



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής

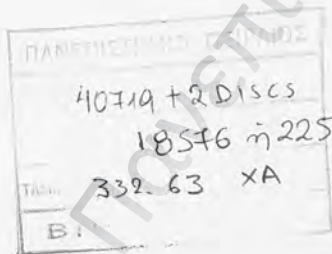
131

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

**Διπλωματική Εργασία**

“Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζικών και Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων:

Επίδραση στον Πλούτο των Μετόχων”



00140719

Χαράλαμπος Β. Χαραλαμπόπουλος

ΑΘΗΝΑ, 2002

# Περίληψη

Παρόλο τον υπερβολικά μεγάλο όγκο των ερευνητικών εργασιών στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα συμπεράσματα, σχετικά με την επίδραση τους στις τιμές των μετοχών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων, είναι συγκεχυμένα. Η παρούσα εργασία έχει σαν αντικείμενο την επισκόπηση της ερευνητικής αρθρογραφίας αναφορικά με την μελέτη των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιρειών ύστερα από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Μέσα από αυτή την εργασία, γίνεται αρχικά μια γενική ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και των θεωριών που υπάρχουν γύρω από την μέτρηση της κερδοφορίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών (εφεξής θα αναφέρονται ως "M&A" ). Παρουσιάζεται, στη συνέχεια, η μεθοδολογία μελετών γεγονότος (event studies) που χρησιμοποιείται κατά κύριο λόγο στην ερευνητική αρθρογραφία ως τρόπος προσέγγισης για την μέτρηση των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών. Ακολουθώντας, παρουσιάζεται μια επισκόπηση των αποτελεσμάτων των ερευνητικών εργασιών σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών: α) των εταιρειών από εξαγοράζονται (εταιρειών – στόχος), β) των εταιρειών που εξαγοράζουν (εταιρειών – αγοραστριών ) και γ) των εταιρειών στόχος και αγοραστριών σε συνδυασμό. Τέλος εξετάζονται αναλυτικά τα αντίστοιχα πορίσματα εργασιών με αντικείμενο εταιρείες του τραπεζικού και ασφαλιστικού κλάδου.

Από την επισκόπηση αυτή αποκαλύπτεται πως από την δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είτε στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο είτε στο σύνολο των επιχειρήσεων, την χρονική περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, οι μέτοχοι των εταιρειών – στόχος απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις, οι μέτοχοι των εταιρειών που εξαγοράζουν βρίσκονται σε νεκρό σημείο και τέλος οι μέτοχοι και των δύο κατηγοριών σε συνδυασμό απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις.

# Ευχαριστίες

Η παρούσα πτυχιακή εργασία, με τίτλο: "Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Τραπεζικών και Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων: Επίδραση στον Πλούτο των Μετόχων", αναπτύχθηκε στα πλαίσια του προγράμματος: μεταπτυχιακών σπουδών Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Από αυτή τη θέση, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη, για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με αυτό το τόσο σημαντικό και ενδιαφέρον θέμα, καθώς και για την άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια εκτέλεσης του.

Θα ήταν παράληψη μου, ωστόσο, να μην αναφερθώ και στην κα Χρυσαιγή Βασιλείου την οποία θα ήθελα να ευχαριστήσω, από βάθη καρδιάς, για την υπομονή της και την υποστήριξη που μου έδωσε όλο αυτό το διάστημα. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους κ.κ. Σταμάτιο Καρρά, και Πανταζή Καραμανώλη και όλους αυτούς που εκούσια ή ακούσια με βοήθησαν, με τον ένα ή τον άλλο τρόπο, στο να βρίσκομαι σε αυτό το σημείο.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη .....	2
Ευχαριστίες .....	4
<b>Κεφάλαιο 1 .....</b>	<b>9</b>
1 Η ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	9
2 ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ Μ&Α .....	12
3 ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΕ Μ&Α .....	15
<b>Κεφάλαιο 2 .....</b>	<b>17</b>
1 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Μ&Α .....	17
2 ΔΥΝΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ ΣΤΙΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Μ&Α 19	
<b>Κεφάλαιο 3 .....</b>	<b>22</b>
1 ΟΡΙΣΜΟΣ .....	22
2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	23
<b>Κεφάλαιο 4 .....</b>	<b>26</b>
1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	26
2 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΟΣ .....	27
3 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΑΛΛΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ .....	30

4	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ .....	37
<b>Κεφάλαιο 5</b>	.....	<b>40</b>
1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	40
2	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.....	41
3	ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	45
4	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	47
5	ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	49
<b>Κεφάλαιο 6</b>	.....	<b>52</b>
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	52
	ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ.....	53
<b>Βιβλιογραφία</b>	.....	<b>54</b>
<b>Παράρτημα</b>	.....	<b>Ixi</b>



## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Ανακεφαλαίωση των Μελετών Γεγονότος σχετικά με τις αποδόσεις των μετόχων σε M & A: Αποδόσεις των μετόχων των εταιρειών στόχος .....	27
Πίνακας 2: Μελέτες που αναφέρουν αρνητικές αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών που αγοράζουν .....	32
Πίνακας 3 : Μελέτες που αναφέρουν μηδενικές ή θετικές αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών που αγοράζουν .....	34
Πίνακας 4 : Μελέτες που αναφέρουν μακροχρόνιες αποδόσεις στους μετόχους των εταιρειών που αγοράζουν .....	36
Πίνακας 5 : Συνδυασμένες αποδόσεις των μετόχων των εταιρειών που εξαγοράζουν άλλες εταιρείες και των μετόχων των εταιρειών - στόχος .....	38
Πίνακας 6 : Ανακεφαλαίωση των Μελετών Γεγονότος σχετικά με τις αποδόσεις των μετόχων σε M & A Πιστωτικών Ιδρυμάτων .....	42
Πίνακας 7 : Ανακεφαλαίωση των Μελετών Γεγονότος σχετικά με τις αποδόσεις των μετόχων σε M & A ασφαλιστικών επιχειρήσεων .....	49

# Κεφάλαιο 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1 Η ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Η προηγούμενη εικοσαετία σηματοδεύτηκε από μια σημαντική αύξηση των εξαγορών σε διεθνές επίπεδο. Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών αντιπροσώπευε εξαγορές αμερικανικών επιχειρήσεων από άλλες εγχώριες επιχειρήσεις. Παρότι φάνηκε πως στο τέλος της περασμένης εικοσαετίας οι εγχώριες εξαγορές στις ΗΠΑ έφθασαν στο αποκορύφωμά τους, το 1999 οι ΗΠΑ κατέκτησαν και νέο ρεκόρ εξαγορών. Παράλληλα, οι διασυνοριακές εξαγορές επιχειρήσεων των ΗΠΑ, αλλά και άλλων, ιδιαίτερα ευρωπαϊκών, γνωρίζουν μεγάλη άνθηση. Ύστερα από την περίοδο 1999 – 2000 κατά την οποία καταρρίφθηκε κάθε προηγούμενο ρεκόρ όσον αφορά στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις, το 2001 η δραστηριότητα παγκοσμίως σημείωσε μια έντονη κάμψη. Ο συνολικός όγκος των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν μειωμένος κατά 50% περίπου σε σχέση με το 2000

– US \$ 1,74 τρις από US \$ 3,46 τρις το 2000. Αντίστοιχα, ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων μειώθηκε κατά περίπου 10.000 - πτώση πάνω από 26%, από 38.200 το 2000 σε 28.828 το 2001. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2001 ήταν η πρώτη πτωτική χρονιά μετά από 8 χρόνια αύξησης στις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ως κύριος λόγος αυτής της σημαντικής μείωσης σε όγκο εξαγορών και συγχωνεύσεων αναφέρεται η αναγνώριση ότι η διεθνής οικονομία εισήλθε σε μια περίοδο ύφεσης, που το 2001 έγινε κατ' αρχήν αισθητή στις Ηνωμένες Πολιτείες και που επιδεινώθηκε σημαντικά από τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Σύμφωνα με προκαταρκτικά στοιχεία που έδωσε πρόσφατα στην δημοσιότητα εταιρία ερευνών Thomson Financial<sup>1</sup>, η συνολική αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών παγκοσμίως μειώθηκε στο 1,206 τρις.δολ. το 2002 από 1,74 τρις δολ. το προηγούμενο έτος. Επίσης η συνολική αξία των επιχειρηματικών συμφωνιών που συνήφθησαν στην Ευρώπη το περασμένο έτος διαμορφώθηκε στα 477,8 δις.δολ. υπερβαίνοντας κατά 7% την αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, η οποία ανήλθε στα 446,5 δις. δολ.

Οι εξαγορές δεν αποτελούν καινούργιο φαινόμενο, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ. Πράγματι, οι οικονομικοί μελετητές αναφέρουν πέντε τουλάχιστον σημαντικά κύματα εξαγορών. Το κύμα της περιόδου 1895-1904, το κύμα της περιόδου 1922-1929, αυτό της περιόδου 1940-1947, το κύμα των εξαγορών ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerate mergers) της δεκαετίας του 1960, και το πρόσφατο κύμα εξαγορών που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Όλα αυτά τα "κύματα" έλαβαν χώρα σε περιόδους που η οικονομία απολάμβανε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνέπεσαν με σπουδαίες εξελίξεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον (π.χ. τεχνολογικές ανακαλύψεις, κρατικές κανονιστικές ρυθμίσεις, απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών, ανάπτυξη των διεθνών αγορών, εξελίξεις στις αγορές επιχειρηματικού ελέγχου, διεθνοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, κλπ.). Οι εξαγορές της πρόσφατης περιόδου συνδέθηκαν με τη δημιουργία νέων μορφών χρηματοδότησης, με την καταδίκη αρκετών

---

<sup>1</sup> BA. [www.thomsonfinancial.com](http://www.thomsonfinancial.com)



επιχειρηματικών στελεχών (ιδιαίτερα χρηματιστών και τραπεζιτών) για χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών, και με έντονες διαμάχες ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους. Οι εμπειρίες από τις εξαγορές στις ΗΠΑ κατά τα τελευταία είκοσι χρόνια είναι πλούσιες σε θέματα επιχειρησιακής στρατηγικής και κρατικής πολιτικής και είναι σχετικές για χώρες που, όπως οι περισσότερες ηπειρωτικές ευρωπαϊκές, βρίσκονται σε μια εκτεταμένη φάση σημαντικής αναδιάρθρωσης του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα.

Οι εξαγορές στις οποίες συμμετέχουν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αυξήθηκαν σημαντικά κατά την περασμένη εικοσαετία. Για παράδειγμα, οι συναλλαγές στις οποίες δεν συμμετείχαν επιχειρήσεις των ΗΠΑ έφθασαν το 20% των παγκοσμίων εξαγορών το 1988 έναντι του 9% το 1982. Από τις συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν εξ ολοκλήρου έξω από τις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 1982-1988, το 59% περίπου αντιπροσωπεύει ενδοευρωπαϊκές συναλλαγές, στις οποίες το Ηνωμένο Βασίλειο καλύπτει το κύριο μέρος. Αυτή η έξαρση εξαγορών στον ευρωπαϊκό χώρο μπορεί να αποδοθεί στις νέες οικονομικές συνθήκες που διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο της ενοποιημένης αγοράς των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Βέβαια, υπάρχουν αρκετά εμπόδια για την επιτάχυνση της σχετικής τάσης, όπως η εταιρική μετοχική σύνθεση, η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης του ευρύτερου επενδυτικού κοινού σχετικά με την πορεία των επιχειρήσεων και οι σημαντικές διαφορές στις χώρες της ΕΕ αναφορικά με την πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance) και με την αγορά επιχειρηματικού ελέγχου (market for corporate control).

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας έγινε ανασκόπηση της βιβλιογραφίας γύρω από θέματα αναφορικά με την μελέτη των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών ύστερα από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Στο επόμενο κεφάλαιο προσεγγίζεται το θέμα της μέτρησης της κερδοφορίας των M&A και αναλύονται οι σχετικές μεθοδολογικές προσεγγίσεις. Συγκεκριμένα, αναλύονται τέσσερις μεθοδολογίες και προσεγγίσεις που έχουν προταθεί στη διεθνή βιβλιογραφία για την μέτρησης της κερδοφορίας των M&A και παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της κάθε μιας.

Στο κεφάλαιο 3, γίνεται μια παρουσίαση της μεθοδολογίας μελετών γεγονότος (event studies) που χρησιμοποιείται κατά κύριο λόγο στην ερευνητική αρθρογραφία ως τρόπος προσέγγισης για την μέτρηση των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών. Εξετάζονται τα διάφορα στάδια για την εφαρμογή και επισημαίνονται οι αδυναμίες της ανωτέρω μεθοδολογίας.

Στο κεφάλαιο 4, παρουσιάζεται μια αναλυτική επισκόπηση των αποτελεσμάτων των ερευνητικών εργασιών μελετών γεγονότος σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών: α) των εταιρειών από εξαγοράζονται (εταιρειών – στόχος), β) των εταιρειών που εξαγοράζουν (εταιρειών – αγοραστριών ) και γ) των εταιρειών στόχος και αγοραστριών σε συνδυασμό.

Στο κεφάλαιο 5, παρουσιάζεται μια αναλυτική επισκόπηση των αποτελεσμάτων των ερευνητικών εργασιών μελετών γεγονότος σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιρειών.

Τέλος, το κεφάλαιο 6 κλείνει με τα συμπεράσματα και τις μελλοντικές προοπτικές που προκύπτουν από αυτήν την εργασία.

## 2 ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ M&A

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της Διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα.

Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

α) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά, τη λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

β) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης. Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα, ή εγχώρια επιχείρηση.

γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό ·
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία ·
- απορρόφηση ανταγωνιστών ·
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά, ·
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων ·
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης, ·
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιρειών, ·
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, ·
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- είσοδος σε νέα αγορά /χώρα, περιοχή, ·
- διαφοροποίηση προϊόντων – υπηρεσιών κ.α

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (τα λεγόμενα conglomerates).



Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (λ.χ. άντληση – διύλιση και διανομή πετρελαίου)·

Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.

Τέλος, τα conglomerates καλύπτουν σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρεία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δεν συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική-νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται:

- από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης,·
- από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας)·
- από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.



### 3 ΛΟΓΟΙ ΠΟΥ ΩΘΟΥΝ ΣΕ M&A

Τα βασικά κίνητρα που ωθούν στις εξαγορές είναι:

- Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργιών ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακος (με το ίδιο σταθερό κόστος παράγονται περισσότερες μονάδες προϊόντος/ υπηρεσίας) ή/ και οικονομιών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών - συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής)
- Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργιών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια
- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες στις λεγόμενες «εχθρικές» (hostile) εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.
- Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/ και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη.
- Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμιά τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων.

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι M&A φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών:

- να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ONE.
- να βελτιώσουν την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση - επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση
- να αξιοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
- να αξιοποιήσουν τις συνέργιες που οφείλουν ν' αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.

Στις περισσότερες περιπτώσεις M&A ωφελούνται οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων και, υπό προϋποθέσεις, οι μέτοχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Ωστόσο, οι συνέπειες των M&A για το σύνολο της οικονομίας είναι πολλαπλές, σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αντιφατικές.

# Κεφάλαιο 2

## ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Μ&Α

### 1 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Μ&Α

Η δυνατότητα μας να εκτιμήσουμε την κερδοφορία των Μ&Α εξαρτάται κυρίως από την αξιοπιστία των μεθόδων που χρησιμοποιούνται. Οι σχετικές έρευνες παρουσιάζουν τέσσερις τρόπους προσέγγισης για την μέτρηση της αποδοτικότητας των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

**Μελέτες γεγονότος (event studies).** Αυτές εξετάζουν τις έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns) προς τους μετόχους σε περιόδους γύρω από την ανακοίνωση της συναλλαγής. Η μικτή απόδοση για μια ημέρα είναι απλά η αλλαγή της τιμής της μετοχής και τα τυχόν μερίσματα που πληρώθηκαν, διαιρεμένα από την τιμή κλεισίματος της μετοχής μια ημέρα πριν. Οι έκτακτες αποδόσεις είναι απλά οι μικτές αποδόσεις μειούμενες με ένα σημείο αναφοράς για το τι οι επενδυτές επιθυμούν εκείνη την ημέρα – τυπικά, το σημείο αναφοράς είναι η απόδοση που υπαγορεύεται από το υπόδειγμα



τιμολόγησης κεφαλαιακών τίτλων (CAPM) ή τελειώς απλά η απόδοση ενός μεγάλου δείκτη αγοράς, όπως ο S&P 500. Αυτές οι μελέτες αναφέρονται ως “forward-looking” με την υπόθεση ότι η τιμή της μετοχής είναι απλά η παρούσα αξία της αναμενόμενης μελλοντικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους. Από το 1970, αυτές οι μελέτες έχουν αναμφισβήτητα επικρατήσει στον τομέα αυτό.

**Μελέτες λογιστικές (accounting studies).** Αυτές εξετάζουν τα οικονομικά αποτελέσματα (π.χ. Ισολογισμούς) των συγχωνευομένων εταιριών πριν και μετά, έτσι ώστε να εκτιμηθεί η επίδραση των Μ&Α στην οικονομική απόδοση των εταιρειών. Οι μελέτες αυτές είναι επικεντρωμένες στο καθαρό εισόδημα, στις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων ή των συνολικών κεφαλαίων, στα κέρδη ανά μετοχή EPS, στη μόχλευση και στη ρευστότητα της επιχείρησης. Οι καλύτερες μελέτες έχουν σχεδιαστεί σαν ταιριαστό δείγμα συγκρίσιμων συναλλαγών, ταιράζοντας εξαγοράζοντες με μη εξαγοράζοντες, βασιζόμενες στον κλάδο δραστηριότητας και στο μέγεθος της επιχείρησης. Σε αυτές τις μελέτες το ερώτημα είναι αν οι εξαγοράζουσες εταιρίες έχουν καλύτερη απόδοση από τους μη εξαγοράζοντες ανταγωνιστές τους.

**Ερωτηματολόγια διευθυντικών στελεχών (Surveys of Managers).** Απλά ρωτώντας τα διευθυντικά στελέχη αν μια εξαγορά δημιουργεί αξία, δείχνει σαν να είναι φυσικό επακόλουθο. Αυτές οι μελέτες παρουσιάζουν ένα δείγμα διευθυντικών στελεχών, ένα τυποποιημένο ερωτηματολόγιο και με τα συνολικά αποτελέσματα δημιουργούνται γενικεύσεις από το δείγμα.

**Κλινικές μελέτες (Case Studies).** Αυτές επικεντρώνονται σε μια συναλλαγή ή σε ένα μικρό δείγμα συναλλαγών, σε μεγάλο βάθος, συνήθως αποκομίζοντας σημαντικές πληροφορίες από τις συνεντεύξεις με διευθυντικά στελέχη και γνωρίζοντας παρατηρητές. Αυτή είναι μια επαγωγική έρευνα. Αναλύοντας σε βάθος τις λεπτομέρειες μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, οι ερευνητές συχνά εισάγουν νέα δεδομένα και πληροφορίες.



## 2 ΔΥΝΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΤΑ ΣΗΜΕΙΑ ΣΤΙΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Μ&Α

Δυνατά και αδύνατα σημεία από τις ανωτέρω αναφερόμενες ερευνητικές μεθόδους είναι τα εξής :

Μελέτες γεγονότος

Δυνατά σημεία :

- α) μια άμεση μέτρηση της δημιουργούμενης αξίας για τους επενδυτές,
- β) μια μέτρηση που βλέπει μπροστά στη δημιουργία αξιών. Στην θεωρία η τιμή της μετοχής είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών.

Αδύνατα σημεία :

- α) απαιτεί σημαντικές υποθέσεις σχετικά:
  - με τη λειτουργικότητα των χρηματιστηριακών αγορών,
  - την αποτελεσματικότητα,
  - τον επενδυτικό ορθολογισμό και
  - την έλλειψη περιορισμών στο arbitrage.

Οι ερευνητές προτείνουν ότι για αρκετές μετοχές αυτές δεν είναι λογικές υποθέσεις κατά μέσο όρο και κατά διάρκεια χρόνου,

β) επηρεάζεται η αξία της μεθόδου από κοινά γεγονότα, τα οποία μπορούν να αλλοιώσουν την κατανομή αποδόσεων για συγκεκριμένες εταιρίες σε συγκεκριμένα γεγονότα.

Μελέτες λογιστικές

Δυνατά σημεία :

- α) Αξιοπιστία, δοθέντος ότι οι Οικονομικές Καταστάσεις έχουν ελεγχθεί και πιστοποιηθεί από Ορκωτούς Λογιστές

β) Οι Οικονομικές Καταστάσεις χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για την εκτίμηση της αποδοτικότητας των εταιρειών. Αποτελούν μία έμμεση μέτρηση της δημιουργούμενης οικονομικής αξίας.

Αδύνατα σημεία :

α) Πιθανόν μη συγκρίσιμα για διαφορετικά χρόνια. Τα Λογιστικά Πρότυπα μεταβάλλονται διαχρονικά. Επίσης οι εταιρείες μεταβάλουν τις λογιστικές πρακτικές που ακολουθούν.

β) Αγνοεί την αξία των άυλων αγαθών (πχ φήμη, πελατεία)

γ) Ευαισθησία στην επίδραση του πληθωρισμού, λόγω της προσέγγισης του ιστορικού κόστους που ακολουθείται κατά την σύνταξη των Οικονομικών Καταστάσεων.

δ) Πιθανή μη επαρκής γνωστοποίηση των λογιστικών δεδομένων από τις εταιρείες (πχ Enron).

ε) Διαφορές των λογιστικών πρακτικών μεταξύ εταιρειών της ίδιας χώρας.

ζ) Διαφορές των λογιστικών πρακτικών μεταξύ εταιρειών σε διαφορετικές χώρες .

### **Ερωτηματολόγια διευθυντικών στελεχών**

Δυνατά σημεία :

α) Παρέχει πληροφόρηση εκ των έσω σε θέματα που αφορούν την διαδικασία δημιουργίας αξίας, και μπορεί να μην είναι γνωστά στην χρηματιστηριακή αγορά.

β) Ωφέλεια από την εξοικείωση των στελεχών στην διαδικασία των Μ&Α.

Αδύνατα σημεία :

α) Παρουσιάζει τις απόψεις στελεχών που μπορεί να μην είναι και μέτοχοι της εταιρείας και οι εκτιμήσεις τους για την δημιουργία αξίας μπορεί να μην επικεντρώνονται στην έννοια της οικονομικής αξίας.

β) Συνήθως οι μελέτες αυτές έχουν χαμηλό λόγο συμμετοχής (2-10%) και αυτό τις κάνει ευάλωτες στην κριτική της «γενικοποίησης».

### Κλινικές μελέτες

Δυνατά σημεία :

- α) Αντικειμενικότητα και ανάλυση εις βάθος πραγματικής εμπειρίας.
- β) Διερευνητική εργασία, ιδανική για την αποκάλυψη νέων μοτίβων και συμπεριφορών.

Αδύνατα σημεία :

- α) Αδυναμία ελέγχου της στατιστικής σημαντικότητας των υποθέσεων εξαιτίας του μικρού αριθμού των παρατηρήσεων.
- β) Περιορισμένη ικανότητα του ερευνητή να γενικεύσει τα συμπεράσματα της κάθε περίπτωσης.

# Κεφάλαιο 3

## ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ (EVENT STUDIES)

### 1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Αυτή η μεθοδολογία συγκρίνει τις αποδόσεις που πραγματοποιούν οι επενδυτές (μέτοχοι ή κάτοχοι ομολογιών) κατά την ανακοίνωση του γεγονότος (συγχώνευση) με τις αναμενόμενες αποδόσεις στην περίπτωση που κανένα γεγονός δεν θα ελάμβανε χώρα. Η διαφορά ανάμεσα σε πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες αποδόσεις καλείται «έκτακτη» απόδοση (abnormal return) και αντιπροσωπεύει την οικονομική αξία που δημιουργείται από τη συγχώνευση. Οι έκτακτες αποδόσεις συνήθως μετρούνται για κάποια περίοδο γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης κάθε συγχώνευσης (ημέρα συμβάντος 0) και εν συνεχεία υπολογίζεται ο μέσος τους όρος για ολόκληρο το δείγμα των συγχωνεύσεων. Οι μελέτες γεγονότος εξετάζουν τις έκτακτες αποδόσεις (abnormal returns) προς τους μετόχους σε περιόδους γύρω από την ανακοίνωση του γεγονότος. Η μικτή απόδοση για μια ημέρα είναι απλά η αλλαγή της τιμής της μετοχής και τα τυχόν μερίσματα που πληρώθηκαν,



διαιρεμένα από την τιμή κλεισίματος της μετοχής μια ημέρα πριν. Οι έκτακτες αποδόσεις είναι απλά οι μικτές αποδόσεις μειούμενες με ένα σημείο αναφοράς για το τι οι επενδυτές επιθυμούν εκείνη την ημέρα – τυπικά, το σημείο αναφοράς είναι η απόδοση που υπαγορεύεται από το υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών τίτλων (CAPM) ή τελείως απλά η απόδοση ενός μεγάλου δείκτη αγοράς, όπως ο S&P 500. Μία τυπική ανάλυση γεγονότος αρχίζει με την υπόθεση σχετικά πως ένα συγκεκριμένο εταιρικό γεγονός επηρεάζει της αξία της επιχείρησης. Η επίδραση του γεγονότος στην αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της αξίας της επιχείρησης με την συνθήκη ότι το γεγονός έχει συμβεί, και στην αξία της επιχείρησης με την συνθήκη ότι το γεγονός δεν έχει συμβεί. Η υπόθεση ότι η αξία μιάς μετοχής έχει αυξηθεί μετά την έλευση του γεγονότος, μεταφράζεται στην υπόθεση ότι η απόδοση που κερδίζει ο επενδυτής πάνω σε αυτή την μετοχή στο χρονικό διάστημα που περικλείει την για πρώτη φορά δημόσια γνωστοποίηση του γεγονότος, είναι μεγαλύτερη από ότι θα ήταν “κανονικά”.

## 2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία για την εκπόνηση μιας μελέτης γεγονότος ακολουθεί τα εξής στάδια :

- 1) Δημιουργία ενός δείγματος μετοχών εταιρειών που έχουν ανακοινώσει στον Τύπο την εμπλοκή τους σε διαδικασίες συγχώνευσης ή εξαγοράς. Για της ΗΠΑ συνήθως χρησιμοποιούνται στοιχεία από το *Center for Research in Security Prices (CRSP)*. Η εφημερίδα *Wall Street Journal* αποτελεί την κύρια πηγή για την αναγνώριση της πρώτης ημερομηνίας γνωστοποίησης του γεγονότος που εξετάζεται (event date).
- 2) Συλλογή στοιχείων για τις τιμές των μετοχών του δείγματος. Αρχικές μελέτες χρησιμοποιούσαν μηνιαία στοιχεία ενώ οι πιο πρόσφατες χρησιμοποιούν ημερήσια στοιχεία ή ακόμα και στοιχεία κατά την διάρκεια της ίδιας μέρας (intra-day data).

- 3) Προσδιορισμός της ακριβής ημερομηνίας επέλευσης του γεγονότος (the event date – Date 0). Ο προσδιορισμός αυτός είναι καθοριστικής σημασίας για την αξιοπιστία της μελέτης. Χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή διότι οι τιμές των μετοχών μπορεί να έχουν ήδη αντιδράσει σε κάποιο γεγονός ακόμα και πριν την δημόσια γνωστοποίηση του.
- 4) Προσδιορισμός της χρονικής περιόδου γύρω από την ημερομηνία γνωστοποίησης που θα εξετασθεί (event period). Μετατροπή της χρονικής περιόδου του δείγματος σε σχέση με το γεγονός (πχ -20,-19,.....-1,0,+1,+2,.....+29,+30).
- 5) Για κάθε μετοχή  $j$  στο δείγμα υπολογίζεται η πραγματοποιηθείσα απόδοση (actual return) ημερήσια/μηνιαία απόδοση  $R_{jt}$ .
- 6) Για κάθε μετοχή  $j$  στο δείγμα υπολογίζεται η έκτακτη απόδοση (abnormal return):  $AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$ , όπου  $E(R_{jt})$  είναι η αναμενόμενη απόδοση όπως αυτή εκτιμάτε από ένα μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM, APT, Market Model κλπ). Η εκτίμηση του μοντέλου αποτίμησης συνήθως πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας στοιχεία της προηγούμενης του γεγονότος χρονικής περιόδου (pre-event period). Η έκτακτη απόδοση αντιπροσωπεύει αποδόσεις που έχουν λάβει υπόψη τους το συστηματικό κίνδυνο της κεφαλαιαγοράς.
- 7) Για κάθε ημερομηνία γεγονότος (event date) υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση (average abnormal return) μεταξύ των μετοχών του δείγματος  $AR_t = 1/N \sum AR_{jt}$ . Ας σημειωθεί ότι επειδή οι ανακοινώσεις των συγχωνεύσεων των διαφορετικών επιχειρήσεων εμπίπτουν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες, η μέση έκτακτη απόδοση (AR) αντιπροσωπεύει το μέσο όρο των εκτάκτων αποδόσεων που οι διαφορετικές μετοχές πραγματοποιούν σε διαφορετικές ημερολογιακές ημερομηνίες. Η εκτίμηση της μέσης απόδοσης που βασίζεται σε παρατηρήσεις από  $N$  επιχειρήσεις τείνει να εκμηδενίζει το στατιστικό «θόρυβο» των μεμονωμένων αποδόσεων και επομένως μετρά την οικονομική επίδραση του συμβάντος.

- 8) Στην συνέχεια διενεργείται έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας της κατά το προηγούμενο στάδιο υπολογιζόμενης μέσης έκτακτης απόδοσης. Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου όρου των εκτάκτων αποδόσεων καθορίζει εάν η μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική.
- 9) Υπολογίζεται η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση (Cumulative Abnormal Return)  $CAR = \sum Art$ . Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις και τα αντίστοιχα στατιστικά τους τεστ αντιπροσωπεύουν το μέσο όρο της οικονομικής επίδρασης του συμβάντος (συγχώνευση) όλων των επιχειρήσεων του δείγματος.
- 10) Εξετάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα της μελέτης γεγονότος.

Συνοπτικά τα κυριότερα προβλήματα κατά την εφαρμογή της ανωτέρω μεθοδολογίας είναι:

- Ο ορισμός του κατάλληλου δείκτη αναφοράς.
- Η διαστρωματική εξάρτηση των αποδόσεων
- Ισχνή εμπορευσιμότητα (Thin trading)
- Μη στασιμότητα των παραμέτρων (heteroscedasticity).



# Κεφάλαιο 4

## ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ

### 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι μελέτες γεγονότος αποτελούν μεθοδολογικά το βασικότερο εργαλείο για την μελέτη των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών ύστερα από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Οι μελέτες αυτές εξετάζουν τις αποδόσεις, στους μετόχους των εταιριών στόχων, στους αγοραστές και σε έναν συνδυασμό των δύο ανωτέρω. Η πλειοψηφία των σχετικών ερευνητικών εργασιών προτείνει ότι ύστερα από την ανακοίνωση για την εμπλοκή σε διαδικασία συγχώνευσης ή εξαγοράς, οι μέτοχοι των εταιριών στόχος απολαμβάνουν σημαντικές θετικές αναπροσαρμοσμένες αποδόσεις, οι μέτοχοι των εταιριών που εξαγοράζουν βρίσκονται σε νεκρό σημείο (μηδενική αναπροσαρμοσμένη απόδοση) με αρκετές ενδιαφέρουσες εξαιρέσεις, και τέλος ο συνδυασμός και των αγοραστών και των πωλητών κερδίζουν θετικές αναπροσαρμοσμένες αποδόσεις.



## 2 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΟΣ

Οι μέτοχοι των εταιριών στόχων απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις που είναι σημαντικές και ουσιώδεις. Ο Πίνακας 1 συνοψίζει τα πορίσματα 21 μελετών, τα οποία φανερώνουν αποδόσεις που είναι ουσιαστικές και σημαντικές, παρά τις διακυμάνσεις που παρατηρούνται στην επιλογή της χρονικής περιόδου που εξετάζεται, τον τύπο της συμφωνίας (συγχώνευση έναντι Δημόσιας Προσφοράς (tender offer)) και την περίοδο παρατήρησης. Δύο μελέτες καταλήγουν ότι οι μέτοχοι των εταιριών στόχων λαμβάνουν κατά μέσο όρο έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 20 – 30%. Εν ολίγοις η διενέργεια M&A επιφέρει θετικές έκτακτες αποδόσεις στους μετόχους των εταιριών στόχων και οφείλεται στο premium δηλαδή στο επιπλέον τίμημα, πέραν της αγοραίας αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρίας, που πληρώνει η εξαγοράζουσα εταιρία.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΤΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ  
ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ M & A:  
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΟΣ

Μελέτη	Αθροιστική Έκτακτη Απόδοση Cumulative Abnormal Returns (% or avg\$/acq)	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Εξέτασης	Περίοδος Γεγονότος Event Window (Ημέρες)
Langestieg (1978)	+10,63% **	149	1929-69	(-120,0)
Travlos (1984)	+15.07%**	96	1971-81	(-1.0)
Bradley, Desai, Kim	+31,77% **	236	1963-84	(-5,5)

(1988)				
Dennis and McConnell (1986)	8,56% **	76	1962-80	(-1,0)
Jarrell, Poulsen (1989)	+28,99%**	526	1963-86	(-20,10)
Lang, Stulz, Walkling (1989)	+40,3% **	87	1968-86	(-5,5)
Franks, Harris, Titman (1991)	+28,04% **	399	1975-84	(-5,5)
Servaes (1991)	+23,64%**	704	1972-87	(-1 Close)
Bannerjee, Owers (1992)	+\$137,1 MM**	33	1978-87	(-1,0)
Healy, Palepu, Ruback (1992)	+45,6% **	50	1979-84	(-5,5)
Kaplan, Weisbach (1992)	+26,9% **	209	1971-82	(-5,5)
Berkovitch, Narayanan (1993)	+\$130,1 MM**	330	1963-88	(-5,5)
Smith, Kim (1994)	+30,19%** +15,84%**	177	1980-86	(-5,5) (-1,0)
Schwert (1996)	+26,3% **	666	1975-91	(-42,126)
Loughran, Vijh (1997)	+29,6%**συγχώνευση +126,9%**εξαγορά +47,9% **συνδυασμός	419 135	1970-89	(-2,1250)
Maquieira, Megginson and Nail (1998)	+41,65%** conglomerate +38,08% **non-cogl.	47 55	1963-96	(-60,60)
Eckbo, Thorburn (2000)	+7,45%**	332	1964-83	(-40,0)
Leeth, Borg (2000)	+13,27% **	72	1919-30	(-40,0)

Mulherin and Boone (2000)	+21,2%**	376	1990-1999	(-1, +1)
Mulherin (2000)	+10,14%**	202	1962-97	(-1,0)
DeLong (2001)	+16,61% **	280	1988-95	(-10,1)
Houston et al. (2001)	+15,58%** (1985-90)	27	(1985-96)	(-4,1)
	+24,60%** (1991-96)	37		
	+20,80%** (όλα)	64		
** Στατιστικά σημαντικό				

### 3 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΑΛΛΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Το μοτίβο των πορισμάτων για τις έκτακτες αποδόσεις προς τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών είναι περισσότερο προβληματικό. Οι Πίνακες 2-4 συνοψίζουν τα πορίσματα 41 μελετών.

· 20 μελέτες αναφέρουν αρνητικές αποδόσεις με 13 από τις 20 να είναι στατιστικά σημαντικές (βλ. Πίνακα 2). Οι αρνητικές αποδόσεις κυμαίνονται μεταξύ 1 και 3%. 24 μελέτες (βλ. Πίνακα 3), αναφέρουν θετικές αποδόσεις, από τις οποίες 17, αναφέρουν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις. Εν ολίγοις, τα πορίσματα έχουν κατανεμηθεί σχεδόν ομαλά: το 1/3 (13) δείχνει πτώση της αξίας, το άλλο 1/3 (14) δείχνει διατήρηση της αξίας και το άλλο 1/3 (17) δείχνει αύξηση της αξίας.

· 11 μελέτες λαμβάνουν υπόψη τις αποδόσεις πολύ μετά την ολοκλήρωση των διαδικασιών συγχώνευσης (βλ. Πίνακα 4). Οκτώ μελέτες αναφέρουν αρνητικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές. Ο Caves<sup>2</sup> (1989) συμπεραίνει ότι αυτά τα πορίσματα εξήχθησαν κατόπιν «ωρίμου σκέψεως» από τους μετόχους των αγοραστριών εταιριών και / ή από την κυκλοφορία νέων πληροφοριών για τη συμφωνία. Αλλά η ερμηνεία των μακροπρόθεσμων αποδόσεων που ακολουθεί τη συναλλαγή, περιπλέκεται από πιθανόν γεγονότα που προκαλούν σύγχυση και δεν έχουν να κάνουν σε τίποτα με την εν λόγω συναλλαγή.

· Οι μελέτες δείχνουν ότι, οι αποδόσεις έχουν μια περιορισμένη τάση να φθίνουν στη διάρκεια του χρόνου : οι αποδόσεις εμφανίζονται να είναι υψηλότερες (πολύ θετικές) στις δεκαετίες του 1960 και 1970 περισσότερο από τις δεκαετίες 1980 και 1990, με εξαίρεση τις συμφωνίες στον τομέα της

---

<sup>2</sup> Caves, R. "Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency," International Journal of Industrial Organization, 7 (March 1989): 151-174.



τεχνολογίας και της τραπεζικής όπου οι αποδόσεις προς τους μετόχους των αγοραστριών εταιρειών αυξήθηκαν στην δεκαετία του 1990. Οι Bradley, Desai και Kim (1988)<sup>3</sup> αναφέρουν ότι η μέση απόδοση των μετόχων των αγοραστριών εταιρειών κατήλθε από 4,1% στην περίοδο 1963-1968 σε -2,9% στην περίοδο 1981-1984.

Όταν η ευημερία όλων των κατόχων τίτλων των αγοραστριών εταιριών ληφθεί υπόψη, δύο μελέτες αποδεικνύουν ότι η αξία της αγοράστριας εταιρίας αυξάνεται, στατιστικά, σημαντικά. Αυτό υποδεικνύει ότι όταν η επιστημονική έρευνα επικεντρώνεται σε κοινές μετοχές μπορεί να αγνοήσει άλλα σημαντικά οφέλη προς τους επενδυτές.

Αυτό που πρέπει να συμπεράνουμε είναι ότι, στο σύνολό τους, οι έκτακτες αποδόσεις στους μετόχους των αγοραστριών εταιριών από μια M&A δραστηριότητα, είναι κατά κύριο λόγο μηδενικές. Ένα εύλογο συμπέρασμα από αυτές τις μελέτες είναι ότι οι αγοραστές ουσιαστικά βρίσκονται σε νεκρό σημείο, δηλαδή οι επενδύσεις σε M&A τείνουν να προσφέρουν μηδενική καθαρή παρούσα αξία, οι επενδυτές κερδίζουν μόνο την απαιτούμενη απόδοση.

Οποιοδήποτε συμπέρασμα για τις τυπικές αποδόσεις στους αγοραστές βασίζεται σε αποδόσεις που πρέπει να σταθμιστούν με το ζήτημα του διαφορετικού μεγέθους μεταξύ αγοραστών και εταιριών στόχων. Οι αγοραστές είναι τυπικά περισσότερο εύρωστοι από τους εξαγοραζόμενους. Επιπλέον, ακόμα και αν η χρηματική αξία του κέρδους από M&A χωρισθεί σε ίσα μέρη μεταξύ των δύο πλευρών, το ποσοστιαίο κέρδος των μετόχων των αγοραστών θα είναι μικρότερο από αυτό των εξαγοραζομένων. Οι Asquith, Bruner & Mullins (1983)<sup>4</sup> ανέφεραν αποτελέσματα που παραμένουν αμετάβλητα από την επίδραση του μεγέθους των συγχωνευόμενων εταιριών. Για παράδειγμα, σε συγχωνεύσεις όπου η αξία αγοράς των εξαγοραζομένων ήταν ίση με το 10% ή περισσότερο από την αξία αγοράς των αγοραστών, η

---

<sup>3</sup> Bradley, M.; A. Desai; and E.H. Kim. "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21 (May 1988): 3-40

<sup>4</sup> Asquith, P.; R. Bruner, and D. Mullins, Jr. "The Gains to Bidding Firms From Merger," *Journal of Financial Economics*, 11 (April 1983): 121-139

απόδοση στους αγοραστές ήταν 4,1% ( $t = 4,42$ ). Αλλά όπου η αξία αγοράς των εξαγοραζομένων ήταν μικρότερη από 10%, η απόδοση στους αγοραστές ήταν μόνο 1,7%.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΝΑΦΕΡΟΥΝ ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΖΟΥΝ**

Μελέτη	Αθροιστική Έκτακτη Απόδοση -Cumulative Abnormal Returns (% or avg\$/acq)	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Εξέτασης	Περίοδος Γεγονότος - Event Window (Ημέρες)
Langtieg (1978)	-1,61%	149	1929-69	(-120,0)
Dood (1980)	-1,09%** Επιτυχής -1,24%* Αποτυχία	60 66	1970-77	(-1,0)
Travlos (1984)	-0.52%	169	1971-1981	(-1.0)
Asquith, Bruner, Mullins (1987)	-0,85%**	343	1973-83	(-1,0)
Varaiya, Ferris (1987)	-2,15%**	96	1974-83	(-1,0)
	-3,9%**	96	1974-83	(-20,80)
Morck, Shleifer, Vishny (1990)	-0,70%	326	1975-87	(-1,1)
Franks, Harris, Titman (1991)	-1,45%	399	1975-84	(-5,5)
Servaes (1991)	-1,07%**	384	1972-87	(-1,Close)
Jennings, Mazzeo	-0,8%**	352	1979-85	(-1,0)

(1991)				
Bannerjee, Owers (1992)	-3,3%**		57	1978-87 (-1,0)
Byrd, Hickman (1992)	-1,2%**		128	1980-87 (-1,0)
Healy, Palepu Ruback (1992)	-2,2%**		50	1979-84 (-5,5)
Kaplan, Weisbach (1992)	-1,49%**		271	1971-82 (-5,5)
Berkovitch, Narayanan (1993)	-\$10 MM		330	1963-88 (-5,5)
Sirrower (1994)	-2,3%**		168	1979-90 (-1,1)
Eckbo, Thorburn (2000)	-0,30%		390	1964-83 (-40,0)
Mulherin and Boone (2000)	-0,37%		281	1990-1999 (-1,+1)
Mitchell, Stafford (2000)	-1,14%** 0,07%		-366 366	1961-1993 (-1,0)
Walker (2000)	-1,08%** 0,77%		-278 278	1980-1996 (-2,+2)
DeLong (2001)	-1,68%**		280	(1988-95) (-10,1)
	-4,64%**	(1985-90)	27	(1985-96) (-4,1)
Houston et al. (2001)	-2,61%**	(1991-96)	37	
	-3,47%**	(όλα)	64	
** Στατιστικά σημαντικό				

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3 : ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΝΑΦΕΡΟΥΝ ΜΗΔΕΝΙΚΕΣ Η ΘΕΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΖΟΥΝ**

ΜΕΛΕΤΗ	Αθροιστική Έκτακτη	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Εξέτασης	Περίοδος Γεγονότος -Event Window (Ημέρες)
	Απόδοση - Cumulative Abnormal Returns (% or avg\$/acq)			
Dood and Ruback (1977)	+2,83%**Επιτυχής +0,58% Αποτυχία	124 48	1958-78	(0,0)
Kummer and Hoffmeister (1978)	+5,20% ** Επιτυχής	17	1956-70	(0,0)
Bradley (1980)	+4,36%**Επιτυχής -2,96% Αποτυχία	88 46	1962-77	(-20,+20)
Jarrell and Bradley (1980)	+6,66% **	88	1962-77	(-40,+20)
Bradley, Desai, Kim (1982)	+2,35% ** Επιτυχής	161	1962-80	(-10,+10)
Asquith (1983)	+0,20%Επιτυχής +0,50% Αποτυχία	196 89	1962-76	(-1,0)
Asquith, Bruner, Mullins (1983)	+3,48%**Επιτυχής +0,70% Αποτυχία	170 41	1963-79	(-20,+1)
Eckbo (1983)	0,07%Επιτυχής 1,20% (**)Αποτυχία	102 57	1963-78	(-1,0)
Malatesta (1983)	+0,90% Επιτυχής	256	1969-74	(0,0)
Weir (1983)	+3,99% Αποτυχία	16	1962-79	(-20 ημερομηνία ακύρωσης)
Dennis and McConnell (1986)	-0,12%(-1,0) +3,24% (-6,+6)**	90	1962-80	(-1,0)



Jarrell, Brickley, Netter (1987)	+1,14%**	440	1962-85	(-10,5)
Bradley, Desai, Kim (1988)	+1% **	236	1963-84	(-5,5)
Jarrell, Poulsen (1989)	+0,92%**	461	1963-86	(-5,5)
Lang, Stulz, Walking (1989)	0%	87	1968-86	(-5,5)
Loderer, Martin (1990)	+1,72%**1966-68 +0,57%**1968-80 -0,07% 1981-84	970 3401 801	1966-84	(-5,0)
Smith, Kim (1994)	+0,50% -0,23%	177	1980-86	(-5,5) (-1,0)
Schwert (1996)	+1,4%	666	1975-91	(-42,126)
Maqueira et all. (1998)	6,14% conglomerate -4,79% conglomerate	**non-55 deals47	1963-96	(-60,60)
Lyrودي, Lazardis, Subeniotis (1999)	0%	50	1989-91	(-5,5)
Eckbo, Thorburn (2000)	+1,71%**	1261	1964-83	(-40,0)
Leeth, Borg (2000)	+3,12% **	466	1919-30	(-40,0)
Mulherin (2000)	+0,85%**	161	1962-97	(-1,0)
Kohers and Kohers (2000)	1,37%**με μετρητά 1,09% **με μετοχές 1,26% ολόκληρο το δείγμα	961 673 1634	1987-96	(-0,1)
** Στατιστικά σημαντικό				

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 : ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΝΑΦΕΡΟΥΝ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΖΟΥΝ

Μελέτη	Αθροιστική Έκτακτη Απόδοση -Cumulative Abnormal Returns (% or avg\$/acq)	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Εξέτασης	Περίοδος Γεγονότος -Event Window (Ημέρες)
Mandelker (1974)	-1,32% μόνο επιτυχές εξαγορές	241	1941-63	(0,365)
Dodd and Ruback (1977)	-1,32% Επιτυχία -1,60% Αποτυχία	124 48	1958-78	(0,365)
Langtieg (1978)	-6,59%** μόνο επιτυχές εξαγορές	149	1929-69	(0,365)
Asquith (1983)	-7,20% ** Επιτυχία -9,60% ** Αποτυχία	196 89	1962-76	(0,240)
Bradley, Desai and Kim (1983)	-7,85%*μόνο αποτυχημένες εξαγορές	94	1962-80	(0,365)
Malatesta (1983)	-2,90% ολόκληρο το δείγμα -13,70%**Μετά το 1970 -7,70%μικρότεροι αγοραστές	121 75 59	1969-74	(0,365)
Agrawal, Jaffe, Mandekler (1992)	-10,26% **	765	1955-87	(0,1250)
Loderer, Martin (1992)	+1,5%	1298	1966-86	(0,1250)
Gregory (1997)	-12% to -18%	452	1984-92	(0,500)

Loughran, (1997)	Vijh	-14,2% συγχωνεύσεις +61,3%** εξαγορές -0,1% συνδυασμός	434 100	1970-89	(0,1250)
Rau, (1998)	Vermaelen	-4%** συγχωνεύσεις +9% ** εξαγορές	3,968 348	1980-91	(0,36 months)
** Στατιστικά σημαντικό					

#### 4 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟΧΟΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΣΕ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ

Πορίσματα από θετικές έκτακτες αποδόσεις στους πωλητές και αποδόσεις νεκρού σημείου στους αγοραστές, εγείρουν το ερώτημα του καθαρού οικονομικού κέρδους από αυτό το γεγονός. Η πρόκληση εδώ πηγάζει από τη διαφορά μεγέθους μεταξύ αγοραστή και εταιρίας στόχου : τυπικά, ο αγοραστής είναι αξιόλογα μεγαλύτερος. Συνεπώς, ένα μεγάλο ποσοστό κέρδους των μετόχων της εταιρίας στόχου θα μπορούσε να είναι κάτι περισσότερο από ένα αντιστάθμισμα ενός μικρού ποσοστού απώλειας των μετόχων του αγοραστή. Ένα πλήθος μελετών έχουν εξετάσει αυτό το γεγονός, διαμορφώνοντας ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών του αγοραστή και της εταιρίας στόχου και εξετάζοντας είτε τον σταθμικό μέσο όρο απόδοσης (σταθμισμένο με το σχετικό μέγεθος των 2 εταιριών), ή εξετάζοντας την απόλυτη χρηματική αξία της απόδοσης. Ο Πίνακας 5 αναφέρει τα πορίσματα 20 μελετών. Σχεδόν όλες οι μελέτες αναφέρουν θετικές συνδυασμένες αποδόσεις, με 11 από τις 20 να είναι στατιστικά σημαντικές. Τα πορίσματα του Πίνακα 3 φανερώουν ότι οι M&A όντως ανταμείβουν τους επενδυτές στις συνενωμένες εταιρίες αγοραστών και εταιριών στόχων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 : ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ  
ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΝ ΑΛΛΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΣΤΟΧΟΣ

Μελέτη	Αθροιστική Έκτακτη Απόδοση Cumulative Abnormal Returns (% or avg\$/acq)	Μέγεθος του Περίοδος Δείγματος Εξέτασης	Περίοδος Γεγονότος -Event Window (Ημέρες)
Halpern (1973)	+\$27,35 MM	77	1950-65 (-140,0)
Langetieg (1978)	0%	149	1929-69 (0,60)
Firth (1980)	-£36,6 MM	434	1969-75 (-20,0)
Bradley, Desai, Kim (1982)	+\$17 MM	162	1962-80 (-20,5)
Bradley, Desai, Kim (1983)	+\$33,9 MM	161	1963-80 (-20,5)
Malatesta (1983)	+\$32,4 MM**	30	1969-74 (-20,20)
Varaiya (1985)	+\$60,7 MM	N/A	N/A (-60,600)
Bradley, Desai, Kim (1988)	+\$117 MM (7,43%)**	236	1963-84 (-5,5)
Lang, Stulz, Walking (1989)	+11,3%	87	1968-86 (-5,5)
Franks, Harris, Titman (1991)	+3,9%**	399	1975-84 (-5,5)
Servaes (1991)	+3,66%**	384	1972-87 (-1,Close)
Bannerjee, Owers (1992)	+\$9,95 MM	33	1978-87 (-1,0)



Healy, Palepu, Ruback (1992)	+9,1%	50	1979-84	(-5,5)
Kaplan, Weisbach (1992)	+3,74%**	209	1971-82	(-5,5)
Berkovitch, Narayanan (1993)	+\$120 MM**	330	1963-88	(-5,5)
Smith, Kim (1994)	+8,88% +3,79%**	**177	1980-86	(-5,5) (-1,0)
Leeth, Borg (2000)	+\$86 MM	53	1919-30	(-40,0)
Mulherin, Boone (2000)	+3,56%	281	1990-1999	(-1,+1)
Mulherin (2000)	+2,53%**	116	1962-97	(-1,0)
Houston et al. (2001)	+0,14%(1985-90) +3,11%** (1991-96) +1,86%** (όλα)	27 37 64	(1985-96)	(-4,1)
** Στατιστικά σημαντικό				

# Κεφάλαιο 5

## ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ ΣΤΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

### 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πορίσματα μελετών γεγονότος όταν οι συγχωνευόμενες εταιρείες είναι πιστωτικά ιδρύματα ή ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Τις δύο τελευταίες δεκαετίες έχει παρατηρηθεί σημαντική αύξηση στις συγχωνεύσεις και εξαγορές παγκοσμίως. Ο Becher (2000)<sup>5</sup> αναφέρει ότι ο αριθμός των συγχωνεύσεων πιστωτικών ιδρυμάτων την δεκαετία 1990 αυξήθηκε κατά 215% σε σχέση με την δεκαετία 1980. Επιπλέον οι συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελούσαν στις αρχές της δεκαετίας 1980 το 8% του συνόλου των συγχωνεύσεων εισηγμένων εταιρειών ενώ στο

<sup>5</sup> Becher D.A. (2000) "The valuation effects of bank mergers" Journal of corporate finance 6, pp. 189-214.

τέλος της δεκαετίας 1990 ανήλθαν σε 15%. Οι Jensen (1993)<sup>6</sup>, Mitchell and Mulherin (1996)<sup>7</sup> και Weston and al (1998)<sup>8</sup> συμπεραίνουν ως κύριο παράγοντα της ανωτέρω αύξησης της δραστηριότητας των M&A στον τραπεζικό χώρο, την τάση «περιορισμού των ρυθμίσεων» (deregulation).

## 2 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.

Το μοτίβο των πορισμάτων για τις έκτακτες αποδόσεις προς τους μετόχους στην περίπτωση συγχώνευσης τραπεζικών ιδρυμάτων είναι σχεδόν παρόμοιο με αυτό του προηγούμενου κεφαλαίου. Ο Πίνακας 6 συνοψίζει τα πορίσματα 10 μελετών.

### Αποδόσεις μετόχων εταιρειών - στόχος

9 μελέτες αναφέρουν θετικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές (βλ. Πίνακα 6 ). Οι θετικές αποδόσεις κυμαίνονται μεταξύ 8,00 και 31,26%.

### Αποδόσεις μετόχων εταιρειών - αγοραστριών

6 μελέτες αναφέρουν αρνητικές αποδόσεις με 5 από τις 10 να είναι στατιστικά σημαντικές (βλ. Πίνακα 6, ). Οι αρνητικές αποδόσεις κυμαίνονται μεταξύ 0,80 και 2,14%. 4 μελέτες (βλ. Πίνακα 6,) αναφέρουν θετικές αποδόσεις, από τις οποίες 2, είναι στατιστικά σημαντικές.

---

<sup>6</sup> Jensen, M.C., 1993. Presidential address: the modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831-880.

<sup>7</sup> Mitchell, M.L., Mulherin, J.H., 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193-229

<sup>8</sup> Weston, J.F., Chung, K.S., Siu, J.A., 1998. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, 2nd edn. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J.

Αποδόσεις μετόχων σε συνδυασμό

5 μελέτες αναφέρουν θετικές αποδόσεις με 2 από τις 5 να είναι στατιστικά σημαντικές (βλ. Πίνακα 6. ). Οι θετικές αποδόσεις κυμαίνονται μεταξύ 0,04 και 4,49%.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6 : ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΤΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ Μ & Α ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.**

Μελέτη	Χώρα	Περίοδος Εξέτασης	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Γεγονότος Event Window (Ημέρες)	Αθροιστική Έκτακτη Απόδοση Αγοραστή %	Αθροιστική Έκτακτη -Απόδοση Στόχου %	Αθροιστική Έκτακτη -Απόδοση Συνδυασμός %
Neely (1987)	ΗΠΑ	1979-1985	26	(-10,0)	1,25	31,26***	n.a
James and Wier (1987)	ΗΠΑ	1972-1983	60	(-4,0)	1,77**	n.a	n.a
Baradwaj, Fraset and Furtado (1990)	ΗΠΑ	1980-1987	24 εχθρικές 30 φιλικές	(-2,+2)	-2,07***	12,21****	n.a
				(-2,+2)	-2,12***	n.a	n.a
Cornett and De (1991)	ΗΠΑ	1982-1986	152	(-1,0)	0,55***	8,10***	n.a
Cornett and Tehranian (1992)	ΗΠΑ	1982-1987	30	(-1,0)	-0,80**	8,00***	n.a
Houston and Ryngaert (1994)	ΗΠΑ	1985-1991	153	(-2,+2)	-2,32***	14,39***	0,38
Pilloff(1996)	ΗΠΑ	1982-1991	48	(-20,0)	n.a	n.a	1,32



Cybo-Ottone and Murgia (2000)	ΕΥΡΩ ΠΗ	1988-1997	54	(-20,0)	0,31	16,63***	4,49***
Becher David (2000)	ΗΠΑ	1980-1997	558	(-30,+5)	-0,1	22,64***	3,03***
		1980-1985	79		-0,08	21,84***	4,42***
		1986-1990	145		-2,14***	20,49***	0,86
		1991-1997	334		0,06	23,68***	3,53***
De Long (2001)	ΗΠΑ	1988-1995	280	(-10,+1)	-1,68***	16,61***	0,04
*** στατιστικά σημαντικό							

Η DeLong (2001)<sup>9</sup> αναλύει 280 συγχωνεύσεις και εξαγορές αμερικάνικων τραπεζών από το 1988 ως το 1995 μελετώντας τα αποτελέσματα για τη συνδυασμένη οντότητα της εταιρίας-στόχου και της εταιρίας αγοραστή. Διαπιστώνει ότι η εστίαση στην αύξηση της παραγωγικότητας έχει σημαντικά θετική επίδραση στην επιτυχία των M&A των αμερικάνικων τραπεζών.

Οι P. Beitel, D. Schiereck, και M. Wahrenburg<sup>10</sup> μελέτησαν την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού τομέα. Ανάλυσαν ένα δείγμα 98 μεγάλων ευρωπαϊκών συγχωνεύσεων τραπεζών από το 1985 ως το 2000 προκειμένου να ερευνήσουν την προέλευση των υπερκανονικών αποδόσεων στους μετόχους εταιρειών-στόχων, μετόχους εταιρειών που αγοράζουν, και στο συνδυασμό αυτών, γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μιας συναλλαγής. Η ανάλυση τους μελέτησε την επίδραση μιάς σειράς παραγόντων, οι οποίοι περιλαμβάνουν το σχετικό μέγεθος, την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, την αποδοτικότητα των δαπανών, την

<sup>9</sup> DeLong, G., "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers," *Journal of Financial Economics*, 59 (2001) 221-252.

<sup>10</sup> P. Beitel, D. Schiereck, and M. Wahrenburg. "Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions", working paper, (2002).

αναλογία χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική, την προγενέστερη χρηματιστηριακή απόδοση των μετοχών των εταιρειών -στόχων, την συσχέτιση των μετοχών, την εμπειρία σε M&A, και άλλων μεταβλητών. Τα συμπεράσματά τους αποκαλύπτουν ότι πολλοί από αυτούς τους παράγοντες έχουν σημαντική επεξηγηματική δύναμη, που δείχνει ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε ανακοινώσεις M&A μπορεί τουλάχιστον εν μέρει να προβλεφθούν. Οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών - στόχων είναι υψηλότερες όταν ο στόχος είναι μικρός έναντι του αγοραστή, όταν η εταιρία - στόχος έχει μια καλή αναλογία κόστους – παγίων σχετικά με τον αγοραστή, και όταν η μετοχή της εταιρίας-στόχου έχει φτωχό ιστορικό χρηματιστηριακής απόδοσης. Στους μετόχους των εταιρειών αγοραστών οι αποδόσεις είναι υψηλότερες όταν μια συναλλαγή περιλαμβάνει εταιρίες-στόχους με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, υψηλή αναλογία χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική και οι οποίες είναι λιγότερο κερδοφόρες από τις εταιρίες αγοραστές. Συνολικά οι αποδόσεις σε συνδυασμό όλων των μετοχών είναι υψηλές για M&A του ίδιου κλάδου, όταν εμπλέκεται η εταιρία αγοραστής σε σχετικά λίγες συναλλαγές M&A, και όταν η εταιρία - στόχος παρουσιάζει μια υψηλή αναλογία χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική σε συνδυασμό με μια κακή προηγούμενη χρηματιστηριακή απόδοση της τιμής της μετοχής.

Ο Rhoades (1994)<sup>11</sup> μελέτησε είκοσι μια μελέτες γεγονότος συγχωνεύσεων αμερικανικών τραπεζικών ιδρυμάτων και διαπίστωσε ότι μόνο τρεις μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια ανακοίνωση συγχώνευσης είχε μια θετική επιρροή στις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που αγοράζουν. Αντίθετα, οκτώ από τις εννέα μελέτες που ανέλυσαν τα αποτελέσματα στην απόδοση των μετοχών της τράπεζας-στόχου βρίσκουν μια θετική απόδοση στους μετόχους. Ειδικά οι μελέτες που είχαν γίνει από το 1989 και μετά καταλήγουν να απορρίπτουν την υπόθεση ότι οι χρηματιστικές αγορές αναμένουν βελτίωση της απόδοσης των τραπεζών μέσω τις διαδικασίας συγχωνεύσεως και εξαγορών.

---

<sup>11</sup> Rhoades, S.A. (1994), A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980-1993, and an Assessment of the "Operating Performance" and "Event Study" Methodologies, Staff Study, 167, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Αρκετές μελέτες προσπαθούν να εξετάσουν τους παράγοντες που οδηγούν στις συγχωνεύσεις τραπεζών και έχουν προωθήσει διάφορους λόγους για τις συγχωνεύσεις τραπεζών συμπεριλαμβανομένης της ανάγκης να επιτύχουν μείωση κόστους και λειτουργική αποδοτικότητα, για να είναι καλύτερα ικανές να ανταγωνιστούν στη παγκόσμια αγορά, ή να επιτρέψουν την ελεγχόμενη έξοδο των ανεπαρκών εταιριών από τη βιομηχανία οικονομικών υπηρεσιών. Οι Berger, Demsetz, και Strahan (1999)<sup>12</sup> και Hughes, Lang, Mester, και Moon (1999)<sup>13</sup> παρέχουν διάφορες λογικές για να εξηγήσουν τη συγχώνευση των τραπεζών και τη δραστηριότητα M&A στη δεκαετία του '90. Οι λογικές τους περιλαμβάνουν:

1. μειωμένες δαπάνες λόγω της ενοποίησης των διοικητικών δραστηριοτήτων,
2. μια μείωση του κινδύνου λόγω μιας διαφοροποιημένης θέσης γραμμών ή/και αγοράς προϊόντων και
3. οικονομίες κλίμακας που προσεγγίζονται από το συνδυασμό διαφορετικών γραμμών προϊόντων σε ένα ίδρυμα.

### 3 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Τον τελευταίο χρόνο παρατηρείται μεγάλη κίνηση εξαγορών και στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η κίνηση αυτή φαίνεται ότι θα συνεχιστεί. Για να διαδραματίσουν ρόλο εντός της ΟΝΕ και στις βαλκανικές χώρες, οι ελληνικές τράπεζες πρέπει να διαθέτουν την οικονομική επιφάνεια, το μέγεθος, τις εξειδικεύσεις, τη διαφοροποίηση και συμπληρωματικότητα στην προσφορά προϊόντων, που επιβάλλουν οι διαστάσεις και οι συνθήκες της αγοράς. Η

---

<sup>12</sup> Berger, A.N., R.S. Demsetz, and P.E. Strahan, 1999, "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future," *Journal of Banking and Finance* 23 (February), pp. 135-194.

<sup>13</sup> Hughes, J.P., W.W. Lang, L.J. Mester, and C.G. Moon, 1999, "The Dollars and Sense of Bank Consolidation," *Journal of Banking and Finance* 23 (February), pp. 291-324



λειτουργική διαφοροποίηση των τραπεζών και ο ανταγωνισμός, που βαθμιαία εμφανίζεται ως συνέπεια της απελευθέρωσης των αγορών και της έκτασης που αποκτά η άμεση χρηματοδότηση και η ανάπτυξη των συναλλαγών επί των νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, ασκούν πίεση στις τράπεζες να προβούν σε εσωτερικές αναδιορθώσεις, με σκοπό τη μείωση κόστους και σε αύξηση του μεγέθους τους κυρίως για στρατηγικούς σκοπούς με εξαγορές, συγχωνεύσεις ή άλλες συμφωνίες συνεργασίας.

Στη συνέχεια ακολουθεί η καταγραφή των σημαντικότερων συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο από το 1996.

- ΙΟΥΛΙΟΣ 1996 - Η γαλλική τράπεζα Banque Worms πουλά το 95% που κατέχει στην Interbank στην Consolidated Eurofinance Holdings, μητρική εταιρία της τράπεζας EFG Eurobank. .
- ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 1997 - Η Εθνική Κτηματική και το Στεγαστικό Ταμιευτήριο, δύο θυγατρικές της Εθνικής Τράπεζας, συμφωνούν να συγχωνευθούν.
- ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1997 - Η Τράπεζα Πειραιώς ανακοινώνει την εξαγορά των λιανικών επιχειρήσεων της θυγατρικής της Chase Manhattan στην Ελλάδα.
- ΑΠΡΙΛΙΟΣ 1998 - Η Τράπεζα Πειραιώς εξαγοράζει την Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης.
- ΙΟΥΝΙΟΣ 1998 - Η EFG Eurobank απορροφά την Τράπεζα Κρήτης.
- ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 1998 - Η Τράπεζα Πειραιώς συμφωνεί να εξαγοράσει την ελληνική θυγατρική του γαλλικού ομίλου Credit Lyonnais.
- ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 1998 - Η Τράπεζα Πειραιώς εξαγοράζει την Τράπεζα Χίος.
- ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1998 - Η EFG Eurobank απορροφά την Τράπεζα Αθηνών
- ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1998 - Η γερμανική Deutsche Bank εξαγοράζει το 10% του μετοχικού κεφαλαίου της EFG Eurobank.



- ΜΑΡΤΙΟΣ 1999 - Η Alpha Bank αναδεικνύεται νικητής σε δημοπρασία για πώληση 51% της Ιονικής Τράπεζας, θυγατρικής της Εμπορικής Τράπεζας.
- ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 1999 - Η EFG Eurobank εξασφαλίζει τον έλεγχο στην Τράπεζα Εργασίας.
- ΙΟΥΝΙΟΣ 2000 - Η γαλλική τράπεζα Credit Agricole συμφωνεί να εξαγοράσει το 6,7% στην Εμπορική Τράπεζα.
- ΜΑΡΤΙΟΣ 2001 - Η EFG Eurobank απορροφά την Επενδυτική Τράπεζα Telesis μέσω ανταλλαγής μετοχών.
- ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2001 - Η ελληνική κυβέρνηση πουλά πλειοψηφικό μερίδιο της ΕΤΒΑ στην Τράπεζα Πειραιώς.
- ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2001 - Η Εθνική Τράπεζα και η Alpha Bank ανακοινώνουν ότι βρίσκονται σε συνομιλίες για πιθανή συγχώνευση με ανταλλαγή μετοχών. Στην συνέχεια όμως τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών αποφασίζουν την μη πραγματοποίηση της.

#### **4 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.**

Η επίδραση των συγχωνεύσεων στην ασφαλιστική βιομηχανία δεν έχει τύχει συστηματικής έρευνας στην βιβλιογραφία, αν και οι ασφαλιστικές εταιρείες είναι αρκετά ενεργές στη διαδικασία των M&A. Παραδείγματος χάριν, οι Berger et al, (1999)<sup>14</sup> αναφέρουν ότι κατά τη διάρκεια του 1985-1997, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές στην ασφαλιστική βιομηχανία αποτέλεσαν το 18,9% της οικονομικής δραστηριότητας συγχωνεύσεων χρηματοοικονομικών οργανισμών στις ΗΠΑ και το 18,6% στις ευρωπαϊκές εγχώριες συγχωνεύσεις. Οι ασφαλιστικές εταιρείες εμφανίζονται να είναι πιο ενεργές στις διεθνείς συγχωνεύσεις. Οι συγχωνεύσεις και

---

<sup>14</sup> Berger A.N., R.S. Demsetz and P.E. Strahan "The consolidation of financial services industry: causes, consequences and implication for the future" Journal of Banking and Finance 23, pp. 135-194.

εξαγορές των αμερικανικών ασφαλιστικών εταιρειών από τις ασφαλιστικές εταιρείες εκτός των ΗΠΑ, αντιπροσωπεύουν το 37% όλων των διεθνών M&A. Το ποσοστό αυξάνεται σε 44% εάν εξετάσουμε τις M&A εντός της Ευρώπης, ενώ οι M&A των ευρωπαϊκών ασφαλιστικών εταιρειών από τις μη ευρωπαϊκές ασφαλιστικές εταιρείες έφθασαν σε 33% όλων των συναλλαγών που ολοκληρώθηκαν έξω από την εγχώρια αγορά τους από τους μη ευρωπαϊκούς χρηματοδοτικούς οργανισμούς. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι η διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ασφαλιστική βιομηχανία επιτρέπει την διαφοροποίηση του κινδύνου ακόμα και όταν οι συγχωνευόμενες εταιρείες αναπτύσσουν δραστηριότητες στο ίδιο επιχειρησιακό τμήμα, λόγω της φύσεως των ασφαλιστικών κινδύνων.

Οι J. Kusnadi and A. Sohrabian (1999)<sup>15</sup>, μελέτησαν ένα δείγμα 50 συγχωνεύσεων και εξαγορών αμερικανικών ασφαλιστικών εταιρειών την περίοδο 1993 –1996, και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι των εταιρειών αγοραστριών δεν είχαν στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση, ενώ οι μέτοχοι των εταιρειών στόχος είχαν στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση της τάξεως του 3,97%. Η αθροιστική υπερκανονική απόδοση (CAAR) κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης, για τις μεγάλες συγχωνεύσεις και εξαγορές (αξίας μεγαλύτερης του 1 δις. δολάρια ) ήταν σημαντικά μεγαλύτερη από,τι για τις μικρότερης αξίας. Οι συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών έδωσαν το μέγιστο CAAR την ημέρα ανακοίνωσης σε σχέση με τις υπόλοιπες μεθόδους πληρωμής (μετρητά ή συνδυασμός μετρητών και μετοχών).

Οι Floreani and S. Rigamonti (2001)<sup>16</sup>, μελέτησαν ένα δείγμα 56 συγχωνεύσεων και εξαγορών ασφαλιστικών εταιρειών παγκοσμίως, την περίοδο 1996–2000, και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι των εταιρειών αγοραστριών είχαν στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση της τάξεως του 3,85%, οι μέτοχοι των εταιρειών στόχος είχαν στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση της τάξεως του 18,22% και οι μέτοχοι των εταιρειών σε συνδυασμό είχαν στατιστικά σημαντική υπερκανονική απόδοση της τάξεως του 5,27%.

<sup>15</sup> J. Kusnadi and A. Sohrabian. The Impact of Insurance Mergers on Shareholder Returns, working paper, (1999).

<sup>16</sup> Floreani and S. Rigamonti. " Mergers and shareholders' wealth in the insurance industry", working paper, (2001).

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 : ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΤΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ Μ & Α ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

Μελέτη	Χώρα	Περίοδος Εξέτασης	Μέγεθος του Δείγματος	Περίοδος Γεγονότος -Event Window (Ημέρες)	Αθροιστική	Αθροιστική	Αθροιστική
					Έκτακτη Απόδοση Αγοραστή %	Έκτακτη -Απόδοση -Στόχου %	Έκτακτη Απόδοση Συνδυασμός %
J. Kusnadi and A. Sohrabi (1999)	ΗΠΑ	1993-1996	50	(-30,+30)	0,83%	3,97%**	n.a
A. Floreani and S. Rigamonti.	Παγκο σμίως	1996-2000	56	(-20,+2)	3,85%**	18,22%	5,27%**
**στατιστικά σημαντικό							

## 5 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η αυστηρότερη εποπτεία, ο εντεινόμενος ανταγωνισμός και η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της αγοράς αναγκάζει αρκετές μικρές ασφαλιστικές εταιρίες να αναζητούν συμμαχίες και εξαγορές από τις μεγαλύτερες και ισχυρότερες οικονομικά ασφαλιστικές εταιρίες. Παράλληλα, μεγαλύτερες εταιρίες επιδιώκουν να συγχωνευτούν, ώστε να αυξήσουν τα μερίδια αγοράς τους και να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας. Η τάση αυτή βρίσκεται σε απόλυτη συνάρτηση με τις διεθνείς εμπειρίες. Χαρακτηριστικά παραδείγματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον ελληνικό ασφαλιστικό κλάδο αποτελούν τα εξής:



- ❖ ο Όμιλος της Εθνικής Τράπεζας προέβη το 1997 σε συγχώνευση της Εθνικής Ασφαλιστικής με την Αστήρ και με δύο μικρότερες εταιρίες του Ομίλου, ΕΤΕΒΑ και Πανελλήνιος. Το 1998, η Εθνική Ασφαλιστική ανακοίνωσε τη συμμετοχή της στα κεφάλαια της ιδιωτικής ασφαλιστικής εταιρίας ΕΥΡΩΠΗ, που εξειδικεύεται στους εμπορικούς και βιομηχανικούς κινδύνους και εξαγόρασε το χαρτοφυλάκιο ζημιών της εταιρίας Λαϊκή Ασφαλιστική.
- ❖ η Universal Life International συγχωνεύθηκε με τη Universal Life Hellas.
- ❖ η Ασπίς Πρόνοια απορρόφησε το χαρτοφυλάκιο ζωής της Λαϊκής Ζωής το 1997, συγχώνευσε το 1998 την Ηνίοχος, εταιρία ασφαλίσων αυτοκινήτου, και το 1999 εξαγόρασε το 80% των μετοχών της ασφαλιστικής Γκοταέρ Ελλάς και το 100% των μετοχών των εταιριών Nordstern Ζωής και Nordstern Ζημιών, καθώς και της Commercial Union, η οποία το 2001 συγχωνεύθηκε δια απορρόφησης με την Scorlife, επίσης μέλος του ομίλου Ασπίς από το 2000, και μετονομάστηκε σε Commercial Value.
- ❖ η Ιονική Ζωής απορροφήθηκε από τη Metrolife μετά την εξαγορά της τελευταίας από την Εμπορική Τράπεζα.
- ❖ ο Όμιλος Allianz με τις συγχωνεύσεις των εταιριών Allianz Γενικών Ασφαλειών, Allianz Ζωής, Helvetia Ζωής, Helvetia Γενικών Ασφαλειών, AGF Κόσμος και AGF Κόσμος Ζωής κατόρθωσε να εξελιχθεί τα τελευταία δύο χρόνια στον τέταρτο σε μέγεθος όμιλο στην Ελλάδα.
- ❖ η ALPHA Τράπεζα Πίστεως διαμεσολάβησε στην κοινοπραξία μεταξύ της δικής της εταιρίας μικτών ασφαλίσεων Εμπορική και των εταιριών γενικών ασφαλίσεων και ζωής Ελληνοβρετανική για την ίδρυση της εταιρίας μικτών ασφαλίσεων ALPHA Ασφαλιστική, η οποία εξαγόρασε αργότερα το 70% της κυπριακής ασφαλιστικής εταιρίας Metropolitan.
- ❖ το χαρτοφυλάκιο της Zurich Insurance μεταβιβάστηκε στη Generali Hellas.
- ❖ η Ευρωπαϊκή Πίστη συγχωνεύτηκε δια απορρόφησης με την Eurogroup Insurance and Reinsurance.
- ❖ Η Interamerican Ζωής εξαγόρασε το σύνολο των μετοχών της Imperio Life E.A.A.E.Z από την Πορτογαλική ασφαλιστική εταιρία Imperio Companhia de Seguros S.A.



- ❖ Ο ευρωπαϊκός ασφαλιστικός όμιλος Eureka BV προέβη σε εξαγορά της Interamerican Ζωής.
- ❖ Η Φοίνιξ Ασφαλιστική συγχωνεύθηκε δια απορρόφησης της Metrolife τον Ιούνιο του 2002.
- ❖ Η Αγροτική Ασφαλιστικά Ζωής συγχωνεύθηκε δια απορρόφησης της από την Αγροτική Ασφαλιστική ΑΕΓΑ τον Δεκέμβριο του 2002.
- ❖ Στην ασφαλιστική αγορά της Κύπρου, η Market Trends Insurance εξαγόρασε το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της Ίρις. Προχώρησε επίσης πρόσφατα, σε εξαγορά της Αιγίς, ενώ αναμένεται να καταθέσει ενημερωτικό δελτίο για την ένταξή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ).

# Κεφάλαιο 6

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε αυτή την πτυχιακή εργασία πραγματοποιήθηκε μια επισκόπηση της ερευνητικής αρθρογραφίας αναφορικά με την μελέτη των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιριών ύστερα από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Από την επισκόπηση αυτή αποκαλύπτεται πως από την δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είτε στον τραπεζικό και ασφαλιστικό κλάδο είτε στο σύνολο των επιχειρήσεων, την χρονική περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης, οι μέτοχοι των εταιριών – στόχος απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις, οι μέτοχοι των εταιριών που εξαγοράζουν βρίσκονται σε νεκρό σημείο και τέλος οι μέτοχοι και των δύο κατηγοριών απολαμβάνουν θετικές αποδόσεις. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύει την θεωρία ότι η δραστηριότητα των M & A δημιουργεί αξία για τους μετόχους.

## ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ορισμένα από τα επόμενα βήματα που μπορούν να γίνουν προς την κατεύθυνση της μελέτης και ανάλυσης του φαινομένου των συγχωνεύσεων και εξαγορών:

- Η διενέργεια μελέτης των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιριών ύστερα από μια ανακοίνωση συγχώνευσης ή εξαγοράς στην Ελληνική Αγορά. Αυτό θα βοηθήσει στη διερεύνηση της αποτελεσματικότητας της δραστηριότητας των M&A του τραπεζικού και ασφαλιστικού κλάδου, στην χώρα μας, που σημειώνει ιδιαίτερη κινητικότητα τα τελευταία χρόνια.
- Η σύγκριση των αποτελεσμάτων της ανωτέρω μελέτης με τα πορίσματα της διεθνούς ερευνητικής εργασίας. Αυτό θα βοηθήσει στη διερεύνηση του βαθμού αποτελεσματικότητας της Ελληνικής Χρηματιστηριακής Αγοράς.
- Η συσχέτιση των αποτελεσμάτων της ανωτέρω μελέτης με την διαφοροποίηση του υφιστάμενου νομικού και φορολογικού πλαισίου αναφορικά με την δραστηριότητα των M&A . Αυτό θα βοηθήσει στη διάγνωση τυχόν «ανωμαλιών» της Ελληνικής Αγοράς στον τομέα των M&A, σε σχέση με τις περισσότερο αναπτυγμένες οικονομικά χώρες. Παραδείγματος χάριν θα μπορούσε να μελετηθεί η επίπτωση που έχει η εφαρμογή της απόφασης του ΔΣ του ΧΑΑ υπ' αριθμ. 45 σχετικά με την προσαρμογή της χρηματιστηριακής τιμής ύστερα από συγχώνευση, στην σχέση ανταλλαγής των μετοχών όπως αυτή αποφασίζεται από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών που προτείνουν την συγχώνευση τους.

# Βιβλιογραφία

Agrawal A and G.N Mandelker. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance* 42 823-37.

Agrawal, A.; J. Jaffe; and G. Mandelker. "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly," *Journal of Finance*, 47 (September 1992): 1605-1621.

Amihud Y and B.Lev. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics* 12 605-17.

Asquith, P. "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11 (April 1983):51-83.

Asquith, P.; R. Bruner; and D. Mullins, Jr. "Merger Returns and the Form of Financing," *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices* 34(May 1987):115-146.

Asquith, P.; R. Bruner; and D. Mullins, Jr. "The Gains to Bidding Firms From Merger," *Journal of Financial Economics*, 11 (April 1983): 121-139.

Banerjee, A. and J. Owers. "Wealth Reduction in White Knight Bids," *Financial Management*, 21 (Autumn 1992):48-57.

Baradwaj B.G., Fraser D. R. and E.P.H. Furtado (1990) "Hostile bank takeovers offers. Analysis and implications" *Journal of banking and finance* 14, pp. 1229-1242.

Becher D.A. (2000) "The valuation effects of bank mergers" *Journal of corporate finance* 6, pp. 189-214.



Berger A.N., R.S. Demsetz and P.E. Strahan "The consolidation of financial services industry: causes, consequences and implication for the future" *Journal of Banking and Finance* 23, pp. 135-194 (1999).

Berger, A.N., R.S. Demsetz, and P.E. Strahan, 1999, "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future," *Journal of Banking and Finance* 23 (February), pp. 135-194.

Berkovitch, E. and M.P. Narayanan. "Motives for Takeovers: An Empirical Investigation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (September 1993): 347-362

Bradley, M., "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control," *Journal of Business* 53 (1980)345-376.

Bradley, M., A. Desai, and E.H. Kim. "The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?" *Journal of Financial Economics* 11, 1983.

Bradley, M.; A. Desai; and E.H. Kim. "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21 (May 1988): 3-40.

Bruner R., 2001. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. working paper, BATTEN INSTITUTE.

Byrd, J. and K. Hickman. "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids," *Journal of Financial Economics*, 32 (October 1992): 195-214.

Caves, R. "Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency," *International Journal of Industrial Organization*, 7 (March 1989): 151-174.

Cebenoyan S., G. Papaioannou and N.Travlos. Foreign Takeover Activity in the U.S. and Wealth Effects For Target Firm Shareholders. *Financial Management* 1992.

Cornett M.M. and H. Tehranian (1992) "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions" *Journal of financial economics* 31, pp. 211-234.

Cybo-Ottone A. and M. Murgia (2000) "Mergers and shareholders wealth in European banking" *Journal of Banking and Finance* 24, pp. 831-859.

DeLong, G., "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers," *Journal of Financial Economics*, 59 (2001) 221-252.

Dennis, D. and J. McConnell, "Corporate mergers and security returns," *Journal of Financial Economics*, 16 (1986) 143-187.

Dodd, P. "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth," *Journal of Financial Economics* 8, (1980) 105-138.

Dodd, P. and R. Ruback, "Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 5, (1977): 351-374.

Eckbo, E. and K. Thorburn. "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (March 2000): 1-25.

Eckbo, E., "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 11 (1983).

Firth, M. "Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics* (March 1980): 235-60.

Floreani and S. Rigamonti. " Mergers and shareholders' wealth in the insurance industry", working paper, (2001).

Franks, J.; R. Harris; and S. Titman. "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 29 (March 1991): 81-96.

Gregory, A. "An Examination of the Long Run Performance of U.K. Acquiring Firms," *Journal of Business Finance & Accounting*, 24 (September 1997): 971-1002.

Healy, P.; K. Palepu; and R. Ruback, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31 (April 1992): 135-175.

Houston J.F. and M.D. Ryngaert (1994) "The overall gains from large bank mergers" *Journal of banking and finance* 18, pp. 1155-1176.

Houston, J., C. James, and M. Ryngaert. "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders." *Journal of Financial Economics*, 60 (2001) 285-331.

Hughes, J.P., W.W. Lang, L.J. Mester, and C.G. Moon, 1999, "The Dollars and Sense of Bank Consolidation," *Journal of Banking and Finance* 23 (February), pp. 291-324

J. Kusnadi and A. Sohrabian. *The Impact of Insurance Mergers on Shareholder Returns*, working paper, (1999).

James C.M. and P. Wier (1987) "Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking" *Journal of Political Economy* 95, pp. 355-370.

Jarrell, G. and A. Poulsen. "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades," *Financial Management*, 18 (Autumn 1989): 12-19.

Jarrell, G. and M. Bradley "The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers," *Journal of Law and Economics*, 23 (1980):371-407.

Jarrell, G.; J. Brickley; and J. Netter. "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *Journal of Economic Perspectives*, 2 (Winter 1988): 49-68.

Jensen, M.C., 1993. Presidential address: the modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831–880.

Kaplan, S. and M. Weisbach. "The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures," *Journal of Finance*, 47 (March 1992): 107-138.

Kohers, N., and T. Kohers, "The value creation potential of high-tech mergers," *Financial Analysts Journal* May/June 2000, 40-48.

Kummer D and R. Hoffmeister, "Valuation consequences of cash tender offers," *Journal of Finance*, 33 (1978): 505-516.



Lang, L.; R. Stulz; and R. Walkling. "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *Journal of Financial Economics* 24 (September 1989): 137-154.

Langetieg, T., "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger," *Journal of Financial Economics* 6(1978)365-384.

Leeth, J. and J.R. Borg. "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth During the 1920s Merger Wave," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (June 2000): 217-238.

Loderer C. and K. Martin. "Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample," *Financial Management*, 19 (Winter 1990): 17-33.

Loderer C. and K. Martin. "Postacquisition Performance of Acquiring Firms," *Financial Management*, 21 (Autumn 1992): 69-79.

Loughran, T. and A. Vijh. "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?" *Journal of Finance*, 52 (December 1997): 1765-1790.

Lyroutdi, K.; J. Lazaridis; and D. Subeniotis. "Impact of International Mergers and Acquisitions on Shareholder's Wealth: A European Perspective," *Journal of Financial Management and Analysis*, 12 (Jan-June 1999): 1-14.

Malatesta, P., "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms," *Journal of Financial Economics* 11 (1983).

Mandelker, G., "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics* 1(1974)303-335.

Maquieria, C., W. Megginson, and L. Nail., "Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers," *Journal of Financial Economics*, 48(April 1998):3-33.

Mitchell, M.L., Mulherin, J.H., 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193-229.



Morck, R.; A. Shleifer; and R. Vishny. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?" *Journal of Finance*, 45(March 1990): 31-48.

Mulherin, H., "Incomplete acquisitions and organizational efficiency." Working paper (2000), Penn State.

Mulherin, J.H., and A.L. Boone, "Comparing Acquisitions and Divestitures," *Journal of Corporate Finance*, 6(2000): 117-139.

Neely W. (1987) "Banking acquisitions: acquirer and target shareholders returns" *Financial Management* 16, pp.66-74.

P. Beitel, D. Schiereck, and M. Wahrenburg. "Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions", working paper, (2002).

Pilloff S. J. (1996) "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions" *Journal of money, credit and banking* 28, pp. 294-310.

Rau, R.P., and T. Vermaelen, "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms," *Journal of Financial Economics* 49 (1998), 223-253.

Rhoades, S.A. (1994), *A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980-1993, and an Assessment of the "Operating Performance" and "Event Study" Methodologies*, Staff Study, 167, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Schwert, G.W. "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 41 (June 1996):153-162.

Servaes, H. "Tobin's Q and the Gains from Takeovers," *Journal of Finance*, 46 (March 1991): 409-419.

Sirower, M. *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, New York (1997): The Free Press.

Smith, R. and J. Kim. "The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns," *Journal of Business*, 67 (1994): 281-310.

Travlos N.G. and M. Cornett Millon . Going Private BuyOuts and Determinants of Shareholders Returns. Journal of Accounting, Auditing and Finance, p. 1-3, 1993

Travlos N.G. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns. The Journal of Finance 42 (September 1987), 943-63.

Varaiya N. and K. Ferris. "Overpaying in Corporate Takeover: The Winner's Curse," Financial Analysts Journal,43 (May/June 1987): 64-70.

Walker, M. , "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-firm Shareholder Wealth," FinancialManagement, Spring 2000, 53-66.

Weston, J.F., Chung, K.S., Siu, J.A., 1998. Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance. 2nd edn. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Wier, P. "The Costs of Antimerger Lawsuits: Evidence from the stock market" Journal of Financial Economics 11(1983).

# Παράρτημα

## ΘΕΜΑΤΑ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

### ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΚΑΤΑ ΤΟ Ν. 2166/1993 ΚΑΙ ΤΟ Κ.Ν. 2190/1920 ΣΥΝΤΟΜΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ

του Πανταζή Ορ. Καραμανώλη  
Δικηγόρου, Ph.D. (Καίμπριτζ)

Η ανωτέρω διαδικασία συγχώνευσης διέπεται από τις συνδυασμένες διατάξεις των άρθρων 68 παράγρ. 2 έως 79 κ.ν. 2190/1920(1) και 1 έως 5 ν. 2166/1993(2), οι οποίες προβλέπουν τις εξής χρονολογικά δηλώσεις, ενέργειες και αποφάσεις:

1. Συνεδρίαση του διοικητικού συμβουλίου καθεμιάς εταιρείας με σκοπό την παροχή εξουσιοδότησης σε ένα ή περισσότερα μέλη για:

(α) τη διεξαγωγή διαπραγματεύσεων και την κατάρτιση σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης,

(β) τη σύνταξη Έκθεσης(3) που θα δικαιολογεί για καθεμιά εταιρεία από νομική και οικονομική άποψη την προτεινόμενη συγχώνευση και, ειδικότερα, τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών (άρθρο 69 παράγρ. 4 κ.ν. 2190/1920)(4). Η Έκθεση θα συνταχθεί και εγκριθεί από το Δ.Σ. καθεμιάς εταιρείας ένα (1) τουλάχιστον μήνα πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της Γ.Σ. που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση (άρθρο 73 παράγρ. 1 περίπτ. δ' κ.ν. 2190/1920).

Ειδικότερα, το σχέδιο της σύμβασης συγχώνευσης θα πρέπει, κατ' ελάχιστον, να περιέχει τα εξής στοιχεία (άρθρο 69 παράγρ. 2 κ.ν. 2190/1920):

Τη μορφή, επωνυμία, έδρα και αριθμό μητρώου (Μ.Α.Ε.) καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες.



Τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και, εφόσον συντρέχει περίπτωση, το ύψος του χρηματικού ποσού σε μετρητά που ορίζεται στο άρθρο 68 παράγρ. 2 κ.ν. 2190/1920(5).

Για το σκοπό εξεύρεσης της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής, τα διοικητικά συμβούλια των δύο εταιρειών θα βασιστούν κατά περίπτωση στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή τέλους διαχειριστικής χρήσης ή σε προσωρινό ισοζύγιο(6), που δύνανται, αν απαιτείται, να αναμορφώσουν(7) με βάση γενικά παραδεδεγμένες μεθόδους-αμοιβαία εφαρμοζόμενες και στις δύο εταιρείες. Για την υποβοήθηση περαιτέρω του έργου τους, δύνανται να προσκαλέσουν ειδικευμένες ελεγκτικές εταιρείες που θα αποτιμήσουν τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού, περιλαμβανομένης για παράδειγμα της αξίας των παγίων, του ύψους των επισφαλειών και λανθανόντων φορολογικών υποχρεώσεων, κ.λπ. Ακολούθως, τα Δ.Σ. των δύο εταιρειών, αφού λάβουν υπόψη και τα πορίσματα τυχόν διενεργηθείσας κατά τα ανωτέρω αποτίμησης, θα καθορίσουν την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών για τους σκοπούς του άρθρου 69 παράγρ. 2 εδ. β' κ.ν. 2190/1920.

Τις διατυπώσεις παράδοσης(8) των νέων μετοχών ή αποθετηρίων(9) που θα εκδώσει η απορροφώσα εταιρεία.

Την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές ή τα αποθετήρια που παραδόθηκαν στους μετόχους της απορροφώμενης εταιρείας, θα παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφώσας, καθώς και κάθε όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό. Συνήθως ορίζεται ότι οι νέες μετοχές θα μετέχουν κατά πλήρες ποσοστό στα κέρδη της απορροφώσας εταιρείας για τη διαχειριστική χρήση στην οποία ολοκληρώθηκε η συγχώνευση.

Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφωμένης εταιρείας θεωρούνται, από λογιστικής άποψης, ότι διενεργούνται για λογαριασμό της απορροφώσας εταιρείας, καθώς και την τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της απορροφώμενης εταιρείας που θα προκύψουν από την ανωτέρω ημερομηνία και μέχρι την ολοκλήρωση της συγχώνευσης.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παράγρ. 6 ν. 2166/1993, όλες οι πράξεις που διενεργούνται από την απορροφώμενη εταιρεία μετά την ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού, θεωρούνται ως διενεργηθείσες για λογαριασμό

της απορροφώσας εταιρείας, στα βιβλία της οποίας και μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, δηλ. μετά την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης (άρθρα 74 και 75 κ.ν. 2190/1920).

Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφώσα εταιρεία είτε στους μετόχους της απορροφώμενης που κατέχουν ειδικά δικαιώματα είτε στους κατόχους άλλων τίτλων πλην μετοχών (π.χ. ιδρυτικών τίτλων), ή άλλως τα μέτρα που προτείνονται για αυτούς. Ομοίως αναγράφονται τυχόν δικαιώματα μετόχων να ορίζουν μέλη του Δ.Σ. (βλ. άρθρο 18 παράγρ. 3-5 κ.ν. 2190/1920), η ύπαρξη ομολογιούχων δανειστών, κ.λπ. Εφόσον δεν παρέχονται τέτοια δικαιώματα, αρκεί μνεία του γεγονότος αυτού.

Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως, παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. και στους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιρειών και, ελλείψει αυτών, σχετική μνεία.

#### 1Α. Προκειμένου για την Απορροφώσα Εταιρεία

Στην ίδια επίσης συνεδρίαση, το Δ.Σ. της απορροφώσας εταιρείας δύναται, αν είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α., να αποφασίσει την πρόσληψη συμβούλου έκδοσης για τη σύνταξη και υποβολή προς έγκριση στις χρηματιστηριακές αρχές ενημερωτικού δελτίου, κ.λπ.

#### 1Β. Προκειμένου για την Απορροφώμενη Εταιρεία

Ομοίως, στην αντίστοιχη συνεδρίαση, το Δ.Σ. της απορροφώμενης εταιρείας δύναται να καθορίσει την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού (άρθρο 1 παράγρ. 2 ν. 2166/1993)(10), ο οποίος ενδέχεται να συμπίπτει με τον ισολογισμό του τέλους διαχειριστικής χρήσης, και συγχρόνως να εξουσιοδοτεί μέλος του Δ.Σ. για την υποβολή αίτησης:

(α) στον προϊστάμενο της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. για τη διενέργεια φορολογικού ελέγχου και τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των μεταβιβαζόμενων περιουσιακών στοιχείων(11), ή

(β) σε ορκωτό ελεγκτή για τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης εταιρείας(12), ή

(γ) στη γνωμοδοτική επιτροπή του άρθρου 9 κ.ν. 2190/1920(13).



Τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ανωτέρω μεθόδων δύνανται να συνοψισθούν ως εξής: Στην μεν πρώτη περίπτωση επιτυγχάνεται ο ταυτόχρονος φορολογικός έλεγχος της απορροφώμενης εταιρείας(14), ενώ στην δεύτερη απλώς διαπιστώνεται η νομιμότητα των λογιστικών εγγραφών. Περαιτέρω, ενώ στην πρώτη περίπτωση ο έλεγχος της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ενδέχεται να διαρκέσει μέχρι και έξη μήνες (άρθρο 3 παράγρ. 2 ν. 2166/1993), στη δεύτερη περατούται συνήθως σε σύντομο χρονικό διάστημα. Επισημαίνεται ότι ο έλεγχος της Δ.Ο.Υ. καταλαμβάνει τις εκκρεμείς φορολογικές δηλώσεις, και όχι τη δήλωση φόρου εισοδήματος της τρέχουσας χρήσης(15), ενώ στην περίπτωση που μετ' έλεγχο προκύψουν λογιστικές διαφορές, αυτές συναθροίζονται με τους τυχόν πρόσθετους φόρους, πρόστιμα και προσαυξήσεις και λαμβάνονται υπόψη κατά την αποτίμηση της απορροφώμενης εταιρείας από το μνημονευθέντα ειδικό σύμβολο αποτίμησης(16). Αναφορικά με την τρίτη μέθοδο, υπενθυμίζεται ότι και στην περίπτωση αυτή χωρεί επαλήθευση των λογιστικών μεγεθών και όχι εξεύρεση ή άλλως λογιστικοποίηση τυχόν λανθάνουσας υπεραξίας.

Ανεξάρτητα από την επιλεγείσα κάθε φορά μέθοδο, την αίτηση για τη διενέργεια ελέγχου υποβάλλει μόνο η απορροφώμενη εταιρεία, η οποία άλλωστε συντάσσει τον ισολογισμό μετασχηματισμού.

2. Απογραφή της περιουσιακής κατάστασης της απορροφώμενης εταιρείας, σύνταξη ισολογισμού μετασχηματισμού και ετήσιων οικονομικών καταστάσεων (εφόσον ο ανωτέρω ισολογισμός συμπίπτει με το τέλος της διαχειριστικής χρήσης) και διενέργεια σχετικού ελέγχου. Με βάση την ίδια ημερομηνία και για τους σκοπούς εξεύρεσης της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών κλείεται προσωρινό ισοζύγιο από τη απορροφώσα εταιρεία ή χρησιμοποιούνται, αντίστοιχα, οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις(17).

3. Συνεδρίαση του διοικητικού συμβουλίου καθεμιάς εταιρείας με σκοπό:

(α) την έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης και της Έκθεσης του Δ.Σ.(18),

(β) την παροχή εξουσιοδότησης σε ένα ή περισσότερα μέλη για:

i) την υπογραφή του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και της Έκθεσης του Δ.Σ.,

ii) την τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας του άρθρου 7β κ.ν. 2190/1920

δύο (2) τουλάχιστον μήνες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης των γενικών

συνελεύσεων που καλούνται να αποφασίσουν για τη συγχώνευση (άρθρο 69 παράγρ. 3 κ.ν. 2190/1920),

iii) την εντός προθεσμίας δέκα (10) ημερών από την ολοκλήρωση των διατυπώσεων δημοσιότητας του άρθρου 7β κ.ν. 2190/1920 δημοσίευση περίληψης του σχεδίου σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα (άρθρο 70 παράγρ. 1 κ.ν. 2190/1920),

iv) τη διενέργεια κάθε άλλης νόμιμης πράξης, ενέργειας και δήλωσης για την ολοκλήρωση της συγχώνευσης με απορρόφηση.

Ολόκληρο το κείμενο του εγκριθέντος σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης παρατίθεται στο πρακτικό του Δ.Σ., που υπογράφεται από τα μέλη του.

Ειδικότερα, οι κατ' άρθρο 7β κ.ν. 2190/1920 οριζόμενες διατυπώσεις δημοσιότητας περιλαμβάνουν:

την υποβολή στο Υπουργείο Ανάπτυξης επικυρωμένου αντιγράφου του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης για καταχώρηση στο Μ.Α.Ε., με σχετική αίτηση υπογεγραμμένη από το νόμιμο εκπρόσωπο καθεμιάς εταιρείας(19),

την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης, και

τη δημοσίευση στο Φ.Ε.Κ., τεύχος Ανωνύμων Εταιρειών & Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης ανακοίνωσης για την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε.

Υπενθυμίζεται ότι, εντός προθεσμίας ενός (1) μηνός από τη δημοσίευση περίληψης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης σε οικονομική εφημερίδα, οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών, των οποίων οι απαιτήσεις γεννήθηκαν πριν από την ημερομηνία δημοσίευσης και δεν είχαν καταστεί ληξιπρόθεσμες κατά την ημερομηνία εκείνη, δικαιούνται να ζητήσουν επαρκείς εγγυήσεις, εφόσον η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιρειών καθιστά αναγκαία την προστασία αυτή και δεν χορηγήθηκαν οι παραπάνω εγγυήσεις (άρθρο 70 παράγρ. 2 κ.ν. 2190/1920). Ειδικές διατάξεις ισχύουν: α) για ομολογιούχους δανειστές οι οποίοι, εφόσον υφίστανται, θα πρέπει επίσης να εγκρίνουν τη συγχώνευση (άρθρο 70 παράγρ. 4 και 72 κ.ν. 2190/1920), και β) κατόχους ιδρυτικών τίτλων οι οποίοι, εκτός αντίθετης συμφωνίας, θα λάβουν από την απορροφώσα εταιρεία τα ίδια δικαιώματα που είχαν στην απορροφώμενη.



Περαιτέρω, ένα (1) τουλάχιστον μήνα πριν από τη συνεδρίαση της Γ.Σ. που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση κατατίθεται στο Υπουργείο Ανάπτυξης επικυρωμένο αντίγραφο της Έκθεσης του Δ.Σ. καθεμιάς εταιρείας, μαζί με αίτηση του νόμιμου εκπρόσωπου της, ώστε να εγκριθεί και να καταχωρηθεί στο Μ.Α.Ε. (άρθρα 69 παράγρ. 4 και 73 παράγρ. 1 εδ. ε' κ.ν. 2190/1920). Στην περίπτωση της Έκθεσης, δεν απαιτείται δημοσίευση ανακοίνωσης στο Φ.Ε.Κ. (τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε.). Τέλος, στην περίπτωση εισηγμένων εταιρειών, απαιτείται ενημέρωση των χρηματοπιστηριακών αρχών για το εγκριθέν σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και τους ουσιώδεις όρους του, όπως ενδεικτικά για τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών, συμμετοχή στα κέρδη, κ.λπ.)(20). Ομοίως, κατά τον ίδιο χρόνο, η απορροφώμενη εταιρεία οφείλει να ανακοινώσει στους εκπρόσωπους των εργαζομένων την πρόθεσή της να συγχωνευθεί με απορρόφηση και να τους πληροφορήσει για τις συνέπειες της συγχώνευσης(21).

4. Υποβολή στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. δήλωσης φόρου εισοδήματος για το αποτέλεσμα που προέκυψε βάσει του ισολογισμού μετασχηματισμού μέσα σε προθεσμία 4,5 μηνών από την ημερομηνία σύνταξής του (άρθρο 107 παράγρ. 2 εδ. α' ν. 2238/1994). Υπενθυμίζεται ότι, και μετά τη σύνταξη του ισολογισμού μετασχηματισμού, η απορροφώμενη εταιρεία εξακολουθεί να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο, να διενεργεί συναλλαγές στο όνομα της και να εκδίδει τα υπό του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων προβλεπόμενα στοιχεία αξίας.

5. Στην περίπτωση που οι πλέον πρόσφατες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες φέρουν ημερομηνία λήξης χρήσης απέχουσα περισσότερο από έξι (6) μήνες από την ημερομηνία του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, καταρτίζεται λογιστική κατάσταση (προσωρινός ισολογισμός) για το μεσολαβούν χρονικό διάστημα και τίθεται υπόψη των μετόχων της(22). Η σύνταξη της λογιστικής αυτής κατάστασης δεν μπορεί να προηγείται της υπογραφής του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης περισσότερο από τρεις μήνες (άρθρο 73 παράγρ. 1 εδ. γ' και 2 κ.ν. 2190/1920). Επίσης, στην περίπτωση που δεν έχει ολοκληρωθεί η συγχώνευση μέχρι την ημερομηνία της ετήσιας τακτικής γενικής συνέλευσης της απορροφώμενης εταιρείας, το διοικητικό συμβούλιο της θα πρέπει να συγκαλέσει αυτή με θέμα την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων της παρελθούσας χρήσης, την απαλλαγή των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των ελεγκτών από κάθε ευθύνη, κ.λπ.

6. Συνεδρίαση του Δ.Σ. καθεμιάς εταιρείας με θέμα τη διατύπωση πρόσκλησης στους μετόχους για τη σύγκληση γενικής συνέλευσης(23). Η πρόσκληση θα περιλαμβάνει τα εξής ενδεικτικά θέματα:

Α. Προκειμένου για την Απορροφώσα Εταιρεία

- (α) Έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης με απορρόφηση, της Έκθεσης του Δ.Σ. και των λοιπών μέχρι τούδε ενεργειών των μελών του,
- (β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά το ποσό της εισφερόμενης περιουσίας της απορροφώμενης εταιρείας(24) (ήτοι του μετοχικού κεφαλαίου)(25) και τροποποίηση του αντίστοιχου άρθρου του καταστατικού,
- (γ) Τροποποίηση των λοιπών άρθρων του καταστατικού που ενδεχομένως απαιτούνται για τη συγχώνευση, όπως ενδεικτικά της επωνυμίας(26), της έδρας της εταιρείας (οπότε απαιτείται γνωστοποίηση στην αρμόδια Δ.Ο.Υ.), κ.λπ.,
- (δ) Κωδικοποίηση του καταστατικού σε νέο κείμενο με τις τροποποιήσεις που επήλθαν,
- (ε) Ορισμός εκπροσώπων για την υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης και τη διενέργεια κάθε άλλης πράξης, ενέργειας ή δήλωσης που απαιτείται για την ολοκλήρωση αυτής.

Η Γ.Σ. της απορροφώσας εταιρείας αποφασίζει με την αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παράγρ. 3-4 και 31 παράγρ. 2 κ.ν. 2190/1920(27), δηλ. με απαρτία 2/3 του καταβεβλημένου κεφαλαίου και, ελλείψει αυτού, με κλιμακωτή απαρτία 1/2 ή 1/3. Η κατά νόμο απαιτούμενη πλειοψηφία ανέρχεται στα 2/3 του παριστάμενου ή εκπροσωπούμενου μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση που υφίστανται περισσότερες κατηγορίες μετοχών (π.χ. κοινές ονομαστικές και προνομιούχες) ή τυχόν ομολογιούχοι δανειστές, απαιτείται η έγκριση καθεμιάς κατηγορίας που παρέχεται σε ιδιαίτερη συνεδρίαση (άρθρο 70 παράγρ. 4 και 72 παράγρ. 2 κ.ν. 2190/1920).

Κατά τα λοιπά, η Γ.Σ. συγκαλείται κατά τις συνήθεις διατάξεις του καταστατικού και του νόμου, δηλ. με διατύπωση πρόσκλησης από το Δ.Σ., υποβολή αντιγράφου της πρόσκλησης στο Υπουργείο Ανάπτυξης, δημοσίευση αυτής στο Φ.Ε.Κ. και τις προβλεπόμενες από το νόμο εφημερίδες(28), κ.λπ.



Τονίζεται ότι το Διοικητικό Συμβούλιο κατά την εισήγησή του προς τους μετόχους οφείλει να αναφερθεί στα κύρια σημεία της έκθεσης της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ή, άλλως, του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή ή της επιτροπής του άρθρου 9 κν. 2190/1920, και να μνημονεύσει τα πορίσματα του τυχόν ορισθέντος εκτιμητή. Με τον τρόπο αυτό, η Γ.Σ. θα μπορέσει να μορφώσει ακριβή άποψη για την προτεινόμενη αναλογία συμμετοχής της απορροφώμενης εταιρείας στο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας. Περαιτέρω, στην ίδια συνεδρίαση, θα αναγνωστεί η Έκθεση του Δ.Σ.(29).

Β. Προκειμένου για την Απορροφώμενη Εταιρεία

(α) έγκριση του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης με απορρόφηση και της Έκθεσης του Δ.Σ.,

(β) ορισμός εκπροσώπων για την υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης και τη διενέργεια κάθε άλλης πράξης, ενέργειας ή δήλωσης που απαιτείται για την ολοκλήρωση αυτής.

Και στην περίπτωση της απορροφώμενης εταιρείας, ισχύουν ανάλογα οι παρατηρήσεις μας για τις διατυπώσεις σύγκλησης της Γ.Σ. και των τυχόν ειδικών συνελεύσεων των ομολογιούχων δανειστών και λοιπών κατηγοριών μετόχων, την ανάγνωση των κύριων σημείων της έκθεσης της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ή του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή ή της επιτροπής του άρθρου 9 κ.ν. 2190/1920, μετά του πορίσματος της εκτιμητικής εταιρείας, κ.λπ.

7. Σημειώνουμε ότι ένα (1) τουλάχιστον μήνα πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης των Γ.Σ. για την έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, καθένας μέτοχος των συγχωνευόμενων εταιρειών μπορεί να λάβει γνώση και, αν επιθυμεί, αντίγραφα των παρακάτω εγγράφων και καταστάσεων (άρθρο 73 παράγρ. 1 κ.ν. 2190/1920):

(α) του σχεδίου της σύμβασης συγχώνευσης,

(β) των ετήσιων (εγκεκριμένων) οικονομικών καταστάσεων καθώς και των εκθέσεων διαχείρισης του Δ.Σ. των τελευταίων τριών (3) ετών,

(γ) της Έκθεσης του Δ.Σ. που δικαιολογεί, από νομικής και οικονομικής άποψης, τη συγχώνευση,

(δ) της έκθεσης ελέγχου της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. ή, κατά περίπτωση, του

πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή ή της επιτροπής του άρθρου 9 κ.ν. 2190/1920,

(ε) της προσωρινής λογιστικής κατάστασης (εφόσον έχει συνταχθεί)(30), και (στ) του πορίσματος της εκτιμητικής επιτροπής (εφόσον έχει συνταχθεί).

Τούτο σημαίνει ότι καθεμιά εταιρεία θα πρέπει έγκαιρα να φροντίσει για την προετοιμασία και διάθεση των ανωτέρω εγγράφων στους ενδιαφερόμενους. Εάν η Έκθεση του Δ.Σ. καθεμιάς εταιρείας δεν έχει καταχωρηθεί στο Μ.Α.Ε. ένα (1) τουλάχιστον μήνα πριν από τη γενική συνέλευση, η τελευταία δεν δύναται έγκυρα να αποφασίσει για τη συγχώνευση.

8. Εάν η απορροφώσα εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α., απαιτείται επιπλέον γνωστοποίηση των προτεινόμενων τροποποιήσεων του καταστατικού στο Χ.Α.Α.(31).

9. Έγκριση από τις γενικές συνελεύσεις των δύο εταιρειών του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, σύμφωνα με το περιεχόμενο της διατυπωθείσας πρόσκλησης στους μετόχους. Στην πράξη συνηθίζεται η κατάρτιση έτοιμης για υπογραφή συμβολαιογραφικής πράξης για τη συγχώνευση, η οποία ακολούθως τίθεται ανυπόγραφη υπόψη των γενικών συνελεύσεων και, αφού εγκριθεί, μονογράφεται κατά φύλλο από τον Πρόεδρο και Γραμματέα της Γ.Σ. καθεμιάς εταιρείας και υπογράφεται ενώπιον συμβολαιογράφου από τα εξουσιοδοτημένα πρόσωπα(32).

10. Υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης από τους εκπροσώπους των δύο εταιρειών, στην οποία προσαρτώνται τα αρνητικά φύλλα ελέγχου της αρμόδιας Δ.Ο.Υ. σχετικά με το φόρο μεταβίβασης καθενός ακινήτου της απορροφώμενης εταιρείας (Φ.Μ.Α.)(33), υπεραξίας καθενός αυτοκινήτου, κ.λπ., οι υπεύθυνες δηλώσεις του ν. 1599/1986 ότι δεν προβλήθηκαν εμπρόθεσμα κατά της συγχώνευσης αντιρρήσεις από τους πιστωτές των εταιρειών ή, άλλως, ότι οι προβληθείσες αντιρρήσεις επιλύθηκαν, πιστοποιητικό φορολογικής ενημερότητας, κ.λπ.

Επισημαίνεται ότι η συμβολαιογραφική πράξη θα αναγράφει λεπτομερώς όλα τα μεταβιβαζόμενα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας(34), για ορισμένα από τα οποία απαιτείται η τήρηση ιδιαίτερων διατυπώσεων μεταβίβασης, όπως ακίνητα(35), ονομαστικές μετοχές, δικαιώματα επί σημάτων, άδειες λειτουργίας-εκμετάλλευσης, κ.λπ. Υπενθυμίζεται, επίσης, ότι η



απορροφώμενη εταιρεία θα πρέπει να ελέγξει αν διαθέτει στο χαρτοφυλάκιο της μετοχές ή άλλους τίτλους αμεταβίβαστους εξ' ολοκλήρου ή για ορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. βάσει ν.δ. 1297/1972, ν. 1262/1982, ν. 1892/1990, άρθρου 3 παράγρ. 8 κ.ν. 2190/1920, βάσει ενοχικών συμφωνιών, κ.λπ.). Αναφορικά με μετοχές της απορροφώμενης εταιρείας, που κατέχει είτε η ίδια η εταιρεία είτε η απορροφώσα είτε τρίτα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό των εταιρειών αυτών, εφαρμόζεται το άρθρο 75 παράγρ. 4 κ.ν. 2190/1920, ήτοι δεν συνυπολογίζονται στη σχέση ανταλλαγής των μετοχών. Τέλος, σημειώνεται ότι η συμβολαιογραφική πράξη θα πρέπει ρητά να αναγράφει ότι η παρούσα συγχώνευση με απορρόφηση διεξάγεται κατά τις διατάξεις του ν. 2166/1993, την εφαρμογή των οποίων και επικαλείται και στις διατυπώσεις του οποίου νόμου υποβάλλεται.

11. Ενημέρωση(36) του κοινού από την απορροφώσα εταιρεία για τις μεταβολές που επήλθαν στη μετοχική σύνθεσή της(37). Γνωστοποίηση, επίσης, από κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, του οποίου το ποσοστό συμμετοχής στα μετά ψήφου δικαιώματα της απορροφώσας εταιρείας ανήλθε, κατήλθε ή υπερέβη το όριο των 10%, 20%, 1/3, 50% ή 2/3 επί του συνόλου των δικαιωμάτων αυτών, του γεγονότος αυτού στην εταιρεία και το Χ.Α.Α. Η γνωστοποίηση διενεργείται μέσα σε αποκλειστική προθεσμία πέντε (5) ημερολογιακών ημερών από την επόμενη της υπογραφής της συμβολαιογραφικής πράξης(38).

12. Γνωστοποίηση από καθεμιά εταιρεία, όπου απαιτείται κατά νόμο, του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης στην Επιτροπή Ανταγωνισμού εντός της προθεσμίας των άρθρων 4α ή 4β ν. 703/1977(39).

13. Υποβολή στο Υπουργείο Ανάπτυξης από καθεμιά εταιρεία των παρακάτω εγγράφων και πιστοποιητικών για έγκριση και καταχώρηση στο Μ.Α.Ε., καθώς και δημοσίευση ανακοίνωσης στο Φ.Ε.Κ. (τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

(α) Κυρωμένου αντιγράφου των πρακτικών του Δ.Σ. με το οποίο συγκλήθηκε η Γ.Σ. η οποία ενέκρινε τη συγχώνευση, καθώς και του φύλλου εφημερίδας της κυβέρνησης και των εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύθηκε η πρόσκληση.

(β) Κυρωμένου αντιγράφου της Γ.Σ., στην οποία αποφασίστηκε η συγχώνευση, τροποποιήθηκε το καταστατικό(40) και κωδικοποιήθηκε(41) σε ενιαίο κείμενο.

(γ) Κυρωμένου αντιγράφου της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης και της συνημμένης σ' αυτή υπεύθυνης δήλωσης του ν. 1599/1986 σχετικά με την μη

προβολή απαιτήσεων εκ μέρους των πιστωτών ή άλλως της επίλυσής τους.

(δ) Μελέτης βιωσιμότητας της απορροφώσας εταιρείας, προκειμένου για συγχώνευση ασφαλιστικών εταιρειών(42).

14. Εξουσιοδότηση σε μέλη ή/και σε τρίτους για την υπογραφή του ενημερωτικού δελτίου, υποβολή στο Χ.Α.Α. για έγκριση και, γενικά, τη διενέργεια κάθε πράξης ή δήλωσης που απαιτείται για το σκοπό αυτό.

15. Μετά την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης, όλες οι πράξεις και συναλλαγές της απορροφώμενης εταιρείας από την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού μετασχηματισμού μέχρι την καταχώρηση της ανωτέρω απόφασης μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή στα βιβλία της απορροφώσας και αποτελούν τμήμα των αποτελεσμάτων της οικείας χρήσης (άρθρο 2 παράγρ. 6 ν. 2166/1993). Κατά τα λοιπά, η απορροφώσα εταιρεία εξακολουθεί να υπέχει, από πλευράς Κ.Β.Σ., τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης εταιρείας(43).

16. Μετά την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. της εγκριτικής απόφασης του Υπουργείου Ανάπτυξης επέρχονται αυτοδικαία οι παρακάτω συνέπειες τόσο για τις συγχωνευόμενες εταιρείες όσο και για τους τρίτους (άρθρο 75 κ.ν. 2190/1920):

Η απορροφώσα εταιρεία υποκαθίσταται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης εταιρείας(44), η δε μεταβίβαση αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή(45).

Οι μέτοχοι της απορροφώμενης καθίστανται μέτοχοι της απορροφώσας.

Η απορροφώμενη εταιρεία παύει να υπάρχει και οι τυχόν εκκρεμείς δίκες της συνεχίζονται, χωρίς καμμία ιδιαίτερη διατύπωση, από την απορροφώσα εταιρεία.

17. Εντός προθεσμίας δέκα (10) ημερών από την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε., η απορροφώμενη εταιρεία υποβάλλει στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. δήλωση διακοπής δραστηριοτήτων εισοδήματος και προβαίνει σε ακύρωση των βιβλίων και στοιχείων από το τμήμα Κ.Β.Σ.

18. Έγκριση και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου σύμφωνα με τις διατάξεις του π.δ. 348/1985(46).

19. Εντός προθεσμίας δύο (2) μηνών από την καταχώρηση στο Μ.Α.Ε. του πρακτικού της Γ.Σ. για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την έγκριση του

Υπουργείου Ανάπτυξης συνεδριάζει το Δ.Σ. της απορροφώσας εταιρείας για να πιστοποιήσει την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 11 παρ. 2 κ.ν. 2190/1920). Επικυρωμένο αντίγραφο του οικείου πρακτικού καταχωρείται στο Μ.Α.Ε. και σχετική ανακοίνωση δημοσιεύεται στο Φ.Ε.Κ. (τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

20. Σύγκληση του Δ.Σ. της απορροφώσας εταιρείας (εφόσον είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.) για να εξουσιοδοτήσει ένα ή περισσότερα μέλη να έρθουν σε επαφή με την Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων σχετικά με την έκδοση αποθετηρίων τίτλων(47) υπέρ των νέων μετόχων, παράδοση των νεοεκδιδόμενων τίτλων κατά τη συμφωνηθείσα αναλογία στους καινούριους μετόχους έναντι απόδοσης και καταστροφής των παλαιών, γνωστοποίηση της ημερομηνίας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών στο Χ.Α.Α., κ.λπ.

21. Η πρώτη, μετά τη συγχώνευση, τακτική Γ.Σ. της ενιαίας πλέον εταιρείας θα πρέπει να συμπεριλάβει μεταξύ των θεμάτων ημερήσιας διάταξης την έγκριση του ισολογισμού μετασχηματισμού και την απαλλαγή των μελών του Δ.Σ. και των ελεγκτών της απορροφώμενης εταιρείας για τη διαχειριστική χρήση που έληξε(48)