτυσσόμενη επιχείρηση τείνει να είναι πιο επικίνδυνη από το μέσο όρο του κλάδου. Η σχέση αυτή μεταξύ κινδύνου και ρυθμού ανάπτυξης είναι και ο λόγος που ο δείκτης PEG χρησιμοποιείται πολλές φορές στην πράξη εσφαλμένα. Πιο συγκεκριμένα, όταν χρησιμοποιείται ο δείκτης PEG για την σύγκριση των επιχειρήσεων ενός κλάδου, θεωρείται ότι γίνεται αποδεκτή η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις, και ότι περαιτέρω αυτές έχουν την ίδια κεφαλαιακή δομή και τον ίδιο κίνδυνο. Ωστόσο, έχει αποδειχθεί ότι η αξία των επιχειρήσεων εκείνων που κατορθώνουν να αναπτύσσονται απαιτώντας λιγότερα διαθέσιμα κεφάλαια είναι μεγαλύτερη, καθώς επίσης και εκείνων που οι δραστηριότητες τους ενέχουν μικρότερο κίνδυνο. Πιο απλά, δεν θα πρέπει να αξιολογείται ως λιγότερο ελκυστική η μετοχή μιας επιχείρησης που αναμένεται να έχει ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του 15% και η αξία της μετοχής είναι 15 φορές τα κέρδη της συγκριτικά με εκείνη μιας άλλης εταιρείας που εμφανίζει τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης αλλά η αξία της μετοχής είναι 25 φορές τα κέρδη ανά μετοχή. Για την τελική αξιολόγηση θα πρέπει να συνυπολογιστούν τόσο οι απαιτούμενες επενδύσεις και οι πηγές των κεφαλαίων προκειμένου να επιτευχθεί η προσδοκώμενη ανάπτυξη, όσο και η αξιοπιστία των υποθέσεων στις οποίες στηρίζονται οι προσδοκίες αυτές (Βαρδάκη, 2008).

### 9.2.3. Πολλαπλασιαστής Πωλήσεων [Price-to-Sales Multiple (P/S)]

Ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. Ο δείκτης P/S υπολογίζεται διαιρώντας την τρέχουσα τιμή της μετοχής μιας εταιρείας με τις πωλήσεις ανά μετοχή, δηλαδή:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{πωλήσεις ανά μετοχή}}$$

Γενικά, προτιμάται η τιμή του πολλαπλασιαστή πωλήσεων να είναι μικρότερη της μονάδας (Τσάκωνα, 2010).

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του δείκτη πωλήσεων είναι το γεγονός ότι δεν μπορεί να λάβει αρνητικές τιμές, σε αντίθεση με τους δείκτες που χρησιμοποιούν τη λογιστική αξία ή τα κέρδη, με αποτέλεσμα να δύναται να εφαρμοστεί σε ένα μεγάλο πλήθος εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων και των προβληματικών. Ακόμα, οι πωλήσεις αποτελούν ένα μέγεθος το οποίο είναι

εξαιρετικά δύσκολο να επηρεαστεί και να διαστρεβλωθεί από λογιστικές αποφάσεις, σε αντίθεση με μεγέθη όπως τα κέρδη και η λογιστική αξία. Τέλος, ο συγκεκριμένος δείκτης δεν παρουσιάζει υψηλή μεταβλητότητα όπως ο δείκτης κερδών, με αποτέλεσμα να είναι μικρότερη η πιθανότητα να επηρεαστεί από διάφορες διακυμάνσεις στην περιουσία της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο εν λόγω δείκτης αλλάζει πιο σπάνια συγκριτικά με τον δείκτη κερδών, σε μία επιχείρηση που παρουσιάζει κυκλικότητα στις δραστηριότητες της, λόγω της μεγαλύτερης ευαισθησίας των κερδών συγκριτικά με τις πωλήσεις (Γεωργουλόπουλος, 2013).

Ωστόσο, και ο πολλαπλασιαστής P/S υπόκειται σε περιορισμούς ως προς την εφαρμογή του. Μια ιδιαίτερη ατέλεια του δείκτη είναι το γεγονός ότι η αξία των πωλήσεων μιας επιχείρησης μπορεί να αποτιμάται σε χαμηλότερο ή σε υψηλότερο επίπεδο ανάλογα με την κερδοφορία της. Παρά το γεγονός ότι μια εταιρεία μπορεί να έχει υψηλά έσοδα από τις πωλήσεις της, αυτό μπορεί να συνοδεύεται από απώλεια σημαντικών χρηματικών ποσών κατά τις συναλλαγές της, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνει ο προσδιορισμός του κατάλληλου P/S δείκτη ανά μετοχή, καθώς δεν μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα ως προς το επίπεδο της κερδοφορίας που δύναται να επιτύχει η επιχείρηση. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι το γεγονός ότι κατά τη χρήση του πολλαπλασιαστή P/S, ένα ευρώ κέρδος έχει την ίδια αξία ανεξάρτητα από το επίπεδο των πωλήσεων που απαιτείται για την πραγματοποίησή του. Συνεπώς, ένα ευρώ πωλήσεων μιας εταιρείας με υψηλή κερδοφορία αξίζει πολύ περισσότερο συγκριτικά με εκείνο μιας επιχείρησης με χαμηλότερα περιθώρια κέρδους. Για το λόγο αυτό οι περισσότεροι αναλυτές συμφωνούν ότι ο πολλαπλασιαστής P/S είναι εξαιρετικά χρήσιμος μόνο όταν συγκρίνονται επιχειρήσεις ενός κλάδου ή κλάδων με παρόμοια περιθώρια κέρδους, ή στην περίπτωση που εξετάζεται μια μεμονωμένη επιχείρηση (Βαρδάκη, 2008).

Ο δείκτης P/S έχει πολύ ισχυρή σχέση με τον δείκτη P/E και γι' αυτό το λόγο συνήθως αυτοί οι δείκτες εξετάζονται μαζί. Η σχέση που τους συνδέει είναι η εξής:

$$\frac{P}{S} = \frac{P}{E} * N$$

Όπου: N = καθαρό περιθώριο κέρδους<sup>3</sup>.

Ο δείκτης P/S επηρεάζεται από τους ίδιους παράγοντες όπως και ο δείκτης P/E, ξεχωρίζει, όμως, γιατί επηρεάζεται και από το καθαρό περιθώριο κέρδους (όπως φαίνεται και από την παραπάνω εξίσωση). Έχει σημασία να τονιστεί ότι ένας χαμηλός πολλαπλασιαστής πωλήσεων μπορεί να είναι αποτέλεσμα χαμηλού

---

<sup>3</sup> Το καθαρό περιθώριο κέρδους υπολογίζεται από τον λόγο  $\frac{\text{καθαρά κέρδη}}{\text{πωλήσεις}}$ . Δείχνει πόσα ευρώ απομένουν ως κέρδος από κάθε ευρώ πωλήσεων που πραγματοποιεί η επιχείρηση.

μεικτού περιθωρίου κέρδους<sup>4</sup>. Ένα χαμηλό μεικτό περιθώριο κέρδους σημαίνει ότι παρά τις υψηλές πωλήσεις είναι πιθανό μια επιχείρηση να έχει χαμηλά κέρδη. Οι επιχειρήσεις με υψηλή ανάπτυξη έχουν συνήθως στην αρχή χαμηλά κέρδη αλλά υψηλή ανάπτυξη πωλήσεων. Αυτό σημαίνει ότι δείκτες όπως αυτός των κερδών ή η μερισματική απόδοση μπορεί να μην έχουν μεγάλη σημασία, καθώς τα τωρινά κέρδη για παράδειγμα, μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτικά των μελλοντικών, ενώ αντίθετα οι υψηλές πωλήσεις είναι πιθανό να μεταφραστούν σε κέρδη όταν ο κλάδος περάσει στη φάση της ωρίμανσης (Παπακωστόπουλος, 2009).

#### 9.2.4. Πολλαπλασιαστής Λογιστικής Αξίας [Price-to-Book Value Multiple(P/BV)]

Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας συγκρίνει την τρέχουσα αξία της μετοχής μιας επιχείρησης με τη λογιστική της αξία, η οποία υπολογίζεται διαιρώντας την αξία της καθαρής θέσης που εμφανίζεται στον ισολογισμό με τον αριθμό των μετοχών.

Ο δείκτης υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{λογιστική αξία μετοχής}}$$

Ο δείκτης P/BV προτιμάται από πιο συντηρητικούς αναλυτές, οι οποίοι θεωρούν ότι παρέχει ένα πιο ασφαλές μέτρο εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης σε σχέση με τα κέρδη της.

Για τον προσδιορισμό του πολλαπλασιαστή P/BV ακολουθείται η ίδια μεθοδολογία όπως και για τον πολλαπλασιαστή P/E. Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας παρέχει την ίδια χρησιμότητα αλλά έχει παράλληλα και τα ίδια μειονεκτήματα με τον πολλαπλασιαστή κερδών. Όπως ο P/E έτσι και ο P/BV αποτελεί ένα γρήγορο τρόπο προσεγγιστικής εκτίμησης της αξίας μιας εταιρείας. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ο συγκεκριμένος δείκτης δεν μεταβάλλεται τόσο εύκολα όσο ο δείκτης P/E, λόγω του γεγονότος ότι τα κέρδη μιας επιχείρησης σχεδόν πάντα διαφέρουν αρκετά από έτος σε έτος, σε αντίθεση με την λογιστική αξία η οποία είναι βασισμένη σε προηγούμενα έτη κι έτσι είναι πιο δύσκολο να υπάρχουν μεγάλες διαφορές (Τσακίρογλου, 2015).

---

<sup>4</sup> Το μεικτό περιθώριο κέρδους υπολογίζεται από τον λόγο  $\frac{\text{Μεικτά Κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$ . Τα Μεικτά Κέρδη είναι τα κέρδη από την παραγωγική διαδικασία της επιχείρησης. Ισούνται με τα έσοδα από πωλήσεις(αποκλειστικά) μείον όλα τα έξοδα της παραγωγικής διαδικασίας. Δηλαδή, για τον προσδιορισμό του μεικτού περιθωρίου κέρδους δεν λαμβάνονται υπόψη τα έξοδα διοίκησης, τα έξοδα πωλήσεων ή τα όποια χρηματοοικονομικά έξοδα (πληρωμή τόκων κ.λπ), αλλά ούτε και τα έσοδα από πηγές που δεν έχουν άμεση σχέση με τις πωλήσεις όπως πχ τα χρηματοοικονομικά (μερίσματα από μετοχές άλλων εταιρειών που βρίσκονται στη διάθεση της εταιρείας κ.λπ).

Τέλος, ο πολλαπλασιαστής P/BV είναι στενά συνδεδεμένος με την απόδοση της καθαρής θέσης (*Return on Equity*—ROE), η οποία υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα (*Net Income*) με την λογιστική της αξία, με τον ίδιο τρόπο που συνδέεται ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων P/S με το καθαρό περιθώριο (*net income/sales*). Αυτό σημαίνει ότι, η επιχείρηση που έχει υψηλότερο ROE αναμένεται να έχει και υψηλότερη τιμή του δείκτη P/BV. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι απλός: η αξία μιας επιχείρησης, της οποίας η λογιστική καθαρή θέση αυξάνεται με γρήγορο ρυθμό, είναι υψηλή, αφού η απόλυτη λογιστική αξία αυξάνεται κατά πολύ περισσότερο (Βαρδάκη, 2008).

Η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με βάση αυτή τη μέθοδο πραγματοποιείται ως ακολούθως (Γεωργιάδης, 2005):

- Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας με ορίζοντα 5ετίας.
- Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/BV ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της εταιρείας.
- Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων με το μέσο δείκτη P/BV και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.
- Από την ανωτέρω αξία αφαιρείται ένα ποσοστό έκπτωσης (συνήθως, 20%-30%) για λόγους συντηρητικής προσέγγισης.
- Τέλος, η ανωτέρω αξία προσαρμόζεται βάσει και των παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών και εξάγεται η καθαρή αξία της επιχείρησης.

### 9.3. Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Η μέθοδος αυτή έχει μία ιδιαίτερη βαρύτητα στις περισσότερες των περιπτώσεων και είναι η πλέον αποδεκτή και επικρατούσα μέθοδος αποτίμησης της αξίας επιχειρήσεων, επενδυτικών προτάσεων και άυλων περιουσιακών στοιχείων. Είναι μία μέθοδος που (Ρούσης και Εμπέογλου, 2014):

- καταφέρνει να συσχετίσει τα υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα με την αξία της επιχείρησης,
- έχει ένα σοβαρό θεωρητικό υπόβαθρο και η ορθότητά της έχει αποδειχθεί από στατιστικές μελέτες,
- είναι πολύ πιο αξιόπιστη από οποιοδήποτε άτυπο κανόνα.

Η μέθοδος αυτή συσχετίζει την αξία μιας επιχείρησης με (Ρούσης και Εμπέογλου, 2014):

- τις πωλήσεις της,

- το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους της,
- την μελλοντική ανάπτυξή της,
- τις μελλοντικές της ανάγκες για επενδύσεις (πάγια, πιστώσεις, αποθέματα κ.λπ.),
- την απόδοση που θα απαιτήσει ένας επενδυτής σε αυτή, βάσει του ρίσκου που έχει η επιχείρηση. Η επιθυμητή αυτή απόδοση αντανακλάται στο προεξοφλητικό επιτόκιο γιατί οι μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται - μετατρέπονται σε σημερινές αξίες - βάσει αυτού του επιτοκίου.

Η μέθοδος αποτίμησης μιας επιχείρησης βάση ταμειακών ροών (*discounted cash flow oriented approaches-DCF*) βασίζεται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών, οι οποίες προκύπτουν από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο αντανακλά, όπως αναφέρθηκε, τον κίνδυνο επίτευξης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Τα μοντέλα αυτά στηρίζονται στη λεπτομερή και αναλυτική πρόβλεψη για κάθε περίοδο των οικονομικών μεγεθών που σχετίζονται και καθορίζουν τις λειτουργικές ταμειακές ροές, όπως είναι τα έσοδα από πωλήσεις, οι εισπράξεις των πωλήσεων, ο αριθμός και τα έξοδα του απασχολούμενου προσωπικού, οι αποπληρωμές δανείων κ.λπ. Στην αποτίμηση μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης επιλέγεται σύμφωνα με το είδος των ταμειακών ροών που επιλέγονται να χρησιμοποιηθούν. Ο προσδιορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου είναι αυξημένης σημασίας και λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο και τις ιστορικές μεταβλητές (Fernandez, 2015).

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορεί να πραγματοποιηθεί με τρεις διαφορετικούς τρόπους, με κριτήριο διάκρισής τους το είδος των ταμειακών ροών που επιλέγονται να προεξοφληθούν. Τα είδη ταμειακών ροών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν είναι: οι ελεύθερες (ή αδέσμευτες) ταμειακές ροές που αναλογούν σε όλους τους επενδυτές της επιχείρησης (*free cash flow*), οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στους μετόχους (*equity cash flow*) και οι ταμειακές ροές που αναλογούν στους επενδυτές που έχουν χορηγήσει τα ξένα κεφαλαία στην επιχείρηση (*debt cash flow*).

Συγκεκριμένα, ο πρώτος τρόπος αποτίμησης με βάση τις ελεύθερες ταμειακές ροές, ονομάζεται μοντέλο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (*Free cash flow valuation approach-FCF*), από το οποίο προκύπτει συνολικά η αξία της εταιρείας (*enterprise value of a company*) με χρησιμοποίηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (*weighted average cost of capital-WACC*) των μετόχων και των δανειστών, για την προεξόφληση των ροών αυτών. Ο δεύτερος τρόπος αποτίμησης με βάση τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στους μετόχους, ονομάζεται μοντέλο προεξόφλησης των ταμειακών ροών προς τους μετόχους (*equity cash flow*

valuation approach-ECF), από το οποίο προκύπτει συνολικά η αξία των ιδίων κεφαλαίων, με χρησιμοποίηση του κόστους κεφαλαίου των μετόχων για την προεξόφληση των ταμειακών ροών που αναλογούν σε αυτούς. Ο τρίτος τρόπος αποτίμησης είναι με βάση τις ταμειακές ροές που αναλογούν στο χρέος της επιχείρησης, και στην ουσία είναι το άθροισμα των τόκων που πρέπει να πληρωθούν και των αποπληρωμών. Προκειμένου να προσδιοριστεί η παρούσα αξία του χρέους, πρέπει οι ταμειακές ροές να προεξοφληθούν σύμφωνα με το κατάλληλο κόστος δανεισμού (Αγγελόπουλος, 2010).

Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται για την κάθε μέθοδο ποιο είναι το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης.

**Πίνακας 3: Κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης ανάλογα με τη μέθοδο ταμειακών ροών.**

Ταμειακές Ροές	Κατάλληλο Επιτόκιο Προεξόφλησης
FCF: Ελεύθερες Ταμειακές Ροές	WACC: Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
ECF: Ταμειακές Ροές ως προς τους Μετόχους	Re: Κόστος Κεφαλαίου
CFD: Ταμειακές Ροές ως προς το Χρέος	Rd: Κόστος Δανεισμού

Πηγή: Fernandez, 2002

Ο υπολογισμός της αξίας της εταιρίας με τη χρήση της μεθόδου της προεξόφλησης προέρχεται από την άθροιση των αποτελεσμάτων των υπολογισμών δύο χρονικών διαστημάτων (Αποστόλου, 2015):

A) Ένα χρονικό διάστημα που γίνονται προβλέψεις για κάποιο αριθμό ετών στο μέλλον (συνήθως έως 5 χρόνια) για τις ταμειακές ροές της εταιρείας, οι οποίες στη συνέχεια προεξοφλούνται με ένα επιτόκιο προεξόφλησης.

B) Ένα χρονικό διάστημα πέραν αυτών των ετών (η εταιρεία θεωρητικά έχει απεριόριστη διάρκεια ζωής) που υποθέτουμε ότι οι ταμειακές ροές συνεχίζουν να είναι ίδιες με αυτές του τελευταίου έτους πρόβλεψης, για το οποίο και υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της εταιρίας. Η υπολειμματική αξία, η οποία στη συνέχεια προεξοφλείται με το επιτόκιο προεξόφλησης, υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$VR_n = \frac{CF_n(1 + g)}{(r - g)}$$

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας, προκειμένου να υπολογιστεί η παρούσα αξία της εταιρείας βασίζεται στον παρακάτω τύπο (Τσάκωνα, 2010):

$$V = \frac{CF_1}{1 + r} + \frac{CF_2}{(1 + r)^2} + \frac{CF_3}{(1 + r)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1 + r)^n}$$

Όπου: CF<sub>i</sub>: ταμειακή ροή που παράγει η επιχείρηση την περίοδο i (cash flow)

V: παρούσα αξία επιχείρησης



$VR_n$ : τελική αξία επιχείρησης το έτος  $n$  (*value of the company*)

$r$ : το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο που αναλογεί στον κίνδυνο της ταμειακής ροής (*appropriate discount rate*)

### 9.3.1. Βασικά στάδια της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Τα βασικά στάδια για την ακριβή αποτίμηση μιας εταιρείας με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα 4.

**Πίνακας 4: Βασικά βήματα μοντέλου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.**

1. Ιστορική και Στρατηγική Ανάλυση της εταιρείας και του κλάδου όπου δραστηριοποιείται.	
<b>A. Οικονομική Ανάλυση</b>	<b>B. Στρατηγική και Ανταγωνιστική Ανάλυση</b>
-Εξέλιξη των οικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμός και Αποτελέσματα Χρήσεως)	-Εξέλιξη κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία
-Εξέλιξη της Κατάστασης Ταμειακών Ροών	-Εξέλιξη της ανταγωνιστικής θέσης της εταιρείας
-Εξέλιξη των επενδύσεων της εταιρείας	-Αναγνώριση της αλυσίδας αξίας
-Εξέλιξη της χρηματοδότησης της εταιρείας	-Ανταγωνιστική θέση των σημαντικότερων ανταγωνιστών
-Ανάλυση της οικονομικής ευρωστίας της εταιρείας	-Αναγνώριση των δυνάμεων παραγωγής αξίας
-Ανάλυση του επιχειρηματικού κινδύνου	
2. Προβλέψεις Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	
<b>A. Οικονομικές Προβλέψεις</b>	<b>B. Στρατηγικές και Ανταγωνιστικές Προβλέψεις</b>
-Ισολογισμών και Αποτελεσμάτων Χρήσεως	-Προβλέψεις εξέλιξης του κλάδου
-Ταμειακών Ροών	-Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση της εταιρείας
-Επενδύσεων	-Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση των σημαντικότερων ανταγωνιστών
-Χρηματοδότησης	<b>Γ. Σταθερότητα των προβλεπόμενων ταμειακών ροών</b>
-Υπολειμματικής αξίας	-Οικονομική σταθερότητα των προβλέψεων
-Προβλέψεις διαφόρων σεναρίων	-Σύγκριση των προβλέψεων με ιστορικά στοιχεία
	-Συνέπεια των TP σε σχέση με την στρατηγική ανάλυση
3. Καθορισμός του Κόστους Κεφαλαίου	
-Για κάθε επιχειρηματική μονάδα και για την επιχείρηση ως σύνολο	
-Προσδιορισμός κόστους δανεισμού, απόδοσης επί των ιδίων κεφαλαίων και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίων	
4. Υπολογισμός της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	
-Προεξόφληση των ταμειακών ροών με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο	
-Υπολογισμός της παρούσας αξίας της υπολειμματικής αξίας	
-Προσδιορισμός της αξίας της καθαρής θέσης	
5. Ερμηνεία των Αποτελεσμάτων	
-Σύγκριση της εκτιμώμενης αξίας με άλλων παρόμοιων επιχειρήσεων	
-Αναγνώριση της δημιουργίας αξίας και της διάρκειας αυτής εντός συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα	
-Ανάλυση ευαισθησίας της εκτιμώμενης αξίας στις μεταβολές των θεμελιωδών παραμέτρων	
-Στρατηγική και ανταγωνιστική τεκμηρίωση της δημιουργίας αξίας	

Πηγή: Fernandez, 2001

### 9.3.2. Μοντέλο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών

Το πρώτο μοντέλο αποτίμησης προεξοφλεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι ταμειακές ροές που παράγονται από τις βασικές λειτουργίες της επιχείρησης, αφού αφαιρεθούν οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία και οι απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Κατά τον υπολογισμό τους δεν λαμβάνονται υπόψη χρηματοοικονομικά έξοδα. Με άλλα λόγια, οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι οι χρηματικές ροές που βρίσκονται στη διάθεση όλων των επενδυτών (μέτοχοι και δανειστές) μιας επιχείρησης και δεν επηρεάζονται από την χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας. Η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής διαφοροποιείται από τα κέρδη στο ότι μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη αλλά αυτά μπορεί να χρησιμοποιούνται σε διάφορες δραστηριότητες της επιχείρησης (π.χ. επενδύσεις σε πάγια ή σε αποθέματα, σε αποπληρωμή προμηθευτών, σε πιστώσεις σε πελάτες, κλπ.). Επίσης, οι ροές αυτές αποτελούν το μέγιστο δυνατό ποσό το οποίο μια επιχείρηση θα μπορούσε να πληρώσει ως μερίσμα. Συχνά όμως, οι επιχειρήσεις διανέμουν μερίσματα τα οποία διαφέρουν από τις ελεύθερες ταμειακές ροές για τους εξής τρεις λόγους: είτε γιατί επιθυμούν να διατηρούν τα μερίσματα σταθερά και να μην φθάνουν σε επίπεδα, τα οποία ενδέχεται να δημιουργήσουν προβλήματα ρευστότητας στο μέλλον, είτε γιατί αναμένουν σημαντικές αυξήσεις στις επενδύσεις, η ανάληψη των οποίων θα απαιτήσει κεφάλαια χαμηλού κόστους, είτε γιατί επιθυμούν να χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να υποδείξουν τη μελλοντική πορεία των κερδών.

Προκειμένου να υπολογιστούν οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, θα πρέπει να γίνουν κατάλληλες προβλέψεις για τα μετρητά που θα εισπραχθούν και θα καταβληθούν σε κάθε περίοδο, εξαιρώντας πληρωμές που γίνονται για τις πηγές χρηματοδότησης της περιουσίας της επιχείρησης, όπως είναι τα μερίσματα και οι τόκοι δανειακών κεφαλαίων (Fernandez, 2002). Επίσης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η λογιστική επιστήμη που καταγράφει τα λογιστικά γεγονότα δεν μπορεί να δώσει τις απαιτούμενες αυτές πληροφορίες άμεσα, αφού χρησιμοποιείται η μέθοδος του δεδουλευμένου εσόδου και εξόδου χωρίς να λαμβάνεται υπόψη αν χρηματικά διαθέσιμα εισπράχθηκαν ή πληρώθηκαν (*accrual approach*), ενώ και η κατανομή των εσόδων, του κόστους και των εξόδων γίνεται αρκετές φορές με αυθαίρετους μηχανισμούς. Για το λόγο αυτό, τα λογιστικά μεγέθη προσαρμόζονται, έτσι ώστε να υπολογίζονται χρηματικά διαθέσιμα που πραγματικά εισπράττονται ή πληρώνονται και τα οποία απαιτούνται για τον ορθό υπολογισμό των αδέσμευτων ταμειακών ροών (Αγγελόπουλος, 2010).

Ένας γενικός τύπος υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών μιας εταιρείας από τα καθαρά αποτελέσματα χρήσεις είναι ο εξής (Drake, 2005):

$FCFF = \text{Καθαρά κέρδη} + \text{τόκοι}(1-\varphi.σ.) + \text{μη ταμειακές χρεώσεις} - \text{μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} - \text{επενδύσεις.}$

Οι καθαρές μη ταμειακές χρεώσεις αφορούν είτε μη ταμειακές αυξήσεις, είτε μη ταμειακές μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα. Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα μη ταμειακής χρέωσης είναι οι αποσβέσεις. Όταν μια επιχείρηση αγοράζει ένα πάγιο περιουσιακό στοιχείο τότε στον ισολογισμό της παρουσιάζεται μια εκροή μετρητών την στιγμή της αγοράς του περιουσιακού αυτού στοιχείου. Στις επακόλουθες όμως διαχειριστικές χρήσεις η εταιρεία παρουσιάζει τα έξοδα των αποσβέσεων καθώς τα περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται. Έτσι τα έξοδα των αποσβέσεων μειώνουν το καθαρό εισόδημα χωρίς να αποτελούν όμως ταμειακό έξοδο και για το λόγο αυτό πρέπει να προστεθούν ξανά για να υπολογιστεί η ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρεία, ως σύνολο. Τα μετά φόρων έξοδα για τους τόκους θα πρέπει να προστεθούν πάλι στο καθαρό αποτέλεσμα για να ληφθεί η ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρεία ως σύνολο γιατί τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί για τον υπολογισμό του καθαρού αποτελέσματος αλλά και επειδή αυτοί οι τόκοι αποτελούν ταμειακή ροή διαθέσιμη για κάποιον από τους παρόχους κεφαλαίων της επιχείρησης.

Οι επενδύσεις σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό αποτελούν ταμειακή ροή για την κάθε επιχείρηση η οποία είναι απαραίτητη για την περαιτέρω ανάπτυξη και βιωσιμότητα της επιχείρησης αυτής. Τέτοιες επενδύσεις μπορεί να είναι η αγορά ενός οικοπέδου, κτιρίου, εργοστασίου, εξοπλισμού ή ακόμη και η εξαγορά άλλης επιχείρησης. Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται εάν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρεθούν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Πρέπει να επισημανθεί ότι όταν το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται για σκοπούς εύρεσης ελεύθερης ταμειακής ροής τότε τα μετρητά, τα χρηματικά ισοδύναμα, τα πληρωτέα γραμμάτια καθώς και το βραχυπρόθεσμο τμήμα της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης θα πρέπει να αποκλειστούν από τον υπολογισμό (Γιάντσιος, 2009).

Ο γενικός τύπος υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών από την κατάσταση ταμειακών ροών είναι ο εξής (Drake, 2005):

$FCFF = \text{Ταμειακές ροές από τις Λειτουργικές Δραστηριότητες της Επιχείρησης} + \text{Τόκοι}*(1-\Phi) - \text{Επενδύσεις}$

Όπου οι μετά τους φόρους τόκοι προστίθενται γιατί είχαν αφαιρεθεί ώστε να φτάσουμε στο καθαρό αποτέλεσμα. Σε αυτό τον τρόπο υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν αφαιρούνται οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης γιατί πλέον εδώ οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (*operating activities*) της επιχείρησης περιλαμβάνουν ήδη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης (Γιάντσιος, 2009).

Προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο των ελεύθερων ταμειακών ροών, πρέπει οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές να προεξοφλούνται στο σήμερα, με επιτόκιο προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος των ξένων και ιδίων κεφαλαίων, ανάλογα με την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης (Αγγελόπουλος, 2010)

Το μέσο σταθμικό κόστος των ξένων και ιδίων κεφαλαίων (WACC) υπολογίζεται ως εξής (Μαδυτινός, 2013):

$$WACC = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D (1 - T_c)$$

Όπου: E: τα ίδια κεφάλαια (equity capital)

D: τα δανειακά κεφάλαια (debt capital)

$r_E$ : η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (return on equity)

$r_D$ : το κόστος δανεισμού (return on debt)

$T_c$ : ο συντελεστής φορολογίας (company tax rate)

Ο υπολογισμός του κόστους δανεισμού είναι απλή διαδικασία. Ο δείκτης που προσδιορίζει το κόστος δανεισμού ( $r_D$ ) είναι τον τρέχον επιτόκιο που η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να πληρώνει για τα δάνειά της (π.χ. το επιτόκιο δανεισμού από τις τράπεζες). Συνήθως σταθμίζεται το κόστος δανεισμού ανάλογα με το βραχυπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο δανεισμό. Επειδή όμως η επιχείρηση ωφελείται από την αφαίρεση φόρων επί των τόκων που καταβάλλει, το κόστος δανεισμού είναι προφανώς το επιτόκιο μείον την εξοικονόμηση των φόρων που προέρχονται από την φοροαπαλλαγή αυτή. Αυτό εκφράζεται από τον τύπο: ( $r_D \times (1 - T_c)$ ). Αν δηλαδή το επιτόκιο είναι 10% και ο συντελεστής φορολογίας είναι 30%, τότε το πραγματικό κόστος δανεισμού είναι ίσο με 10% X (1-30%) = 7% (Μαδυτινός, 2013). Πρέπει να σημειωθεί ότι αν η επιχείρηση δεν έχει ξένα κεφάλαια, οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα συμπίπτουν με τις ταμειακές ροές που αναλογούν στους μετόχους και οι οποίες αναλύονται ακριβώς παρακάτω (Αγγελόπουλος, 2010).

Ο υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (*cost of equity*) είναι πιο περίπλοκος και απαιτεί σύνθετους υπολογισμούς. Ενώ η επιχείρηση πληρώνει το κόστος δανεισμού σύμφωνα με προκαθορισμένο επιτόκιο, τα ίδια κεφάλαια δεν έχουν προκαθορισμένη τιμή που η επιχείρηση θα μπορούσε να πληρώσει. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχει κόστος ιδίων κεφαλαίων. Οι επενδυτές προσβλέπουν να κερδίσουν από τις αποδόσεις των χρημάτων που επενδύουν στην επιχείρηση. Το κόστος λοιπόν των ιδίων κεφαλαίων θα μπορούσε να θεωρηθεί ως *‘αυτό που κοστίζει στην επιχείρηση στο να κρατήσει τέτοια τιμή στη μετοχή της, που θεωρητικά τουλάχιστον, θα ικανοποιεί τους επενδυτές’* (Μαδυτινός, 2013).

Η πιο ευρέως αποδεκτή μέθοδος για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι αυτή της Αποτίμησης των Κεφαλαιακών Στοιχείων, γνωστή ως Capital Asset Pricing Model (CAPM). Το πλεονέκτημα της θεωρίας του CAPM είναι ότι με απλό και γρήγορο τρόπο επιτυγχάνονται σίγουρες διαισθητικές προβλέψεις για τη σύνδεση της προσδοκώμενης απόδοσης ενός μεμονωμένου αξιόγραφου ή ενός χαρτοφυλακίου με τον κίνδυνο της αγοράς.

Οι βασικές παραδοχές πάνω στις οποίες στηρίζεται η θεωρία του CAPM είναι οι εξής (Αναστασάκης, 2012):

- i. Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και θέλουν να μεγιστοποιήσουν την χρησιμότητα τους.
- ii. Όλες οι πληροφορίες που αφορούν χαρτοφυλάκια είναι ελεύθερα διαθέσιμες στους επενδυτές και με τον τρόπο αυτό οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες.
- iii. Οι επενδυτές έχουν την επιλογή να δανειστούν και να δανείσουν με μηδενικό ρίσκο (*risk free*).
- iv. Οι επενδυτές έχουν πολύ καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια στα οποία το μη συστηματικό (ή ειδικό) ρίσκο έχει εξαλειφθεί.
- v. Οι κεφαλαιαγορές είναι τέλειες, δηλαδή ισχύουν οι εξής συνθήκες:
  - Μεγάλος αριθμός αγοραστών και πωλητών.
  - Κανένας μέτοχος δεν μπορεί να επηρεάσει την αγορά.
  - Δεν υπάρχουν φόροι και έξοδα συναλλαγών.
  - Δεν υπάρχουν εμπόδια εισαγωγής ή εξόδου στην αγορά.
- vi. Οι επενδύσεις λαμβάνουν χώρα σε μια προκαθορισμένη περίοδο.

Σύμφωνα με τους περισσότερους οικονομολόγους η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης μπορεί να εκφραστεί μέσω της σχέσης:

$$\begin{aligned} & \text{απαιτούμενη απόδοση} \\ & = \text{απόδοση χωρίς κίνδυνο} \\ & + \text{ανταμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο} \end{aligned}$$

Η αλγεβρική έκφραση της προηγούμενης σχέσης με την χρήση του συντελεστή  $\beta$  ως μέτρο της επικινδυνότητας ενός χρεογράφου γράφεται ως ακολούθως:

$$r_e = r_{fr} + (r_m - r_{fr})\beta_i$$

Όπου:  $r_e$ : η απαιτούμενη απόδοση του χρεογράφου  $i$

$r_{fr}$ : η απόδοση του χρεογράφου  $i$  χωρίς κίνδυνο (*risk free rate*)

$r_m$ : η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

$(r_m - r_{fr})$ : ο ιστορικός μέσος ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς

β<sub>i</sub>: ο συντελεστής κινδύνου β του χρεογράφου i (beta)<sup>5</sup>

Ουσιαστικά ο συντελεστής β μετρά την ευαισθησία της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων στη μεταβολή της απόδοσης όλης της αγοράς (Μακρής, 2014).

### 9.3.3. Μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών διαθέσιμες στους μετόχους

Το δεύτερο μοντέλο αποτίμησης προεξοφλεί το είδος των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες στους μετόχους, αποτιμώντας την καθαρή θέση της επιχείρησης. Οι ταμειακές ροές προς τους μετόχους είναι οι ροές που απομένουν στους κατόχους των μετοχών της εταιρείας, οι οποίες θα διατεθούν είτε ως μέρισμα είτε για την επαναγορά ιδίων μετοχών.

Υπολογίζονται είτε με τον άμεσο (*direct approach*) είτε με τον έμμεσο τρόπο (*indirect approach*), με κριτήριο διάκρισής τους το διαφορετικό τρόπο υπολογισμού των ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες, οδηγώντας όμως στο ίδιο αποτέλεσμα. Η άμεση μέθοδος εμφανίζει τις κυριότερες πηγές ακαθαρίστων εισπράξεων και πληρωμών που προέρχονται από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (Γκίκας, 2006). Η έμμεση μέθοδος αντίθετα εμφανίζει τις ελεύθερες ταμειακές ροές, μετά την αφαίρεση πληρωμών για τοκοχρεωλυτικές δόσεις δανείων κάθε περιόδου και πρόσθεση τυχόν νέα δανειακών κεφαλαίων που χορηγήθηκαν στην επιχείρηση.

Επομένως, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της καθαρής θέσης της επιχείρησης (δηλαδή την οικονομική αξία των μετοχών της τράπεζας) με τη μέθοδο των ροών που αναλογούν στους μετόχους, οι μελλοντικές αυτές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στο σήμερα χρησιμοποιώντας ως κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης το μοχλευμένο κόστος των ιδίων κεφαλαίων (*levered cost of equity*). Για να προκύψει η συνολική αξία της επιχείρησης θα πρέπει να προστεθεί στην αξία των ιδίων κεφαλαίων, η παρούσα αξία των υφιστάμενων δανειακών κεφαλαίων. Η

---

<sup>5</sup> Ο συντελεστής beta μετρά τον συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής. Όσο υψηλότερο είναι το beta της μετοχής τόσο υψηλότερη πρέπει να είναι και η απόδοσή της. Γενικά, ο συντελεστής beta μιας εταιρείας είναι το μέτρο του βαθμού ευαισθησίας των αποδόσεων της μετοχής προς τις κινήσεις της αγοράς. Εξ' ορισμού η αγορά έχει beta =1. Επομένως, εταιρείες των οποίων οι μετοχές έχουν beta=1, σημαίνει ότι κινούνται συγχρονισμένα με την αγορά και έχουν τον ίδιο κίνδυνο με αυτή. Επιπλέον, εταιρείες των οποίων οι αποδόσεις διακυμαίνονται περισσότερο από εκείνες της αγοράς θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες (*riskier*) από την αγορά και έχουν beta>1, σε αντίθεση με τις εταιρείες που θεωρούνται λιγότερο ριψοκίνδυνες βάσει των αποδόσεών τους και έχουν beta<1. Στην περίπτωση που μια εταιρεία έχει δανειακά κεφάλαια, ο επιπλέον κίνδυνος που οφείλεται στη μόχλευση (*leverage*) θα πρέπει να προστεθεί στον εσωτερικό συστηματικό κίνδυνο της εταιρείας, προκειμένου να προσδιοριστεί ο *levered beta*.

παρούσα αξία προκύπτει από την προεξόφληση των ταμειακών ροών που αναλογούν στους δανειστές (δηλαδή των ετήσιων τοκοχρεωλυτικών δόσεων που πληρώνονται από την επιχείρηση για τα δανειακά κεφάλαια), χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το κόστος σύναψης των δανείων ή το τρέχον επιτόκιο της αγοράς (Fernandez, 2002).

Οι ταμειακές ροές των ιδίων κεφαλαίων (ECF) υπολογίζονται αφαιρώντας από τις ελεύθερες ταμειακές ροές (FCF) τους τόκους και τις υποχρεώσεις μετά φόρων. Με λίγα λόγια, είναι το υπόλοιπο των ταμειακών ροών αφού καλυφθούν οι επενδύσεις και οι απαιτήσεις του κεφαλαίου κίνησης και αφού πληρωθούν οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και το αντίστοιχο τμήμα του υφιστάμενου χρέους (αν υπάρχει). Εκφράζεται με την παρακάτω εξίσωση:

$$ECF = FCF - [\text{τόκοι}(1 - \Phi)] - \text{κύριες πληρωμές} + \text{χρέος}$$

Όταν πραγματοποιούνται προβλέψεις, τα μερίσματα και οι υπόλοιπες αναμενόμενες πληρωμές προς τους μετόχους πρέπει να αντιστοιχούν με τις ταμειακές ροές ιδίων κεφαλαίων.

Οι πίνακες ταμειακών ροών υποθέτουν την ύπαρξη μιας συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής δομής ανά περίοδο, όπου οι τόκοι που αντιστοιχούν στο υφιστάμενο χρέος έχουν πληρωθεί, τα χρεολύσια του δανειζόμενου κεφαλαίου πληρώνονται στις αντίστοιχες ημερομηνίες ωρίμανσης και λαμβάνεται η νέα χρηματοδότηση. Μετά από αυτά μένει ένα συγκεκριμένο άθροισμα το οποίο είναι τα μετρητά που είναι στη διάθεση των μετόχων, τα οποία θα κατανεμηθούν για την πληρωμή μερισμάτων ή την επαναγορά μετοχών (Fernandez, 2002).

#### 9.3.4. Μοντέλο προσαρμοσμένης παρούσας αξίας

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value - APV) η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ξεκινά από τον προσδιορισμό της αξίας των βασικών της λειτουργιών προσθέτοντας στη συνέχεια την επίδραση του δανεισμού και των υπολοίπων απαιτήσεων στην εκτιμώμενη αξία. Γίνεται κατανοητό, ότι το μοντέλο APV αποτιμά την εταιρεία προσθέτοντας δύο αξίες: την εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης με βάση την υπόθεση ότι η χρηματοδότησή της στηρίζεται αποκλειστικά σε ίδια κεφάλαια και την αξία της φορολογικής ωφέλειας που προκύπτει από την χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια (Larrabee-Voss, 2013).

Η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας πραγματοποιείται σε τρία στάδια. Αρχικά, υπολογίζεται η αξία της εταιρείας χωρίς μόχλευση. Στη συνέχεια, εξετάζεται η παρούσα αξία των φορολογικών τόκων οι οποίοι δημιουργούνται από τον δανεισμό

και τελικά, αξιολογείται η επίδραση του δανεισμού στην πιθανότητα πτώχευσης, και το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης (Damodaran, 2002).

Το πρώτο βήμα σε αυτή την προσέγγιση είναι η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης ελεύθερης δανεισμού. Αυτό επιτυγχάνεται με την αποτίμηση της εταιρείας ως να μην έχει κανένα χρέος, δηλαδή με την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας με χρήση του ελεύθερου από δανεισμό κόστους κεφαλαίου (*unlevered cost of equity*). Για τον υπολογισμό του ελεύθερου από δανεισμό κόστους κεφαλαίου η διαδικασία είναι ίδια όπως έχει περιγραφεί προηγουμένως, με τη διαφορά ότι χρησιμοποιείται ο ελεύθερος από δανεισμό συντελεστής  $\beta$ , ο οποίος προκύπτει από τον παρακάτω τύπο (Damodaran, 2002):

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta}{1 + (1 - \varphi) \frac{\text{δανεισμός}}{\text{ίδια κεφάλαια}}}$$

Το δεύτερο βήμα είναι ο υπολογισμός του αναμενόμενου φορολογικού οφέλους από το συγκεκριμένο χρέος. Η φορολογική ωφέλεια του δανεισμού για μια επιχείρηση προέρχεται από το γεγονός ότι η απασχόληση δανειακών κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή χαμηλότερου φόρου ετησίως, εξαιτίας των τόκων που αφαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης (Βαρδάκη, 2008). Το φορολογικό όφελος, αυτό, εξαρτάται από τον φορολογικό συντελεστή της εταιρείας και προεξοφλείται με χρήση του κόστους κεφαλαίου, αντικατοπτρίζοντας την επικινδυνότητα των ταμειακών ροών. Υπολογίζεται ως εξής (Damodaran, 2002):

$$\text{αξία φορολογικού οφέλους} = \varphi * \text{δανεισμός}$$

Ο φορολογικός συντελεστής θεωρείται ότι παραμένει σταθερός στο διηνεκές.

Το τρίτο βήμα είναι η εκτίμηση της επίδρασης του δανεισμού στην πιθανότητα πτώχευσης και το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης. Η παρούσα αξία (Π.Α.) του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο (Damodaran, 2002):

$$\begin{aligned} & \text{Π. Α. αναμενόμενου κόστους πτώχευσης} \\ & = \text{πιθανότητα πτώχευσης} * \text{Π. Α. κόστους πτώχευσης} \end{aligned}$$

Αυτό το βήμα της μεθόδου θεωρείται και το πιο δύσκολο να προσδιοριστεί, καθώς και οι δυο παράμετροι που το επηρεάζουν δεν γίνεται να υπολογιστούν άμεσα.



### 9.3.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων

Η μέθοδος αυτή είναι η πιο απλή και η πιο παλιά μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών στηριζόμενη στην χρονική αξία του χρήματος και στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Η συγκεκριμένη μέθοδος εκτιμά τις ταμειακές ροές που οι μέτοχοι αναμένουν να λάβουν. Αντίθετα, οι μέθοδοι προεξόφλησης ελευθέρων ταμειακών ροών ή διαθέσιμων προς τους μετόχους προσεγγίζει τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες προς τους μετόχους, χωρίς όμως να είναι απαραίτητο ότι η επιχείρηση θα διανείμει το σύνολο των διαθέσιμων ταμειακών ροών. Σε αρκετές περιπτώσεις αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για την εκτίμηση μιας μετοχής, αλλά είναι πιθανό να δώσει παραπλανητικά αποτελέσματα σχετικά με την πραγματική αξία μιας επιχείρησης (Parrino, 2005).

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων. Όταν χρησιμοποιείται το μοντέλο σταθερού μερίσματος (παρουσιάζεται παρακάτω) πραγματοποιείται η παραδοχή ότι ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων είναι σταθερός στο διηνεκές. Αντίθετα, στο μοντέλο δύο σταδίων πραγματοποιείται η παραδοχή ενός ρυθμού αύξησης των μερισμάτων για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και της αλλαγής αυτού για το επόμενο χρονικό διάστημα.

#### 9.3.5.1. Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης του Μερίσματος

Το μοντέλο αυτό (constant growth model) αναπτύχθηκε πρώτα από τους Gordon και Shapiro και για το λόγο αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία και ως Gordon Growth model (Γιάντσιος, 2009). Είναι ένα σχετικά απλό μοντέλο γιατί υποθέτει ότι τα μελλοντικά μερίσματα αυξάνονται κατά έναν σταθερό ρυθμό. Δηλαδή το μέρισμα ενός έτους θα εξαρτάται από το μέρισμα του προηγούμενου έτους σύμφωνα με την παρακάτω μαθηματική εξίσωση (Parrino, 2005):

$$V_0 = \frac{DIV_0(1 + g)}{r_e - g} = \frac{DIV_1}{r_e - g}$$

Όπου:  $V_0$ =παρούσα αξία της μετοχής

$DIV_0$ =τρέχων μέρισμα

$DIV_1$ =μέρισμα επόμενης περιόδου

$g$ =ρυθμός αύξησης μερίσματος

$r_e$ =κόστος κεφαλαίου

Είναι προφανές ότι το συγκεκριμένο μοντέλο δεν μπορεί να λειτουργήσει εάν ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος είναι μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου, καθώς θα εκτιμηθεί μια αρνητική τιμή της μετοχής.

### 9.3.5.2. Μοντέλο δύο σταδίων

Σε ορισμένες επιχειρήσεις αναμένεται μεγάλος ρυθμός αύξησης βραχυπρόθεσμα, ενώ μακροπρόθεσμα αναμένεται ο ρυθμός να σταθεροποιηθεί σε πιο χαμηλά επίπεδα. Σε αυτές τις περιπτώσεις φαίνεται πιο λογικό να γίνει χρήση του μοντέλου δύο σταδίων κι όχι του μοντέλου σταθερού ρυθμού αύξησης. Για παράδειγμα, εάν αναμένεται ένα σταθερός υψηλός ρυθμός αύξησης  $g_1$  για μία περίοδο  $n$  ετών, και ένας χαμηλότερος σταθερός ρυθμός αύξησης  $g_2$  για την υπόλοιπη περίοδο μελέτης, το μοντέλο δύο σταδίων εφαρμόζεται όπως φαίνεται παρακάτω (Parrino, 2005):

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_0(1+g_1)^t}{(1+r_e)^t} + \frac{\left(\frac{DIV_0(1+g_1)^n(1+g_2)}{r_e - g_2}\right)}{(1+r_e)^n}$$

Εκτός από την αυξημένη πολυπλοκότητα συγκριτικά με το μοντέλο σταθερού ρυθμού αύξησης, το μοντέλο δύο σταδίων δεν διαφέρει ιδιαίτερα από αυτό. Στην πραγματικότητα, η αξία των μερισμάτων την περίοδο υψηλού ρυθμού αύξησης υπολογίζεται σύμφωνα με το μοντέλο σταθερής αύξησης.

Αυτό το μοντέλο, όπως και τα υπόλοιπα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους αναλυτές ως λογικός έλεγχος για τη στήριξη άλλων μεθόδων αποτίμησης, καθώς και για την εξαγωγή μιας προσέγγισης της αξίας των μετοχών μίας εταιρείας (Parrino, 2005).

## 9.4. Αποτίμηση μέσω προεξόφλησης του περιοδικού υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργείται για τον μέτοχο

Με βάση το μοντέλο του υπολειμματικού εισοδήματος (*residual income model – RIM*), η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου (*invested capital*) πλέον την παρούσα αξία του αναμενόμενου υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργείται κάθε χρόνο. Ο οικονομολόγος Alfred Marshall (1890) στο τέλος του 19ου αιώνα ανέφερε σχετικά με το υπολειμματικό εισόδημα (Αγγελόπουλος, 2010):

«Η αξία που δημιουργεί μια επιχείρηση σε μία συγκεκριμένη περίοδο θα πρέπει να προκύπτει, αφού ληφθούν υπόψη όχι μόνο τα έξοδα που καταγράφονται στα λογιστικά βιβλία αλλά και το κόστος ευκαιρίας του απασχολούμενου κεφαλαίου στην επιχείρηση».

Επομένως, το υπολειμματικό εισόδημα μετράει την αξία που δημιουργείται από μια επιχείρηση σε μια δεδομένη περίοδο και ορίζεται ως εξής (Αγγελόπουλος, 2010):

Υπολειμματικό Εισόδημα

$$= \text{Επενδυμένο Κεφάλαιο} \times (\text{Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου} - \text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου})$$

Άρα το υπολειμματικό εισόδημα ισούται με τη διαφορά που προκύπτει ανάμεσα στην απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου, πολλαπλασιαζόμενη με το επενδυμένο κεφάλαιο.

Εναλλακτικά το υπολειμματικό εισόδημα ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων της επιχείρησης (*Net operating profit less adjusted taxes –NOPAT*) και του κόστους για την απασχόληση του επενδυμένου κεφαλαίου (*capital charge*) (Αγγελόπουλος, 2010).

Υπολειμματικό Εισόδημα

$$= \text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη (μετά φόρων)} - (\text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου} \times \text{Επενδυμένο Κεφάλαιο})$$

Από τον παραπάνω υπολογισμό προκύπτει ότι το υπολειμματικό εισόδημα είναι παρόμοιο εννοιολογικά με το λογιστικό καθαρό κέρδος (*accounting net income*) αλλά επιβαρύνει την επιχείρηση με το κόστος απασχόλησης του συνολικού κεφαλαίου και όχι μόνο με τους τόκους των δανειακών κεφαλαίων. Στη βιβλιογραφία αναφέρονται και άλλοι τρόποι μέτρησης του υπολειμματικού εισοδήματος και η διαφορά τους εντοπίζεται στον τρόπο προσαρμογής των λογιστικών μεγεθών που κάθε μέθοδος ακολουθεί, ώστε να προκύψει το υπολειμματικό εισόδημα, το οποίο θα ανταποκρίνεται καλύτερα στην οικονομική πραγματικότητα. Παρόλα αυτά, οι διαφορές αυτές θεωρούνται μικρής σημασίας και στην πράξη χρησιμοποιούνται σχεδόν όλοι οι τρόποι μέτρησης ως ταυτόσημοι. Επίσης, η πλειοψηφία των εμπειρικών ερευνών δείχνει ότι όταν το υπολειμματικό εισόδημα υπολογίζεται χωρίς προσαρμογές των βασικών του μεγεθών, τότε ερμηνεύει καλύτερα τις αποδόσεις των μετοχών κάτι που σημαίνει ότι η αγορά δεν λαμβάνει υπόψη της αυτές τις λογιστικές προσαρμογές.

Χρησιμοποιώντας αυτή τη μονάδα μέτρησης της επίδοσης της επιχείρησης, η τρέχουσα αξία της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως το άθροισμα της αξίας του επενδυμένου κεφαλαίου σήμερα και της παρούσας αξίας του μελλοντικού υπολειμματικού εισοδήματος που παράγεται κάθε έτος. Η παρούσα αξία υπολογίζεται με την προεξόφληση, των ετήσιων υπολειμματικών εισοδημάτων

(χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου) που εκτιμούνται αναλυτικά για μια συγκεκριμένη περίοδο και της συνολικής τελικής αξίας των υπολειμματικών εισοδημάτων, μετά την αναλυτική περίοδο (Αγγελόπουλος, 2010).

Αξία Επιχείρησης

= Επενδυμένο Κεφάλαιο

+ Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ετήσιων Υπολειμματικών Εισοδημάτων

Επομένως, η επιχείρηση αξίζει λιγότερο ή περισσότερο από την αξία του επενδυμένου κεφαλαίου ανάλογα με το βαθμό που η απόδοση του κεφαλαίου είναι μικρότερη ή μεγαλύτερη αντίστοιχα από το κόστος κεφαλαίου.

## 10. Μελέτη Περίπτωσης ΕΥΑΘ Α.Ε.

### 10.1. Βασικά στοιχεία της εταιρείας

Η εταιρεία με την επωνυμία «Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε.» και το διακριτικό τίτλο ΕΥΑΘ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1998 (νόμος 2651/3.11.1998, Φ.Ε.Κ. Α' 248/3.11.1998) και προήλθε από τη συγχώνευση των ανώνυμων εταιρειών Οργανισμός Ύδρευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε. (ΟΥΘ Α.Ε.) και Οργανισμός Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης Α.Ε. (ΟΑΘ Α.Ε.). Είχε προηγηθεί στις 25 Ιουνίου 1997 η μετατροπή των ΝΠΔΔ ΟΥΘ και ΟΑΘ σε ανώνυμες εταιρίες. Η εταιρεία εδρεύει στο ιδιόκτητο κτίριο της οδού Εγνατία 127, στη Θεσσαλονίκη.

Η ΕΥΑΘ Α.Ε. είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Διέπεται από τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιρειών» (ΦΕΚ 135 Τ.Α.) και συμπληρωματικά από τις διατάξεις του Ν. 2937/2001 Κεφ. Β' (ΦΕΚ 169/Τ.Α.), καθώς και από το Ν. 3016/2002 όπως αυτός τροποποιήθηκε με το Ν. 3091/2002. Τελεί δε υπό την εποπτεία των υπουργείων Οικονομίας & Οικονομικών και Μακεδονίας – Θράκης, η δε διάρκεια αυτής ορίστηκε σε 99 έτη από την 3η Νοεμβρίου 1998, δηλ. μέχρι την 3η Νοεμβρίου 2097. Το αρχικό καταστατικό της εγκρίθηκε με την Αρ. ΕΓΑ/606/26-7-2001 (ΦΕΚ 989/30.07.2001) απόφαση κι είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών (Μ.Α.Ε.) με αριθμό 41913/06/Β/98/32.

Η Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποιήσεων (Δ.Ε.Α.), με τις από 563/17.10.2000 και 605/27.07.2001 αποφάσεις της, αποφάσισε την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., η οποία και πραγματοποιήθηκε με την πώληση μετοχών που προήλθαν από την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και την πώληση υφιστάμενων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου, το οποίο ήταν κι ο αποκλειστικός μέτοχος έως τότε.

Κατά την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σύμφωνα με το άρθρο 22 του Ν. 2937/26.07.2001, το κύριο μέρος των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της ΕΥΑΘ Α.Ε. μεταφέρθηκε κατά κυριότητα στο νεοσυσταθέν ΝΠΔΔ με την επωνυμία «ΕΥΑΘ Παγίων» άνευ ανταλλάγματος. Με σύμβαση διάρκειας 30 ετών, που υπογράφηκε στις 27.07.2001 μεταξύ του ελληνικού Δημοσίου, της ΕΥΑΘ Παγίων και της ΕΥΑΘ Α.Ε. χορηγήθηκε στην ΕΥΑΘ Α.Ε. το αποκλειστικό δικαίωμα παροχής ύδρευσης και αποχέτευσης στη γεωγραφική περιοχή της αρμοδιότητάς της. Με την ίδια σύμβαση, η ΕΥΑΘ Παγίων οφείλει να παρέχει στην ΕΥΑΘ Α.Ε. τις αναγκαίες ποσότητες νερού, έναντι τιμήματος, για την εξυπηρέτηση των καταναλωτών της, η δε ΕΥΑΘ Α.Ε. οφείλει να λαμβάνει μέριμνα για την ορθολογική χρήση του πωλούμενου ύδατος και να καταβάλλει κάθε προσπάθεια για την όσο το

δυνατόν μεγαλύτερη μείωση των διαρροών και απωλειών με τη βελτίωση κι ανακατασκευή του δικτύου υδροδότησης (eyath.gr).

## 10.2. Αποστολή – Στρατηγική

Η εταιρεία, μέσω του επιχειρηματικού – επενδυτικού της σχεδίου, επιδιώκει την ανάπτυξη της και την εξέλιξη της.

Στο πλαίσιο αυτό αποσκοπεί στη βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών, στη διασφάλιση της τροφοδοσίας με εξαιρετικής ποιότητας πόσιμο νερό, στη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών της και στην αποτελεσματικότερη προστασία του περιβάλλοντος.

Η ΕΥΑΘ Α.Ε. θέτει ως βασικούς πυλώνες της επιχειρηματικής της ανάπτυξης (eyath.gr):

- Την παροχή καθαρού νερού 24 ώρες το 24ωρο σε νοικοκυριά κι επιχειρήσεις. Η ΕΥΑΘ θέτει ως άμεση προτεραιότητα την τμηματική αντικατάσταση των παλιών αγωγών, με στόχο τη βελτίωση της ποιότητας του νερού, τον περιορισμό των απωλειών και την ελαχιστοποίηση των διακοπών υδροδότησης.
- Τη μηδενική ρύπανση του Θερμαϊκού κόλπου, που είναι και ο τελικός αποδέκτης των εκροών των βιολογικών καθαρισμών της περιοχής, με την «επιστροφή» σε αυτόν καθαρού, επεξεργασμένου νερού από τις εγκαταστάσεις μας.
- Την επωφελή περιβαλλοντικά και κοινωνικά διαχείριση της λυματολάσπης. Η χρήση της ως λίπασμα προβάλλει ως μια από τις πλέον ενδεικνυόμενες λύσεις.
- Την ενίσχυση της μονάδας παραγωγής και εκμετάλλευσης βιοαερίου από λυματολάσπη, που υπάρχει ήδη στο βιολογικό της Σίνδου, και την εκμετάλλευση της θερμογόνου δύναμης που διαθέτει.
- Την επαναχρησιμοποίηση επεξεργασμένων υγρών λυμάτων για την άρδευση γεωργικών καλλιεργειών που γειτνιάζουν στο βιολογικό καθαρισμό της Σίνδου.
- Την ανάπτυξη δικτύου οπτικών ινών υπερυψηλών ταχυτήτων επάνω στο υφιστάμενο δίκτυο αποχέτευσης για την παροχή νέας γενιάς τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών.
- Τον απόλυτο αυτοματισμό με σύγχρονες τεχνολογίες του συνόλου των λειτουργιών της εταιρείας.

Σε αυτό το πλαίσιο σχεδιάζονται και δρομολογούνται τα ακόλουθα έργα και δραστηριότητες:

- Η αναβάθμιση της Μονάδας Κατεργασίας Αποβλήτων σε συνεργασία με την Ε.Τ.Β.Α ως φορέας διαχείρισης της Βιομηχανικής Περιοχής Σίνδου.
- Η ηλεκτρονική παρακολούθηση των Δικτύων Ύδρευσης και Αποχέτευσης ώστε να υπάρχει ακριβής εικόνα σε ότι αφορά τη λειτουργία και τη συντήρηση των δικτύων.
- Η σταδιακή αντικατάσταση μετρητών νερού είτε λόγω φθοράς από κακή χρήση είτε λόγω παλαιότητας, ώστε να διασφαλίζεται η ακριβέστερη καταγραφή της κατανάλωσης νερού.
- Η τμηματική αντικατάσταση των παλαιών δικτύων με στόχο τον περιορισμό των απωλειών και την ελαχιστοποίηση των διακοπών υδροδότησης.

Στο πλαίσιο του Ε.Σ.Π.Α έχουν εξαγγελθεί δύο σημαντικά έργα τα οποία αφορούν:

- α) την «Κατασκευή Β' Κλάδου του Κεντρικού Αποχετευτικού Αγωγού Θεσσαλονίκης» προϋπολογισμού €24,2 εκατ. το οποίο βρίσκεται σε εξέλιξη και
- β) την «Κατασκευή Επέκτασης Εγκατάστασης Επεξεργασίας Νερού Θεσσαλονίκης (Ε.Ε.Ν.Θ.) Φάση Α2» προϋπολογισμού €36,5 εκατ. (eyath.gr).

### 10.3. Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχική σύνθεση της ΕΥΑΘ Α.Ε.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε σαράντα εκατομμύρια εξακόσιες πενήντα έξι χιλιάδες ευρώ (€ 40.656.000) διαιρούμενο σε τριάντα έξι εκατομμύρια τριακόσιες χιλιάδες (36.300.000) κοινές ανώνυμες μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας ένα ευρώ και δώδεκα λεπτά (€ 1,12) η κάθε μία.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Κατηγορία: Μετοχές Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης). Τα δικαιώματα των Μετόχων που πηγάζουν από τη μετοχή της είναι ανάλογα με το ποσοστό του κεφαλαίου, στο οποίο αντιστοιχεί η καταβεβλημένη αξία της μετοχής.

Οι Μέτοχοι που κατείχαν ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας την 31/12/2014 δίνονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 5: Μετοχική σύνθεση της ΕΥΑΘ Α.Ε.

Μέτοχος	Αριθμός μετοχών που κατέχει	Ποσοστό συμμετοχής κατά την 31/12/2015
Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου Α.Ε.	26.868.000	74,02%
SUEZ ENVIRONMENT COMPANY	1.982.870	5,46%
Λοιποί μέτοχοι με ποσοστό συμμετοχής μικρότερο του 2,0%	7.449.130	20,52%
<b>Σύνολο</b>	<b>36.300.000</b>	<b>100,00%</b>

Πηγή: [eyath.gr](http://eyath.gr)

Η πορεία της μετοχής της ΕΥΑΘ στο ΧΑΑ τα τελευταία χρόνια παρουσιάζεται στο ακόλουθο διάγραμμα.



Διάγραμμα 1: Πορεία μετοχής ΕΥΑΘ Α.Ε. στο ΧΑΑ την περίοδο 2007-2016.

Πηγή: [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)

Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα, η μετοχή της ΕΥΑΘ Α.Ε. είχε αρκετές διακυμάνσεις τα τελευταία χρόνια. Η υψηλότερη τιμή της σημειώθηκε στις 21 Ιανουαρίου του 2013, όπου η τιμή της έφτασε στα 6,64€/μετοχή. Ενώ, η χαμηλότερη τιμή της σημειώθηκε στις 13 Απριλίου του 2015, όπου η τιμή της έπεσε στα 2,45€/μετοχή. Τον τελευταίο χρόνο φαίνεται πως η τιμή της μετοχής ακολουθεί μια σχετικά σταθερή και ελαφρώς ανοδική τάση.



#### 10.4. Διοικητική Δομή της ΕΥΑΘ Α.Ε.

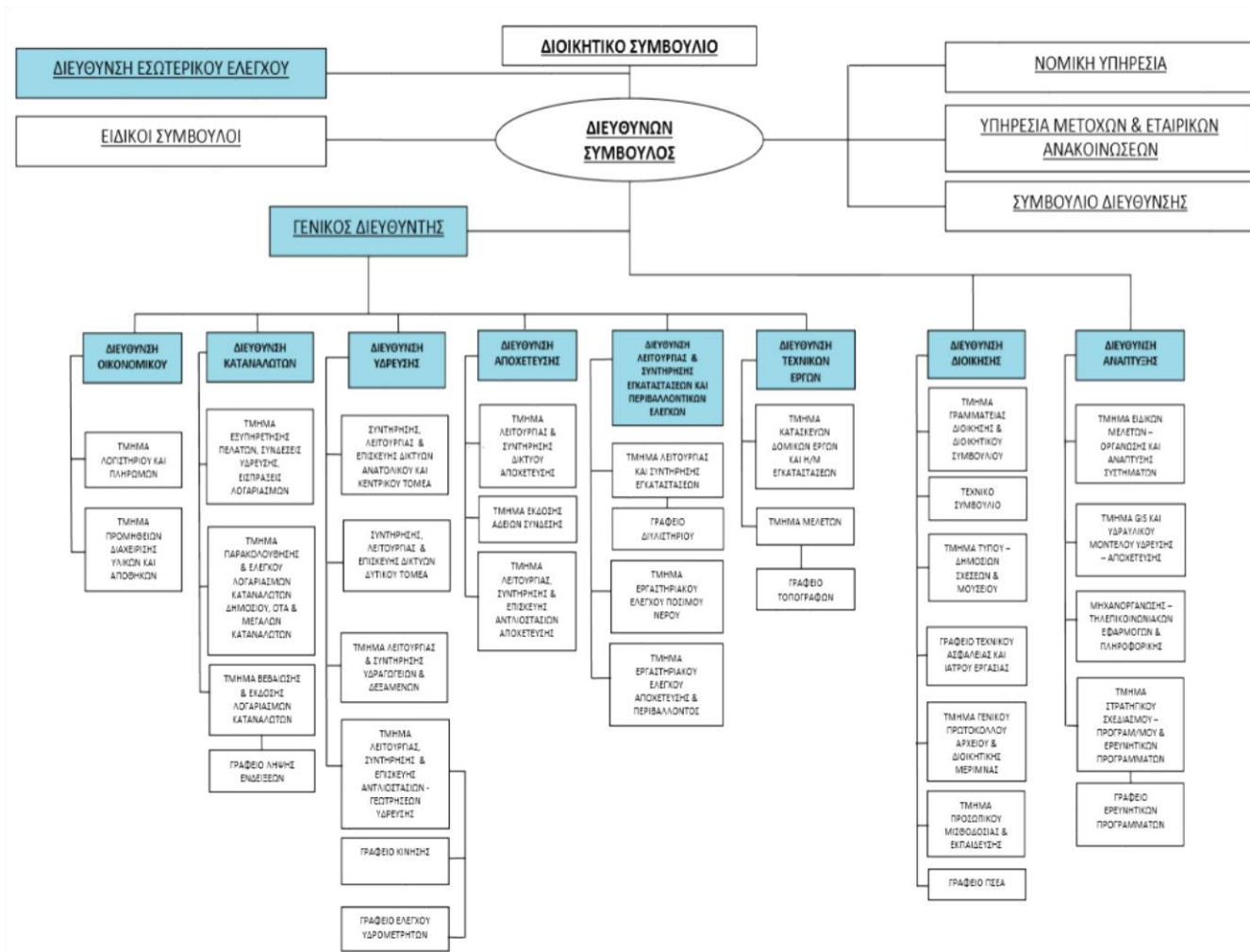
Η ΕΥΑΘ Α.Ε. εφαρμόζει τη νομοθεσία περί Α.Ε. Κ.Ν. 2190/1920, όπως ισχύει σήμερα, αλλά και το Ν. 3016/2002 ως εισηγμένη εταιρεία. Εναρμόνισε δε το Καταστατικό της με την έκδοση του Ν. 3429/2007.

Σύμφωνα με το άρθρο 13 του Κωδικοποιημένου Καταστατικού της ΕΥΑΘ Α.Ε., το οποίο εγκρίθηκε με την αρ. Κ2-16550/19-11-2007 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης (ΦΕΚ 13309/20-11-2007), η εταιρεία διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο που αποτελείται από εννέα (9) ή έντεκα (11) μέλη εκλεγμένα από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας. Η θητεία τους είναι πενταετής.

Τα μέλη διακρίνονται σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά, εκ των οποίων τουλάχιστον τα δύο είναι ανεξάρτητα. Δύο μέλη του Δ.Σ. είναι εκπρόσωποι των εργαζομένων.

Το Δ.Σ. εκλέγει τον πρόεδρο και έναν ή περισσότερους αντιπροέδρους. Μπορεί επίσης να εκλέγει από τα μέλη του διευθύνοντα σύμβουλο. Η ιδιότητα του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου μπορεί να συμπίπτει στο ίδιο πρόσωπο. Επίσης, το Δ.Σ. επιλέγει τους γενικούς διευθυντές καθορίζοντας συγχρόνως τις αρμοδιότητές τους.

Παρακάτω παρουσιάζεται η οργανωτική δομή της εταιρείας όπως φαίνεται στην ιστοσελίδα της.



Διάγραμμα 2: Οργανωτική δομή της ΕΥΑΘ Α.Ε.  
 Πηγή: eyath.gr

## 10.5. Κίνδυνοι σχετικά με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η ΕΥΑΘ Α.Ε.

Αναφορικά με την πιθανότητα μελλοντικής απελευθέρωσης της αγοράς, σε σχέση με το κοινοτικό δίκαιο και τις πιθανές επιπτώσεις στην Εταιρεία, αναφέρεται ότι λόγω της φύσεως της εγκατεστημένης υποδομής (κυρίως υπόγεια δίκτυα και δεξαμενές), ο τομέας ύδρευσης-αποχέτευσης αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα φυσικού μονοπωλίου, όπου είναι εξαιρετικά δυσχερής η ανάπτυξη εναλλακτικών δικτύων και η δημιουργία συνθηκών ανταγωνισμού, όπου οι καταναλωτές θα μπορούσαν να επιλέξουν μεταξύ διαφορετικών προμηθευτών κατεργασμένου (πόσιμου ύδατος) (eyath.gr). Επισημαίνεται ότι στο σύνολο των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο, οι υπηρεσίες ύδρευσης-αποχέτευσης παρέχονται από ιδιωτικές ή κρατικές εταιρείες (ή Οργανισμούς Τοπικής Αυτοδιοίκησης) χωρίς να είναι δυνατή η ανάπτυξη ανταγωνισμού εντός των συγκεκριμένων γεωγραφικών ορίων εντός των οποίων οι εταιρείες αυτές παρέχουν τις υπηρεσίες τους.

Τα συγκεκριμένα αυτά χαρακτηριστικά του κλάδου ύδρευσης και αποχέτευσης (που διαφοροποιούν το συγκεκριμένο κλάδο κοινής ωφέλειας), αναγνωρίζονται από την Ευρωπαϊκή Ένωση και μέχρι σήμερα δεν έχει τεθεί οποιοδήποτε θέμα κατάργησης του μονοπωλιακού χαρακτήρα του κλάδου και ανάπτυξης ανταγωνισμού, όπως, ενδεικτικά στην περίπτωση της παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών.

Κατόπιν τούτου, θεωρείται ότι δεν υφίσταται, στο ορατό μέλλον τουλάχιστον, το ενδεχόμενο της ανάπτυξης ανταγωνισμού στον συγκεκριμένο τομέα. Η μόνη περίπτωση κατά την οποία, τυχόν, μελλοντική κοινοτική νομοθεσία επιβάλλει κάποια μορφή ανταγωνισμού, είναι εφόσον απαιτήσει, όπως η επιλογή του παρόχου των υπηρεσιών (*provider of services*) ύδρευσης-αποχέτευσης λάβει χώρα μέσω διαγωνιστικής διαδικασίας, ώστε μέσω της μεθόδευσης αυτής, να αναπτυχθεί το στοιχείο του ανταγωνισμού όχι στο επίπεδο των παρεχομένων υπηρεσιών, αλλά στο στάδιο της επιλογής του νομικού αυτού προσώπου, το οποίο διαχειριζόμενο τα δεδομένα υπάρχοντα δίκτυα ύδρευσης και αποχέτευσης θα παρέχει υπηρεσίες στους καταναλωτές.

## 10.6. Επενδύσεις και Ανάπτυξη

Η Στρατηγική της Εταιρείας στοχεύει στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών της ως Επιχείρησης Κοινής Ωφέλειας σε συνδυασμό με την αύξηση της περιουσίας των μετόχων. Για το σκοπό αυτό επιδιώκει τη βελτίωση της ποιότητας των παρεχομένων υπηρεσιών μέσω του επενδυτικού προγράμματος, της βελτίωσης των

εγκαταστάσεων, της επέκτασης των Τεχνολογικών υποδομών με τη χρήση εξελιγμένων πακέτων λογισμικού και ανάπτυξης εξειδικευμένων μηχανογραφικών εφαρμογών.

Σύμφωνα με το άρθρο 26 του Ν. 2937/2001, η χωρική αρμοδιότητα της Εταιρείας, εντός της οποίας δύναται να παρέχει τις υπηρεσίες της και ασκεί τη δραστηριότητά της, είναι η εξής:

Ως προς την ύδρευση: οι Δήμοι Θεσσαλονίκης, Αμπελοκήπων, Καλαμαριάς, Νεάπολης, Συκεών, Αγίου Παύλου, Μενεμένης, Πολίχνης, Ευκαρπίας, Τριανδρίας, Ελευθερίου Κορδελιού, Ευόσμου, Σταυρούπολης, Πανοράματος, Πυλαίας, Ωραιοκάστρου, Πεύκων καθώς και η βιομηχανική περιοχή Θεσσαλονίκης.

Ως προς την αποχέτευση: η χωρική αρμοδιότητα της ΕΥΑΘ Α.Ε. διαιρείται σε πέντε περιοχές:

Η «**Περιοχή Α**» περιλαμβάνει τους Δήμους Θεσσαλονίκης, Αμπελοκήπων, Καλαμαριάς, Νεάπολης, Συκεών, Αγίου Παύλου, Μενεμένης, Πολίχνης, Τριανδρίας, Διαβατών, Ελευθερίου Κορδελιού, Ευόσμου, Σταυρούπολης, Πυλαίας, Πανοράματος, Ωραιοκάστρου στα διαμερίσματα Ιωνίας και Καλοχωρίου του Δήμου Εχεδώρου και της Κοινότητας Ευκαρπίας.

Η «**Περιοχή Β**» περιλαμβάνει την περιοχή που περικλείεται μεταξύ των ποταμών Γαλλικού και Αξιού μέχρι τη θάλασσα, στην οποία περιλαμβάνεται η βιομηχανική ζώνη της περιοχής μείζονος Θεσσαλονίκης, το διαμέρισμα Σίνδου του Δήμου Εχεδώρου, τα διαμερίσματα Αγίου Αθανασίου, Αγχιάλου, Γέφυρας του Δήμου Αγ. Αθανασίου και τα διαμερίσματα Χαλάστρας και Ανατολικού του Δήμου Χαλάστρας.

Η «**Περιοχή Γ**» περιλαμβάνει τη ζώνη των υψωμάτων του πολεοδομικού συγκροτήματος Θεσσαλονίκης και περιλαμβάνει την Κοινότητα Πεύκων και τα Διαμερίσματα Ασβεστοχωρίου, Εξοχής, Φιλύρου του Δήμου Χορτιάτη.

Η «**Περιοχή Δ**» εκτείνεται από τους Δήμους Καλαμαριάς και Πανοράματος μέχρι τα δημοτικά λουτρά Σέδες και μέχρι το αεροδρόμιο της Μίκρας και περιλαμβάνει τη Βιομηχανική περιοχή και τα Διαμερίσματα Θέρμης, Ν. Ραιδεστού, Ν. Ρυσίου και Ταγαράδων του Δήμου Θέρμης και το Διαμέρισμα Αγίας Παρασκευής του Δήμου Βασιλικών.

Η «**Περιοχή Ε**» εκτείνεται από το αεροδρόμιο της Μίκρας και τα διαμερίσματα Ν. Ρυσίου και Ταγαράδων της Αγ. Παρασκευής μέχρι τη θάλασσα και περιλαμβάνει τα Διαμερίσματα Αγ. Τριάδας, Περαιάς, Ν. Επιβατών του Δήμου Θερμαϊκού και τα διαμερίσματα Ν. Μηχανιώνας, Εμβόλου, Αγγελοχωρίου του Δήμου Μηχανιώνας.

Η Εταιρεία με σύμβαση που υπογράφεται με τον οικείο Δήμο και την ΕΥΑΘ Παγίων μπορεί να αναλάβει το υφιστάμενο δίκτυο ΟΤΑ που βρίσκεται σε μία από τις παραπάνω περιοχές και την υποχρέωση παροχής υπηρεσιών ύδρευσης ή αποχέτευσης στον οικείο Δήμο.

Η Εταιρεία με σύμβαση που υπογράφεται με τον οικείο Δήμο, την ΕΥΑΘ Παγίων και εγκρίνεται με κοινή απόφαση των συναρμοδίων υπουργών μπορεί να επεκτείνει τη δραστηριότητά της σε περιοχή ΟΤΑ που βρίσκεται εκτός των παραπάνω περιοχών.

Επίσης, προβλέπεται η ολοκλήρωση των διαδικασιών, όσον αφορά την επέκταση των δραστηριοτήτων της Εταιρείας σε συνεργασία με τους Καλλικρατικούς Δήμους Δέλτα, Πυλαίας – Πανοράματος - Χορτιάτη, Θερμαϊκού καθώς και η ένταξη στο δίκτυο της Ε.Υ.Α.Θ. Α.Ε. της περιοχής Νικόπολης.

Με στόχο την διερεύνηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων δημοσιοποιήθηκε πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος για την επιχειρηματική αξιοποίηση, τόσο της αποθηκευμένης όσο και της καθημερινά παραγόμενης Ιλύος, με σκοπό τη συνεργασία με άλλες εταιρείες, για την παραγωγή εδαφοβελτιωτικών προϊόντων ή ενέργειας μετά από την καύση τους. Από την ανταπόκριση των ενδιαφερομένων εταιρειών διαφαίνεται ότι το συγκεκριμένο προϊόν, παρουσιάζει σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον.

Παράλληλα, η απόκτηση όμορου αγροτεμαχίου, για την επέκταση των λεκανών εναπόθεσης της ασβεστοποιημένης ιλύος σύμφωνα με τις περιβαλλοντικές προδιαγραφές της ΚΥΑ 106129/2006, βρίσκεται σε ικανοποιητικό στάδιο, δεδομένου ότι η Περιφέρεια Κεντρικής Μακεδονίας, έχει εκφράσει θετική γνώμη, προκειμένου να προχωρήσουν οι διαδικασίες εγκατάστασης. Σημειώνεται ότι δεν έχει επέλθει διακοπή κλάδου εκμετάλλευσης.

Από τον Απρίλιο του 2013 η ΕΥΑΘ ΑΕ ανέλαβε τη λειτουργία της Μονάδας Θερμικής Ξήρανσης της παραγόμενης ιλύος. Το εν λόγω έργο, χρηματοδοτήθηκε από τις πιστώσεις του Ταμείου Συνοχής στα πλαίσια του έργου «Επέκταση και Ολοκλήρωση Βιολογικής Επεξεργασίας Λυμάτων Θεσσαλονίκης – Στάδιο III » και κατασκευάστηκε από το ΥΠΟΜΕΔΙ (ΕΥΔΕ Υδρευσης- Αποχέτευσης Μείζονος Περιοχής Θεσσαλονίκης) εντός της Εγκατάστασης Επεξεργασίας Λυμάτων Θεσσαλονίκης, στο Δήμο Δέλτα, πλησίον του οικισμού της Σίνδου. Η Μονάδα έχει χωροθετηθεί έτσι ώστε να είναι επεκτάσιμη, με πρόβλεψη αναμονών και χώρου για τη μελλοντική εγκατάσταση μιας επιπλέον ίδιας γραμμής ξήρανσης και δύο ίδιων σιλό ξηραμένης ιλύος με τον αναγκαίο περιφερειακό εξοπλισμό εντός της εν λόγω περιοχής.

## 10.7. Τιμολογιακή πολιτική

Η τιμολογιακή πολιτική είναι ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τον ρυθμό ανάπτυξης των εσόδων της εταιρείας και εξασφαλίζεται από μία μακροπρόθεσμη συμφωνία με το ελληνικό κράτος. Κατά την Κοινή Απόφαση των Υπουργών, Οικονομικών και Μακεδονίας-Θράκης (ΦΕΚ 3450/Β/27-12-2012), προβλέπεται για το 2012, επιβολή ειδικού τέλους κύκλου νερού 0,07€/κυβικό μέτρο, καθώς και ενσωμάτωση των παγίων τελών σε ένα ενιαίο τέλος και από το 2013, μεσοσταθμική αύξηση των τιμών ύδρευσης κατά 1% και των τελών

αποχέτευσης κατά 4% (80% από 76%) επί της αξίας ύδατος. Με την υπ' αριθμό 74/2014 Απόφαση του Δ.Σ. της ΕΥΑΘ ΑΕ, αποφασίστηκε η έκδοση Κ.Υ.Α χρονικής διάρκειας ενός έτους, με την οποία καθορίστηκαν τα τιμολόγια περιόδου 1-1-2014 έως 31-12-2014, στο ίδιο ακριβώς ύψος που είχαν καθορισθεί με την Κ.Υ.Α 4799/19-12-2012, ώστε να εξασφαλισθεί η ομαλή λειτουργία της εταιρείας και να διασφαλισθούν τα έσοδα της, κατά τη φάση της μετάβασής της στο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο τιμολόγησης. Σύμφωνα με τα παραπάνω πραγματοποιήθηκε μια συντηρητική εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης των εσόδων της εταιρείας για τις οικονομικές προβλέψεις κατά την περίοδο 2015-2019.

### 10.8. Στρατηγικά πλεονεκτήματα

Η δημιουργία της «ΕΥΑΘ Παγίων», επιτρέπει στην ΕΥΑΘ να επικεντρωθεί στη λειτουργία, τη διατήρηση, τον εκσυγχρονισμό του υπάρχοντος δικτύου (το οποίο ανήκει στην «ΕΥΑΘ παγίων») και τον περιορισμό των διαρροών νερού, οι οποίες αποτελούν σημαντικό παράγοντα του κόστους λειτουργίας της εταιρείας. Παράλληλα, η ΕΥΑΘ θέτει ως στόχο τη βελτίωση της ποιότητας του νερού, των υπηρεσιών της και του δικτύου σύμφωνα με τις ευρωπαϊκές και τις ελληνικές απαιτήσεις.

### 10.9. Κεφαλαιουχικές δαπάνες

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες αποτελούν σημαντικό κομμάτι της στρατηγικής ανάπτυξης της εταιρείας, καθώς μέσω αυτών ικανοποιούνται οι ανάγκες:

- Καλής λειτουργίας του δικτύου και γεωγραφική επέκταση αυτού
- Συντήρησης και εκσυγχρονισμού των εγκαταστάσεων
- Τεχνολογικής αναβάθμισης των διαδικασιών.

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες διακρίνονται σε μικρής και μεγάλης κλίμακας. Στης μικρής κλίμακας συγκαταλέγονται έργα όπως η επισκευή και αντικατάσταση παλαιών αγωγών, η επέκταση του υπάρχοντος δικτύου και οι συνδέσεις νέων κτιρίων σε αυτό, και χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια. Στης μεγάλης κλίμακα συγκαταλέγονται έργα όπως η κατασκευή νέων δικτύων, αντιπλημμυρικά έργα και έργα μεταφοράς του νερού, και χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια, δάνεια και επιχορηγήσεις.

## 10.10. Σχέδιο αποκρατικοποίησης ΕΥΑΘ Α.Ε.

Τον Φεβρουάριο του 2013 δημοσιοποιήθηκε η Πρόσκληση για την Υποβολή Εκδήλωσης Ενδιαφέροντος για την απόκτηση ποσοστού συμμετοχής επί της ΕΥΑΘ Α.Ε. Πιο συγκεκριμένα αναφέρεται:

*«Δυνάμει της παρούσας πρόκλησης για την υποβολή εκδήλωσης ενδιαφέροντος σχετικά με την απόκτηση ποσοστού συμμετοχής στην ΕΥΑΘ (η «Πρόσκληση»), το Ταμείο καλεί τα ενδιαφερόμενα μέρη να εκδηλώσουν το ενδιαφέρον τους για την απόκτηση ποσοστού συμμετοχής 51% στην ΕΥΑΘ μέσω αγοράς υφιστάμενων μετοχών, από το Ταμείο και ανάληψη της διοίκησης της Εταιρίας μέσω της σύναψης Σύμβασης Μεταβίβασης Μετοχών και της Συμφωνίας Μετόχων(η «Συναλλαγή»).*

*Η Συμφωνία Μετόχων θα περιλαμβάνει ενδεικτικά, μεταξύ άλλων, δικαιώματα του Ταμείου ως μειοψηφούντος μετόχου καθώς επίσης και τυχόν επιπλέον δικαιώματα τα οποία θα συμφωνηθούν υπέρ του Ταμείου και/ή του Προτιμητέου Επενδυτή.»*

Ανάμεσα στα σχήματα που εκδήλωσαν ενδιαφέρον συγκαταλέγεται και η Ένωση Πολιτών για το Νερό, η οποία αποτελεί μία πρωτοβουλία πολιτών που εναντιώνεται στην ιδιωτικοποίηση της ΕΥΑΘ και αντιπροτείνει την μη-κερδοσκοπική κοινωνική διαχείρισή της μέσω συνεταιρισμών σε επίπεδο γειτονιάς. Η συγκεκριμένη πρωτοβουλία αποτελεί μετεξέλιξη της Κίνησης 136 (Κ136), σύμφωνα με την οποία χρειάζονται περίπου 136€ ανά υδρόμετρο προκειμένου να αποκτηθεί η εταιρεία από τους πολίτες.

Από τα τέσσερα (4) σχήματα που εκδήλωσαν ενδιαφέρον κατά την 1<sup>η</sup> φάση, τα δύο κατάφεραν να προκριθούν στη 2<sup>η</sup> φάση, ενώ τα άλλα δύο απορρίφθηκαν επειδή δεν πληρούσαν τις απαραίτητες προϋποθέσεις. Μετά, όμως, από αίτηση ακυρώσεως που κατατέθηκε στο Συμβούλιο της Επικρατείας (ΣτΕ) από την ομοσπονδία των εργαζομένων και από φυσικά πρόσωπα, η διαδικασία σταμάτησε καθώς το ΣτΕ έκρινε πως το νερό είναι δημόσιο αγαθό και δεν μπορεί να ιδιωτικοποιηθεί. Μέχρι και σήμερα τα σχέδια αποκρατικοποίησης της ΕΥΑΘ δεν έχουν ολοκληρωθεί και η προκήρυξη δεν έχει προχωρήσει ακόμα στη 2<sup>η</sup> φάση όπως προβλεπόταν.

## 10.11. Αποτίμηση της οικονομικής αξίας της ΕΥΑΘ Α.Ε.

Στην παρούσα ενότητα πραγματοποιείται η αποτίμηση της οικονομικής αξίας της ΕΥΑΘ στη βάση των μεθόδων αποτίμησης που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ωστόσο, από το σύνολο των μεθόδων χρησιμοποιήθηκαν μόνο εκείνες που ήταν οι πλέον κατάλληλες για το σκοπό της οικονομικής αποτίμησης και για τις

οποίες υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα. Λαμβάνοντας υπόψη ότι όλες οι χρησιμοποιούμενες μέθοδοι στηρίζονται στα οικονομικά στοιχεία της ΕΥΑΘ, αρχικά αναλύονται οι οικονομικές καταστάσεις των τελευταίων πέντε ετών, στη βάση των οποίων πραγματοποιείται και η πρόβλεψη των μελλοντικών αποτελεσμάτων.

#### 10.11.1. Οικονομική ανάλυση της ΕΥΑΘ Α.Ε.

Σύμφωνα με τις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύονται κάθε χρόνο από την ΕΥΑΘ Α.Ε. προέκυψαν οι παρακάτω πίνακες οι οποίοι παρουσιάζουν αναλυτικά τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Στον Πίνακα 6 παρουσιάζονται αναλυτικά τα έσοδα από τις πωλήσεις, στον Πίνακα 7 δίδεται η κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης της εταιρείας, και στον Πίνακα 8 περιγράφεται η κατάσταση συνολικού εισοδήματος.

**Πίνακας 6: Ιστορικά έσοδα πωλήσεων**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Πωλήσεις από παροχή υπηρεσιών ύδρευσης</b>	<b>47.981</b>	<b>50.670</b>	<b>50.294</b>	<b>46.889</b>	<b>47.785</b>
% επί συνολικών πωλήσεων	67,41%	67,20%	68,10%	64,85%	64,84%
ρυθμός ανάπτυξης		5,60%	-0,74%	-6,77%	1,91%
<b>Πωλήσεις από παροχή υπηρεσιών αποχέτευσης</b>	<b>23.201</b>	<b>24.730</b>	<b>23.557</b>	<b>25.410</b>	<b>25.907</b>
% επί συνολικών πωλήσεων	32,59%	32,80%	31,90%	35,15%	35,16%
ρυθμός ανάπτυξης		6,59%	-4,74%	7,87%	1,96%
<b>Σύνολο πωλήσεων</b>	<b>71.182</b>	<b>75.400</b>	<b>73.851</b>	<b>72.299</b>	<b>73.692</b>
ρυθμός ανάπτυξης		5,93%	-2,05%	-2,10%	1,93%

**Πίνακας 7: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής θέσης της ΕΥΑΘ Α.Ε.**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
<b>Μη κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
ενσώματες ακινητοποιήσεις	91.255	90.973	88.187	80.872	80.653
ασώματες ακινητοποιήσεις	111	111	95	94	146
συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	60	60	60	60	60
αναβαλλόμενη φορολογική απαίτηση	577	1.069	2.672	5.596	4.756
λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	366	356	654	1.762	1.532
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>92.369</b>	<b>92.569</b>	<b>91.668</b>	<b>88.384</b>	<b>87.147</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>					
αποθέματα	2.247	1.787	1.541	1.711	1.274
εμπορικές και άλλες απαιτήσεις	58.581	64.077	65.367	48.068	50.783
ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	14.134	22.898	32.623	53.365	49.911
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>74.962</b>	<b>88.762</b>	<b>99.531</b>	<b>103.144</b>	<b>101.968</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>167.331</b>	<b>181.331</b>	<b>191.199</b>	<b>191.528</b>	<b>189.115</b>



	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
<b>Μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά</b>					
μετοχικό κεφάλαιο	40.656	40.656	40.656	40.656	40.656
διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	2.830	2.830	2.830	2.830	2.830
αποθεματικά κεφάλαια	26.568	27.597	28.479	29.134	26.842
αποτελέσματα εις νέον	38.099	53.474	63.454	70.593	75.153
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>108.153</b>	<b>124.557</b>	<b>135.419</b>	<b>143.213</b>	<b>145.481</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
δανεισμός-μακροπρόθεσμος	619	152	0	0	0
προβλέψεις για παροχές προς τους εργαζόμενους	4.573	3.687	2.836	2.796	3.345
προβλέψεις για ενδεχόμενους κινδύνους και έξοδα	2.869	4.297	7.047	7.423	7.058
επιχορηγήσεις	4.713	3.894	3.649	3.420	3.117
λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	12.133	12.594	12.800	13.126	13.380
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>24.907</b>	<b>24.624</b>	<b>26.332</b>	<b>26.765</b>	<b>26.900</b>
<b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>					
εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	24.380	24.469	24.645	14.027	10.286
δανεισμός-βραχυπρόθεσμος	621	467	142	0	0
βραχυπρόθεσμες φορολογικές υποχρεώσεις	9.269	7.214	4.661	7.523	6.449
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>34.270</b>	<b>32.150</b>	<b>29.448</b>	<b>21.550</b>	<b>16.735</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>59.177</b>	<b>56.774</b>	<b>55.780</b>	<b>48.315</b>	<b>43.635</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>167.330</b>	<b>181.331</b>	<b>191.199</b>	<b>191.528</b>	<b>189.116</b>

Πίνακας 8: Κατάσταση συνολικού εισοδήματος της ΕΥΑΘ Α.Ε.

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Πωλήσεις</b>	<b>71182</b>	<b>75400</b>	<b>73851</b>	<b>72299</b>	<b>73693</b>
ρυθμός ανάπτυξης		5.93%	-2.05%	-2.10%	1.93%
<b>Κόστος πωλήσεων</b>	<b>44242</b>	<b>42158</b>	<b>42586</b>	<b>45778</b>	<b>46806</b>
% επί πωλήσεων	62.15%	55.91%	57.66%	63.32%	63.51%
ρυθμός ανάπτυξης		-4.71%	1.02%	7.50%	2.25%
<b>Μικτό περιθώριο κέρδους</b>	<b>26940</b>	<b>33242</b>	<b>31265</b>	<b>26521</b>	<b>26887</b>
μικτό λειτουργικό περιθώριο	37.85%	44.09%	42.34%	36.68%	36.49%
ρυθμός ανάπτυξης		23.39%	-5.95%	-15.17%	1.38%
λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	3360	2579	3064	3318	3290
έξοδα διοικητικής λειτουργίας	5108	4530	3939	4176	3456
% επί πωλήσεων	7.18%	6.01%	5.33%	5.78%	4.69%
έξοδα λειτουργίας έρευνας και ανάπτυξης	541	485	521	344	359
% επί πωλήσεων	0.76%	0.64%	0.71%	0.48%	0.49%
έξοδα λειτουργίας διάθεσης και διανομής	3872	5091	5573	5644	7381
% επί πωλήσεων	5.44%	6.75%	7.55%	7.81%	10.02%
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
λοιπά λειτουργικά έξοδα	1823	2385	5791	3942	828

	2010	2011	2012	2013	2014
% επί πωλήσεων	2.56%	3.16%	7.84%	5.45%	1.12%
<b>Συνολικά έξοδα</b>	<b>11344</b>	<b>12491</b>	<b>15824</b>	<b>14106</b>	<b>12024</b>
% επί πωλήσεων ρυθμός ανάπτυξης	15.94%	16.57%	21.43%	19.51%	16.32%
<b>Κέρδη προ φόρων και τόκων</b>	<b>18956</b>	<b>23330</b>	<b>18505</b>	<b>15733</b>	<b>18153</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων και τόκων ρυθμός ανάπτυξης	26.63%	30.94%	25.06%	21.76%	24.63%
καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	1864	2591	2827	1957	1971
έσοδα επενδύσεων	66	14	23	38	0
<b>Αποτελέσματα προ φόρων</b>	<b>20886</b>	<b>25935</b>	<b>21355</b>	<b>17728</b>	<b>20124</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων ρυθμός ανάπτυξης	29.34%	34.40%	28.92%	24.52%	27.31%
φόρος εισοδήματος	8456	5395	3666	4616	6892
πραγματικός φορολογικός συντελεστής	40.49%	20.80%	17.17%	26.04%	34.25%
<b>Αποτελέσματα μετά φόρων</b>	<b>12430</b>	<b>20540</b>	<b>17689</b>	<b>13112</b>	<b>13232</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων μετά φόρων ρυθμός ανάπτυξης	17.46%	27.24%	23.95%	18.14%	17.96%
		65.25%	-13.88%	-25.87%	0.92%

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, η πλειοψηφία των εσόδων από τις πωλήσεις θα προκύψουν από την κατανάλωση του νερού. Το ποσοστό των εσόδων από την παροχή υπηρεσιών ύδρευσης επί των συνολικών πωλήσεων εκτιμάται ότι θα μειώνεται με την πάροδο των χρόνων λόγω των μεγαλύτερων αυξήσεων που εμφανίζονται στα τέλη αποχέτευσης. Λόγω της τιμολογιακής πολιτικής που ακολουθείται και λόγω της αστικοποίησης που παρατηρείται προβλέπεται αύξηση 1,0% στα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών ύδρευσης και αύξηση 4,0% στα έσοδα από την παροχή υπηρεσιών αποχέτευσης, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα. Η συνολική αύξηση των εσόδων προβλέπεται να κυμανθεί περίπου στο 2,0%. Λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη των πωλήσεων και τη σχέση τους με τα υπόλοιπα βασικά οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης, διαμορφώθηκαν οι αντίστοιχες προβλέψεις για τα έτη 2015-2019, όπως αναλύονται στους ακόλουθους πίνακες 9 και 10.

Πίνακας 9: Προβλεπόμενη κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης της ΕΥΑΘ Α.Ε.

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>					
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	90.199	92.003	93.843	95.720	97.634
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	105.232	107.337	109.484	111.673	113.907
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>196.183</b>	<b>200.106</b>	<b>204.109</b>	<b>208.191</b>	<b>212.355</b>
Νέες επενδύσεις	6.632	6.765	6.900	7.038	7.179
Αποσβέσεις	5.895	6.013	6.134	6.256	6.381
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>					
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	<b>150.332</b>	<b>153.338</b>	<b>156.405</b>	<b>159.533</b>	<b>162.724</b>
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	27.060	27.601	28.153	28.716	29.290
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	18.791	19.167	19.551	19.942	20.340
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>59.177</b>	<b>56.774</b>	<b>55.780</b>	<b>48.315</b>	<b>43.635</b>
Κεφάλαιο κίνησης	86.441	88.170	89.933	91.732	93.566
Δ(Κεφ. Κίνησης)	1.208	1.729	1.763	1.799	1.835

Πίνακας 10: Προβλεπόμενη κατάσταση συνολικού εισοδήματος της ΕΥΑΘ Α.Ε.

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Πωλήσεις</b>	75.166	76.669	78.203	79.767	81.362
ρυθμός ανάπτυξης	2,0%				
<b>Κόστος πωλήσεων</b>	47.354	48.302	49.268	50.253	51.258
<b>Μικτό περιθώριο κέρδους</b>	27.811	28.368	28.935	29.514	30.104
<b>Κέρδη προ φόρων και τόκων</b>	18.791	19.167	19.551	19.942	20.340
<b>Αποτελέσματα προ φόρων</b>	20.295	20.701	21.115	21.537	21.968
<b>Αποτελέσματα μετά φόρων</b>	14.370	14.657	14.950	15.249	15.554

Σημειώνεται ότι κάθε έτος εκτιμάται ότι απαιτούνται επενδύσεις της τάξης του 9% επί των πωλήσεων και ότι οι αποσβέσεις των παγίων της επιχείρησης ανέρχονται σε 8% επί των πωλήσεων.

### 10.11.2. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω τρεχόντων στοιχείων Ισολογισμού

Η πρώτη κατηγορία αποτίμησης στηρίζεται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και περιλαμβάνει τις μεθόδους της λογιστικής αξίας (*book value*), της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας (*adjusted book value*), της αξίας ρευστοποίησης (*liquidation value*), καθώς και της αξίας αντικατάστασης (*replacement or substantial value*). Στην περίπτωση της ΕΥΑΘ δεν μπορούν να εφαρμοστούν όλες οι παραπάνω μέθοδοι. Η μέθοδος αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας δεν μπορεί να εφαρμοστεί λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων, ενώ οι μέθοδοι αξίας ρευστοποίησης και αξίας αντικατάστασης δεν μπορούν να εφαρμοστούν λόγω της φύσης της εταιρείας, καθώς οι δύο αυτές μέθοδοι στηρίζονται στα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας, ενώ η ΕΥΑΘ είναι μια εταιρεία παροχής υπηρεσιών. Επομένως, θα εφαρμοστεί η μέθοδος λογιστικής αξίας.

#### **Μέθοδος Λογιστικής Αξίας**

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο η αξία της επιχείρησης ισούται με τα ίδια κεφάλαια αυτής. Στον Πίνακα 7 παρουσιάζεται η κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης της ΕΥΑΘ και επομένως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεώσεων της εταιρείας. Το έτος 2014 τα ίδια κεφάλαια και επομένως η αξία της επιχείρησης είναι περίπου 145,5 εκατομμύρια €.

### 10.11.3. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω χρηματιστηριακών τιμών.

Η δεύτερη κατηγορία αποτίμησης στηρίζεται στις χρηματιστηριακές τιμές μιας εταιρείας, δηλαδή τον πολλαπλασιαστή κερδών, τον πολλαπλασιαστή κερδών PEG, τον πολλαπλασιαστή πωλήσεων και τον πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας. Οι πολλαπλασιαστές συνήθως χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της μετοχής μιας εταιρείας όμως μέσω του πολλαπλασιαστή κερδών και του πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας μπορεί να αποτιμηθεί και η οικονομική αξία μιας εταιρείας. Στην παρούσα εργασία σκοπός είναι η αποτίμηση της αξίας της ΕΥΑΘ και για το λόγο αυτό κρίθηκε ότι οι δύο παραπάνω πολλαπλασιαστές είναι οι πλέον κατάλληλοι.

Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται οι τιμές των πολλαπλασιαστών κερδών και λογιστικής αξίας της ΕΥΑΘ, της ΕΥΔΑΠ, καθώς και οι μέσες τιμές του κλάδου όπως αυτές παρουσιάζονται στο biz.yahoo.com, στις 19 Απριλίου 2016.

Πίνακας 11: Πολλαπλασιαστές κερδών και λογιστικής αξίας.

Εταιρεία	P/E	P/BV
ΕΥΑΘ	12,45X	0,72X
ΕΥΔΑΠ	10,22X	0,47X
Μέσος όρος κλάδου	15,96X	2,62X

Πηγή: biz.yahoo.com

Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, οι τιμές των πολλαπλασιαστών κερδών και λογιστικής αξίας για την ΕΥΑΘ είναι υψηλότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες τιμές για την ΕΥΔΑΠ, αλλά χαμηλότερες συγκριτικά με τον μέσο όρο του κλάδου δραστηριοποίησης των εταιρειών. Σύμφωνα με την ανάλυση που προηγήθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, συμπεραίνεται ότι η ΕΥΑΘ παρουσιάζει μεγαλύτερη ανάπτυξη, χαμηλότερο κίνδυνο και χαμηλότερες ανάγκες επανεπένδυσης των κερδών της συγκριτικά με την ΕΥΔΑΠ, αλλά ισχύουν τα αντίστροφα συγκριτικά με το μέσο όρο του κλάδου. Ακόμα, συμπεραίνεται ότι η ΕΥΑΘ παρουσιάζει αυξημένη απόδοση καθαρής θέσης σε σύγκριση με την ΕΥΔΑΠ, αλλά παράλληλα παρουσιάζει μειωμένη απόδοση σε σύγκριση με το μέσο όρο του κλάδου.

#### **A. Μέθοδος πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας (P/BV)**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις που παρουσιάστηκαν παραπάνω, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των προβλεπόμενων ιδίων κεφαλαίων (Πίνακας 9) της εταιρείας την επόμενη 5ετία, και πολλαπλασιάστηκε με τον μέσο δείκτη του πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας του κλάδου (Πίνακας 11) στον οποίο δραστηριοποιείται η ΕΥΑΘ Α.Ε. Η εφαρμογή της μεθόδου και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 12: Εφαρμογή της μεθόδου πολλαπλασιαστή P/BV.

	2015	2016	2017	2018	2019
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	159.358	168.689	178.021	187.352	196.683
Μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων	178021				
Μέσος δείκτης P/BV	2,62				
Αξία επιχείρησης	466413				
Προσαρμογή (-30%)	139924				
<b>Τελική αξία επιχείρησης</b>	<b>326.490</b>	<b>χιλ.€</b>			

Η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο είναι 362,5 εκατομμύρια €.

#### **B. Μέθοδος πολλαπλασιαστή κερδών (P/E)**

Σύμφωνα με τις προβλέψεις που παρουσιάστηκαν παραπάνω, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος των προβλεπόμενων καθαρών κερδών (Πίνακας 10) της εταιρείας την

επόμενη 5ετία, και πολλαπλασιάστηκε με τον μέσο δείκτη του πολλαπλασιαστή κερδών του κλάδου (Πίνακας 11) στον οποίο δραστηριοποιείται η ΕΥΑΘ Α.Ε. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 13: Εφαρμογή της μεθόδου πολλαπλασιαστή P/E.**

	2015	2016	2017	2018	2019
καθαρά κέρδη (μετά φόρων)	14.998	15.784	16.618	17.501	18.436
μέσος όρος καθαρών κερδών	16.668				
μέσος δείκτης P/E	15,96				
αξία επιχείρησης	266.015				
προσαρμογή -30%	79.805				
<b>τελική αξία επιχείρησης</b>	<b>186.211</b>	<b>χιλ.€</b>			

Η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο είναι 186,2 εκατομμύρια €.

#### 10.11.4. Εφαρμογή της αποτίμησης μέσω προεξόφλησης ταμειακών ροών

Η τρίτη κατηγορία αποτίμησης στηρίζεται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών της επιχείρησης. Στην περίπτωση της ΕΥΑΘ εφαρμόζεται η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών, καθώς οι μέθοδοι της προεξόφλησης των ταμειακών ροών διαθεσίμων προς τους μετόχους και η μέθοδος προεξόφλησης των μερισμάτων δεν ανταποκρίνονται στον σκοπό της εργασίας, ενώ η μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας δεν μπορεί να εφαρμοστεί λόγω ελλিপών στοιχείων.

Η μέθοδος εφαρμόστηκε όπως έχει αναλυθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο. Αρχικά υπολογίστηκαν, οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας για τα έτη 2015-2019 (Πίνακας 14). Επιπλέον, πραγματοποιήθηκε η συντηρητική εκτίμηση ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρείας θα συνεχίσουν να αυξάνονται με ποσοστό 1,5% ετησίως μετά το 2019. Με βάση αυτή την παραδοχή προέκυψε η υπολειμματική αξία της εταιρείας.

**Πίνακας 14: Ταμειακές ροές της ΕΥΑΘ Α.Ε. για την χρονική περίοδο 2015-2019.**

	2015	2016	2017	2018	2019
Αποτελέσματα μετά φόρων	14.370	14.657	14.950	15.249	15.554
Αποσβέσεις	5.895	6.013	6.134	6.256	6.381
Επενδύσεις	6.632	6.765	6.900	7.038	7.179
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης	1.208	1.729	1.763	1.799	1.835
<b>Ταμειακές ροές εταιρείας</b>	<b>12.425</b>	<b>12.177</b>	<b>12.420</b>	<b>12.669</b>	<b>12.922</b>

Προκειμένου να υπολογιστεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), υπολογίστηκε ο συντελεστής απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων  $r_e$ . Επειδή, στην περίπτωση της ΕΥΑΘ Α.Ε. δεν υπάρχουν δανειακές υποχρεώσεις ισχύει ότι,  $WACC=r_e$  (Τζαβαλής-Πετραλιάς, 2009). Ο υπολογισμός του  $r_e$  φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 15: Υπολογισμός του συντελεστή  $r_e$ .

WACC	
risk free rate ( $r_{free}$ )	0,017
beta factor	0,39
market risk ( $r_{market}$ )	0,143
<b><math>r_e</math></b>	<b>0,073</b>

Για τον συντελεστή  $r_{free}$  χρησιμοποιήθηκε η τιμή του 10ετούς ομολόγου Αμερικής όπως δίνεται από το data.cnbc.com, για τον συντελεστή beta χρησιμοποιήθηκε η τιμή για την ΕΥΑΘ όπως δίνεται από το infinancials.com, ενώ για το συντελεστή  $r_{market}$  χρησιμοποιήθηκε η τιμή όπως υπολογίστηκε από τον Fernandez (2015).

Στη συνέχεια υπολογίστηκε η παρούσα αξία των επί μέρους ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας της εταιρείας, προκειμένου να προκύψει η τελική αξία της εταιρείας ΕΥΑΘ Α.Ε., όπως φαίνεται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα

Πίνακας 16: Αποτίμηση της ΕΥΑΘ με χρήση της προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών.

	2015	2016	2017	2018	2019	διηλεκές
<b>ταμειακές ροές της εταιρείας</b>	12.425	12.177	12.420	12.669	12922	13.116
επιτόκιο προεξόφλησης	7.30%					
παρούσα αξία ταμειακών ροών	12.425	11.348	10.788	10.255	9.748	
υπολειμματική αξία						229.530
παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας						161.377
<b>αξία επιχείρησης</b>	215.942	χιλ. €				

Σύμφωνα με τη μέθοδο των ελευθέρων ταμειακών ροών η υπολειμματική αξία της ΕΥΑΘ Α.Ε. εκτιμάται σε περίπου 161 εκατομμύρια €, ενώ η συνολική αξία της εταιρείας εκτιμάται σε 216 εκατομμύρια €.

## 10.12. Τελική αποτίμηση αξίας ΕΥΑΘ Α.Ε.

Όπως φαίνεται παραπάνω, οι διάφορες μέθοδοι έχουν διαφορετικά αποτελέσματα σχετικά με την τελική οικονομική αξία μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό κρίνεται σκόπιμο, η τελική τιμή που θα προκύψει ως οικονομική αξία της εταιρείας να είναι αποτέλεσμα της σύνθεσης των διαφόρων μεθόδων που εφαρμόστηκαν. Επομένως, η τελική τιμή της οικονομικής αξίας της ΕΥΑΘ Α.Ε. εκτιμάται, όπως φαίνεται στον Πίνακα 17 ως ο μέσος όρος των επιμέρους αποτελεσμάτων της κάθε μεθόδου. Στη βάση αυτή, η εκτιμώμενη οικονομική αξία για την ΕΥΑΘ Α.Ε. είναι της τάξης των 210-220 εκατομμυρίων €.

**Πίνακας 17: Τελική οικονομική αξία της ΕΥΑΘ Α.Ε.**

<b>Μέθοδος αποτίμησης</b>	<b>Αξία (χιλ. €)</b>
Λογιστική αξία	145.481
Πολλαπλασιαστής P/BV	326.490
Πολλαπλασιαστής P/E	186.211
Προεξοφλημένες Τ.Ρ.	215.942
<b>Τελική αξία επιχείρησης</b>	<b>218.531</b>

## 10.13. Συνοπτική παρουσίαση παλαιότερης μελέτης αποτίμησης της ΕΥΑΘ Α.Ε και σύγκριση με την παρούσα μελέτη

Τον Οκτώβριο του 2007 δημοσιεύτηκε μια μελέτη αποτίμησης της ΕΥΑΘ Α.Ε. από την εταιρεία επενδύσεων VRS, με τη χρήση της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας. Με βάση τις οικονομικές καταστάσεις της ΕΥΑΘ και τις προοπτικές επενδύσεων της εταιρείας, προβλέφθηκαν οι μελλοντικές τιμές των οικονομικών καταστάσεων της ΕΥΑΘ. Ως ιστορικά στοιχεία ελήφθησαν τα οικονομικά στοιχεία των ετών 2005-2006, ενώ η πρόβλεψη πραγματοποιήθηκε για το χρονικό διάστημα 2007-2011.

Στους παρακάτω πίνακες φαίνονται οι προβλέψεις για την κατάσταση συνολικού εισοδήματος της εταιρείας (Πίνακας 18) και τα αποτελέσματα της αποτίμησης της εταιρείας με τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (Πίνακας 19).



Πίνακας 18: Κατάσταση συνολικού εισοδήματος της ΕΥΑΘ σύμφωνα με τη VRS.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>πωλήσεις</b>	<b>60.246</b>	<b>66.035</b>	<b>70.697</b>	<b>78.661</b>	<b>85.545</b>	<b>93.203</b>	<b>101.774</b>
ρυθμός ανάπτυξης		9,61%	7,06%	11,26%	8,75%	8,95%	9,20%
<b>κόστος πωλήσεων</b>	<b>38.651</b>	<b>40.813</b>	<b>46.095</b>	<b>47.590</b>	<b>49.616</b>	<b>52.193</b>	<b>54.347</b>
% επί πωλήσεων	64,16%	61,81%	65,20%	60,50%	58,00%	56,00%	53,40%
ρυθμός ανάπτυξης		5,59%	12,94%	3,24%	4,26%	5,19%	4,13%
<b>μικτό περιθώριο κέρδους</b>	<b>21.595</b>	<b>25.222</b>	<b>24.603</b>	<b>31.071</b>	<b>35.929</b>	<b>41.009</b>	<b>47.427</b>
μικτό λειτουργικό περιθώριο	35,84%	38,19%	34,80%	39,50%	42,00%	44,00%	46,60%
ρυθμός ανάπτυξης		16,80%	-2,45%	26,29%	15,64%	14,14%	15,65%
λοιπά έσοδα εκμεταλλεύσεως	5.543	3.505	2.375	2.299	2.257	2.130	2.000
έξοδα διοικητικής λειτουργίας	7.132	5.716	5.988	6.326	6.657	7.020	7.382
% επί πωλήσεων	11,84%	8,66%	8,47%	8,04%	7,78%	7,53%	7,25%
έξοδα λειτουργίας έρευνας και ανάπτυξης	304	679	703	734	767	802	840
% επί πωλήσεων	0,50%	1,03%	0,99%	0,93%	0,90%	0,86%	0,83%
έξοδα λειτουργίας διάθεσης και διανομής	3.725	3.459	3.602	3.784	3.955	4.145	4.333
% επί πωλήσεων	6,18%	5,24%	5,09%	4,81%	4,62%	4,45%	4,26%
<b>συνολικά έξοδα</b>	<b>11.161</b>	<b>9.854</b>	<b>10.292</b>	<b>10.844</b>	<b>11.378</b>	<b>11.968</b>	<b>12.555</b>
% επί πωλήσεων	18,53%	14,92%	14,56%	13,79%	13,30%	12,84%	12,34%
ρυθμός ανάπτυξης		-11,71%	4,44%	5,36%	4,92%	5,19%	4,90%
<b>κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων</b>	<b>15.977</b>	<b>18.873</b>	<b>16.685</b>	<b>22.526</b>	<b>26.808</b>	<b>31.171</b>	<b>36.871</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων	26,52%	28,58%	23,60%	28,64%	31,34%	33,44%	36,23%
ρυθμός ανάπτυξης		18,13%	-11,59%	35,01%	19,01%	16,27%	18,29%
αποσβέσεις	2.847	4.985	6.492	7.081	8.089	9.035	10.013
% επί πωλήσεων	4,73%	7,55%	9,18%	9,00%	9,46%	9,69%	9,84%
αποτελέσματα προ φόρων και τόκων	13.130	13.888	10.193	15.445	18.719	22.136	26.858
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων και τόκων	21,79%	21,03%	14,42%	19,63%	21,88%	23,75%	26,39%
ρυθμός ανάπτυξης		5,77%	-26,61%	51,53%	21,20%	18,25%	21,33%
καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	-310	-232	-275	-275	-275	-275	-275
<b>καθαρά αποτελέσματα προ φόρων</b>	<b>12.820</b>	<b>13.656</b>	<b>9.918</b>	<b>15.170</b>	<b>18.444</b>	<b>21.862</b>	<b>26.583</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων	21,28%	20,68%	14,03%	19,29%	21,56%	23,46%	26,12%
ρυθμός ανάπτυξης		6,52%	-27,37%	52,95%	21,58%	18,53%	21,59%
φόρος εισοδήματος	4.384	4.016	2.876	4.399	5.349	6.340	7.709
πραγματικός φορολογικός συντελεστής	34,20%	29,41%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%
<b>καθαρά αποτελέσματα μετά φόρων</b>	<b>8.436</b>	<b>9.640</b>	<b>7.042</b>	<b>10.771</b>	<b>13.095</b>	<b>15.522</b>	<b>18.874</b>
περιθώριο αποτελεσμάτων μετά φόρων	14,00%	14,60%	9,96%	13,69%	15,31%	16,65%	18,55%
ρυθμός ανάπτυξης		14,27%	-26,95%	52,95%	21,58%	18,53%	21,60%

Πίνακας 19: Αποτίμηση της ΕΥΑΘ με τη μέθοδο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών από τη VRS.

	2007	2008	2009	2010	2011	διηλεκές
<b>παραδοχές</b>						
ρυθμός ανάπτυξης πωλήσεων	7,1%	11,3%	8,8%	9,0%	9,2%	2,5%
περιθώριο αποτελεσμάτων προ φόρων και τόκων	14,4%	19,6%	21,9%	23,8%	26,4%	26,0%
φόρος	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,0%
κεφάλαιο κίνησης (% επί πωλήσεων)	4,1%	1,2%	0,7%	1,0%	0,9%	0,8%
επενδύσεις (% επί πωλήσεων)	15,0%	18,0%	22,1%	15,2%	16,0%	11,0%
αποσβέσεις (% επί πωλήσεων)	9,2%	9,0%	9,5%	9,7%	9,8%	11,0%
<b>κατάσταση ταμειακών ροών</b>						
πωλήσεις	70.697	78.661	85.545	93.203	101.774	104.319
αποτελέσματα προ φόρων	10.193	15.445	18.719	22.137	26.858	27.123
προσαρμοσμένοι φόροι	2.548	3.861	4.680	5.534	6.715	6.781
προσαρμοσμένα λειτουργικά κέρδη	7.645	11.584	14.039	16.602	20.144	20.342
αποσβέσεις	6.492	7.081	8.089	9.035	10.013	11.475
<b>λειτουργικές ταμειακές ροές</b>	14.137	18.665	22.128	25.637	30.157	31.817
Δ(κεφάλαιο κίνησης)	2.909	968	606	898	926	835
επενδύσεις	11.650	14.650	19.250	14.400	16.500	11.475
<b>ταμειακές ροές της εταιρείας</b>	-422	3.046	2.272	10.339	12.731	19.508
επιτόκιο προεξόφλησης	0.92	0.84	0.77	0.7	0.64	0.64
παρούσα αξία ταμειακών ροών	-387	2.554	1.741	7.228	8.114	
συσσωρευμένη παρούσα αξία	-387	2.168	3.908	11.136	<b>19.250</b>	
υπολειμματική αξία						289.806
παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας						<b>186.369</b>
<b>αξία επιχείρησης</b>	<b>205.619</b>	<b>χιλ.€</b>				

Στη μελέτη που εκπονήθηκε το 2007 υπολογίστηκε πως η αξία της ΕΥΑΘ είναι 205.619 χιλιάδες €, υπό τις παραδοχές ότι το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου ισούται με 9,2%, οι πωλήσεις στην μακροχρόνια πρόβλεψη αυξάνονται με ρυθμό 2,5% ετησίως και το περιθώριο κερδών προ φόρων και τόκων αυξάνεται σε ποσοστό 26% στη μακροχρόνια πρόβλεψη.

Σύμφωνα, με την παρούσα μελέτη η αξία της ΕΥΑΘ σύμφωνα με τη μέθοδο προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτιμάται στα 215.942 χιλιάδες €, ενώ σύμφωνα με την μελέτη του 2007 αποτιμάται στα 205.619 χιλιάδες €. Όπως φαίνεται, η ΕΥΑΘ αποτελεί μια υγιή επιχείρηση και παρά την αβέβαιη οικονομική κατάσταση της χώρας καταφέρνει να διατηρεί την αξία της μέσα στην κρίση.

## 11. Συζήτηση – Συμπεράσματα

### α' μέρος

Η ιδιωτικοποίηση των αγαθών, πρωταρχικών και μη, αποτελεί μορφή οικονομικής διαχείρισης που αναπτύχθηκε για πρώτη φορά στο πλαίσιο του λεγόμενου καπιταλιστικού συστήματος, ήδη από τις αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Βασικό στοιχείο για να μπορεί να υπάρξει καπιταλισμός και κατά συνέπεια ιδιωτικοποίηση και δράση σε ιδιωτική αγορά με σκοπό την επιδίωξη κέρδους, αποτελεί αυτό που ονομάζεται με οικονομικούς όρους «πρωταρχική συσσώρευση κεφαλαίου» και παρέχει τη δυνατότητα δημιουργίας μιας αρχικής ποσότητας χρημάτων που θα διατεθούν στην αγορά και θα αξιοποιηθούν μέσα σε ένα πλαίσιο-τρίπτυχο αγοράς-ζήτησης-πώλησης. Η αρχική συσσώρευση κεφαλαίου αναπτύχθηκε ιστορικά, παράλληλα, με την ανάδειξη των αρχικών ιδιοκτησιακών καθεστώτων, με τη μετατροπή της μέχρι τότε ελεύθερης χρήσης της γης, σε ιδιοκτησία ανήκουσα σε συγκεκριμένα πρόσωπα, που μισθώνοντας την εργασία άλλων και εκμεταλλευόμενοι τα αποτελέσματα της εργασίας αυτής, κατάφεραν να παράξουν μια πρωταρχική μορφή κέρδους, που βασιζόταν στην αξιοποίηση της αλλότριας υπεραξίας.

Με το πέρασμα των ιστορικών χρόνων, αναδείχθηκαν δύο κυρίαρχα οικονομικά ρεύματα, εκείνα του καπιταλισμού και του σοσιαλισμού, όπως αυτός πραγματώθηκε μέσα από τη δημιουργία του ενωμένου σοσιαλιστικού Μπλοκ, μέχρι και την ιστορική του τελική πτώση το έτος 1989, που σήμανε και την οριστική κατάρρευση μιας οικονομικής δύναμης η οποία για δεκαετίες λειτουργούσε ως αντίπαλος πόλος του καπιταλιστικού συστήματος, συγκροτώντας και επηρεάζοντας πρακτικές και τρόπους δράσεις του. Πιο συγκεκριμένα, όταν άρχισε να αναπτύσσεται το καπιταλιστικό μοντέλο διαχείρισης, η συσσώρευση του ιδιωτικού κεφαλαίου δεν ήταν ακόμα σε θέση να διαχειριστεί αγαθά, όπως π.χ. η ενέργεια, που παρέμεναν για λόγους αποτελεσματικότητας σε κρατικά χέρια, ενώ παράλληλα το ιδιωτικό κεφάλαιο δραστηριοποιούνταν στις αγορές, κερδίζοντας ολοένα και περισσότερο έδαφος. Σε μια προσπάθεια από την πλευρά των καπιταλιστικών κρατών να ανταγωνισθούν τους υπερμάχους των τότε σοσιαλιστικών κοινωνιών, ενισχύθηκε ο κρατικός τομέας, σε καπιταλιστικά κράτη, ώστε να διατηρείται σταθερό το επίπεδο ζωής και ζωτικών παροχών, με απώτερο στόχο την κοινωνική ασφάλεια, την ευημερία και τη δημιουργία ενός επαρκώς ανταγωνιστικού μοντέλου κοινωνικής διαχείρισης απέναντι στον σοσιαλισμό. Παρατηρούμε, λοιπόν, σε αυτό το σημείο, την ιστορική- φαινομενικά- αντίθεση, να ενισχύεται ο κρατικός μηχανισμός με τη διαχείριση δραστηριοτήτων, σε μία περίοδο που το καπιταλιστικό κίνημα αναζητά την οικονομική και ιδεολογική του ηγεμονία σε ευρωπαϊκό, αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Τα δεδομένα φαίνεται να μεταβάλλονται άρδην μετά την οριστική κατάρρευση του σοσιαλιστικού Μπλοκ και την έλλειψη πλέον αντίπαλου δέους, όπου αναπτύσσεται ραγδαία το κίνημα το νεοφιλελευθερισμού (με απαρχή της δράσης του στην

Αμερική και κύριο πολιτικό εκφραστή του σε ευρωπαϊκό έδαφος τη Μάργκαρετ Θάτσερ). Μέσα στις νέες συνθήκες που δημιουργήθηκαν, σε συνδυασμό με την εξέλιξη της τεχνολογίας, το σταδιακό άνοιγμα των συνόρων, και την επιρροή της παγκοσμιοποίησης, το ιδιωτικό κεφάλαιο ισχυροποιείται, διογκώνεται και καθίσταται επαρκώς ανταγωνιστικό έναντι των κρατικών φορέων. Διεκδικεί μια πιο ενεργή θέση στην αγορά αγαθών που παραδοσιακά μέχρι τότε αποτελούσαν αντικείμενο κρατικής διαχείρισης, με άμεσο αποτέλεσμα την ανατροπή των ισορροπιών. Οι κρατικοί μηχανισμοί, που μέχρι πρότινος, ενισχύονταν από την δράση της αγοράς και του κεφαλαίου, έχοντας τη δυνατότητα μονομερούς επιβολής φόρων, με άμεσο αποτέλεσμα την ισχυρή ενίσχυση των οικονομικών αποθεματικών τους, βρίσκονται σε ευάλωτη θέση, πολιορκούμενοι από το ιδιωτικό κεφάλαιο που κινείται επιθετικά, αναγκαζόμενοι πλέον – μη μπορώντας να εφαρμόσουν πολιτικές επιβολής φόρων στον ισχυρό πλέον ιδιωτικό τομέα- να δανείζονται από αυτόν για να καθίστανται ανταγωνιστικοί ή ακόμα περισσότερο να παραχωρούν έναντι -όχι πάντα επαρκούς ανταλλάγματος- κομμάτι των δραστηριοτήτων τους.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι κατά την περίοδο που υπήρξε ραγδαία ανάπτυξη στην ιδιωτικοποίηση, παρουσιάζομενη ως μοναδική επιλογή επιβαλλόμενη από τις ανάγκες των κοινωνιών (βλ. ιδιωτικοποίηση του δικτύου ύδρευσης το 1985 στο Παρίσι και το 1989 στην Αγγλία από τη Θάτσερ), σε πολύ κοντινές κοινωνίες που όμως κατείχαν την εξουσία περισσότερο φιλεργατικές κυβερνήσεις, όπως π.χ. στη Σκωτία, η διαχείριση των δικτύων παρέμεινε σε κρατικά χέρια. Η τόσο διαφορετική αντιμετώπιση των αναγκών σε περιοχές που γειτνιάζουν και σε γενικές γραμμές παρουσιάζουν τις ίδιες ή παρόμοιες ανάγκες στην ίδια χρονική περίοδο, μας βοηθάει να συμπεράνουμε ότι οι λόγοι που επιβάλλουν σε κάθε ιστορική περίοδο της επιλογή της ιδιωτικοποίησης ως μονόδρομου, είναι περισσότερο πολιτικοί και λιγότερο οικονομικοί ή επιβεβλημένοι από τις εκάστοτε συνθήκες. Περαιτέρω, αξίζει να σχολιασθεί, ότι αν και το Παρίσι ιδιωτικοποίησε το δίκτυο του το 1985, μέσα σε συνθήκες άνθισης της πολιτικής Θάτσερ στην Αγγλία και του νεοφιλελευθερισμού, το 2010, μέσα σε συνθήκες κρίσης τους καπιταλιστικού τρόπου διαχείρισης και υπό την επιρροή γενικότερων πολιτικών και οικονομικών αλλαγών, προέβη στην επαναδημοτικοποίηση του δικτύου του. Εν συνεχεία, και επιμένοντας στο παράδειγμα του Παρισιού, αξίζει να παρατηρηθεί ότι μετά την επαναδημοτικοποίηση του δικτύου ύδρευσης στο Παρίσι, ακολούθησαν 65 ακόμα επαναδημοτικοποιήσεις σε ολόκληρη τη χώρα, αριθμός που αποτελεί σημαντικό μέγεθος όχι μόνο στη γαλλική αλλά και στην παγκόσμια κλίμακα. Εύκολα συμπεραίνουμε, λοιπόν, πως η επιλογή – ιδιωτικοποίηση ή μη- σε μια μεγάλη πόλη με πολιτική και οικονομική επιρροή μπορεί να αποτελέσει συμβολικό παράδειγμα που θα συμβάλει στην αναστροφή της παγκόσμιας κατάστασης και θα επιφέρει ραγδαίες αλλαγές στον παγκόσμιο χάρτη διαχείρισης του νερού.

Στο παράδειγμα του Παρισιού, παρατηρούμε επίσης, ότι αναιρείται προς χάριν της επιδίωξης κέρδους, μια βασική λειτουργία του ανταγωνισμού, η οποία σε θεωρητικό επίπεδο θα έπρεπε να λειτουργεί προς όφελος του καταναλωτικού

κοινού, απεκδύοντας έτσι η επιλογή της ιδιωτικής διαχείρισης ένα ακόμα επιχείρημα που θα μπορούσε να λειτουργήσει υπέρ της. Πρόκειται για την ανάπτυξη του υγιούς ανταγωνισμού, ανάμεσα σε εταιρείες με συναφές πεδίο δραστηριοποίησης, που επιφέρει μειώσεις τιμών και προσφορά καλύτερης ποιότητας υπηρεσιών. Εν προκειμένω, οι δύο μεγαλύτερες εταιρείες Veolia και Suez - ανταγωνίστριες έως τότε σε παγκόσμιο επίπεδο - ενεπλάκησαν από κοινού στην ιδιωτικοποίηση του νερού στο Παρίσι, συνεργάστηκαν και στην ουσία μοίρασαν την περιοχή στα δύο, ώστε να εκμεταλλεύονται η κάθε μία απ' αυτές, εξ' ολοκλήρου ένα τμήμα της συνολικής περιοχής.

Μέσα, λοιπόν, στις συγκεκριμένες ευνοϊκές συνθήκες ανάπτυξης του ιδιωτικού τομέα, παρατηρείται, κατ' αρχήν στροφή του ενδιαφέροντος του σε χώρες αναπτυσσόμενες, με πληθυσμό με χαμηλό ή και μηδενικό εισόδημα κατά κεφαλήν, όπου οι ανάγκες όχι μόνο για διαχείριση της παροχής του νερού, αλλά και για την κατασκευή και επέκταση των δικτύων είναι τεράστιες. Αν και οι κατακερματισμένες αυτές αγορές αποτελούν αγνό πεδίο για το κεφάλαιο που μπορεί να επιβάλει τους όρους του με μεγαλύτερη ευκολία, εντούτοις, η φύση των επιχειρήσεων παροχής νερού απαιτεί επενδύσεις με σταθερότητα και μακροπρόθεσμη επίτευξη κέρδους, γεγονός που δεν φαίνεται να ικανοποιεί τους επενδυτές. Αν και δραστηριοποιούνται σε χώρες της υποσαχάριας Αφρικής και λοιπές χώρες με κοινά οικονομικά προβλήματα, σχετικά γρήγορα συνειδητοποιούν, πως οι πληθυσμοί των χωρών αυτών αδυνατούν να ανταποκριθούν οικονομικά, με συνέπεια η γρήγορη και άμεση απόσβεση των αρχικών κεφαλαίων και η επίτευξη κέρδους να καθυστερεί στις περισσότερες των περιπτώσεων ή ακόμα και να καθίσταται ανέφικτη.

Αξίζει να σημειωθεί εδώ, λαμβάνοντας υπόψη τη φιλοσοφία των μεγάλων επενδύσεων που αφορούν στη διαχείριση ζωτικών αγαθών που ακροβατούν ανάμεσα στη δημόσια και ιδιωτική τους εμπορευματοποιημένη φύση, ότι οι αρχικά λδραστηριοποιούμενοι επενδυτές φαίνεται να υπερτίμησαν τη δυνατότητα επιδίωξης κέρδους, γι' αυτό προκειμένου να μπορέσουν να καλύψουν το κενό αυτό, πολύ γρήγορα άρχισαν να αυξάνουν τις τιμές, να μειώνουν την ποιότητα, να καθίστανται αναποτελεσματικοί διαχειριστές των δικτύων (εύλογο στο πλαίσιο ενός καπιταλιστικού συστήματος να ελλείπει η αποτελεσματικότητα εφόσον δεν υπάρχει το βασικό κίνητρο ανάπτυξης δραστηριότητας, δηλαδή το κέρδος), καταρρίπτοντας έτσι τις αρχικές διακηρύξεις και προσδοκίες περί της μέγιστης αποτελεσματικότητας και διαφάνειας που φαινόταν ότι ήταν σε θέση κατά τον ίδιο να διασφαλίσει ο ιδιωτικός τομέας.

Ως συνέπεια, οι επενδυτές φαίνεται να στράφηκαν σε πιο διαμορφωμένες αγορές, εκείνων των αναπτυσσόμενων χωρών – που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, όπως είναι π.χ. η Ασία, όπου μπορεί το περιθώριο για απόκτηση κέρδους να φαντάζει μικρότερο, καθώς τα δίκτυα είναι σε μεγάλο βαθμό κατασκευασμένα και άρα το πεδίο δράσης τους συρρικνωμένο, όμως η απόδοση του επιδιωκόμενου κέρδους προκύπτει πιο σταθερή λόγω της φύσης της αγοράς

στην οποία δραστηριοποιούνται. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι κριτήριο για τη δραστηριοποίηση του ιδιωτικού κεφαλαίου δεν αποτελεί αυστηρά η ύπαρξη ανάγκης για δράση, αλλά η αποτελεσματικότητα ή μη της επένδυσης. Παράλληλα, οι χώρες οι οποίες είχαν εμπιστευθεί το ιδιωτικό κεφάλαιο, προχωρούν σε επαναδημοτικοποιήσεις των δικτύων ύδρευσης, σε πολλές περιπτώσεις μετά από απαίτηση των ίδιων των πολιτών, προσπαθώντας να επιλύσουν τα προβλήματα που άφησε πίσω της η δράση των ιδιωτών. Ας μην ξεχνάμε άλλωστε, ότι βασικό στοιχείο της καπιταλιστικής διαχείρισης αποτελεί η αναλογία ανάμεσα στο ρίσκο που αναλαμβάνεται και στο κέρδος που επιδιώκεται, πολλές φορές όμως, οι ίδιοι οι επενδυτές επιστρέφουν σε πιο σταθερά σχήματα, προτάσσοντας μια πιο συνετή προβολή του ρίσκου, ακόμα κι αν αυτό συνεπάγεται λιγότερα μεν αλλά σταθερότερα κέρδη.

Περαιτέρω, οι ως άνω πρακτικές του ιδιωτικού κεφαλαίου συνδέονται άμεσα με την εγγενή φύση μιας ιδιωτικής επιχείρησης, η οποία δεν προορίζεται να έχει απεριόριστη διάρκεια. Συνεπώς, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την ανάλυση κατά πόσο μια ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να αποτελέσει αποτελεσματικό φορέα στον τομέα της διαχείρισης δικτύων ύδρευσης. Για να αναλάβει τη διαχείριση μια τέτοια εταιρεία, θα πρέπει να δύναται – στο βαθμό που αυτό είναι εφικτό - να διασφαλίζει την παρουσία της στην αγορά για τριάντα ή ακόμα και σαράντα χρόνια αργότερα, καθώς μια τέτοια μορφή σταθερότητας μπορεί να συνδεθεί με την εκμετάλλευση αγαθών όπως είναι το νερό, η κοινωνική ασφάλιση κ.λπ. (πρόσφατο παράδειγμα από τα ελληνικά δεδομένα που συμβάλει στην υποστήριξη των εδώ επιχειρημάτων αποτελεί η περίπτωση της «ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑΣ», που αν και ανέλαβε να καλύψει τμήμα των αναγκών των κοινωνικών ασφαλίσεων μέσω παροχής τους από ιδιωτικά σχήματα, κατέρρευσε ως εταιρική μονάδα με αποτέλεσμα να συμπαρασύρει τις εισφορές εκατοντάδων χιλιάδων πολιτών που την εμπιστεύθηκαν, γεννώντας εν τοις πράγμασι ερωτήματα σχετικά με την αποτελεσματικότητα αυτών των μορφών διαχείρισης τέτοιας ζωτικής σημασίας για την κοινωνική ευημερία αγαθών).

Αναφορικά με το κομμάτι των αποζημιώσεων, σε πολλές περιπτώσεις, ειδικά πρόωρης λήξης των συμβάσεων, οι ιδιωτικές εταιρείες καταφέρνουν είτε μέσω της δικαστικής οδού, είτε βάσει όρων της σύμβασης, να αποσπάσουν μεγάλα ποσά ως αποζημίωση της ανώμαλης εξέλιξης των συμβάσεων, που πολλές φορές ισοδυναμεί με μεγάλο μέρος του αρχικού επενδυτικού κόστους τους. Δεν μπορεί παρά να γεννήσουν ερωτήματα αυτές οι υπέρογκες αποζημιώσεις που καταβάλλονται, σε σχέση με το πόσα πολλά είναι τα εχέγγυα ώστε να προχωρήσει η ιδιωτική βούληση σε ανάλογες επενδύσεις. Στον προβληματισμό συνηγορούν δύο ακόμα δεδομένα. Πρώτον, το γεγονός ότι είτε μέσω των αποζημιώσεων είτε μέσω άλλων δόκιμων τρόπων πολλές από τις επενδύσεις φαίνεται να είναι υπέρ του μέτρου που επιβάλλει η ανταγωνιστική αγορά εγγυημένες, λαμβάνοντας υπόψη και το παράδειγμα του Βερολίνου. Εν προκειμένω, η ιδιωτική εταιρεία στο Βερολίνο κατάφερε να πετύχει εγγυημένη απόδοση 8% για 28 χρόνια από το κράτος, τη στιγμή που τα spreads στη

Γερμανία είναι μηδενικά, άρα και το ρίσκο που ανέλαβε η επιχείρηση σχεδόν μηδενικό, μέσα σε συνθήκες τέτοιας οικονομικής ασφάλειας και σταθερότητας. Περαιτέρω, παρατηρείται ότι, παρ' όλο που πολλά κράτη επιλέγουν την επαναδημοτικοποίηση, οι τιμές στα τιμολόγια του νερού δεν επαναπροσδιορίζονται σε όλες τις περιπτώσεις προς τα κάτω, γεγονός το οποίο πιθανά σχετίζεται με την μετακύληση του κόστους των αποζημιώσεων στους καταναλωτές.

Κύμα επαναδημοτικοποιήσεων παρατηρήθηκε από το 2000 κι έπειτα τόσο στις αναπτυγμένες, όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες, με διπλασιασμό των περιπτώσεων μετά το 2009, κυρίως στις χώρες με πληθυσμό υψηλού εισοδήματος. Ενώ η τάση φαίνεται να είναι εντονότερη σε αυτές τις χώρες, παρ' όλα αυτά στις χώρες με πληθυσμό χαμηλού και μέτριου εισοδήματος παρουσιάζει ενδιαφέρον το γεγονός ότι συντριπτικά μεγαλύτερο ποσοστό των συμβάσεων λύνεται πρόωρα (δύο στις τρεις κατά μέσο όρο), λόγω πιθανά του έντονου κλίματος αντίδρασης-απόρροια της μη αποτελεσματικότητας των ιδιωτικών φορέων διαχείρισης. Στις αναπτυγμένες χώρες μία στις δύο συμβάσεις λήγουν ομαλά και δεν προχωρούν σε ανανέωση, αλλά τα κράτη επιλεγούν την οδό της επαναδημοτικοποίησης και μία στις τρεις διακόπτονται πριν από τη λήξη τους.

Το ερώτημα λοιπόν, αν η ιδιωτικοποίηση ή όχι ενός αγαθού όπως είναι το νερό, μπορεί να συμβάλει στην ορθότερη διαχείρισή του, περνά καθ' όλη τη διάρκεια της εξέλιξης της ιστορίας, μέσα από τη σκέψη, κατά πόσο η εμμονή σε μεθόδους και πρακτικές ιδιωτικοποίησης τελικά αποτελεί μια ρεαλιστική επιλογή επιβαλλομένη από τις συνθήκες ή μια απλή ιδεοληψία περί της υπεροχής του ιδιωτικού τομέα, που όμως, πρέπει να καταρριφθεί, αν κρίνει κανείς από τα αποτελέσματα της δράσης του σε παγκόσμιο επίπεδο. Μέσα από την εμπειρία που έχει διαμορφωθεί μέχρι στιγμής σε παγκόσμιο επίπεδο, θα μπορούσε να υποστηρίξει κανείς ότι τα δομικά επιχειρήματα των υποστηρικτών της ιδιωτικοποίησης του νερού έχουν κατά κάποιο τρόπο καταρρεύσει. Η συσσώρευση της εξουσίας του νερού σε λίγα χέρια εγκυμονεί τον κίνδυνο δημιουργίας πιο αυταρχικών και άδικων κοινωνιών, καθώς η δυνατότητα ελέγχου ενός αγαθού τέτοιας ζωτικής σημασίας, όπως είναι το νερό, συνεπάγεται αυτόματα πέρα από οικονομική δύναμη και πολιτική δύναμη. Κρίσιμο είναι να υπάρξει μια σύνθεση ιδεών μέσα από μια διαδικασία σύγκρισης ιδεών και αντιλήψεων, από την οποία θα προκύψει ο πλέον ρεαλιστικός και πρόσφορος τρόπος διαχείρισης, χωρίς εμμονή σε ιδεοληψίες και στρεβλωμένες αντιλήψεις που προέρχονται είτε από την πλευρά των υποστηρικτών, είτε από την πλευρά των πολέμιων της ιδιωτικοποίησης.

## β' μέρος

Από την ανάλυση που προηγήθηκε στο β' μέρος της εργασίας, συμπεραίνεται ότι υπάρχουν πολλές μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσιάζουν ποικιλομορφία ως προς την πολυπλοκότητά τους. Παρά το γεγονός ότι τα μοντέλα αποτίμησης στηρίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις και παραδοχές για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας, μοιράζονται κάποια βασικά κοινά χαρακτηριστικά, τα οποία διευκολύνουν την κατάταξή τους σε κατηγορίες. Η κατηγοριοποίηση αυτή έχει πολύ μεγάλη σημασία στην κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων κάθε μοντέλου, στους λόγους που αυτά κατηλύγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα μεταξύ τους, καθώς και στην αναγνώριση πιθανών σφαλμάτων κατά την εφαρμογή τους. Σε γενικές γραμμές, τα μοντέλα αποτίμησης των επιχειρήσεων βασίζονται στα μελλοντικά κέρδη, στη λογιστική αξία, σε χρηματοοικονομικούς δείκτες ομοειδών εταιρειών, καθώς και στη παρούσα αξία προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών. Πέραν όμως της μεγάλης ποικιλίας μεθόδων και τεχνικών αποτίμησης, η τελική επιλογή της μεθόδου επαφίεται στην κρίση του εκάστοτε εκτιμητή, ο οποίος καλείται να αξιολογήσει ποιά μεθοδολογία ταιριάζει καλύτερα στις συνθήκες και τα χαρακτηριστικά της αποτιμώμενης επιχείρησης. Σε όλες τις περιπτώσεις αυτό που δεν πρέπει να παραβλέπεται είναι ότι, στην οικονομική αποτίμηση μιας επιχείρησης σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι ταμειακές ροές και όχι τα κέρδη, τα οποία μπορεί να είναι ευκαιριακά στρεβλωμένα από λογιστικές μεθόδους.

Σύμφωνα με την παρούσα εργασία, οι διαθέσιμες μέθοδοι αποτίμησης μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες: (i) Μέθοδοι που στηρίζονται σε λογιστικά δεδομένα, (ii) Μέθοδοι που στηρίζονται σε στοιχεία χρηματιστηριακών τιμών και (iii) Μέθοδοι που βασίζονται στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου βασίζεται κυρίως στα χαρακτηριστικά της υπό αποτίμηση εταιρείας, όπως το επίπεδο της κερδοφορίας της, οι δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξης της, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, οι πηγές αύξησης των εσόδων, η αξία των παγίων στοιχείων της κ.α. Η σύνδεση της μεθόδου αποτίμησης και της εταιρείας και στη συνέχεια η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτελεί ένα μέρος της αποτίμησης με εξαιρετική σημασία προκειμένου να καθοριστούν τα απαιτούμενα δεδομένα και να εξασφαλιστεί η απαιτούμενη αξιοπιστία των εκτιμήσεων.

Εκτός όμως των χαρακτηριστικών της επιχείρησης, μια σειρά πρόσθετων παραγόντων παίζουν επίσης καθοριστικό ρόλο στην επιλογή της μεθόδου αποτίμησης. Ένας από τους παράγοντες αυτούς είναι ο χρονικός ορίζοντας. Από την παρουσίαση των μεθόδων που προηγήθηκε γίνεται αντιληπτό ότι, η μέθοδος της αξίας ρευστοποίησης υποθέτει ότι η επιχείρηση θα σταματήσει άμεσα την λειτουργία της, ενώ στον αντίποδα, η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών θεωρεί ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να λειτουργεί στο διηνεκές. Η μέθοδος των πολλαπλασιαστών στηρίζεται στην υπόθεση μιας ενδιάμεσης κατάστασης της επιχείρησης. Αυτό ίσως να εξηγεί και τους λόγους για τους οποίους η μέθοδος



προεξόφλησης ταμειακών ροών θεωρείται η καταλληλότερη στην περίπτωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων, ενώ η μέθοδος των πολλαπλασιαστών προτιμάται για την αποτίμηση της καθαρής θέσης και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, ο λόγος για τον οποίο διενεργείται η αποτίμηση δύναται να επιδράσει στην επιλογή του μοντέλου. Αν για παράδειγμα, σκοπός της αποτίμησης είναι να διερευνηθεί κατά πόσο οι επιχειρήσεις ενός κλάδου είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες, η μέθοδος των πολλαπλασιαστών είναι η πλέον κατάλληλη συγκριτικά με τις υπόλοιπες.

Πιο συγκεκριμένα, η εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης με χρήση λογιστικών δεδομένων, είναι θεωρητικά η πιο απλή μέθοδος, μιας και τα στοιχεία φανερώνονται με μικρούς υπολογισμούς στον Ισολογισμό της. Συγκρίνοντάς την, όμως, με τις υπόλοιπες, δεν παρέχει αρκετές πληροφορίες. Αντιθέτως, αναφέρεται σε μία χρονική στιγμή στο παρελθόν και δεν προβλέπει τη μετέπειτα εξέλιξη της εκάστοτε εταιρείας.

Από την άλλη μεριά, βασικό πλεονέκτημα της χρήσης Πολλαπλασιαστών, όπως ο P/E, είναι η απλότητα των υπολογισμών. Συχνά όμως η ερμηνεία και η εφαρμογή των πολλαπλασιαστών γίνεται λανθασμένα, οδηγώντας σε μη αξιόπιστα συμπεράσματα. Για το λόγο αυτό η ανάλυση των πολλαπλασιαστών θα πρέπει να προσαρμόζεται στις ιδιαιτερότητες κάθε επιχείρησης, προκειμένου να είναι δυνατή η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων σχετικά με την ίδια και τους ανταγωνιστές της.

Αντίστοιχα, η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών εμφανίζει επίσης δυνατά και αδύνατα σημεία. Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για μια χρονοβόρα διαδικασία, η οποία περιλαμβάνει πολυπλοκότερους υπολογισμούς και υποθέσεις συγκριτικά με εκείνη των πολλαπλασιαστών, παραμένει μια αρκετά δημοφιλής μέθοδος μεταξύ των αναλυτών. Η μέθοδος αυτή βασίζεται κατά κύριο λόγο στις ελεύθερες ταμειακές ροές, που αποτελούν το πλέον αξιόπιστο μέτρο της οικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης, καθώς περιορίζουν σε σημαντικό βαθμό την όποια στρέβλωση ή εκτίμηση μπορεί να ενέχεται στα δημοσιευμένα κέρδη της. Ανεξάρτητα με το αν μια ταμειακή δαπάνη καταγράφεται ως έξοδο ή ως πάγιο στοιχείο, οπότε και εμφανίζεται στον Ισολογισμό μιας εταιρείας, οι ελεύθερες ταμειακές ροές καταδεικνύουν τα χρηματικά ποσά που είναι διαθέσιμα για τους μετόχους.

Η αξιοπιστία του συγκεκριμένου μοντέλου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα των οικονομικών στοιχείων και των υποθέσεων που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τους υπολογισμούς. Όπως έχει αποδειχθεί στην πράξη, η ακρίβεια των αποτελεσμάτων του μοντέλου εξασφαλίζεται όταν υπάρχει μεγάλος βαθμός εμπιστοσύνης σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα πράγματα μπορεί να γίνουν εξαιρετικά πολύπλοκα αν υπάρχει δυσκολία ακριβούς πρόβλεψης της τάσης των πωλήσεων ή του κόστους για μεγάλα χρονικά διαστήματα στο μέλλον. Για το λόγο αυτό η ικανότητα προβολής των οικονομικών μεγεθών στο μέλλον, και ειδικά στο διηνεκές, είναι εξαιρετικά κρίσιμη και χρήζει ιδιαίτερης προσοχής καθώς ενέχει σημαντικό κίνδυνο εσφαλμένων εκτιμήσεων. Η ευαισθησία

του μοντέλου αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών αφορά κυρίως στις υποθέσεις σχετικά με το ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές (*perpetuity growth rate*) και στην επιλογή του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου. Όπως φαίνεται, η ανάλυση της εκτιμώμενης αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή αποτελεί μια δυναμική διαδικασία, η οποία απαιτεί συνεχείς τροποποιήσεις και προσαρμογές. Οι αναλυτές οφείλουν να είναι συντηρητικοί ως προς τα οικονομικά δεδομένα με τα οποία τροφοδοτούν το μοντέλο και να προβαίνουν σε τροποποιήσεις όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο. Ο καλύτερος τρόπος εξαγωγής ασφαλών προβλέψεων είναι η εξετάση όσο το δυνατό μεγαλύτερης ποικιλίας παραμέτρων σχετικών με την υπό εκτίμηση εταιρεία. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ότι η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορεί αφενός να περιορίζει την αβεβαιότητα των εκτιμήσεων, ωστόσο δεν την εξαλείφει.

Συνοψίζοντας, παρά το γεγονός ότι η πλειοψηφία των αναλυτών θεωρεί τη μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών ως την πλέον αξιόπιστη και ευέλικτη μέθοδο για την αποτίμηση επενδυτικών πλάνων και επιχειρηματικών μονάδων, δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι η ακρίβεια οποιασδήποτε ανάλυσης αξίας εξαρτάται από τις προβλέψεις στις οποίες στηρίζεται. Λάθη στον προσδιορισμό θεμελιωδών παραμέτρων της αξίας ενός οργανισμού, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, η απόδοση επί των επενδεδυμένων κεφαλαίων, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (*WACC*) κ.ά., μπορεί να οδηγήσουν σε εσφαλμένες εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης και κατ'επέκταση σε εσφαλμένες στρατηγικές αποφάσεις. Για το λόγο αυτό πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι μια προσεκτική ανάλυση, η οποία βασίζεται στη σύγκριση των πολλαπλασιαστών μιας επιχείρησης με εκείνους άλλων ομοειδών εταιρειών, παρέχει σημαντική βοήθεια στη διαμόρφωση έγκυρων προβλέψεων, οι οποίες με τη σειρά τους ενισχύουν την ακρίβεια του μοντέλου προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Στο πλαίσιο όλων των παραπάνω, πραγματοποιήθηκε η οικονομική αποτίμηση της ΕΥΑΘ Α.Ε., σύμφωνα με τις μεθόδους (i) Λογιστικής αξίας, (ii) πολλαπλασιαστών P/BV και P/E και (iii) προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών. Στη βάση αυτή, η εκτιμώμενη αξία υπολογίζεται μεταξύ 210-220 εκατομμυρίων €. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ΕΥΑΘ εξυπηρετεί περίπου 510.000 συνδέσεις, οι πελάτες αυτοί (οι οποίοι είναι κάτοικοι της Θεσσαλονίκης), θα μπορούσαν να αποκτήσουν το 51% της εταιρείας καταβάλλοντας εφάπαξ το ποσό των 215 € (ή περίπου 53 € ανά έτος για 5 έτη, λαμβάνοντας επιτόκιο 7,3%, που είναι το κόστος κεφαλαίων της εταιρείας). Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι τα μεγέθη αυτά αποτυπώνουν τη χρηματοοικονομική αξία της ΕΥΑΘ Α.Ε. και δεν ενσωματώνουν την κοινωνική αξία της επιχείρησης. Έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί αποδεικνύουν ότι οι καταναλωτές θεωρούν πιο αξιόπιστες τις δημόσιες επιχειρήσεις παροχής ύδρευσης και αποχέτευσης και δηλώνουν πιο πρόθυμοι να συνεργαστούν μαζί τους συγκριτικά με μια ιδιωτική επιχείρηση. Η φύση του νερού ως πολύτιμου αγαθού για την ανθρώπινη επιβίωση καθιστά δύσκολη την αποτίμηση μιας επιχείρησης όπως η ΕΥΑΘ Α.Ε. βάσει μόνο των οικονομικών της στοιχείων. Μια κοινωνικοοικονομική εξέταση της εταιρείας θα αποτύπωνε ένα πιο ρεαλιστικό αποτέλεσμα για την αξία

της επιχείρησης τόσο με οικονομικούς όσο και με κοινωνικούς όρους και κριτήρια, καταδεικνύοντας έτσι την κοινωνική ευθύνη που φέρει μια εταιρεία παροχής υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.



## Βιβλιογραφικές αναφορές

Αγγελόπουλος, Ε. (2010). *Μέτρηση της οικονομικής επίδοσης του τραπεζικού υποκαταστήματος στο περιβάλλον της διοικητικής λογιστικής με βάση το υπολειμματικό εισόδημα και την περιβάλλουσα ανάλυση δεδομένων*. (Doctoral dissertation).

Αναστασάκης, Α. (2012). *Εισαγωγή στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου*. Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, ΤΕΙ Κρήτης

Αποστόλου, Α. (2015). *Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Εκδόσεις: Κάλλιπος

Βαρδάκη, Μ. Ν. (2008). *Μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων: σύνοψη των σημαντικότερων μεθόδων αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων: παρουσίαση των μεθόδων αποτίμησης, αναφορά των πεδίων εφαρμογής και των περιορισμών τους και η συγκριτική ανάλυση των αποτελεσμάτων τους*.

Γεωργιάδης, Ν. (2005). *Μεθοδολογία Αποτίμησης Συγχωνευμένων Εταιριών και Καθορισμός της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών τους*.

Γεωργόπουλος, Ε. Ι. (2013). *Αξιολόγηση και επιλογή μετοχών*.

Γιαννουλάκης, Δ. (2013). *Μέθοδοι Αποτίμησης των Επιχειρήσεων*.

Γιάντσιος, Δ. (2009). *Μέθοδοι ανάλυσης εταιρειών και αποτίμησης μετοχών*.

Γκίκας, Δ. (2006). *Χρηματοοικονομική Λογιστική*. Εκδόσεις: Γ. Μπένου

Κουρέτας, Γ. (2014). *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Αποτίμηση Επενδύσεων*. Πανεπιστημιακές σημειώσεις, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Κώνστας, Ι. (2004). *Διαχείριση υδατικών πόρων σε νησιωτικά συστήματα: εφαρμογή συστήματος υποστήριξης αποφάσεων για τη χρήση αρδευτικού νερού στη νήσο Νάξο*.

Μαδυτινός, Δ. (2013). *Χρηματοοικονομική μοντελοποίηση*. Εκδόσεις: Δισίγμα

Μακρής, Σ. (2014). *Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου και Αποτίμηση Περιουσιακών Στοιχείων*.

Ντόλα, Π. (2005.) *Η εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων ως δρώσας οικονομικής μονάδας-Μέθοδοι Εκτίμησης*.

Παπακωστόπουλος, Α. (2009). *Υπολογισμός των δεικτών P/E, P/BV, P/S και η χρήση τους στην επενδυτική απόφαση*.

Ρούσης, Χ., Εμπέογλου, Ι. (2014) *Πώς υπολογίζουμε την αξία μιας εταιρείας*. Ναυτεμπορική, 26.087, 6

Τζαβαλής, Η., Πετραλιάς, Α. (2009). *Επενδύσεις*. Εκδόσεις: ΟΠΑ

Τσακίρογλου, Α. (2015). *Αποτίμηση αξίας της εταιρείας Ο.Τ.Ε. βάση ταμειακών ροών*.

Τσάκωνα, Κ. (2010). *Μέθοδοι αποτίμησης εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών σε περίπτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων*.

Ahlers, R. (20). Fixing and nixing: The politics of water privatization. *Review of Radical Political Economics*.

Bakker, K. (2008). The ambiguity of community: Debating alternatives to private sector provision of urban water supply. *Water Alternatives*, 1(2), 236.

Bakker, K. (2013). Neoliberal versus postneoliberal water: geographies of privatization and resistance. *Annals of the Association of American Geographers*, 103(2), 253-260.

Bhattacharyya, A., Parker, E., & Raffiee, K. (1994). An examination of the effect of ownership on the relative efficiency of public and private water utilities. *Land Economics*, 197-209.

Couret Branco, M. (2015). Can Markets Secure Economic and Social Human Rights?. *International Critical Thought*, 5(1), 80-94.

Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. 3<sup>rd</sup> edition, John Wiley and Sons

Drake, P. P. (2005). What is free cash flow and how do I calculate it?.

Fernandez, P. (2002). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuation*. IESE Business School–University of Navarra (No. 449). Working Paper.

Fernández, P. (2015). *Company valuation methods*. Available at SSRN 274973.

García-Rubio, M. A., Tortajada, C., & González-Gómez, F. (2016). Privatising Water Utilities and User Perception of Tap Water Quality: Evidence from Spanish Urban Water Services. *Water Resources Management*, 30(1), 315-329.

Gleick, P. H., Wolff, G., Chalecki, E. L., & Reyes, R. (2002). The new economy of water. The Risk and Benefits of Globalization and Privatization of Fresh Water, Pacific Institute, Oakland/Ca ([http://www.pacinst.org/reports/new\\_economy.htm](http://www.pacinst.org/reports/new_economy.htm)).

Kallis, G., Ray, I., Fulton, J., & McMahon, J. E. (2009). Public versus private: Does it matter for water conservation? Insights from California. *Environmental management*, 45(1), 177-191.

Larrabee, D., Voss, J. (2013). *Valuation Techniques*.

Lobina, E., Kishimoto, S., Peteijean, O. (2015). *Here to stay: Water remunicipalisation as a global trend*.

- Lobina, E., Kishimoto, S., Peteijean, O. (2015). *Our public water future-The global experience with remunicipalisation*.
- McDonald, D. A., Hoedeman, O., & Kishimoto, S. (2012). *Remunicipalisation: putting water back into public hands*. M. Pigeon (Ed.). Amsterdam: Transnational Institute.
- Papelu, G. K., Healy, M. P., Bernard, L. V. (2004). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, 3rd edition, South-Western
- Parrino, R. (2005, June). Choosing the right valuation approach. In *CFA Institute Conference Proceedings* (Vol. 2005, No. 4, pp. 15-28). CFA Institute.
- Pettitt, B. S., & Ferris, K. R. (2013). *Valuation for mergers and acquisitions*. FT Press.
- Ruiz-Villaverde, A., Picazo-Tadeo, A. J., & González-Gómez, F. (2015). The 'social choice' of privatising urban water services: A case study of Madrid in Spain. *Journal of Policy Modeling*, 37(4), 616-629.
- Swyngedouw, E. (2005). Dispossessing H2O: The contested terrain of water privatization. *Capitalism Nature Socialism*, 16(1), 81-98.
- WHO/UNICEF Joint Water Supply, Sanitation Monitoring Programme, & World Health Organization. (2014). *Progress on drinking water and sanitation: 2014 Update*. World Health Organization.
- World Health Organization. (2015). Progress on sanitation and drinking water: 2015 update and MDG assessment. *Geneva, Switzerland: UNICEF and World Health Organization*.

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

[www.biz.yahoo.com](http://www.biz.yahoo.com)

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www.infinancials.com](http://www.infinancials.com)