



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ**

**Κωνσταντίνος Θ. Βαλσαμής**

**ΜΔΕ1903**

Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Β. Τσαγκαράκης

Πειραιάς, 2021

---

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

---

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Όνοματεπώνυμο: **Κωνσταντίνος Θ. Βαλαμής**

Ημερομηνία: **02.12.2021**

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή



*Στους γονείς μου,  
που σε κάθε βήμα μου ήταν και είναι πάντα δίπλα μου.*

*Και*

*Στην Έλενα,  
τη συνοδοιπόρο μου.*

# ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Κωνσταντίνος Θ. Βαλσαμής

Σημαντικοί Όροι: Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, Τράπεζες, Λειτουργική Επίδοση

---

## Περίληψη

---

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι να εξετάσει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) που έλαβαν χώρα εντός του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος, να αναλύσει και να εκτιμήσει τις λειτουργικές επιδόσεις τόσο πριν όσο και μετά τη ΣήΕ των εμπλεκόμενων σε αυτές πιστωτικών ιδρυμάτων και να καταλήξει εν τέλει σε συμπεράσματα σχετικά με τη επιτυχία και την επίτευξη των επιδιωκόμενων ωφελειών/συνεργειών. Συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της λειτουργικής επίδοσης, η οποία βασίζεται στα δημοσιευμένα λογιστικά δεδομένα και αξιολογεί τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των τραπεζών πριν και μετά τη συγχώνευση. Αναλυτικότερα, η παρούσα εργασία εστιάζει στη μελέτη της συγχώνευσης της Alpha Τράπεζας Πίστεως με την Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος και της εξαγοράς της Τράπεζας Εργασίας από τη Eurobank με την ανάλυση δεικτών κερδοφορίας & αποδοτικότητας, ρευστότητας, παραγωγικότητας, αποτελεσματικότητας, πιστωτικού κινδύνου & φερεγγυότητας.

---

## Κατάσταση Πινάκων, Διαγραμμάτων & Εικόνων

---

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1: Σ&Ε ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ (1 <sup>ο</sup> ΚΥΜΑ) .....	24
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2: Σ&Ε ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ (2 <sup>ο</sup> ΚΥΜΑ) .....	28
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1: ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	29
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3: ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΞ' ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ.....	31
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4: ΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ.....	32
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.5: ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ-ΜΕΛΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΩΝ ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ Ε.Ε.Τ. ....	33
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.6: ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΙΛΩΝ.....	35
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	36
ΕΙΚΟΝΑ 4.1: ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΜΕΘΟΔΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ.....	48
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & Η ΠΡΟΤΙΜΩΜΕΝΗ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΤΟΥΣ .....	72
ΕΙΚΟΝΑ 6.1: ΛΟΓΟΤΥΠΑ ALPHA BANK – ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ .....	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2: ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ALPHA ΠΙΣΤΕΩΣ & ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ .....	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ.....	79
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΙΣΤΕΩΣ.....	80
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ALPHA BANK.....	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6: ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΣΩΝ ΌΡΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΙΟΝΙΚΗΣ, ΠΙΣΤΕΩΣ & ALPHA BANK .....	82
ΕΙΚΟΝΑ 6.2: ΛΟΓΟΤΥΠΑ EFG EUROBANK – ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	83
ΕΙΚΟΝΑ 6.3: EFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ – ΠΟΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....	87
ΕΙΚΟΝΑ 6.4: Η ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΤΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ .....	88
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.7: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	93
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ EFG EUROBANK .....	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.9: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ EFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	95
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.10: ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΣΩΝ ΌΡΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ, EFG EUROBANK & EFG EUROBANK ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	96

---

## Πίνακας Περιεχομένων

---

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	<b>4</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ, ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ &amp; ΕΙΚΟΝΩΝ</b> .....	<b>1</b>
<b>ΚΕΦΆΛΑΙΟ 1</b> .....	<b>1</b>
<b>ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΈΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΈΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ</b> .....	<b>1</b>
1.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΕΙΔΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	1
1.1.1 Διάκριση Σ&Ε βάση Συσχέτισης Δραστηριοποιούμενων Κλάδων.....	2
1.1.2 Διάκριση Σ&Ε βάση Διοικητικής ή Μετοχικής Προθυμίας.....	3
1.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ .....	5
1.2.1 Άμεσες/Βραχυπρόθεσμες Επιδράσεις – Βραχυχρόνιες Συνέργειες .....	5
1.2.2 Μεσοπρόθεσμες Συνέργειες/Επιδράσεις.....	9
1.2.3 Μακροπρόθεσμες Συνέργειες/Επιδράσεις.....	10
1.3 ΑΝΤΙΚΙΝΗΤΡΑ & ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	11
1.3.1 Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	11
1.3.2 Αμυντικές Τακτικές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	14
1.4 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ Σ&Ε .....	17
<b>ΚΕΦΆΛΑΙΟ 2</b> .....	<b>21</b>
<b>ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b> .....	<b>21</b>
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΣΥΓΧΡΟΝΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	21
2.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	23
2.2.1 Πρώτο Κύμα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (1996-2007).....	23
2.2.2 Δεύτερο Κύμα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (2007-2014) .....	26
2.3 ΔΟΜΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	29
2.3.1 Δραστηριοποιούμενα Πιστωτικά ή Χρηματοδοτικά Ιδρύματα εντός του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος.....	30
2.3.2 Διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος.....	33
2.4 ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ & ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....	33
2.4.1 Ανθεκτικότητα.....	34
2.4.2 Αποδοτικότητα .....	34
2.4.3 Μόχλευση .....	35
<b>ΚΕΦΆΛΑΙΟ 3</b> .....	<b>37</b>
<b>ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΪΣΙΟ ΣΥΓΧΩΝΈΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ</b> .....	<b>37</b>
3.1 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΪΣΙΟ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ .....	37
3.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΆΡΘΡΟΥ 16 Ν.2515/1997.....	38
3.3 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΝΟΜΟΥ 4601/2019 .....	38
3.3.1 Συγχώνευση με Απορρόφηση (Άρθρο 16 Ν.2515/1997 & Άρθρα 6 έως 21 Ν.4601/2019) .	39
3.3.2 Συγχώνευση με Σύσταση Νέας Ανώνυμης Εταιρείας (Άρθρο 16 Ν.2515/1997 & Άρθρα 6 έως 21 Ν.4601/2019) .....	42
3.4 ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΒΑΣΗ ΤΟΥ Ν.3461/2006 .....	43
3.4.1 Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση (Άρθρο 7 Ν.3461/2006).....	43
3.4.2 Προαιρετική Δημόσια Πρόταση (Άρθρο 6 Ν.3461/2006) .....	44
3.4.3 Αντάλλαγμα (Άρθρο 9 Ν.3461/2006).....	44
3.4.4 Δημοσιοποίηση της Πρότασης Ενημέρωση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Άρθρο 10 Ν.3461/2006).....	45

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b> .....	<b>46</b>
<b>ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ</b> .....	<b>46</b>
4.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ (ACCOUNTING-BASED METHODOLOGY) .....	46
4.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDIES METHODOLOGY) .....	47
4.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΦΕΩΝ ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ (SURVEYS OF EXECUTIVES METHODOLOGY) .....	49
4.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΥ ΣΥΝΟΡΟΥ (EFFICIENT FRONTIER APPROACHES) .....	50
4.4.1 Μη-Παραμετρικές Προσεγγίσεις .....	50
4.4.2 Παραμετρικές Προσεγγίσεις .....	51
4.4.3 X-Efficiency & X-Inefficiency .....	52
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</b> .....	<b>54</b>
<b>ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b> .....	<b>54</b>
5.1 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ .....	54
5.2 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ & ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ: ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	57
5.3 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ & ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ: ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	60
5.4 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ & ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ Σ&Ε ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ: ΆΛΛΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ .....	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6</b> .....	<b>66</b>
<b>ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ - ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ: ALPHA ΤΡΆΠΕΖΑ ΠΪΣΤΕΩΣ – ΙΟΝΙΚΗ &amp; ΛΑΪΚΗ ΤΡΆΠΕΖΑ, EFG EUROBANK – ΤΡΆΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</b> .....	<b>66</b>
6.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ – ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ Σ&Ε .....	66
6.1.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας & Αποδοτικότητας .....	67
6.1.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας .....	69
6.1.3 Αριθμοδείκτες Παραγωγικότητας .....	69
6.1.4 Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας .....	70
6.1.5 Αριθμοδείκτες Πιστωτικού Κινδύνου & Φερεγγυότητας .....	71
6.2 ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ – ΙΟΝΙΚΗ & ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ .....	73
6.2.1 Απόφαση Επιτροπής Ανταγωνισμού 67/II/1999 .....	73
6.2.2 Διαδικασία Πραγματοποίησης Συγχώνευσης .....	74
6.2.3 Επιτευχθέντα Πλεονεκτήματα & Συνέργειες .....	76
6.2.4 Ανάλυση & Αξιολόγηση Συγχώνευσης .....	78
6.3 EFG EUROBANK – ΤΡΆΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	83
6.3.1 Διαδικασία Πραγματοποίησης Εξαγοράς .....	83
6.3.2 Λόγοι Πραγματοποίησης Εξαγοράς .....	86
6.3.3 Δυσκολίες & Αντιδράσεις περί της Εξαγοράς .....	89
6.3.4 Ανάλυση & Αξιολόγηση Εξαγοράς .....	90
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7</b> .....	<b>97</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	<b>97</b>
7.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΙΣΤΕΩΣ - ΙΟΝΙΚΗΣ & ΛΑΪΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ .....	97
7.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΞΑΓΟΡΑΣ EFG EUROBANK - ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	98
<b>ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>100</b>
<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>103</b>

---

## **Κεφάλαιο 1**

### **Θεωρητική Προσέγγιση Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

---

Έναν από τους μεγαλύτερους "πονοκεφάλους" των Διοικητικών Συμβουλίων αποτελεί η απόφαση μίας πιθανής εμπλοκής σε πράξη Σ&Ε, τόσο αν αυτά βρίσκονται από την πλευρά του προσφέροντα-αγοραστή όσο, και ίσως χειρότερα, αν βρίσκονται στη θέση του ενδεχόμενου στόχου. Σε κάθε περίπτωση είναι γνωστό ότι η ολοκλήρωση ή μη τέτοιων συμφωνιών προμηνύουν τεράστιες αλλαγές τόσο σε επίπεδο εταιρειών όσο και κλάδου καθώς επιφέρουν δραματικές αλλαγές στα δεδομένα και στις δομές των εταιρειών που με τη σειρά τους προκαλούν αναταραχή στις ισορροπίες του κλάδου και εν τέλει μετασχηματισμό των συνθηκών εντός του. Συνεπώς, στις ακόλουθες ενότητες του παρόντος κεφαλαίου θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν οι κύριοι όροι και συνθήκες που διέπουν πράξεις Σ&Ε όπως τα είδη, τα κίνητρα και οι αποτυχίες καθώς και οι μέθοδοι χρηματοδότησης αυτών των συναλλαγών.

#### **1.1 Διάκριση Ειδών Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Διαχρονικά και διεθνώς, οι πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη των οικονομιών, βάση των εκάστοτε επικρατουσών νέων συνθηκών που επέβαλαν τόσο η παγκοσμιοποίηση και οι επαναστάσεις στο χώρο των μεταφορών και της τεχνολογίας όσο όμως και οι οικονομικές κρίσεις. Για την προσαρμογή των διαφόρων δραστηριοτήτων επιχειρήσεων, οι ειδικοί ανά περίπτωση καλούνταν να εφαρμόσουν-εφεύρουν και νέους τρόπους Σ&Ε τόσο για την αποφυγή εμποδίων από τις ίδιες τις εξαγοραζόμενες εταιρίες όσο και νομικών και κανονιστικών εμποδίων. Τα είδη Σ&Ε που έχουν εμφανιστεί και εφαρμοστεί ανά τα χρόνια περιγράφονται και αναλύονται διεξοδικά παρακάτω. Πέραν των διαφόρων τύπων και νομικών υποστάσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών που αναλύονται παρακάτω στο Κεφάλαιο 3 οι συμφωνίες Σ&Ε δύναται διαχωριστούν βάση και άλλων κατηγοριοποιήσεων.



### 1.1.1 Διάκριση Σ&Ε βάση Συσχέτισης Δραστηριοποιούμενων Κλάδων

Το κυριότερο είδος διάκρισης των Σ&Ε αφορά τους επιχειρηματικούς τομείς των εμπλεκόμενων εταιρειών. Συγκεκριμένα και σύμφωνα με τον κλάδο δραστηριοποίησης τους οι πράξεις Σ&Ε διακρίνονται σε **κάθετες** και **οριζόντιες**. Ειδικότερα, όταν οι δύο εταιρείες λειτουργούν στο ίδιο κλάδο, η συναλλαγή θεωρείται **οριζόντια**, δηλαδή αφορά τις προσπάθειες μιας εταιρείας (περιπτώσεις εξαγορών) ή δύο εταιρειών (περιπτώσεις συγχωνεύσεων) να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους εντός του κλάδου ή να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε νέες τοποθεσίες. Όταν η αποκτώσα εταιρεία και η εταιρεία-στόχος δεν ανήκουν στον ίδιο τομέα, η συγχώνευση ή η εξαγορά θεωρείται **κάθετη** και αντικατοπτρίζει τη στρατηγική της αποκτώσας εταιρείας για την είσοδο σε νέους επιχειρηματικούς κλάδους.

#### → **Κάθετες ή Ασυσχέτιστες Σ&Ε (Vertical or Conglomerate M&As)**

Οι κάθετες συγχωνεύσεις σχετίζονται κυρίως με τη σταθερότητα και αποδοτικότητα της εταιρείας εντός της εφοδιαστικής αλυσίδας καθώς και με την μείωση του κινδύνου λόγω της επιχειρησιακής ολοκλήρωσης της και την αποφυγή εξόδων τρίτων (Third party expenses).<sup>1</sup> Επίσης συνήθως οι κάθετες συγχωνεύσεις αποτελούν και «ασυσχέτιστες» (conglomerate mergers)<sup>2</sup>. Αναλυτικότερα, μια κάθετη συγχώνευση μπορεί να χωριστεί περαιτέρω, σε κάθετες συγχωνεύσεις «**προς τα εμπρός**» ή «**προς τα πίσω**». Η πρώτη επιτρέπει τη διατήρηση εμπορικών κερδών εντός της εταιρείας (π.χ. εξαγορά διανομέων) και η δεύτερη βοηθά την εταιρεία να αναλάβει προκαταρκτικές παραγωγικές δραστηριότητες, για τις οποίες συνήθιζε να πληρώνει τρίτους (π.χ. εξαγορά προμηθευτών).

**Ασυσχέτιστες** Συγχωνεύσεις ή Εξαγορές αναφορικά αποτελούν οι συμφωνίες μεταξύ εταιρειών διαφορετικών κλάδων. Αναλυτικότερα, οι περιπτώσεις όπου διενεργούνται πράξεις ενοποίησης μεταξύ εταιρειών διαφορετικών κλάδων αποτελούν Ασυσχέτιστες Σ&Ε. Τέτοιες συμφωνίες προτείνονται όταν συνήθως ή αγοράστρια εταιρεία έχει πλεονάζοντα κεφάλαια και μικρές επενδυτικές ευκαιρίες εντός του δραστηριοποιούμενου κλάδου της ή θέλει να μειώσει την έκθεση της στον επιχειρηματικό κίνδυνο και τον διασπείρει πραγματοποιώντας ανοίγματα και σε άλλους κλάδους.

<sup>1</sup> (Γιοβάνης, Παντελίδης, Κανακάρης & Παζάρσκης, 2014)

<sup>2</sup> (Rompotis, 2014)

## → **Οριζόντιες Σ&Ε (Horizontal M&As)**

Στην περίπτωση οριζόντιων συγχωνεύσεων και εξαγορών, η ποικιλία των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών δεν αλλάζει σημαντικά. Αναλυτικά, οι πράξεις οριζόντιων Σ&Ε αναφέρονται στην ανάπτυξη εταιρειών μέσω συμφωνιών ενοποίησης ή δημιουργίας νέων συναφών εταιρειών με δραστηριότητα στο ίδιο επίπεδο της παραγωγικής αλυσίδας<sup>3</sup>. Όμως, τέτοιες συναλλαγές ενδέχεται να επιφέρουν μακροπρόθεσμα αρνητικές επιπτώσεις στην κοινωνία και στην οικονομία. Αυτό συμβαίνει διότι οδηγούν σε μείωση του υγιούς ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων, η οποία με τη σειρά της εμποδίζει τον εξορθολογισμό των τιμών που επιβάλλονται και τη βελτίωση της ποιότητας των προσφερόμενων αγαθών και υπηρεσιών με αποτέλεσμα την ανάπτυξη μονοπωλιακών ή ολιγοπωλιακών αγορών, με αρνητικές συνέπειες για την κοινωνική ευημερία.

### **1.1.2 Διάκριση Σ&Ε βάση Διοικητικής ή Μετοχικής Προθυμίας**

Μια ακόμη διάκριση των πράξεων Σ&Ε σχετίζεται με την προθυμότητα των στελεχών των υπό ενοποίηση εταιρειών για συμμετοχή και ολοκλήρωση τέτοιων συναλλαγών. Κατά κύριο λόγο η συγκεκριμένη διάκριση εμφανίζεται σε περιπτώσεις εξαγορών, ενώ σπανίως συναντάται σε συγχωνεύσεις, και διαχωρίζει τις πράξεις αυτές σε **φιλικές** ή **εχθρικές**. Συγκεκριμένα ο προσδιορισμός μιας εξαγοράς ως φιλικής ή εχθρικής εξαρτάται από το αν η διοίκηση ή οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου συναινούν στη συμφωνία ή όχι. Σε περίπτωση που οι διοικούντες της εξαγοραζόμενης εταιρείας δεν συμφωνούν με το προσφερόμενο αντάλλαγμα ή δεν διατίθενται να συμμετέχουν στην συμφωνία, και καθώς η εξαγοράστρια επιθυμεί και συνεχίζει να κινείται προς την απόκτηση του απόλυτου ελέγχου της εταιρείας-στόχου, η συμφωνία χαρακτηρίζεται ως εχθρική. Σε αντίθετη περίπτωση και με την σύμφωνη γνώμη των εμπλεκόμενων Δ.Σ. για ολοκλήρωση της εκάστοτε ενοποίησης η συμφωνία θεωρείται φιλική.

## → **Φιλικές Σ&Ε (Friendly M&A's)**

Οι περιπτώσεις των φιλικών Σ&Ε διακρίνονται εύκολα καθώς εξαρτώνται σημαντικά από τον τρόπο με τον οποίο η προτεινόμενη συμφωνία κοινοποιείται και γίνεται αντιληπτή από το Διοικητικό Συμβούλιο, τους υπαλλήλους και τους μετόχους της εταιρείας-στόχου.

---

<sup>3</sup> (Παπαδάκης, 2016)

Συγκεκριμένα, η εξαγοράστρια εταιρεία αρχικά υποβάλλει προσφορά εξαγοράς και εν συνεχεία η διοίκηση της εταιρείας-στόχου εφόσον είναι πρόθυμη να συμμετέχει στην εξαγορά προβαίνει σε διαπραγματεύσεις για βελτίωση της πρότασης. Με την ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων μεταξύ των διοικήσεων των δύο υπό ενοποίηση εταιρειών και με τη σύμφωνη γνώμη των μετόχων και των ρυθμιστικών αρχών το Διοικητικό Συμβούλιο της εξαγοραζόμενης προβαίνει σε δημόσια αποδοχή της πρότασης, τόσο του ανταλλάγματος που μπορεί να περιλαμβάνει μετρητά, μετοχές ή ένα συνδυασμό των δύο, όσο και των όρων της συμφωνίας. Γενικότερα η πρόθυμη στάση της διοίκησης της εκάστοτε εξαγοραζόμενης εταιρείας απέναντι σε μια πρόταση εξαγοράς καθιστά την συμφωνία φιλική ενώ κατά βάσει αυτού του τύπου εξαγορές επιλέγονται και από τις δύο εταιρείες καθώς τους επιφέρει αμοιβαία οφέλη, τόσο στο αντάλλαγμα όσο και στην ομαλότερη ενοποίηση και σταθερότητα του νέου σχήματος. Στις πράξεις Σ&Ε που έχουν παρατηρηθεί στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο οι φιλικές εξαγορές αποτελούν την πλειοψηφία καθώς κατα κύριο λόγο οι εξαγοραζόμενες αποτελούσαν μικρά τραπεζικά ιδρύματα με μικρές προοπτικές ανάπτυξης.

#### → **Εχθρικές Σ&Ε (Hostile M&A's)**

Στη περίπτωση εχθρικών εξαγορών, τα δεδομένα διαφέρουν σε πολλά σημεία σε σχέση με τις φιλικές. Παρότι συνήθως οι εξαγοράστριες ξεκινούν τις διαδικασίες με φιλικές προθέσεις, αρκετές φορές έχει παρατηρηθεί οι διοικούντες των στοχευόμενων να αντιδρούν εχθρικά. Συνήθως εχθρικές προθέσεις από τη πλευρά των στοχευόμενων προκύπτουν όταν οι υπό ενοποίηση εταιρείες είναι ισάξιες ή η εταιρεία-στόχος έχει μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης από την εξαγοράστρια. Ωστόσο, η αρνητική στάση της εξαγοραζόμενης έχει σαν συνέπεια η εξαγοράστρια να στρέφεται σε άλλες μεθόδους απόκτησης του ενδιαφερόμενου ποσοστού των μετοχών της εταιρείας-στόχου. Τέτοιες μέθοδοι αποτελούν είτε η έμμεση αγορά των μετοχών από το Χρηματιστήριο είτε η άμεση αγορά του επιδιωκόμενου μετοχικού κεφαλαίου μέσω Δημόσιας Προσφοράς και μέχρι της απόκτησης του 51% του μετοχικού κεφαλαίου της στοχευόμενης, με σκοπό τον πλήρη έλεγχο της. Φυσικά οι διοικούντες της εξαγοραζόμενης καθ' όλη τη διάρκεια προβαίνουν συνεχώς σε πράξεις αμυντικών τακτικών και στρατηγική αποφυγής της συγκεκριμένης ανεπιθύμητης συμφωνίας με στόχο τη διακράτηση της εταιρείας στα χέρια τους.

Επιπλέον, μια από τις σημαντικότερες διακρίσεις Σ&Ε αποτελεί η διάκριση βάσει του τρόπου εύρεσης των απαιτούμενων κεφαλαίων και της μεθόδου χρηματοδότησης. Ωστόσο, λόγω της παράθεσης διεξοδικής ανάλυσης των μεθόδων αυτών σε παρακάτω

υποενότητα του παρόντος κεφαλαίου θα παρουσιαστούν εκεί όλα τα δεδομένα, τα χαρακτηριστικά και οι λόγοι επιλογής τους.

Τέλος, πέραν των ανωτέρω συχνά παρατηρούμενων ειδών Σ&Ε, δύναται να παρατηρηθούν και κάποιοι πιο σπάνιοι όροι ειδών Σ&Ε. Αναφορικά οι έννοιες “**demerger**”, “**spin-off**” και “**spin-out**” συνιστούν ένα είδος Σ&Ε που χρησιμοποιούνται σε περιπτώσεις εταιρειών που διαχωρίζονται σε δύο ή παραπάνω κομμάτια δημιουργώντας ξεχωριστές εταιρείες για κάθε αποσπασμένο μέρος.

## **1.2 Κίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Η έρευνα και συνάμα η βιβλιογραφία γύρω από το επιστημονικό πεδίο των συγχωνεύσεων και εξαγορών έχουν φροντίσει να αποκαλύψουν ένα ευρύ φάσμα κινήτρων και λόγων σχετικά με το γιατί οι εταιρείες συμμετέχουν σε τέτοιες εταιρικές συμφωνίες. Το κυρίαρχο σκεπτικό πίσω από την απόφαση εμπλοκής σε πράξεις ΣήΕ των στελεχών των εταιρειών που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι κατά κύριο λόγο η προσδοκία τους ότι οι αποκτώμενες εταιρείες μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στη βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων. Τα κίνητρα και τα οφέλη που σχετίζονται με τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης δύναται να χωριστούν, βάση του χρόνου που απαιτείται προκειμένου να προκύψουν τα αναμενόμενα οφέλη από τη ΣήΕ, σε τρεις κατηγορίες. Οι τρεις κατηγορίες που έχουν παρατηρηθεί κατά βάση στη βιβλιογραφία αφορά τις άμεσες/βραχυπρόθεσμες, τις μεσοπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες επιδράσεις της συμφωνίας.

### **1.2.1 Άμεσες/Βραχυπρόθεσμες Επιδράσεις – Βραχυχρόνιες Συνέργειες**

#### **→ Ενδυνάμωση Χρηματοοικονομικών Δεικτών**

Η πρώτη συνήθως άμεση επίδραση που εμφανίζεται, πολλές φορές ακόμα και πριν από την επίσημη ανακοίνωση των ενδεχόμενων πράξεων ΣήΕ και σχετίζεται κατά κύριο λόγο με τις χρηματαγορές, είναι οι μη-κανονικές αποδόσεις (**Abnormal Returns-ARs**). Συγκεκριμένα έχει παρατηρηθεί ότι οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιρειών σε συμφωνίες Σ&Ε για ένα διάστημα πριν και μετά της

επίσημης ανακοίνωσης της συμφωνίας παρουσιάζουν διακυμάνσεις που ξεπερνούν τη μέση μεταβλητότητα των αποδόσεων τους και δεν δικαιολογούνται από κάποια σαφή αιτία. Αναλυτικά, οι χρηματιστηριακές τιμές των αποκτουσών εταιρειών παρουσιάζουν περίπου από ένα μήνα έως είκοσι μέρες πριν την ανακοίνωση της ΣήΕ συνεχή ανοδική τάση χωρίς την ύπαρξη οποιασδήποτε ευνοϊκής αιτίας που να δικαιολογεί αυτή την μεταβολή ενώ μετά την ανακοίνωση συνήθως συνεχίζεται με φθίνουσα πορεία αυτών έως και τη σταθεροποίηση του δείκτη στην "αντικειμενικά" πραγματική αξία.

Αντιθέτως, από τη πλευρά των απορροφώμενων κατά το ίδιο διάστημα παρατηρείται αντιστρόφως το φαινόμενο, με αναίτια πτωτική τάση των χρηματιστηριακών τιμών τους πριν και ανοδική πορεία μετά την δημόσια ανακοίνωση. Συνέπεια αυτού είναι ο επηρεασμός των χρηματοοικονομικών δεικτών που σχετίζονται άμεσα και έμμεσα με τη χρηματιστηριακή τιμή των υπό ενοποίηση εταιρειών<sup>4</sup>. Συγκεκριμένα δείκτες όπως το **EPS (Earnings per Share)** και η κεφαλαιοποίηση μεταβάλλονται με συνέπεια τη διαστρέβλωση του μεγέθους και αξίας των εμπλεκόμενων εταιρειών με υποτίμηση των στοχευόμενων και υπερτίμηση των απορροφωσών εταιρειών. Αποτέλεσμα αυτού είναι η αύξηση της διαπραγματευτικής δύναμης των αγοραστριών με συνέπεια τη συμφωνία με ευνοϊκότερους όρους και υποτιμημένο αντάλλαγμα.

#### → **Λειτουργικές Συνέργειες**

Μια ακόμη βραχυπρόθεσμη επίδραση αφορά λειτουργικές συνέργειες που μπορούν να επιτευχθούν σε τομείς όπως η ρευστότητα, το κόστος παραγωγής και οι πωλήσεις. Σύμφωνα με τους **Ravenscraft & Scherer (1989)**<sup>5</sup> επιχειρήσεις υπό ΣήΕ δύναται να επιτύχουν λειτουργικές συνέργειες μέσω της επίτευξης οικονομίων κλίμακος και φάσματος, την αποφυγή εκτέλεσης διπλών δραστηριοτήτων, την επιδίωξη κάθετης ολοκλήρωσης και τη μεταφορά διοικητικών γνώσεων και ικανοτήτων από την απορροφώσα εταιρεία στην εταιρεία-στόχο. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τους **Comment & Jarrel (1995)**<sup>6</sup> και **Andrade et al., (2001)**<sup>7</sup>, οι επιτεύξεις συνεργειών τείνουν να προκύπτουν κυρίως όταν οι συγχωνευόμενες εταιρείες λειτουργούν στον ίδιο ή σε σχετικούς τομείς.

---

<sup>4</sup> (Rompotis, 2014)

<sup>5</sup> (Ravenscraft & Scherer, 1989)

<sup>6</sup> (Comment & Jarrel, 1995)

<sup>7</sup> (Andrade et. al., 2001)

### → **Ενδυνάμωση Σταθερότητας & Αξιοπιστίας**

Τυπικό παράδειγμα επιδιωκόμενης λειτουργικής συνέργειας μέσω συμφωνιών Σ&Ε αποτελεί η περίπτωση επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και δυσκολία στη χρηματοδότηση της λειτουργίας τους μέσω του τραπεζικού συστήματος με αποτέλεσμα να επιδιώκουν πράξεις συγχωνεύσεων με πιο υγιείς εταιρείες με υψηλά επίπεδα ρευστότητας και αξιοπιστίας. Κύριος σκοπός τους μέσω αυτών αποτελεί η βελτίωση της σταθερότητας των ταμειακών ροών<sup>8</sup>, η μείωση του πιστωτικού τους κινδύνου<sup>9</sup> και καθώς και η πρόσβαση σε φθηνότερα κεφάλαια<sup>10</sup> είτε εξωτερικά είτε εσωτερικά.

### → **Ανταλλαγή Διοικητικών Εξειδικεύσεων & Ικανοτήτων**

Ένα ακόμα παράδειγμα λειτουργικών συνεργειών αφορά την ανταλλαγή διοικητικών εξειδικεύσεων και γνώσεων μεταξύ των υπό ενοποίηση εταιρειών. Σε αυτό το πλαίσιο, ορισμένες εταιρείες πραγματοποιούν εξαγορές ως αποτελεσματικότερη και αμεσότερη μέθοδο πρόσληψης έμπειρων υπαλλήλων και διοικητικών στελεχών. Αυτό είναι ιδιαίτερα κοινό όταν ο στόχος είναι μια μικρή ιδιωτική εταιρεία ή βρίσκεται σε φάση εκκίνησης, όπως στο παράδειγμα της EFG Eurobank που θα μελετήσουμε παρακάτω. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι αποκτώσες εταιρείες προσλαμβάνουν απλώς το προσωπικό της στοχευόμενης, αποκτώντας έτσι το ταλέντο και την τεχνογνωσία της ενώ πέραν αυτών των συνεργειών συνήθως σε τέτοιες συμφωνίες περιλαμβάνονται επιδιώξεις απόκτησης τεχνολογίας καθώς και ενσώματων και άυλων πάγιων περιουσιακών στοιχείων που πιθανόν θα ήταν δύσκολο και κοστοβόρο να "κτισθούν" εξ αρχής. Αντιθέτως όμως έχει παρατηρηθεί η χρήση των εξαγορών (και ιδιαίτερα των εχθρικών) ως μέθοδος πειθαρχίας και ευθυγράμμισης των σχέσεων και κινήτρων μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των ιδιοκτητών/μετόχων (Πρόβλημα Αντιπροσώπησης) και με στόχο την αντιμετώπιση σκόπιμων και μη διοικητικών αποτυχιών. Αρκετές μελέτες, όπως αυτές των **Hasbrouck (1985)**<sup>11</sup> και **Palepu (1986)**<sup>12</sup> παρέχουν στοιχεία ότι, πριν την εξαγορά, η απόδοση των συμμετεχόντων εταιρειών-στόχων σε εχθρικές εξαγορές είναι κατώτερη από την απόδοση των επιχειρήσεων σε φιλικές εξαγορές, που απεικονίζει την σαφώς δυσμενέστερη κατάσταση που στη πλειονότητα τους βρίσκονται αυτές.

---

<sup>8</sup> (Lewellen, 1971)

<sup>9</sup> (Higgins & Schall, 1975)

<sup>10</sup> (Bhide, 1990)

<sup>11</sup> (Hasbrouck, 1985)

<sup>12</sup> (Palepu, 1986)

### → **Cross-selling**

Το **cross-selling**<sup>13</sup> είναι ένα ακόμα επιδιωκόμενο κίνητρο που αποφέρει σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα μετά τη ΣήΕ τα οφέλη του. Αναλυτικά, παράδειγμα τέτοιων κινήσεων αποτελεί μια τράπεζα που αποφασίζει απορροφήσει μια χρηματιστηριακή εταιρεία στοχεύοντας στην πρόσβαση σε ένα ευρύ φάσμα νέων πελατών στους οποίους μπορεί να προσφέρει τα προϊόντα της. Από την αντίθετη πλευρά, στην απορροφώμενη χρηματιστηριακή ανοίγεται η ευκαιρία να διαθέσει τις υπηρεσίες και τα προϊόντα της στη πελατειακή βάση της τράπεζας. Συνολικά, από τέτοιου είδους συμφωνίες αναμένονται σημαντικές αυξήσεις του όγκου των πωλήσεων και της κερδοφορίας για την ενοποιημένη εταιρεία ή τον όμιλο. Το συγκεκριμένο κίνητρο επιφέρει οφέλη κυρίως μεταξύ συμφωνιών εταιρειών συναφών ή συμπληρωματικών προϊόντων/υπηρεσιών και επηρεάζουν τα αποτελέσματα τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και μακροπρόθεσμο χρονικό διάστημα.

### → **Φορολογικά Οφέλη**

Η επιδίωξη φορολογικών οφελών έχουν κινητοποιήσει πλήθος πράξεων Σ&Ε καθώς συνήθως επιφέρουν πληθώρα θετικών επιδράσεων άμεσα<sup>14</sup>. Πιο συγκεκριμένα και σύμφωνα με το **v.2166/1993**, μια κερδοφόρα εταιρεία μπορεί να αγοράσει μια ζημιόγONO εταιρεία για να χρησιμοποιήσει τη σωρευμένη φορολογητέα ζημία του στόχου υπέρ της, μειώνοντας έτσι τη δική της φορολογική υποχρέωση. Από αυτήν την άποψη, θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές άλλες χώρες, υπάρχουν κανόνες που περιορίζουν την ικανότητα των κερδοφόρων εταιρειών να αποκτούν ζημιόγONES εταιρείες, περιορίζοντας το πιθανό φορολογικό κίνητρο μιας εξαγοράς. Άλλα φορολογικά κίνητρα σύμφωνα και πάλι με το **v.2166/1993** μπορεί να αφορούν:

- Απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης των εισφερόμενων πάγιων περιουσιακών στοιχείων
- Αναστολή της φορολόγησης των αφορολόγητων κρατήσεων εκ των κερδών ή τα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά εκ των μη διανεμομένων κερδών κατά των χρόνο μετασχηματισμού
- Απαλλαγή κάθε συμφωνίας ή πράξης που προκύπτει τη πράξη ΣήΕ από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου ως και εισφοράς ή δικαιώματος υπέρ οιουδήποτε τρίτου.

---

<sup>13</sup> Investopedia

<sup>14</sup> (Scholes & Wolfson, 1990)

### → Προσπέραση Εμποδίων Εισόδου

Ολοκληρώνοντας τις συνέργειες με άμεσες επιδράσεις, αξιοσημείωτο κίνητρο επωφελές σύντομο χρονικό διάστημα πίσω από μια ΣήΕ αποτελεί και η προσπέραση εμποδίων εισόδου που ενδεχομένως να υπάρχουν σε μια αγορά. Τέτοια εμπόδια αφορούν κυρίως τις επενδύσεις που απαιτούνται για να εισέλθει μια εταιρεία σε μια νέα αγορά, όπως η ανάπτυξη παγίων περιουσιακών στοιχείων, η κυκλοφορία υποκατάστατων προϊόντων και η εμπορία τους, η ισχύς των εταιρειών που είναι ήδη εγκατεστημένες στον τομέα, καθώς και πιθανά εμπόδια που εγείρονται από κυβερνητικές πολιτικές και κανονιστικές απαιτήσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι πολύ πιο εύκολο για μια εταιρεία που επιθυμεί να εισέλθει στην αγορά να το πράξει μέσω της εξαγοράς μιας οντότητας που δραστηριοποιείται ήδη στην ενδιαφερόμενη αγορά.

### 1.2.2 Μεσοπρόθεσμες Συνέργειες/Επιδράσεις

#### → Οικονομίες Κλίμακος & Οικονομίες Φάσματος

Μεταβαίνοντας στα μεσοπρόθεσμα οφέλη από πράξεις συγχωνεύσεων ή εξαγορών, τα πιο συνηθισμένα αφορούν σε επιδιώξεις **οικονομιών κλίμακος** ή/και **οικονομιών φάσματος** που ενδέχεται να επιτευχθούν από τη δημιουργία της νέας επιχειρηματικής οντότητας. Αναλυτικότερα με την επίτευξη οικονομιών κλίμακος η συνδυασμένη εταιρεία έχει τη δυνατότητα να μειώσει τα πάγια κόστη της αφαιρώντας διπλά τμήματα ή λειτουργίες, να μειώσει τα λειτουργικά κόστη της σε σχέση με την ίδια ροή εσόδων, αυξάνοντας έτσι τα περιθώρια κέρδους.<sup>15</sup> Επιπλέον, η εξοικονόμηση κόστους μπορεί επίσης να επιτευχθεί ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της διαπραγματευτικής δύναμης της νέας οντότητας με τους προμηθευτές της, επιτυγχάνοντας έτσι καλύτερες τιμές ή υψηλότερες εκπτώσεις για τα αγαθά και τις υπηρεσίες που λαμβάνει. Από την άλλη, οι οικονομίες φάσματος σχετίζονται με την αποτελεσματικότητα που σχετίζεται κυρίως με αλλαγές από την πλευρά της ζήτησης, όπως αύξηση ή μείωση του πεδίου μάρκετινγκ και διανομής διαφόρων τύπων προϊόντων.

---

<sup>15</sup> (Παζάρσκη, Αλεξανδράκης & Μάντζαρης, 2010)



## → **Βελτίωση Οικονομικής Θέσης**

Εν συνεχεία, με την επίτευξη σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο ενδυνάμωσης της σταθερότητας και της αξιοπιστίας της ενοποιημένης εταιρείας της ανοίγεται ο δρόμος για ενίσχυση και γενική βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της μεσοπρόθεσμα. Από αυτή την άποψη, οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις αναφέροντας πλέον αυξημένα περιουσιακά στοιχεία, μεγέθη και ίδια κεφάλαια μετριάζουν τον κίνδυνο που διατρέχουν οι μέτοχοι και οι πιστωτές της εταιρείας, βελτιώνοντας έτσι την ικανότητά της να αντλεί κεφάλαια από το τραπεζικό σύστημα με καλύτερους όρους και χαμηλότερα επιτόκια.<sup>16</sup> Επιπλέον, η βελτίωση της οικονομικής θέσης της εταιρείας σχετίζεται με την ενδεχόμενη μείωση του συνολικού χρέους της εταιρείας, η οποία είναι δυνατή δεδομένου ότι μια συμφωνία ΣήΕ αναμένεται να βελτιώσει την παραγωγικότητα, να αυξήσει την κερδοφορία και να ενισχύσει τις ταμειακές ροές.

### **1.2.3 Μακροπρόθεσμες Συνέργειες/Επιδράσεις**

Συνεχίζοντας βαθύτερα στο χρόνο με στόχο την αναγνώριση των μακροπρόθεσμων επιδιωκόμενων συνεργειών από συμφωνίες Σ&Ε, παρατηρείται ότι ένα από τα κύρια οφέλη αφορά την ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης της απορροφώσας, μέσω πλέον της ενοποιημένης οντότητας. Ως γνωστών, όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος και ισχύ είναι μια εταιρεία τόσο πιο δύσκολο είναι να αποτύχει και συνάμα τόσο πιο εύκολο να ξεπεράσει τους πιο ανίσχυρους ανταγωνιστές της. Επιπρόσθετα, οι πράξεις Σ&Ε με στόχο των εξαγοραστριών της συρρίκνωσης του αριθμού των συμμετεχόντων εντός του κλάδου, δίνει τη δυνατότητα στους εναπομείναντες παίκτες να προβούν σε "άτυπη" συμφωνία χαλάρωσης του μεταξύ τους ανταγωνισμού (Καρτέλ), με κύριο σκοπό την μείωση του κόστους από την εξοικονόμηση πόρων αναγκαίων μόνο εντός συνθηκών έντονου ανταγωνισμού (π.χ. διαφήμιση) διακρατώντας τις τιμές και την κερδοφορία τους σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.<sup>17</sup>

Προχωρώντας παραπέρα, συνέργειες επιτευχθείσες εντός βραχυπρόθεσμου ή μεσοπρόθεσμου χρονικού διαστήματος δύναται να αποτελέσουν αρχή για κινήσεις προς την επίτευξη σημαντικότερων μακροπρόθεσμων οφελών. Τέτοιου είδους συνέργειες σχετίζονται με τη γιγάντωση της νέας εταιρείας μέσω του σωρευτικού μεγέθους των δύο

---

<sup>16</sup> (Παζάρσκη, Αλεξανδράκης & Μάντζαρης, 2010)

<sup>17</sup> (Rompotis, 2014)

ενοποιούμενων εταιρειών καθώς και τον εντοπισμό και την αξιοποίηση νέων επιχειρηματικών ευκαιριών που προκύπτουν λόγω του μεγέθους αυτού. Για τις εν λόγω συνέργειες και το σύνολο των δυνατοτήτων και ευκαιριών για την ενίσχυση της παραγωγικότητας και της κερδοφορίας της νέας, προερχόμενης από τη ΣήΕ, εταιρείας, δεν είναι συνήθως εύκολα προβλέψιμος ο βαθμός επίτευξης τους κατά την έναρξη της συμφωνίας.

Ένα ακόμα μακροπρόθεσμο προϊόν των πράξεων ΣήΕ είναι ότι η δημιουργία μέσω αυτών μεγάλων πολυσχιδών εταιρειών από μόνη της γεννά νέες ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη μέσω νέων Σ&Ε. Με αυτόν τον τρόπο, οι εταιρείες είναι καλύτερα εξοπλισμένες για να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις της παγκοσμιοποίησης και του διεθνούς ανταγωνισμού, ενώ γίνονται επίσης πιο ικανές στο να αντιμετωπίσουν ενδεχόμενες ανεπιθύμητες προσφορές και εχθρικές εξαγορές.

Ολοκληρώνοντας αυτήν την ενότητα, αναφερόμενοι στα επιδιωκόμενα κίνητρα και συνέργειες των Σ&Ε, αξίζει να σημειωθεί ότι συνήθως οι συμφωνίες προσδίδουν υπεραξία στους μετόχους της απορροφώσας εταιρείας ενώ υπό ορισμένες συνθήκες και προϋποθέσεις ενδέχεται να δημιουργηθεί αξία και για τους μετόχους της απορροφώμενης ή εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ωστόσο οι πράξεις αυτές επιφέρουν πλήθος συνεπειών, τόσο θετικών όσο και αρνητικών, για την οικονομία και την κοινωνία και αρκετές φορές αμφιλεγόμενες απόψεις και κρίσεις για την ανάγκη ή και τους λόγους πραγματοποίησής τους.

### **1.3 Αντικίνητρα & Αμυντικές Τακτικές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

#### **1.3.1 Αντικίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Μαζί με το ευρύ φάσμα κινήτρων και οφελών που σχετίζονται με συγχωνεύσεις και εξαγορές, υπάρχουν επίσης πολλά αντικίνητρα που συμβάλλουν στην αποτυχία τέτοιων συναλλαγών που πρέπει να αναφερθούν και να αναλυθούν.

#### **→ Ανθρώπινο Δυναμικό**

Μια βασική πηγή αποτυχίας αφορά τα προσωπικά συμφέροντα των στελεχών και των υπαλλήλων της εταιρείας-στόχου. Αυτά τα συμφέροντα αφορούν τις αποζημιώσεις, τα

μπόνους και άλλα οφέλη που τους προσφέρονται από την εταιρεία-στόχο και σε συνδυασμό με το φόβο τους ότι η νέα ιδιοκτησία ενδέχεται να τα μειώσει ή να τα ανακαλέσει δημιουργείται συνήθως μια έκρηξη αντιδράσεων. Επιπλέον, υπάρχουν φόβοι μεταξύ του προσωπικού της αποκτώμενης εταιρείας ότι ενδέχεται να καταργηθούν πολλές θέσεις εργασίας οδηγώντας τους στην ανεργία. Πρακτικά, αυτός ο φόβος επιβεβαιώνεται και αποτελεί κίνητρο από τις περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές, ωστόσο, ο αριθμός των ατόμων που χάνουν το επάγγελμά τους ποικίλλει ανάλογα με τον πολλαπλασιασμό των τμημάτων και υπηρεσιών ή την κατάργηση επικαλυπτόμενων τμημάτων και υπηρεσιών καθώς και το μέγεθος του προσωπικού μεταξύ των εξαγοραστριών και των εξαγοραζομένων εταιρειών.

#### → **Εταιρική Κουλτούρα**

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα, το οποίο συχνά προκαλεί αρνητικές επιπτώσεις στις πιθανότητες επιτυχίας μιας ΣήΕ, αφορά τις πολιτιστικές διαφορές μεταξύ των εμπλεκόμενων εταιρειών. Η σύγκρουση μεταξύ των εταιρικών κουλτουρών των εταιρειών εμποδίζει την πραγματοποίηση όλων ή μερικών από τα αναμενόμενα οφέλη από τη συμφωνία. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των διοικητικών συμβουλίων των δύο εταιρειών είναι ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα σύγκρουσης λόγω διαφορών εταιρικής κουλτούρας. Οι πολιτιστικές διαφορές μπορεί επίσης να οδηγήσουν σε καθυστερήσεις στην άμεση ενοποίηση των εταιρειών, καθυστερήσεις που θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην απόσυρση των σχεδίων σχετικά με τη ΣήΕ.

#### → **Επικοινωνία**

Επιπροσθέτως των ανωτέρω παραγόντων, η συχνότητα και η ποιότητα της επικοινωνίας των αναμενόμενων-επιδιωκόμενων οφελών στο προσωπικό της εταιρείας-στόχου είναι επίσης ζωτικής σημασίας για την επίτευξη των στόχων που τίθενται μέσω των ΣήΕ. Έχει παρατηρηθεί ότι αρκετά συχνά η επικοινωνία μεταξύ της διοίκησης της απορροφώσας εταιρείας και των ανθρώπων της αποκτώμενης είναι κακή. Αυτή η έλλειψη επικοινωνίας μαζί με τις απολύσεις προσωπικού που πραγματοποιούνται συχνά έχει ως αποτέλεσμα η συμφωνία να μην ανταποκρίνεται στις προσδοκίες. Συγκεκριμένα σχετικά με τις απολύσεις, η πιθανότητα αποτυχίας αυξάνει ακόμη περισσότερο εάν οι απολύσεις δεν είναι εθελούσιες.

### → **Στρατηγικό Σχέδιο ΣήΕ**

Μια άλλη πηγή αποτυχίας αποτελεί η έλλειψη κατάλληλου στρατηγικού σχεδίου ΣήΕ πλαισιωμένου με επιδίωξη ορθολογικών προσδοκιών μετά από ενδελεχή αξιολόγηση όλων των διαθέσιμων πόρων καθώς και των πιθανών αποτελεσμάτων. Από αυτή την άποψη, ο σχεδιασμός μιας στρατηγικής ΣήΕ που βασίζεται σε μη-ορθολογικές και υπεραισιόδοξες προσδοκίες σχετικά με τις συνέργειες, τις οικονομίες κλίμακας και τα κέρδη που θα πραγματοποιηθούν μέσω μιας τέτοιας συμφωνίας παρέχει στην αγορά μια λανθασμένη εικόνα των δυνατοτήτων του σχεδίου που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τελικά οδηγεί στην αποτυχία ολόκληρης της επιχείρησης. Επιπροσθέτως της έλλειψης ολοκληρωμένου στρατηγικού σχεδιασμού, παρατηρείται περιστασιακά βιασύνη κατά το στάδιο της ετοιμασίας της συμφωνίας και συνεπώς να μην πραγματοποιούνται διεξοδικοί και ποιοτικοί χρηματοοικονομικοί και νομικοί έλεγχοι της εκάστοτε εταιρείας-στόχου με αποτέλεσμα την αποτυχία της προσπάθειας. Η έλλειψη πλήρους αναγνώρισης των δομικών αλλαγών που θα συμβούν στη στοχευόμενη εταιρεία είναι ένα άλλο στοιχείο που εμπίπτει στην έννοια των παραπάνω παραγόντων που ασκεί επίσης αρνητικό αντίκτυπο στις πιθανότητες επιτυχίας μιας ΣήΕ

### → **Αξιολόγηση Στόχου - Τίμημα**

Προχωρώντας περαιτέρω, ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας αποτυχίας αποτελεί η ορθή και εμπειριστατωμένη αξιολόγηση της αξίας της εταιρείας-στόχου καθώς λάθη και παραλήψεις σε αυτή δύναται να οδηγήσουν σε καταβολή τιμήματος αρκετά υψηλού με αρνητικές επιπτώσεις στην επίτευξη της συμφωνίας. Αυτό το ζήτημα σχετίζεται με τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της στοχευόμενης εταιρείας. Όσον αφορά τις τεχνικές αξιολόγησης, υπάρχουν πολλές δυνατότητες. Μία από αυτές τις δυνατότητες αφορά τη μέθοδο της καθαρής παρουσίας αξίας, σύμφωνα με την οποία η αξία της στοχευόμενης εταιρείας αντικατοπτρίζει την τρέχουσα αξία της στην αγορά. Άλλες δυνατότητες αξιολόγησης της εταιρείας που πρόκειται να αποκτηθεί σχετίζονται με τη λογιστική αξία (Book Value) και την τρέχουσα αξία (Current Value) της εταιρείας στο χρηματιστήριο.

Τέλος, η αγορά και οι συνθήκες της οικονομίας μαζί με το νομικό και θεσμικό πλαίσιο έχουν μεγάλη σημασία για την επιτυχία μιας ΣήΕ. Από αυτήν την άποψη, δυσμενείς νόμοι ή κυβερνητικές παρεμβάσεις μαζί με επιδείνωση των μακροοικονομικών

δεδομένων και του επιχειρηματικού περιβάλλοντος ενδέχεται να οδηγήσουν στην πλήρη ακύρωση μιας ΣήΕ ή στην αποτυχία επίτευξης των σκοπών και των στόχων της.

### **1.3.2 Αμυντικές Τακτικές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Κατά τη δεκαετία του 1980, το τεράστιο κύμα Σ&Ε εκτόξευσε σε νέα επίπεδα τις εχθρικές εξαγορές με τις αμυντικές στρατηγικές να αποτελούν πλέον ένα γρίφο για δυνατούς λύτες. Παράλληλα, οι επενδυτικές τράπεζες, σε συνεργασία με διοικήσεις μεγάλων εταιρειών, αντιλαμβανόμενες την ανάγκη εξεύρεσης αμυντικών μέτρων αντιμετώπισης επιθετικών εξαγορών προέβαιναν συνεχώς στην δημιουργία ολοένα νέων τέτοιων στρατηγικών ανά περίπτωση.

Αναλυτικότερα λοιπόν, σε περιπτώσεις επιθετικών εξαγορών όπου η διοίκηση της επαπειλούμενης εταιρείας επιλέγει να απορρίψει μια προσφορά, είναι αναγκαίο να λάβει αποτελεσματικά αμυντικά μέτρα προκειμένου να εμποδίσει την προσφέρουσα να πραγματοποιήσει την εξαγορά. Η διοίκηση της εν δυνάμει εταιρείας-στόχου έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει μηχανισμούς άμυνας είτε πριν είτε μετά την υποβολή της πρότασης εξαγοράς, αναλόγως της επιλεγόμενης αμυντικής τακτικής.

Φυσικά, λόγω του γεγονότος ότι οι προσφορές εξαγοράς τις περισσότερες φορές προσφέρουν στους μετόχους ένα ασφάλιστρο για τις μετοχές τους, οι αμυντικές στρατηγικές μερικές φορές θεωρούνται εμπόδια στον αυξημένο πλούτο των μετόχων. Παρ'όλα αυτά, μεταξύ των πιο συνηθισμένων λόγων για να υπερασπιστούμε έναντι μιας εχθρικής εξαγοράς είναι: η επιθυμία να διατηρηθεί η αυτονομία ή ο διαχειριστικός έλεγχος, η προτίμηση για έναν διαφορετικό εταίρο, η πίστη σε μια παραδοσιακή αποστολή που θα παραβιαζόταν από τη νέα διοίκηση και θα διαρκούσε η επιθυμία να διαπραγματευτεί μια πιο ευνοϊκή και ευημερούσα εξαγορά. Η άλλη προοπτική υποστηρίζει ότι τα στελέχη των εταιρειών -στόχων υιοθετούν αμυντικά μέτρα προκειμένου να διατηρήσουν τις θέσεις ισχύος και τα επίπεδα αποζημίωσής τους, φοβούμενοι την αλλαγή των ελεγκτικών συμφερόντων. Λόγω αυτού του εκτελεστικού κινήτρου, οι ενέργειες της διοίκησης δεν αντικατοπτρίζουν απαραίτητα το συμφέρον των μετόχων.

Τέλος, η αποδοχή ή απόρριψη μιας πρότασης εξαγοράς καθώς και οι έκταση των κανονιστικών ρυθμίσεων αυτής, εξαρτάται και από την κοινωνικοπολιτική κατάσταση και

φιλοσοφία της χώρας, εντός της όποιας υλοποιείται. Εντρυφώντας περισσότερο στο θέμα των αμυντικών τακτικών, παρακάτω παρουσιάζονται και αναλύονται οι πιο κοινά υιοθετημένες στρατηγικές υπεράσπισης έναντι πράξεων επιθετικών εξαγορών.

**Poison Pill<sup>18</sup>:** Η συγκεκριμένη αμυντική τακτική ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και έχει χρησιμοποιηθεί κατά κύριο λόγο στις ΗΠΑ. Το poison pill (δηλητηριώδες χάπι) γνωστό και ως shareholders-rights plan (σχέδιο δικαιωμάτων μετόχων) καθιστά αναγκαία σε μια υποψήφια εξαγοράστρια εταιρεία την επικοινωνία με τα στελέχη του στόχου προτού επιδιώξει να αποκτήσει περισσότερο από ένα συγκεκριμένο ποσοστό των μετοχών της στοχευόμενης, καθώς αν δεν προβεί σε αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα σημαντική οικονομική ζημία για την ίδια (αγοράστρια), αφού τα δικαιώματα που κατέχει θα καταστούν ανίσχυρα και όλοι οι άλλοι μέτοχοι, πλην της αγοράστριας, θα μπορούν να αγοράσουν μετοχές του στόχου σε χαμηλότερη τιμή. Συγκεκριμένα ένα σχέδιο δικαιωμάτων μπορεί να υιοθετηθεί χωρίς την έγκριση των μετόχων ενώ οι διευθυντές έχουν το δικαίωμα να διανείμουν τα δικαιώματα ως μέρισμα, στοχευμένα, στους μετόχους του στόχου (εκτός της αγοράστριας). Ακόμα, τα δικαιώματα αυτά μπορούν είτε να εξαργυρωθούν από το Δ.Σ. είτε να ασκηθούν και αναφέρονται αντίστοιχα ως «**flip-overs**» και «**flip-ins**». Αναλυτικά, εφόσον ασκηθούν τα δικαιώματα, οι προκύπτουσες προνομιούχες μετοχές μπορούν να μετατραπούν σε κοινές μετοχές σε εξαιρετικά ελκυστική τιμή - αυξάνοντας ουσιαστικά το κόστος της προσφοράς καθώς αυξάνονται τα μερίδια και πλέον η αγοράστρια κατέχει μικρότερο μετοχικό πακέτο από αυτό που αγόρασε. Αυτά τα poison pills αναφέρονται ως «**flip-overs**». Εναλλακτικά, τα δικαιώματα ενδέχεται να αγοραστούν από τον ανάδοχο της έκδοσης με υψηλό premium πάνω από την τιμή έκδοσης, με την αγοράστρια να αποκλείεται από την επαναγορά. Αυτά είναι γνωστά ως «**flip-ins**».

**White Knight<sup>19</sup>:** Με την ανακοίνωση κάποιας πρότασης επιθετικής εξαγοράς συνήθως εισέρχονται στη διαδικασία και άλλοι πλειοδότες, αντιμαχόμενοι των αρχικό πλειοδότη, προσφέροντας συνήθως υψηλότερες προσφορές. Συγκεκριμένα λοιπόν, ως Λευκοί Ιππότες αναφέρονται οι εταιρείες-πλειοδότες των οποίων η προσφορά προτείνεται από την εταιρεία-στόχο ή ο αγοραστής τον οποίο ο στόχος, που αντιμετωπίζει μια εχθρική προσφορά, προσεγγίζει για να τον σώσει από το να εξαγοραστεί από τον αρχικό πλειοδότη. Ωστόσο, αυτή δεν είναι ακριβώς μια αμυντική στρατηγική από την τρέχουσα διοίκηση, επειδή ένας λευκός ιππότης μπορεί να υπερασπιστεί επιτυχώς την εταιρεία-στόχο από τον αρχικό πλειοδότη, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις η εταιρεία δεν

---

<sup>18</sup> (Rompotis, 2014)

<sup>19</sup> Investopedia

γλυτώνει την συμφωνία εξαγοράς καθώς περνά στα χέρια του λευκού ιππότη. Συνεπώς υπάρχουν περισσότερα πλεονεκτήματα στην συμφωνία με τον λευκό ιππότη με το πιο προφανές να είναι η υψηλότερη προσφορά του. Πέραν αυτού όμως ενδεχομένως να έχει περιληφθεί στη συμφωνία και η προσφορά κάποιων διοικητικών θέσεων της ενοποιημένης εταιρείας σε διοικητικά στελέχη της απορροφώμενης εταιρείας. Φυσικά, όμως, ακόμα και αν έχει συμφωνηθεί μέλη της διοίκησης του στόχου να διατηρήσουν τις θέσεις ευθύνης τους στη νέα εταιρεία (που δεν είναι συχνά παρατηρούμενο), ο έλεγχος περνάει εξ ολοκλήρου στο λευκό ιππότη.

**Golden Parachutes<sup>20</sup>:** Αυτή η αμυντική τακτική αναφέρεται στη πράξη της διοίκησης να μετασχηματίζει τις συμβάσεις εργασίας των στελεχών αλλά και των εργαζομένων αυξάνοντας τις αποζημιώσεις τους σε περιπτώσεις απομάκρυνσης από την εργασία τους μετά από πράξη εχθρικής εξαγοράς. Όταν δημιουργούνται χρυσά αλεξίπτωτα για τους διοικούντες και τους υπαλλήλους, μια εταιρεία γίνεται λιγότερο ελκυστική για τον αγοραστή καθώς οι γενναιόδωρες πληρωμές προς το ανθρώπινο δυναμικό που θα απομακρυνθεί θα μπορούσαν να εξαντλήσουν οικονομικά την εταιρεία.

**Pac-Man Strategy<sup>21</sup>:** Στη στρατηγική Pac-Man η εταιρεία-στόχος προβαίνει σε αντιπροσφορά εξαγοράς της υποψήφιας εξαγοράστριας της. Η στρατηγική αυτή παρατηρείται συνήθως όταν η εταιρεία-στόχος είναι μεγαλύτερη από τον πλειοδότη ή είναι πρόθυμη να αξιοποιήσει στοιχεία της συγκεντρώνοντας κεφάλαια μέσω εκδόσεων χαμηλής διαβάθμισης ομολόγων (junk bonds).

**Crown Jewels<sup>22</sup>:** Ως Crown Jewels αναφέρονται τα πολύτιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας-στόχου τα οποία προσελκύουν την υποψήφια εξαγοράστρια να υποβάλει προσφορά για τον έλεγχο του στόχου. Με σκοπό την αντιμετώπιση της εχθρικής πρότασης, η εταιρεία προβαίνει σε πώληση των συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων με αποτέλεσμα να εξαλείφει το κίνητρο για το οποίο προσφέρθηκε η πρόταση εξαγοράς. Επίσης, αντί να πουλήσει τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία, η εταιρεία μπορεί επίσης να τα μισθώσει ή να τα υποθηκεύσει έτσι ώστε να εξαλείψει την ελκυστικότητα τους από την εξαγοράστρια.

**Sandbag<sup>23</sup>:** Το Sandbag είναι μια τακτική που χρησιμοποιείται για να αποκρύψει ή να περιορίσει τις προσδοκίες για τη δύναμη μιας εταιρείας προκειμένου να παράγει

---

<sup>20</sup> Investopedia

<sup>21</sup> Investopedia

<sup>22</sup> Investopedia

<sup>23</sup> Investopedia

μεγαλύτερα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Η στρατηγική sandbag στις επιχειρήσεις παρατηρείται συχνότερα όταν τα στελέχη της εταιρείας μετριάζουν τις προσδοκίες των ανωτέρων τους ή των μετόχων δίνοντας καθοδήγηση για αποτελέσματα κατώτερα αυτών που γνωρίζουν ότι θα επιτευχθούν. Μόλις παρουσιαστούν τα καλύτερα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα, η εταιρεία φαίνεται ακόμα καλύτερη.

#### 1.4 Χρηματοδότηση Σ&Ε

Ένα στοιχείο για τη διάκριση μεταξύ συγχωνεύσεων και εξαγορών επιπροσθέτως του μεγέθους τους των εμπλεκόμενων εταιρειών σχετίζεται και με τη χρηματοδότησή τους. Όσον αφορά το πρώτο, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, έχει παρατηρηθεί ότι οι οντότητες που συμμετέχουν σε πράξεις συγχωνεύσεων είναι συνήθως περίπου του ίδιου μεγέθους, ενώ σε συμφωνίες εξαγορών καταγράφονται σημαντικές διαφορές στο μέγεθος της αποκτώσας εταιρείας και της εξαγοραζόμενης.

Σχετικά τώρα με τη χρηματοδότηση συμφωνιών Σ&Ε, υπάρχουν πλέον αρκετοί πιθανοί τρόποι χρηματοδότησης αυτών. Μια προφανής δυνατότητα είναι η πληρωμή σε **μετρητά**. Οι συναλλαγές σε μετρητά αντικατοπτρίζουν συνήθως εξαγορές και όχι συγχωνεύσεις, επειδή οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας αποζημιώνονται για τις μετοχές τους και απομακρύνονται ενώ η εταιρεία περνά υπό τον απόλυτο έλεγχο και διαχείριση της εξαγοράστριας εταιρείας. Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι μια σειρά από μελέτες έχουν δείξει ότι οι Σ&Ε που χρησιμοποιούν τα μετρητά ως τρόπο πληρωμής του συμφωνηθέντος τιμήματος χρηματοδοτούνται συχνά μέσω της έκδοσης χρέους.<sup>24</sup> Επιπλέον, οι **Karampatsas et al., (2014)**<sup>25</sup> διαπιστώνουν ότι οι απορροφώσες που κατέχουν πιστοληπτική αξιολόγηση ή / και έχουν υψηλότερο επίπεδο αξιολόγησης είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν χρηματοδότηση με μετρητά για ολοκλήρωση κάποιας ενδεχόμενης πράξης εξαγοράς.

Ένας εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης συμφωνιών εξαγορών είναι μέσω **αύξησης μετοχικού κεφαλαίου** και **έκδοσης νέων μετοχών** της εξαγοράζουσας εταιρείας και της μεταβίβασης τους στους μετόχους της εταιρείας-στόχου. Ο αριθμός των εκδιδόμενων μετοχών υλοποιείται βάση συμφωνημένου λόγου ανάλογου με την αξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης

---

<sup>24</sup> (Faccio & Masulis, 2005), (Harford et al., 2009), (Uysal, 2010)

<sup>25</sup> (Karampatsas et al., 2014)



εταιρείας δεν απομακρύνονται τουναντίον διατηρούν αναλογικό έλεγχο στη νέα εταιρεία. Σύμφωνα με τους **Shleifer & Vishny (2003)**<sup>26</sup>, οι εταιρείες πραγματοποιούν εξαγορές που χρηματοδοτούνται από μετοχές όταν η αξία των ιδίων κεφαλαίων τους είναι ιδιαίτερα υψηλή, και ιδίως όταν η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη από εκείνη της εταιρείας-στόχου.

Σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων, είναι συνήθης πρακτική για τα δύο μέρη να ακυρώνουν τις μετοχές των παλαιών εταιρειών και να εκδίδουν νέες μετοχές για την ενοποιημένη οντότητα. Σε αυτές τις περιπτώσεις, πραγματοποιείται αξιολόγηση και των δύο εταιρειών πριν από την έκδοση των νέων μεριδίων. Η αξιολόγηση συμβάλει στον προσδιορισμό της αξίας της νέας εταιρείας και βοηθά επίσης στη κατανομή των νέων μετοχών μεταξύ των δύο μερών.

Συνολικά, υπάρχουν ορισμένα γενικά στοιχεία που πρέπει να ληφθούν υπόψιν κατά την επιλογή του τρόπου πληρωμής για μια ΣήΕ. Ένα στοιχείο αφορά την πιθανή ύπαρξη άλλων προσφορών για την εταιρεία-στόχο. Τόσο το μέγεθος των προσφορών όσο και ο τρόπος πληρωμής τους μπορεί να διαδραματίζουν καθοριστική σημασία, στην απόφαση της εταιρείας-στόχου με ποια προσφορά θα προχωρήσει. Από αυτήν την άποψη, οι προσφορές με αντάλλαγμα μετρητά συνήθως υπερισχύουν προσφορών άλλων τρόπων πληρωμής και δυσκολεύουν την ολοκλήρωση τους.

Η φορολογία είναι ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τη χρηματοδότηση και γενικότερα την απόφαση για μια συμφωνία ΣήΕ. Για το λόγο αυτό, αρμόδιοι λογιστές και φορολογικοί σύμβουλοι συνήθως προσλαμβάνονται για την εκτέλεση της δέουσας επιμέλειας και την κατάρτιση της πλέον συμφέρουσας πρότασης.

Προχωρώντας περαιτέρω, δεν πρέπει να αγνοηθούν οι πιθανές επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση του αγοραστή από μια εξαγορά. Ειδικότερα, εάν η χρηματοδότηση της εξαγοράς πρόκειται να υλοποιηθεί μέσω έκδοσης νέων μετοχών για λογαριασμό της απορροφώσας εταιρείας με σχετική αύξηση κεφαλαίου από τους μετόχους της και μεταφορά των νέων μετοχών στους μετόχους της εταιρείας-στόχου, οι μέτοχοι του αγοραστή ενδέχεται να εμποδίσουν και να σταματήσουν αυτήν την αύξηση κεφαλαίου στη γενική συνέλευση. Ένας τέτοιος κίνδυνος δεν υπάρχει εάν η εξαγορά πρόκειται να πραγματοποιηθεί με πληρωμή σε μετρητά.

---

<sup>26</sup> (Shleifer & Vishny, 2003)

Επιπλέον, οι πιθανές επιπτώσεις στον ισολογισμό και στους χρηματοοικονομικούς δείκτες του αγοραστή είναι επίσης σημαντικές μεταβλητές στην εξίσωση της απόφασης επιλογής του τρόπου πληρωμής μιας εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, όταν η συναλλαγή πρόκειται να χρηματοδοτηθεί με μετρητά, οι δείκτες ρευστότητας του αγοραστή ενδέχεται να επηρεαστούν αρνητικά. Η ζημιά θα είναι ακόμη μεγαλύτερη εάν ο αγοραστής δεν έχει αρκετά μετρητά από μόνος του και στραφεί στην υπογραφή σχετικού δανείου με κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την εύρεση ή/και συγκέντρωση του απαιτούμενου κεφαλαίου. Από την άλλη πλευρά, σε συναλλαγές μετοχών-προς-μετοχές η αποκτώσα εταιρεία ενδέχεται να αναφέρει επιδείνωση στους δείκτες κερδοφορίας της εάν τα κέρδη παραμένουν σταθερά ενώ οι όγκοι των περιουσιακών στοιχείων ή του κεφαλαίου αυξάνονται.

Ένα άλλο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ότι υπάρχει στενή σύνδεση μεταξύ της μεθόδου πληρωμής και των επιλογών χρηματοδότησης. Πιο συγκεκριμένα, εάν η απορροφώσα εταιρεία πληρώσει για τη συναλλαγή σε μετρητά, έχει δύο κύριες επιλογές χρηματοδότησης.

- **Η πρώτη επιλογή είναι η χρήση μετρητών στο χέρι.** Σε αυτές τις περιπτώσεις, συνήθως η αγοράστρια εταιρεία διαθέτει αδρανή ρευστά κεφάλαια (μετρητά) που χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση των επεκτατικών σχεδίων της ενώ παράλληλα διατηρεί χαμηλά τα κόστη της συναλλαγής.
- **Η δεύτερη επιλογή είναι η χρήση της αχρησιμοποίητης δυνατότητας δανεισμού.** Η εταιρεία με τη χρήση αυτής της δυνατότητας για τη χρηματοδότηση της συμφωνίας, επιδεινώνει τον δείκτη μόχλευσης της και αυξήνει το κόστος δανεισμού της ενώ τα κόστη συναλλαγών είναι σαφώς μεγαλύτερα από εκείνα των πληρωμών με μετρητά.<sup>27</sup>

Εάν η εξαγοράστρια εταιρεία επιλέξει ανταλλαγή μετοχών ως τρόπο πληρωμής της συμφωνίας, έχει αντίστοιχα δύο δυνατότητες χρηματοδότησης της.

- **Η πρώτη επιλογή είναι η έκδοση νέων μετοχών,** οι οποίες ενδέχεται να βελτιώσουν τον δείκτη μόχλευσης της εταιρείας και να μειώσουν το κόστος δανεισμού. Αυτού του είδους οι συναλλαγές περιλαμβάνουν τέλη που καταβάλλονται για την προετοιμασία ενός σχετικού φακέλου για την αύξηση κεφαλαίου (ελεγκτές, δημοσιεύσεις κ.λπ.), καθώς και τα έξοδα για την πραγματοποίηση έκτακτης γενικής συνέλευσης μετόχων.

---

<sup>27</sup> (Rompotis, 2014)

- **Η δεύτερη επιλογή αφορά τις μετοχές στο ταμείο (shares in treasury).** Αυτό σημαίνει ότι η απορροφώσα εταιρεία πρέπει να χρησιμοποιήσει τις υπάρχουσες μετοχές για την ανταλλαγή μετοχών. Εάν η εταιρεία τυγχάνει να κατέχει ορισμένες από τις μετοχές της, μπορεί να κάνει χρήση τους. Σε κάθε άλλη περίπτωση, η εταιρεία πρέπει να επαναγοράσει τα απαραίτητα μερίδια από την αγορά. Αυτές οι κινήσεις ενδέχεται να έχουν θετικές επιπτώσεις στο δείκτη μόχλευσης και στο κόστος δανεισμού της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, εάν η εταιρεία προχωρήσει στην επαναγορά μετοχών από την αγορά, υπάρχουν χρεώσεις μεσιτείας που πρέπει να καταβληθούν.<sup>28</sup>

Τέλος, ένα τελευταίο στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψιν στη χρηματοδότηση Σ&Ε είναι ότι, γενικά, η μέθοδος πληρωμής είναι ένας τρόπος υπόδειξης της αξίας. Η πληρωμή με μετρητά ή μετοχές είναι ένας τρόπος σηματοδότησης της αξίας στον άλλο συναλλασσόμενο. Πιο συγκεκριμένα, εάν ο αγοραστής είναι πρόθυμος να προσφέρει μετοχές για την πληρωμή, τα στελέχη της εταιρείας-στόχου θα πρέπει να υποπτευθούν ότι η αγοράστρια πιστεύει ότι οι μετοχές της είναι υπερτιμημένες σε σχέση με την πραγματική τους αξία. Αντιθέτως, εάν ο πλειοδότης τείνει να πληρώσει με μετρητά, είναι σήμα ότι πιστεύει ότι οι μετοχές του είναι υποτιμημένες.

---

<sup>28</sup> (Rompotis, 2014)

---

## Κεφάλαιο 2

### Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα

---

Η διεθνοποίηση, ο εκσυγχρονισμός και η απελευθέρωση των τραπεζικών συστημάτων σε παγκόσμιο επίπεδο στις αρχές της δεκαετίας του 1990 καθώς και η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 επηρέασε το Ελληνικό τραπεζικό τοπίο και το ώθησε σε μεγάλα κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών. Αρχικά κατά την περίοδο 1996-2009 ολοκληρώθηκε ένας μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ως αποτέλεσμα των νέων συνθηκών του πιο απελευθερωμένου ρυθμιστικού πλαισίου, της εμφάνισης νέων χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών και νέων τεχνολογιών αυξήθηκε ο ανταγωνισμός εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου. Αντίθετα το δεύτερο κύμα Σ&Ε ήταν συνέπεια της οικονομικής κρίσης του 2008 και ανάγκασε τα τραπεζικά ιδρύματα σε συμφωνίες συνενώσεων με στόχο τη βιωσιμότητα τους. Στο παρόν κεφάλαιο λοιπόν παρουσιάζονται η ιστορική εξέλιξη του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος, οι Σ&Ε και τα χαρακτηριστικά των κυμάτων Σ&Ε που δημιουργήθηκαν στο τραπεζικό σύστημα και τα κύρια δομικά χαρακτηριστικά του τραπεζικού τομέα στην Ελλάδα, όπως το μέγεθος, ο αριθμός και οι τύποι τραπεζών.

#### 2.1 Ιστορική Εξέλιξη του Σύγχρονου Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Μέχρι και τη δεκαετία του 1980 ο Ελληνικός τραπεζικός κλάδος χαρακτηριζόταν από αρκετούς περιορισμούς και διοικητικούς κανονισμούς καθώς και με εκτεταμένη κυβερνητική παρέμβαση που επηρέαζε την τιμολόγηση, τον όγκο και την κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων, όλα συμβάλλοντας σε χαμηλό βαθμό ανταγωνισμού και συνεπώς κακή ανταγωνιστικότητα. Ωστόσο, σε μια προσπάθεια να συμβαδίσει με τις εξελίξεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό κλάδο, να ενσωματώσει τους κανονισμούς της ΕΕ στην τραπεζική της νομοθεσία και να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα των τραπεζών, η Ελλάδα εισήγαγε μια σειρά πρωτοβουλιών. Όπως ανέφεραν οι **Hondroyiannis et al., (1999)**<sup>29</sup>, η απορρύθμιση άρχισε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 με στόχο να τεθούν τα θεμέλια για τη διεξαγωγή σχεδόν ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής και τον εξορθολογισμό της πιστωτικής αγοράς. Ακολούθησε η εκτεταμένη

---

<sup>29</sup> (Hondroyiannis et al., 1999)

ελευθέρωση στα τέλη της δεκαετίας του 1980 - αρχές της δεκαετίας του 1990, περίοδος που χαρακτηρίστηκε από:

- i. την εφαρμογή των οδηγιών του Συμβουλίου του ΕΚ,
- ii. την άρση των ελέγχων συναλλάγματος στις τρέχουσες συναλλαγές και τις κινήσεις κεφαλαίων,
- iii. την ελευθέρωση των επιτοκίων,
- iv. την κατάργηση των άμεσων πιστωτικών ελέγχων,
- v. την εξειδίκευση των πιστωτικών ιδρυμάτων,
- vi. την άδεια προσφοράς νέων προϊόντων,
- vii. το δικαίωμα χρήσης χρηματοοικονομικών παραγώγων και
- viii. την ελευθερία παροχής διασυννοριακών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εντός της ΕΕ.

Για να ανταποκριθούν σε αυτές τις αλλαγές στο λειτουργικό τους περιβάλλον, οι ελληνικές τράπεζες επέκτειναν τις υπηρεσίες τους σε διάφορους τομείς (π.χ. ακίνητα, ασφάλειες), αύξησαν τις εκτός ισολογισμού δραστηριότητες και τα έσοδα από τόκους. Επιπλέον, με την πάροδο των ετών επεκτάθηκαν και εκσυγχρονίστηκαν τα δίκτυα διανομής τους, επένδυσαν στην αναβάθμιση και εξέλιξη των τεχνολογικών τους υποδομών και αναβάθμισαν τα συστήματα μέτρησης και διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Η συνέχιση της αναδιάρθρωσης του κλάδου υλοποιήθηκε μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με στόχο την ενίσχυση της θέσης των τραπεζών στην εγχώρια αγορά καθώς και την μεγέθυνση και ενδυνάμωση τους με στόχο την λειτουργία τους στην ενιαία αγορά της ΕΕ. Τέλος, ορισμένες τράπεζες, κυρίως οι μεγάλες, ενίσχυσαν τη θέση τους στο εξωτερικό μέσω πραγματοποίησης εξαγορών, υποκαταστημάτων, κοινοπραξιών και στρατηγικών συμμαχιών με ξένες τράπεζες.

Μετά τη περίοδο αναμόρφωσης του πιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα επικράτησε για πάνω από μια δεκαετία σταθερότητα και εμφανή σημάδια συνεχούς ανάπτυξης τόσο στην οικονομία όσο και στο τραπεζικό κλάδο. Οι συνθήκες όμως αυτές έμελλε να ανατραπούν άρδην με την μη-αναμενόμενη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2010. Οι ρυθμιστικοί μηχανισμοί και η πολιτεία έριξαν το βάρος τους στη προσπάθεια της συγκράτησης της οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος από τον κίνδυνο της κατάρρευσης. Οι συνεχείς μεταβολές των δεδομένων και των συνθηκών της Ελληνικής οικονομίας δημιούργησαν κλίμα αστάθειας και επέφεραν σωρεία προβλημάτων για τα τραπεζικά ιδρύματα. Η συνεχώς επιδεινούμενη κατάσταση της οικονομίας και η μη-εύρεση αποτελεσματικών λύσεων για τα ζητήματα του τραπεζικού τομέα οδήγησαν τους ρυθμιστικούς μηχανισμούς της χώρας και της ΕΕ να εξαναγκάσουν "άτυπα" τις τράπεζες

σε πράξεις Σ&Ε. Συνεπώς στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα παρατηρήθηκε άλλη μια έξαρση συμφωνιών Σ&Ε αυτή τη φορά όμως όχι για αύξηση του βαθμού μονοπωλιακής ισχύος αλλά για τον σημαντικότερο λόγο όλων, αυτό της επιβίωσης, δηλαδή τη βιωσιμότητα.<sup>30</sup>

## **2.2 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα**

Στην ιστορία του Ελληνικού Κράτους και του αρκετά σύγχρονου τραπεζικού συστήματος που το αποτελεί, έχει παρατηρηθεί ότι μετά από περιόδους οικονομικής, πολιτικής, κοινωνικής αλλά και γενικότερης αποσταθεροποίησης το τραπεζικό σύστημα επηρεάζεται άμεσα και αντιδρά. Η πιο συχνά παρατηρούμενη αντίδραση του είναι με πράξεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Τις περιόδους που συνυπήρχαν και τα δύο, τόσο το Ελληνικό Κράτος όσο και ο τραπεζικός τομέας του, έχουν γίνει αντιληπτά δύο σημαντικά κύματα Σ&Ε, για διαφορετικούς λόγους πραγματοποίησης το καθένα. Συνεπώς στην ενότητα αυτή αναλύονται τα δύο αυτά κύματα και παρουσιάζονται οι συνενώσεις που πραγματοποιήθηκαν.

### **2.2.1 Πρώτο Κύμα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (1996-2007)**

Οι πιέσεις από τη παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά για αύξηση της ανταγωνιστικότητας του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου έκανε την αναδιοργάνωση του περισσότερο από άμεση και επιβεβλημένη. Στο δρόμο λοιπόν των μεταρρυθμίσεων το πιστωτικό σύστημα της Ελλάδος έπρεπε να ενστερνιστεί σύγχρονες διαδικασίες και μεθόδους για αύξηση της απόδοσης, να εισάγει νέα προϊόντα και υπηρεσίες και να αποκτήσει και να εξελίξει τη τεχνολογική του υποδομή. Ο εκσυγχρονισμός αυτός υλοποιήθηκε για την προσαρμογή της Ελληνικής τραπεζικής αγοράς στο κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ και έχοντας ως πρότυπο το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Μετά το 1987 και τις αποφάσεις της Επιτροπής Καρατζά, το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα άρχισε να αλλάζει. Με στόχο την αναμόρφωση του πιστωτικού τομέα κρίθηκε άμεσα αναγκαία η πλήρης απελευθέρωση του (από το κράτος) και η ιδιωτικοποίηση των κρατικά ελεγχόμενων τραπεζών, η απορρύθμιση των επιτοκίων, η άρση των

---

<sup>30</sup> (Pasiouras, 2012)

περιορισμών της διασυνοριακής κίνησης κεφαλαίων και η κατάργηση των άμεσων πιστωτικών ελέγχων.<sup>31</sup>

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 λοιπόν οι συνθήκες στο χρηματοπιστωτικό κλάδο υπέστησαν σημαντικές μεταβολές και αναδιαρθρώσεις. Οι μεταβολές αυτές σύμφωνα με τις ετήσιες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) επεσήμαναν την ανάγκη των τραπεζικών ιδρυμάτων για:

- i. **αύξησης του μεγέθους τους**, επιδιώκοντας την επίτευξη πιθανών οφελών οικονομικών κλίμακος σε ορισμένα τμήματα της αγοράς, μεγαλύτερη γεωγραφική επέκταση και ευκολότερη πρόσβαση σε διεθνείς χρηματαγορές.
- ii. **επίτευξη διαφοροποίησης** των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών.

Οι ελληνικές τράπεζες, στην προσπάθεια κάλυψης των αναγκών αυτών προχώρησαν σε πράξεις τόσο εξαγορών και συγχωνεύσεων με άλλα τραπεζικά ιδρύματα όσο και σε στρατηγικές συμμαχίες με πιστωτικά ιδρύματα της αλλοδαπής. Οι πράξεις αυτές με την σειρά τους οδήγησαν στο πρώτο κύμα Σ&Ε στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο που παρατηρείται κατά τα έτη 1996 έως 2007. Στον κάτωθι πίνακα παρουσιάζονται οι σημαντικότερες Σ&Ε που αποτέλεσαν το έναυσμα για την απελευθέρωση και τον εκσυγχρονισμό του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>32</sup>.

**Πίνακας 2.1:** Σ&Ε εντός του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος (1<sup>ο</sup> Κύμα)

Πηγή: Ιστοσελίδες Ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων

ΕΤΟΣ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗ
1994	Ευρωεπενδυτική Τράπεζα	75% της Banque de Depots (Μετονομάστηκε σε EFG Private Bank SA)
1996	Eurobank	Interbank
1997	Τράπεζα Πειραιώς	Chase Manhattan Greece
	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος	Εθνική Στεγαστική Τράπεζα της Ελλάδος
1998	Εθνική Τράπεζα	Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος
	EFG Eurobank	Credit Lyonnais Grèce (Δίκτυο Καταστημάτων)
	Τράπεζα Πειραιώς	Credit Lyonnais Grèce (Ενεργητικό)

<sup>31</sup> (Eichengreen & Gibson, 2001)

<sup>32</sup> (Θάνος, 1999)

	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης
	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Χίου
	Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος (Μετονομάστηκε σε Εγνατία Τράπεζα) <sup>33</sup>	Εγνατία Τράπεζα
1999	Alpha Τράπεζα Πίστεως	Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα
	Τράπεζα Αθηνών (Μετονομάστηκε σε EFG Eurobank) <sup>34</sup>	EFG Eurobank
	Deutsche Bank AG	10% EFG Eurobank
	EFG Eurobank (Μετονομασία σε EFG Eurobank-Ergasias)	Τράπεζα Εργασίας
	Τράπεζα Πειραιώς	National Westminster Bank Greece
	Telesis AXE (Μετονομάστηκε σε Telesis Τράπεζα Επενδύσεων)	Δωρική Τράπεζα
	EFG Eurobank	Τράπεζα Αθηνών
	EFG Eurobank	Τράπεζα Κρήτης
2000	Crédit Agricole	6,7% Εμπορική Τράπεζα
	Millennium Banco Comercial Português (Μετονομάστηκε σε Millennium Bank)	50% NOVA Bank
2001	EFG Eurobank-Ergasias	Telesis Τράπεζα Επενδύσεων
2002	Εθνική Τράπεζα	ΕΤΕΒΑ
	Τράπεζα Πειραιώς	ΕΤΒΑ
	Αστίς Τράπεζα	ABN AMRO Bank Greece
2003	EFG Eurobank-Ergasias	UnitBank
2004	Εμπορική Τράπεζα	Τράπεζα Επενδύσεων
2005	Marfin Bank	10% Εγνατία Τράπεζα
2006	Proton Bank	Omega Bank

<sup>33</sup> Συγχώνευση με απορρόφηση της Εγνατίας Τράπεζας από τη Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος και μετονομασία της δεύτερης σε Εγνατία Τράπεζα σύμφωνα με το ΦΕΚ 6357/3.8.99.

<sup>34</sup> Συγχώνευση με απορρόφηση της EFG Eurobank από τη Τράπεζα Αθηνών και μετονομασία της δεύτερης σε EFG Eurobank σύμφωνα με το ΦΕΚ 1503/17.3.99.



2007	Εγνατία Τράπεζα (Μετονομασία σε Marfin Popular Bank) <sup>35</sup>	Marfin Bank, Εγνατία Τράπεζα, Λαϊκή Τράπεζα (Τριπλή Συγχώνευση)
------	--	---

### 2.2.2 Δεύτερο Κύμα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (2007-2014)

Παρότι οι συνθήκες και τα μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας, κατά συνέπεια και του τραπεζικού συστήματος, παρέμεναν σε σταθερά υψηλά επίπεδά για πάνω από μια δεκαετία, η οικονομική κρίση του 2008-2010 έμελλε να τα πλήξει και τα δύο βαρύτατα. Αποτέλεσμα αυτού ήταν μια νέα εις βάθος αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος και η επίτευξη της μέσω ενός νέου (δεύτερου) κύματος Σ&Ε, με κύριο στόχο της αυτή τη φορά τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος και τη στήριξη των τραπεζικών ιδρυμάτων που κινδύνευαν με κατάρρευση. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από μεγάλα προβλήματα τόσο για το κλάδο όσο και για κάθε πιστωτικό ίδρυμα ξεχωριστά. Συγκεκριμένα τα σημαντικότερα προβλήματα που προέκυψαν ήταν:

- **Πρόβλημα Ρευστότητας:** Οι συνθήκες αβεβαιότητας που επικρατούσαν στην Ελληνική οικονομία οδήγησαν σε μεγάλες εκροές καταθέσεων (περίπου 80 δις Ευρώ μεταξύ 2009-2011), γεγονός που οδήγησε τις τράπεζες σε έλλειψη ρευστότητας.<sup>36</sup>
- **Μεγάλη Εξάρτηση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ):** Το πρόβλημα ρευστότητας επέφερε "ασφυξία" στα Ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα και συνεπώς πάγωμα και κατάρρευση της διατραπεζικής αγοράς και του συνακόλουθου (φθηνού) διατραπεζικού δανεισμού αναγκάζοντας τις τράπεζες να καταφύγουν σε λύσεις ακριβών μηχανισμών διάσωσης (π.χ. ELA) από το δανειστή έσχατης διαφυγής (Lender of the last resort), δηλαδή την ΕΚΤ. Ακολούθως η κυβέρνηση για την αντιμετώπιση του προβλήματος ρευστότητας και την συγκράτηση του τραπεζικού συστήματος προέβη σε αλληπάλληλες ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών εν κινδύνω, έως και την επιβολή περιορισμών κεφαλαίων (Capital Controls) το 2015.<sup>37</sup>

<sup>35</sup> Συγχώνευση με απορρόφηση της Marfin Bank και της Λαϊκής Τράπεζας από την Εγνατία Τράπεζα και μετονομασία της τρίτης σε Marfin Popular Bank.

<sup>36</sup> (Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012, 2013)

<sup>37</sup> (Μουρμούρας, 2014)

- Πρόβλημα Έκθεσης σε Προβληματικά Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου:** Τα Ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα ως θεσμικοί επενδυτές της χώρας είχαν στα χαρτοφυλάκια τους μεγάλο όγκο ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (περίπου 25% του Ελληνικού ΑΕΠ ήτοι περί τα 50 δις Ευρώ). Τα χρεόγραφα αυτά από την αρχή της κρίσης είχαν υποστεί σημαντική υποτίμηση μέχρι και την απόφαση του “κουρέματος” τους (απομείωσης 21% της ονομαστικής του αξίας σύμφωνα με το ανολοκλήρωτο σχέδιο PSI και τελικώς απομείωση 53,5% της ονομαστικής αξίας τους κατά την ολοκλήρωση του PSI+) το 2012 με το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων PSI+. Συγκεκριμένα τα Ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα αντάλλαξαν ομόλογα ονομαστικής αξίας 48,6 δις ευρώ καταγράφοντας ζημίες 37,7 δις ευρώ. Η υποτίμηση των εν λόγω ομολόγων δημιούργησε μια νέα πραγματικότητα για τις τράπεζες καθώς έχασαν σημαντικό μέρος της εγγυητικής τους δύναμης (Collateral). Αποτέλεσμα αυτού ο πιο ακριβός δανεισμός τους.<sup>38</sup>
- Πρόβλημα Μη-Εξυπηρετούμενων Δανείων & Χορηγήσεων (NPL & NPE):** Η χρόνια και βαθιά ύφεση στην Ελλάδα επηρέασε όλους τους κλάδους της οικονομίας και οδήγησε αρκετές εταιρείες, τόσο κολοσσούς όσο και μικρομεσαίες, στην υπαγωγή στο άρθρο 99 του πτωχευτικού κώδικα και εν τέλει στην εκκαθάριση. Αυτό σε συνδυασμό με την έκρηξη ανεργίας προκάλεσε αύξηση των μη-εξυπηρετούμενων (κόκκινων) δανείων και χορηγήσεων.<sup>39</sup>

Με την ολοκλήρωση του δεύτερου κύματος Σ&Ε ο αριθμός των τραπεζικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα μειώθηκε δραστικά και το μερίδιο αγοράς συγκεντρώθηκε στις τέσσερις (4) πλέον συστημικές τράπεζες. Συγκεκριμένα και σύμφωνα με τα δεδομένα της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (ΕΕΤ) τη δεκαετία 2007-2017, στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα<sup>40</sup>:

- Ο αριθμός των εν ενεργεία τραπεζών (Ελληνικές, Ξένες και Συνεταιριστικές) μειώθηκε από 65 το 2007 σε 39 έως και το 2017.
- Οι τέσσερις συστημικές τράπεζες (Alpha Bank, EFG Eurobank-Ergasias, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος και Τράπεζα Πειραιώς) και η Attica Bank κατέχουν αθροιστικά πάνω από το 95% του μεριδίου αγοράς του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου (σε όρους ενεργητικού), εν αντιθέσει με το 67,7% που οι ίδιες τράπεζες διακρατούσαν κατά το τέλος του 2007.

<sup>38</sup> (Μουρμούρας, 2014)

<sup>39</sup> (Μουρμούρας, 2014)

<sup>40</sup> (Στοιχεία Τεκμηρίωσης Σχετικά με τη Λειτουργία του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, 2017)

- Αποχώρησε σχεδόν το σύνολο των ξένων τραπεζών με δίκτυο καταστημάτων εντός της Ελληνικής επικράτειας (εκτός της HSBC).

**Πίνακας 2.2:** Σ&Ε εντός του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος (2<sup>ο</sup> Κύμα)

Πηγή: Ιστοσελίδες Ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων

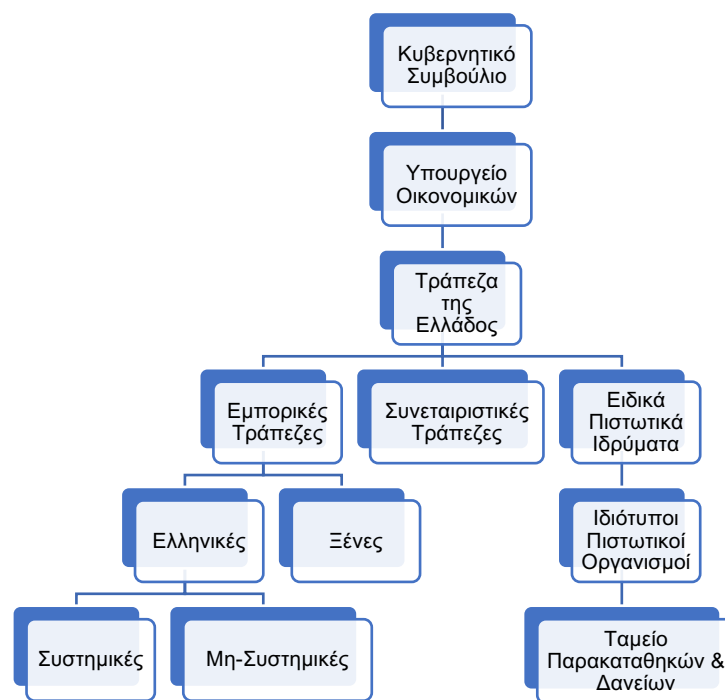
ΕΤΟΣ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗ
2010	Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	Ασπίς Τράπεζα (Παρέμεινε στην αγορά με την επωνυμία TBank)
2012	Τράπεζα Πειραιώς	Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος ("Υγιές" τμήμα Ενεργητικού & Παθητικού)
2013	Τράπεζα Πειραιώς	Cyprus Popular Bank (CPB) Greece
	Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα Κύπρου
	Τράπεζα Πειραιώς	Ελληνική Τράπεζα
	Alpha Bank	Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	ProBank
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	First Business Bank (FBBank) Greece
	EFG Eurobank-Ergasias	Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο
	EFG Eurobank-Ergasias	Proton Bank
2014	Τράπεζα Πειραιώς	Γενική Τράπεζα
	Alpha Bank	Citibank

Σήμερα το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα διαθέτει το πιο συγκεντρωτικό μοντέλο τραπεζικού συστήματος στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το δεύτερο παγκοσμίως ενώ πιθανώς θα αποτελέσει το παράδειγμα για άλλα τραπεζικά συστήματα άλλων χωρών προς αντιμετώπιση τυχόν παρόμοιων προβλημάτων αλλά και νέων. Η λογική αυτής της απόφασης της ΕΚΤ για συγκέντρωση του κλάδου βασίζεται στο ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια τράπεζα τόσο πιο δύσκολο είναι να καταρρεύσει, γνωστό και ως "too big to fail". Απόρροια λοιπόν αυτού του δεύτερου κύματος και του πλέον συγκεντρωτικού κλάδου

ήταν ότι τα εναπομείναντα Ευρωπαϊκών πλέον προδιαγραφών συστημικά τραπεζικά ιδρύματα τόσο στις συνθήκες αβεβαιότητας που βίωσαν όσο και στα stress test που κλήθηκαν να περάσουν, αντεπεξήλθαν επιτυχώς και συνεπώς επιτευχθεί η ευστάθεια του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και αποφευχθεί η κατάρρευση.

### 2.3 Δομή Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Το τραπεζικό σύστημα κάθε χώρας για την ορθή και εύρυθμη λειτουργία του και την αποτελεσματική εποπτεία του από τους αντίστοιχους μηχανισμούς εμφανίζει μια ιεραρχική και διακριτή δομή. Στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα η δομή του έχει υποστεί αρκετές μεταβολές τις τελευταίες δεκαετίες. Ωστόσο στη παρούσα ενότητα θα παρουσιαστεί και θα αναλυθεί η σημερινή του δομή καθώς επίσης θα γίνει αναφορά και σε μερικά χαρακτηριστικά παλαιότερων δομών.



**Διάγραμμα 2.1:** Δομή του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Συγκεκριμένα λοιπόν το σημερινό τραπεζικό σύστημα της Ελλάδος έχει τη δομή που απεικονίζεται γραφικά στο ανωτέρω διάγραμμα. Συνοπτικά τα τρία ανώτερα επίπεδα (Κυβερνητικό Συμβούλιο, Υπουργείο Οικονομικών και Τράπεζα της Ελλάδος) αποτελούν τους εποπτικούς και ρυθμιστικούς μηχανισμούς που καθορίζουν τους όρους και

ελέγχουν τις δράσεις των συμμετεχόντων (τραπεζών) εντός του κλάδου. Το τέταρτο επίπεδο είναι η "κάρδια" του τραπεζικού συστήματος και αποτελείται από τα είδη τραπεζικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται εντός του κλάδου ενώ τα κατώτερα επίπεδα παρουσιάζουν τους διαχωρισμούς αυτών βάσει διαφόρων παραγόντων.

### **2.3.1 Δραστηριοποιούμενα Πιστωτικά ή Χρηματοδοτικά Ιδρύματα εντός του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος**

Η παγκοσμιοποίηση των τραπεζικών αγορών δίνει πλέον τη δυνατότητα στους συναλλασσόμενους την επιλογή χρηματοοικονομικών προϊόντων προσφερόμενων από πιστωτικά ιδρύματα τόσο με έδρα στην Ελλάδα όσο και με έδρα εντός της ΕΕ ή και γενικότερα στο εξωτερικό. Η Τράπεζα της Ελλάδος ως μηχανισμός επόπτευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στο πλαίσιο της ενημέρωσης των ενδιαφερομένων μερών, παραθέτει κάθε χρόνο τα στοιχεία και τους πίνακες σχετικά με τα δραστηριοποιούμενα πιστωτικά ιδρύματα και τα προϊόντα τους που είναι διαθέσιμα εντός των Ελληνικών συνόρων. Συγκεκριμένα σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της ΤτΕ τα εποπτευόμενα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν σήμερα στην Ελλάδα ανέρχονται σε 595<sup>41</sup>. Η ΤτΕ με σκοπό την καλύτερη παρουσίαση και ανάλυση τους τα διαχωρίζει στις ακόλουθες κατηγορίες:

- τα πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα με έδρα στην Ελλάδα,
- τα πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ, τα οποία με βάση το «κοινοτικό διαβατήριο<sup>42</sup>» παρέχουν τις υπηρεσίες της παρ. 1 του άρθρου 11 του ν. 4261/2014, όπως η παροχή πιστώσεων και η έκδοση εγγυητικών επιστολών και
- λοιπές εταιρείες παροχής εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η πληροφόρηση όμως από την ΤτΕ επεκτείνεται και συγκεκριμένα η κατηγορία των εγχώρια δραστηριοποιούμενων πιστωτικών ιδρυμάτων διαχωρίζεται περαιτέρω στις εξής υποκατηγορίες:

- τα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στις χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ),

---

<sup>41</sup> Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευόμενων Ιδρυμάτων, Ιανουάριος 2021

<sup>42</sup> Το «κοινοτικό διαβατήριο», δηλαδή η ελευθερία παροχής υπηρεσιών εντός της ΕΕ, με ή χωρίς εγκατάσταση, βασίζεται στο πανευρωπαϊκά εναρμονισμένο εποπτικό πλαίσιο που ασκείται σε κάθε κράτος-μέλος της ΕΕ.

- τα υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν σε χώρες του ΕΟΧ και τα οποία λειτουργούν σε άλλες χώρες του ΕΟΧ και
- τα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν σε χώρες εκτός του ΕΟΧ και τα οποία έχουν λάβει άδεια ίδρυσης και λειτουργίας σε χώρες του ΕΟΧ.

**Πίνακας 2.3:** Πιστωτικά Ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ' αποστάσεως

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευόμενων Ιδρυμάτων, Ιανουάριος 2021

Χώρα Προέλευσης	Αριθμός Ιδρυμάτων	Χώρα Προέλευσης	Αριθμός Ιδρυμάτων
Αυστρία	36	Λιχτενστάιν	10
Βέλγιο	4	Λετονία	9
Γαλλία	44	Λουξεμβούργο	49
Γερμανία	67	Μάλτα	10
Γιβραλτάρ	5	Νορβηγία	5
Δανία	5	Ολλανδία	25
Εσθονία	1	Ουγγαρία	4
Ηνωμένο Βασίλειο	87	Πολωνία	2
Ιρλανδία	26	Πορτογαλία	5
Ισλανδία	1	Σλοβακία	2
Ισπανία	7	Σλοβενία	1
Ιταλία	15	Σουηδία	10
Κύπρος	11	Τσεχία	2
Λιθουανία	1	Φινλανδία	9
<b>ΣΥΝΟΛΟ: 453</b>			

Συνεπώς βάση των ανωτέρω κατηγοριών και σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία της ΤτΕ τον Ιανουάριο του 2021 ήταν εγκατεστημένα και δραστηριοποιούνταν εντός του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.<sup>43</sup>

- 36 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα εκ των οποίων:
  - 15 πιστωτικά ιδρύματα (8 εμπορικές και 7 συνεταιριστικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, έχουν αδειοδοτηθεί και εποπτεύονται από τη ΤτΕ και υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.4261/2014,
  - 19 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ και, επίσης, υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας

<sup>43</sup> (Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευόμενων Ιδρυμάτων, Ιανουάριος 2021)

- αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) του ν.4261/2014, εποπτευόμενα από τις αρμόδιες αρχές του κράτους-μέλους καταγωγής των πιστωτικών ιδρυμάτων,
- 2 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα εκτός της ΕΕ και εποπτεύονται από τη ΤτΕ, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης και
- 1 πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του ν.4261/2014, δηλαδή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.
- 453 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες χωρίς επί τόπου παρουσία τους.
  - 106 λοιπές εταιρείες παροχής εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος.<sup>44</sup>

**Πίνακας 2.4:** Λοιπές εταιρείες παροχής εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών

**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευόμενων Ιδρυμάτων, Ιανουάριος 2021

<b>Εταιρεία</b>	<b>Αριθμός Εταιρειών</b>
Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)	8
Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων (Factoring)	6
Εταιρείες Παροχής Πιστώσεων	1
Ιδρύματα Πληρωμών	8
Ιδρύματα Ηλεκτρονικού Χρήματος με έδρα στην Ελλάδα	3
Γραφεία Αντιπροσωπείας Αλλοδαπών Πιστωτικών Ιδρυμάτων	5
Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος	10
Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (χωρίς εγκατάσταση)	11
Ιδρύματα Πληρωμών (χωρίς εγκατάσταση)	2
Αντιπρόσωποι/Υποκαταστήματα Ιδρυμάτων Ηλεκτρονικού Χρήματος του ΕΟΧ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα	15
Εταιρείες Διαχείρισης Απαιτήσεων από Δάνεια & Πιστώσεις	26
Συνδεδεμένοι Αντιπρόσωποι που ενεργούν για λογαριασμό Πιστωτικών Ιδρυμάτων βάσει του Κοινοτικού Διαβατηρίου	11
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>106</b>

<sup>44</sup> (Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012, 2013)

### 2.3.2 Διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος

Το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα καλούμενο να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις και να προσαρμοστεί στις σύγχρονες εξελίξεις και συνθήκες τα τελευταία χρόνια έχει προβεί σε δραστικές αλλαγές. Συγκεκριμένα τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν αρχίσει και στηρίζουν τη λειτουργία τους όλο και περισσότερο στα ψηφιακά και ηλεκτρονικά μέσα αποδυναμώνοντας συνεχώς τα ευρέα δίκτυα καταστημάτων που κατείχαν στην αγορά με κύρια βλέψη τους την όσο μεγαλύτερη συρρίκνωση των λειτουργικών τους εξόδων. Στον ίδιο δρόμο βαδίζει φυσικά και ο αριθμός του προσωπικού που βαίνει μειούμενος λόγω των συνεχών εθελούσιων προγραμμάτων εξόδου και των λιγοστών και αναγκαίων πλέον προσλήψεων. Εν αντιθέσει με τα προηγούμενα ο αριθμός των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ΑΤΜ) και των Κέντρων Αυτόματων Συναλλαγών (ΚΑΣ) έχει αυξηθεί για να καλύψει το χαμένο έδαφος του μειωμένου προσωπικού στην εξυπηρέτηση των αναγκών των συναλλασσόμενων.

**Πίνακας 2.5:** Συγκεντρωτικά Στοιχεία Τραπεζών-Μελών και Συνδεδεμένων Μελών της Ε.Ε.Τ.  
(Αριθμός Τραπεζών, Υποκαταστημάτων, Προσωπικού & Α.Τ.Μ.)

Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Στοιχεία έως 31/12/2018 & 31/12/2019

Μέλος	Τράπεζες		Υποκαταστήματα		Προσωπικό		ΑΤΜ/ΚΑΣ	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Τράπεζες-Μέλη	9	9	1.726	1.870	36.663	38.473	5.722	5.625
Συνδεδεμένα Μέλη <sup>45</sup>	4	4	112	4	1.071	63	132	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>1.838</b>	<b>1.874</b>	<b>37.734</b>	<b>38.536</b>	<b>5.854</b>	<b>5.625</b>

### 2.4 Εξέλιξη Βασικών Μεγεθών & Δεικτών των Ελληνικών Τραπεζών

Στη παρούσα ενότητα παρουσιάζονται ορισμένοι βασικοί δείκτες αποτύπωσης της πορείας του τραπεζικού κλάδου βάσει των αποτελεσμάτων των τραπεζών που τον αποτελούν. Συγκεκριμένα οι δείκτες που παρατίθενται στο Πίνακα 2.6 είναι αυτοί που η

<sup>45</sup> Αφορά τρία υποκαταστήματα τραπεζών της αλλοδαπής που λειτουργούν στην Ελλάδα και τα μέλη της Ένωσης Συνεταιριστικών Τραπεζών Ελλάδος (ΕΣΤΕ).



Τράπεζα της Ελλάδος επιλέγει, υπολογίζει και αναλύει κάθε χρόνο προς αξιολόγηση της κατάστασης του τραπεζικού συστήματος και των συμπεριλαμβανομένων μελών του.

#### **2.4.1 Ανθεκτικότητα**

Το 2019 ενισχύθηκε η ανθεκτικότητα των Ελληνικών τραπεζικών ομίλων ως αποτέλεσμα της βελτίωσης τόσο της κεφαλαιακής επάρκειας όσο και της αποδοτικότητας. Βασικές παράμετροι ήταν η ενίσχυση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων καθώς και η καταγραφή κερδών μετά από φόρους και διακοπτόμενες δραστηριότητες. Σύμφωνα με την δημοσιευμένη τον Ιούλιο του 2020 Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας της Τράπεζας της Ελλάδος, τόσο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας όσο και ο Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1) υπολογισμένοι σε ενοποιημένη βάση εμφάνισαν ανοδική τάση και συγκεκριμένα διαμορφώθηκαν στο 17% (16% το Δεκέμβριο 2018) και στο 15,9% (15,3% το Δεκέμβριο 2018) αντίστοιχα. Βέβαια και οι δύο δείκτες εμφάνισαν σαφώς μικρότερη τιμή με τη χρήση του ορισμού της πλήρους εφαρμογής τους (fully-loaded) και συγκεκριμένα 14,3% για το πρώτο και 13,2% για το δεύτερο.<sup>46</sup>

#### **2.4.2 Αποδοτικότητα**

Βάση πάλι των δημοσιευμένων στοιχείων της Τραπεζικής της Ελλάδος, οι Ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν κέρδη μετά από φόρους ύψους 211 εκατ. Ευρώ έναντι ζημιών 85 εκατ. το 2018. Συγκεκριμένα κατά το 2019 τα λειτουργικά έσοδα αυξηθήκαν σε ετήσια βάση, καθώς η μείωση των καθαρών εσόδων από τόκους αντισταθμίστηκε από την αύξηση των εσόδων από μη τοκοφόρες εργασίες. Αναλυτικότερα σε σχέση με τα καθαρά έσοδα από τόκους, αξίζει να σημειωθεί ότι η συρρίκνωση των εσόδων από τόκους υπερέβη σε απόλυτα μεγέθη την αντίστοιχη συρρίκνωση των εξόδων, ενώ ο λόγος είναι η αρνητική επιρροή τους από τη συνεχιζόμενη συρρίκνωση του δανειακού χαρτοφυλακίου των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η υποχώρηση των εξόδων για τόκους οφείλεται στην πλήρη απεξάρτηση από το μηχανισμό παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) το Μάρτιο του 2019 και στο μειωμένο κόστος των καταθέσεων. Επιπλέον τα καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες ενισχύθηκαν σε ετήσια βάση, ωστόσο μεγάλο μέρος αυτών είναι μη-επαναλαμβανόμενα ενώ επίσης θετική ήταν και η

---

<sup>46</sup> (Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2020)

συμβολή των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις, κατά βάση από κέρδη προερχόμενα από το χαρτοφυλάκιο κρατικών ομολόγων. Τέλος τα λειτουργικά έξοδα παρουσίασαν περαιτέρω υποχώρηση λόγω κυρίως της συνεχιζόμενης συρρίκνωσης του προσωπικού και του δικτύου καταστημάτων. Ως αποτέλεσμα όλων των ανωτέρω τα λειτουργικά κέρδη για το 2019 ενισχύθηκαν και ο δείκτης αποτελεσματικότητας (Λειτουργικά Έσοδα προς Λειτουργικά Έξοδα) των τραπεζών βελτιώθηκε σημαντικά ενώ συνέχισε να υπολείπεται του μέσου όρου των μεσαίου μεγέθους τραπεζικών ομίλων της ΕΕ.<sup>47</sup>

**Πίνακας 2.6:** Βασικοί Οικονομικοί Δείκτες Ελληνικών Τραπεζικών Ομίλων  
**Πηγή:** Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ιούλιος 2020

Δείκτες (%)	Τραπεζικοί Όμιλοι		
	Ενοποιημένη Βάση		Fully-loaded
	2018	2019	2019
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (Δ.Κ.Ε.)	16	17	14,3
Δείκτης Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών Κατηγορίας 1 (Common Equity Tier 1 - CET1)	15,3	15,9	13,2
Δείκτες (%)	Ελλάδα		ΕΕ 28
	2018	2019	2019
	Δείκτης Μόχλευσης (Tier 1 capital/exposures)	8,2	9,1
Καθαρό Επιτοκιακό Περιθώριο	2,3	2,2	1,4
Λειτουργικά Έξοδα/Ενεργητικό	1,7	1,6	1,5
Δείκτης Αποτελεσματικότητας	54,5	51,3	65,7
Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού (ROA)	-0,03	0,08	0,4
Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	-0,3	0,7	4,7

### 2.4.3 Μόχλευση

Ο δείκτης μόχλευσης (Tier 1 capital/exposures) του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου αυξήθηκε το 2019 (9,1% από 8,2% τέλος του 2018), παραμένοντας σημαντικά υψηλότερος από τον αντίστοιχο δείκτη των τραπεζών που εποπτεύονται από την ΕΚΤ.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> (Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2020)

<sup>48</sup> (Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, 2020)

**Πίνακας 2.7:** Αποτελέσματα Χρήσεως του Ελληνικού Τραπεζικού Κλάδου

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ιούλιος 2020

<b>Αποτελέσματα Χρήσεως Ελληνικού Τραπεζικού Κλάδου</b>			
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Μεταβολή (%)</b>
<b>Λειτουργικά Έσοδα</b>	<b>7.850</b>	<b>8.198</b>	<b>4,4</b>
Καθαρά Έσοδα από Τόκους	5.854	5.666	-3,2
-Έσοδα από Τόκους	7.923	7.635	-3,6
-Έξοδα Τόκων	-2.069	-1.968	-4,9
Καθαρά Έσοδα από Μη-Τοκοφόρες Εργασίες	1.996	2.532	26,8
-Καθαρά Έσοδα από Προμήθειες	1.232	1.232	0,0
-Έσοδα από Χρηματοοικονομικές Πράξεις	695	776	11,8
-Λοιπά Έσοδα	69	524	>100
<b>Λειτουργικά Έξοδα</b>	<b>-4.275</b>	<b>-4.205</b>	<b>-1,6</b>
Δαπάνες Προσωπικού	-2.248	-2.163	-3,8
Διοικητικά Έξοδα	-1.673	-1.515	-9,4
Αποσβέσεις	-354	-527	48,8
<b>Καθαρά Έσοδα (Λειτουργικά Έσοδα-Λειτουργικά Έξοδα)</b>	<b>3.575</b>	<b>3.993</b>	<b>11,7</b>
Προβλέψεις για τον Πιστωτικό Κίνδυνο	-3.236	-2.694	-16,8
Λοιπές Ζημίες Απομείωσης	-194	-172	-11,3
Μη-Επαναλαμβανόμενα Κέρδη/Ζημίες	-100	-240	>100
<b>Κέρδη(+)/Ζημίες(-) προ Φόρων</b>	<b>45</b>	<b>888</b>	<b>&gt;100</b>
Φόροι	317	-190	-
Κέρδη(+)/Ζημίες(-) από Διακοπτόμενες Δραστηριότητες	-446	-486	9,0
<b>Κέρδη(+)/Ζημίες(-) μετά από Φόρους</b>	<b>-85</b>	<b>211</b>	<b>-</b>

---

## Κεφάλαιο 3

### Θεσμικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Στην Ελλάδα από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 παρατηρείται μια συνεχώς αυξανόμενη τάση πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτοί οι εταιρικοί μετασχηματισμοί ρυθμίζονται από το αρμόδιο νομοθετικό πλαίσιο με πρωταρχικό στόχο την αποφυγή αθέμιτων ενεργειών και συνθηκών, παράλληλα όμως με την πρόβλεψη της παροχής κινήτρων ολοκλήρωσης τους καθώς συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

#### 3.1 Νομοθετικό Πλαίσιο Σ&Ε Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Για την υλοποίηση ΣήΕ είναι επιβεβλημένη η συμμόρφωση με τα άρθρα και τις διαδικασίες που ορίζει το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο. Στις περιπτώσεις ΣήΕ πιστωτικών ιδρυμάτων η σχετική διαδικασία καθίστανται πιο περίπλοκη καθώς πρέπει να συνυπολογιστούν οι νόμοι που αναφέρονται σε ανώνυμες εταιρείες αφού εκ του νόμου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένα να φέρουν την εν λόγω νομική μορφή. Επίσης είναι αναγκαίο να γίνει μνεία και στο νόμο περί δημοσίων προτάσεων καθώς τα τελευταία χρόνια έχουν πραγματοποιηθεί ΣήΕ πιστωτικών ιδρυμάτων βάσει αυτών. Συνοψίζοντας οι Σ&Ε στην Ελλάδα πραγματοποιούνται βάση του νομοθετικού πλαισίου που αποτελείται από τις κάτωθι διατάξεις:

- ⇒ **Άρθρο 16 του Ν. 2515/1997 «Περί Συγχωνεύσεων Πιστωτικών Ιδρυμάτων»** όπου παρουσιάζονται και αναλύονται οι τρόποι πραγματοποίησης τους.
- ⇒ **Νόμος 4601/2019 «Περί Εταιρικών Μετασχηματισμών»** και ειδικότερα τα άρθρα 6 έως 21 και 30 έως 38 όπως αντικατέστησαν βάση του άρθρου 147 του Ν. 4601/2019 τα άρθρα 68 έως 80 του **Κώδικα Νόμων 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών»**.
- ⇒ **Νόμος 3461/2006** ο οποίος αφορά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις στο Εθνικό Δίκαιο. Ο συγκεκριμένος νόμος ήρθε για να αντικαταστήσει τους προηγούμενους ασταθείς Κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Περί Δημόσιων Προτάσεων Αγοράς Κινητών

Αξιών» υπ' αριθμόν «Απόφαση Ε.Κ. 1/195/2000» και της βελτιωμένης αυτής «Απόφαση Ε.Κ. 2/258/2002».

Στη παρούσα φάση πρέπει να διευκρινιστεί ότι υφίστανται κι άλλοι νόμοι και διατάξεις που διέπουν τη γενικότερη μορφή των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Στη συνέχεια όμως θα αναλυθεί το παραπάνω νομοθετικό πλαίσιο καθώς εστιάζεται στις Σ&Ε πιστωτικών ιδρυμάτων που αποτελεί και το βασικό τομέα έρευνας της εργασίας.

### **3.2 Συγχωνεύσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων Βάσει Άρθρου 16 Ν.2515/1997**

Το άρθρο 16 του νόμου 2515/1997 περιλαμβάνει διατάξεις αποκλειστικά για τη Συγχώνευση μεταξύ Πιστωτικών Ιδρυμάτων. Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 6 του Ν.2515/2019 υφίστανται δύο τύποι συγχώνευσης πιστωτικών ιδρυμάτων:

- 1. Συγχώνευση Πιστωτικών Ιδρυμάτων με Απορρόφηση**, η οποία ρυθμίζεται από το άρθρο 16 του Ν.2515/2019.
- 2. Συγχώνευση Πιστωτικών Ιδρυμάτων με Σύσταση Νέας Εταιρείας**, η οποία ρυθμίζεται από το άρθρο 16 του Ν.2515/2019.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι η νομική διαδικασία πραγματοποίησης και ολοκλήρωσης μια συγχώνευσης μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων καθορίζεται και από το άρθρο 16 του νόμου 2515/1997 αλλά και από τα άρθρα 6 έως 21 του νόμου 4601/2019 που έχουν μεγάλη ομοιότητα καθώς εκ του νόμου τα πιστωτικά ιδρύματα φέρουν τη νομική υπόσταση των Ανωνύμων Εταιρειών. Ως εκ τούτου η ανάλυση και η περιγραφή της διαδικασίας της ολοκλήρωσης συγχώνευσης θα βασιστεί στα άρθρα 6 έως 21 του Ν.4601/2019 λόγω εκτενέστερης και λεπτομερέστερης απεικόνισης και παρουσιάζεται παρακάτω.

### **3.3 Συγχωνεύσεις Ανωνύμων Εταιρειών Βάσει Νόμου 4601/2019**

Ο νόμος 4601/2019 περιλαμβάνει και αυτός με την σειρά του άρθρα και οδηγίες αποκλειστικά για τη Συγχώνευση μεταξύ Ανωνύμων Εταιρειών. Σύμφωνα λοιπόν με το

άρθρο 6 του Ν. 4601/2019 υφίστανται δύο τύποι συγχώνευσης όπως ακριβώς αναφέρθηκαν ανωτέρω στο άρθρο 16 του Ν.2515/1997:

1. **Συγχώνευση με Απορρόφηση**, η οποία διέπτεται από τα άρθρα 6 έως 21 του Ν.4601/2019.
2. **Συγχώνευση με Σύσταση Νέας Ανώνυμης Εταιρείας**, η οποία διέπτεται από τα άρθρα 6 έως 21 του Ν.4601/2019.

### **3.3.1 Συγχώνευση με Απορρόφηση (Άρθρο 16 Ν.2515/1997 & Άρθρα 6 έως 21 Ν.4601/2019)**

«**Συγχώνευση με απορρόφηση** είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρείες (απορροφώμενες) μεταβιβάζουν σε μία άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφώσα), ύστερα από λύση τους, χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεών τους, με τη διάθεση στους μετόχους ή στους εταίρους των απορροφώμενων εταιρειών εταιρικών συμμετοχών της απορροφώσας εταιρείας και ενδεχομένως με καταβολή χρηματικού ποσού, το οποίο δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της ονομαστικής αξίας των εταιρικών συμμετοχών που διατίθενται ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, της λογιστικής τους αξίας.» (Άρθρο 6 Ν.4601/2019)

Αναφορικά βάση του ορισμού Συγχώνευση με Απορρόφηση συντελείται λόγω των κάτωθι προϋποθέσεων:

- Η απορροφώσα εταιρεία υφίστανται πριν, κατά τη διάρκεια και μετά της συγχώνευσης.
- Μία ή περισσότερες εταιρείες (απορροφώμενες) λύνονται μετά τη συγχώνευση.
- Διενεργείται μεταβίβαση ολόκληρης της περιουσίας των απορροφώμενων εταιρειών στην απορροφώσα.
- Πραγματοποιείται αύξηση κεφαλαίου της απορροφώσας με έκδοση νέων εταιρικών συμμετοχών (μετοχών).
- Ενδεχόμενη καταβολή της απορροφώσας χρηματικού πόσου στις απορροφώμενες.

## **Διαδικασία Πραγματοποίησης Συγχώνευσης με Απορρόφηση**

Ο Ν.4601/2019 διατυπώνει μια συγκεκριμένη διαδικασία για την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης με απορρόφηση. Η διαδικασία αναλύεται βάση των βημάτων που την αποτελούν.

### **1<sup>ο</sup> Βήμα: Σύνταξη Εγγράφου Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης και Έγκριση του από τα Δ.Σ. των υπό συγχώνευση εταιρειών. (Άρθρο 9 Ν.4601/2019)**

Στο πρώτο βήμα διενεργούνται οι απαραίτητες επαφές και συζητήσεις με σκοπό την επίτευξη μίας "πρώτης" συμφωνίας μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών όπου:

- α. Τα αρμόδια Δ.Σ. συντάσσουν και εγκρίνουν το έγγραφο του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης περιλαμβάνοντας σε αυτό τα απαιτούμενα στοιχεία και δικαιολογητικά που ορίζει ο νόμος.
- β. Τα Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών, κάθε ένα ξεχωριστά, είναι εκ του νόμου υποχρεωμένα σε κατάρτιση έκθεσης όπου εξηγούν λεπτομερώς το συνταχθέν σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης από οικονομική και νομική σκοπιά καθώς και την σχέση ανταλλαγής των εταιρικών μεριδίων (μετοχών) μεταξύ απορροφώμενων και απορροφώσας.
- γ. Η σχετική έκθεση πρέπει να καταχωρηθεί και να δημοσιευθεί στην ιστοσελίδα του Γ.Ε.ΜΗ. και να διατεθεί προς εξέταση και αξιολόγηση στις Γ.Σ. των υπό συγχώνευση εταιρειών.

### **2<sup>ο</sup> Βήμα: Εξέταση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης από Ανεξάρτητους Εμπειρογνώμονες. (Άρθρο 10 Ν.4601/2019)**

Βάση των διατάξεων του Άρθρου 10 του Ν.4601/2019 καθίστανται υποχρεωτικός ο διορισμός επιτροπής ανεξάρτητων εμπειρογνομένων κατόπιν απόφασης των συγχωνευόμενων εταιρειών. Κύριες υποχρεώσεις της επιτροπής είναι η εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των υπό συγχώνευση εταιρειών καθώς και η εξέταση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης. Συγκεκριμένα ο υποχρεωτικός χαρακτήρας του νόμου περί του διορισμού έχει ως απώτερο σκοπό την απόφαση εκ μέρους της επιτροπής για το αν η σχέση ανταλλαγής των εταιρικών μεριδίων είναι «δίκαιη και λογική» και κατάρτιση σχετικής έκθεσης προς υποβολή στις Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών.

**3° Βήμα: Καταχώρηση και Δημοσίευση της Έκθεσης στο Διαδικτυακό Τόπο του Γ.Ε.ΜΗ καθώς και Χορήγηση Εγγυήσεων στους Πιστωτές των υπό συγχώνευση εταιρειών. (Άρθρο 13 Ν.4601/2019)**

Μετά τη καταχώρηση και δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης στην ιστοσελίδα του Γ.Ε.ΜΗ. και εντός τριάντα ημερών οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν το δικαίωμα να αιτηθούν εγγυήσεων εφόσον το κρίνουν απαραίτητο βάση των οικονομικών στοιχείων των υπό συγχώνευση εταιρειών και φυσικά εφόσον δεν τους έχουν προσφερθεί τέτοιες εγγυήσεις. Ενδεχόμενες διαφορές που τυχόν προκύψουν εκ μέρους των πιστωτών επιλύονται από το αρμόδιο Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της αιτούμενης εταιρείας. Σε αυτή τη περίπτωση «με την απόφασή του το δικαστήριο μπορεί να λάβει τα κατά την κρίση του επαρκή και πρόσφορα μέτρα για την εξασφάλιση της απαίτησης του αιτούντος.»

**4° Βήμα: Διάθεση των Εγγράφων της Συγχώνευσης για Εξέταση από τους Μετόχους. (Άρθρα 11 & 31 Ν.3601/2019)**

Σύμφωνα με το άρθρο 31 του Ν.4601/2019 το δικαίωμα των μετόχων για διαθεσιμότητα των εγγράφων της συγχώνευσης προς εξέταση και ενημέρωση τους ξεκινάει έναν τουλάχιστον μήνα πριν τη συνεδρίαση της Γ.Σ. όπου οι μέτοχοι θα κληθούν να αποφασίσουν για τη πορεία της συγχώνευσης και λήγει με το πέρας αυτής. Σύμφωνα τώρα με το Άρθρο 11 του ίδιου νόμου οι συγχωνευόμενες εταιρείες είναι κατ' ελάχιστο υποχρεωμένες να θέσουν στην διάθεση των μετόχων τους το συνταχθέν σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, τις ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τις ετήσιες εκθέσεις διαχείρισης του Δ.Σ των τελευταίων τριών ετών κάθε εταιρείας που μετέχει στη συγχώνευση καθώς και εάν παραστεί ανάγκη μιας λογιστικής κατάστασης.

**5° Βήμα: Έγκριση από τη Γ.Σ. καθεμιάς από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης. (Άρθρο 14 Ν.4601/2019)**

Βάση του Άρθρου 14 του Ν.4601/2019 η εκάστοτε γενική συνέλευση των μετόχων κάθε εταιρείας που συμμετέχει στη συγχώνευση καλείται να αποφασίσει τουλάχιστον περί της έγκρισης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης όπως έχει οριστεί βάση του νόμου και του καταστατικού της. Στα θέματα προς έγκριση κατά περίπτωση πιθανών να περιλαμβάνονται και τροποποιήσεις καταστατικού που ενδεχομένως κρίνονται αναγκαίες για την ολοκλήρωση της συγχώνευσης.



**6° Βήμα: Κατάρτιση Συμβολαιογραφικής Πράξης Σύμβασης Συγχώνευσης. (Άρθρο 15 Ν.4601/2019)**

Όπως ορίζει το Άρθρο 15 του Ν.4601/2019 είναι υποχρεωτική η κατάρτιση της σύμβασης συγχώνευσης ενώπιον συμβολαιογράφου.

**7° Βήμα: Διοικητική Έγκριση Νομιμότητας & Δημοσίευση της Συγχώνευσης. (Άρθρο 16 & 17 Ν.4601/2019)**

Σύμφωνα λοιπόν με τα Άρθρα 16 και 17 του Ν.4601/2019 ο Υπουργός Οικονομικών (είτε ο αρμόδιος Περιφερειάρχης) είναι υπεύθυνος για την έκδοση της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης υπό την προϋπόθεση ότι το σύνολο των πράξεων και διατάξεων εφαρμόστηκαν βάση του νομοθετικού πλαισίου αλλά και των καταστατικών των υπό συγχώνευση εταιρειών. Κατόπιν περάτωσης των επτά βημάτων, η διαδικασία της συγχώνευσης ολοκληρώνεται.

**3.3.2 Συγχώνευση με Σύσταση Νέας Ανώνυμης Εταιρείας (Άρθρο 16 Ν.2515/1997 & Άρθρα 6 έως 21 Ν.4601/2019)**

«**Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας** είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες (συγχωνευόμενες) μεταβιβάζουν σε μία νέα εταιρεία, την οποία συνιστούν, ύστερα από λύση τους, χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεών τους, με τη διάθεση στους μετόχους ή στους εταίρους των συγχωνευόμενων εταιρειών εταιρικών συμμετοχών της νέας εταιρείας και ενδεχομένως με καταβολή χρηματικού ποσού, το οποίο δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της ονομαστικής αξίας των εταιρικών συμμετοχών που διατίθενται ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, της λογιστικής τους αξίας.» (Άρθρο 6 Ν.4601/2019)

Η διαδικασία της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης και σε αυτόν το τύπο συγχώνευσης ρυθμίζεται από τα ίδια άρθρα 6 έως 22 του Ν.4601/2019 οπότε και παραμένει η ίδια όπως παρατέθηκε ανωτέρω βάση των επτά βημάτων.

### 3.4 Δημόσιες Προτάσεις Βάση του Ν.3461/2006

Ο **Νόμος 3461/2006** ο οποίος αφορά την ενσωμάτωση της Κοινοτικής Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις στο Εθνικό Δίκαιο δημιουργήθηκε για να αντικαταστήσει τους Κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Περί Δημόσιων Προτάσεων Αγοράς Κινητών Αξιών» υπ' αριθμόν **«Απόφαση ΕΚ 1/195/2000»** και της βελτιωμένης αυτής **«Απόφαση ΕΚ 2/258/2002»** όπου και οι δύο απέτυχαν να ρυθμίσουν αποτελεσματικά το νομικό πλαίσιο αυτών των πράξεων.

Συνοπτικά ο Ν.3461/2006 παρουσιάζει δύο εκφάνσεις των δημόσιων προτάσεων:

- Διαδικασία Απόκτησης μίας Εταιρείας.
- Μέσο Προστασίας Δικαιωμάτων Μειοψηφίας.

Για τον λόγο αυτό ο συγκεκριμένος νόμος διαχωρίζει τις δημόσιες προτάσεις σε **Υποχρεωτικές** και **Προαιρετικές**.

#### 3.4.1 Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση (Άρθρο 7 Ν.3461/2006)

Ο Ν.3461/2006 υποχρεώνει την υποβολή δημόσιας πρότασης για την προσπάθεια απόκτησης ελέγχου μίας εταιρείας με οποιονδήποτε τρόπο, με στόχο να δίνεται δυνατότητα στο σύνολο των μετόχων να αποχωρήσουν από αυτήν βάση δίκαιων και ισότιμων όρων και ανταλλαγμάτων.

Πιο συγκεκριμένα το άρθρο 7 ορίζει ότι κάθε νομικό ή φυσικό πρόσωπο (Υπόχρεο Πρόσωπο) υποχρεούται σε υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση του συνόλου των κινητών αξιών της εξαγοραζόμενης εταιρείας και καταβολή «δίκαιου και εύλογου» ανταλλάγματος εντός είκοσι (20) ημερών από τη στιγμή απόκτησης κινητών αξιών από τον υπόχρεο και τα νομικά ή φυσικά πρόσωπα που ενεργούν υπό την καθοδήγηση του ποσοστού που ανέρχεται και υπερβαίνει το ένα τρίτο (1/3) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

Κατά το ίδιο άρθρο προβλέπεται η ίδια διαδικασία και για τη περίπτωση του υπόχρεου προσώπου όπου κατέχει ποσοστό που υπερβαίνει το ένα τρίτο (1/3) αλλά δεν ξεπερνάει το ένα δεύτερο (1/2) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας και εντός δώδεκα (12) μηνών ο ίδιος και τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του προχωρήσουν στην απόκτηση κινητών αξιών της εξαγοραζόμενης εταιρείας που

αναλογούν σε ποσοστό τρία τις εκατό (3%) και άνω του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου.

#### **3.4.2 Προαιρετική Δημόσια Πρόταση (Άρθρο 6 Ν.3461/2006)**

Κατά το άρθρο 6 του Ν.3461/2006 διατυπώνεται η υποχρέωση, του προτείνοντος τη προαιρετική δημόσια πρόταση, της απόκτησης του συνόλου των προσφερόμενων κινητών αξιών με εξαίρεση της περίπτωσης όπου έχει δηλώσει δέσμευση για μέγιστο αριθμό αποδοχής αυτών. Στο ίδιο άρθρο καθίστανται σαφές το δικαίωμα του προτείνοντος για δήλωση ελάχιστου αριθμού προσφερόμενων κινητών αξιών για την ισχύ και ολοκλήρωση της δημόσιας πρότασης.

#### **3.4.3 Αντάλλαγμα (Άρθρο 9 Ν.3461/2006)**

Σύμφωνα με το άρθρο 9 του Ν.3461/2006 καθορίζεται ο τύπος και οι διατυπώσεις περί του ανταλλάγματος. Ειδικότερα ο προτείνων έχει το δικαίωμα του καθορισμού της μορφής του προσφερόμενου ανταλλάγματος ανάμεσα σε τίτλους που αντιπροσωπεύουν εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά ή μη κινητές αξίες, μετρητά ή συνδυασμό μεταξύ των δύο. Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης όπου πρέπει να προσφέρεται η καταβολή χρηματικού ανταλλάγματος ως επιλογή στους αποδέκτες της.

Στο συγκεκριμένο άρθρο ακόμα διευκρινίζεται η υποχρέωση του προτείνοντος για επαύξηση του προσφερόμενου ανταλλάγματος εφόσον κατά το χρονικό διάστημα κατόπιν της δημοσιοποίησης της πρότασης και προ της παρέλευσης της περιόδου αποδοχής, αποκτήθηκαν κινητές αξίες υποκείμενες στην δημόσια πρόταση σε τιμή ανώτερη του προσφερόμενου τιμήματος της σε αυτή. Επίσης περιλαμβάνονται διατυπώσεις περί της προσκόμισης δικαιολογητικών εκ μέρους του προτείνοντος από πιστωτικά ιδρύματα εφόσον το τίμημα αποτελεί μετρητά ή εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εφόσον το τίμημα αποτελεί τίτλους, προς επικύρωση της κατοχής των προσφερόμενων ανταλλαγμάτων της δημόσιας πρότασης.

Στη τελευταία παράγραφο του άρθρου αναλύεται η προαναφερθείσα έννοια του «δίκαιου και εύλογου» ανταλλάγματος στην περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης

όπου μέσο ανταλλαγής αποτελούν τα μετρητά ανά μετοχή. Το συγκεκριμένο τίμημα αναφορικά θα πρέπει να ισούται ή να υπερβαίνει το ύψος:

- της μέσης χρηματιστηριακής τιμής των κινητών αξιών του τελευταίου εξαμήνου έως και την ημέρα που ο προτείνων κατέστη υπόχρεος υποβολής δημόσιας προτάσεως.
- του υψηλότερου τιμήματος το οποίο ο προτείνων κατέβαλε για την απόκτηση κινητών αξιών συναφών της δημόσιας πρότασης κατά τους τελευταίους δώδεκα (12) μήνες έως και την ημέρα που κατέστη υπόχρεος υποβολής δημόσιας προτάσεως.

#### **3.4.4 Δημοσιοποίηση της Πρότασης Ενημέρωση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Άρθρο 10 Ν.3461/2006)**

Στο επόμενο στάδιο της προκαθορισμένης διαδικασίας της πραγματοποίησης δημόσιας πρότασης βάσει του άρθρου 10 ακολουθεί η έγγραφη ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Διοικητικού Συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας από τον προτείνοντα προτού προχωρήσει σε επίσημη ανακοίνωση προς το κοινό. Η σχετική ενημέρωση γνωστοποιείται άμεσα μετά την απόφαση του προτείνοντος για διενέργεια δημόσιας πρότασης και κατ' εξαίρεση στη περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης εντός είκοσι (20) ημερών από τη λήψη της απόφασης. Συνάμα ορίζεται ότι ο προτείνων υποχρεούται σε υποβολή στα προαναφερθέντα αρμόδια όργανα, σχεδίου του πληροφοριακού δελτίου.

---

## Κεφάλαιο 4

### Μέθοδοι Αξιολόγησης Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Σύμφωνα με τον **DePamphilis (2015)**<sup>49</sup>, πολυάριθμα κύματα Σ&Ε έχουν οδηγήσει σε ουσιαστική βιομηχανική αναδιάρθρωση σε διάφορα μέρη του κόσμου ενώ όσον αφορά την αποτυχία ή το «παράδοξο της επιτυχίας», αναφέρει ότι η αποτυχία των Σ&Ε να ανταποκριθούν στις προσδοκίες εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τρόπο με τον οποίο ορίζεται η αποτυχία/επιτυχία. Όπως είναι φυσικό, στη βιβλιογραφία, συναντούμε πολλές διαφορετικές εκφάνσεις τόσο της επιτυχίας και τη αποτυχίας όσο και της απόδοσης και της αποτελεσματικότητας. Σε αυτή την κατεύθυνση οι **Zollo & Meier (2008)**<sup>50</sup> αναγνώρισαν και επεσήμαναν τους κατωτέρω 6 βασικούς άξονες που διαφοροποιούν τις μεθόδους αξιολόγησης των επιδράσεων των Σ&Ε.

- ✓ **Τύπος Μέτρησης:** υποκειμενικός ή αντικειμενικός.
- ✓ **Μονάδα Μέτρησης:** αναμενόμενες αποδόσεις ή πραγματοποιημένες αποδόσεις.
- ✓ **Χρονοδιάγραμμα:** βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο.
- ✓ **Πηγή Πληροφόρησης:** δημόσια ή ιδιωτικά.
- ✓ **Επίπεδο Ανάλυσης:** χαμηλότερο (επίπεδο εργασίας) ή ενδιάμεσο (επίπεδο έργου) ή ευρύτερο (επίπεδο επιχείρησης).
- ✓ **Άποψη:** άποψη αγοραστή ή άποψη αποκτώμενου ή συνδυασμένη άποψη.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι πιο κοινές και ευρέως διαδεδομένες μέθοδοι αξιολόγησης Σ&Ε.

#### 4.1 Μέθοδος Αξιολόγησης Βάσει Λογιστικών Δεδομένων (Accounting-Based Methodology)

Η μέθοδος αξιολόγησης βάσει λογιστικών δεδομένων βασίζεται ουσιαστικά στον υπολογισμό και τη σύγκριση δεικτών (Ratios) πριν και μετά τη ΣήΕ. Ως εκ τούτου, βασίζεται σε πραγματικές καταγεγραμμένες αποδόσεις και κατά κύριο λόγο

---

<sup>49</sup> (DePamphilis, 2015)

<sup>50</sup> (Zollo & Meier, 2008)

χρησιμοποιείται για εκτίμηση των μακροπρόθεσμων προοπτικών μίας ΣήΕ. Σύμφωνα με τους **Tuch & O'Sullivan (2007)**<sup>51</sup> το σκεπτικό πίσω από αυτή τη μέθοδο είναι ότι ο στρατηγικός στόχος μιας επιχείρησης είναι είτε να κερδίσει μια ικανοποιητική απόδοση κεφαλαίου είτε να εκμεταλλευτεί τυχόν οφέλη ή συνέργειες από τις Σ&Ε, οι οποίες ωστόσο θα απεικονιστούν στις λογιστικές καταστάσεις της. Η εξέταση των τραπεζικών επιδόσεων πριν και μετά τη συγκέντρωση μπορεί να έχει διάφορες μορφές καθώς οι λογιστικοί δείκτες αναλύουν μια ευρεία γκάμα εννοιών όπως η κερδοφορία, η ρευστότητα, η παραγωγικότητα, η κεφαλαιακή επάρκεια καθώς επίσης ο ρυθμός ανάπτυξης, ο κίνδυνος κ.α. Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (Return on Assets - ROA) είναι ο πιο γνωστός στη βιβλιογραφία Σ&Ε. Σύμφωνα με τους **Meeks & Meeks (1981)**<sup>52</sup> οι οποίοι συνέκριναν τους δείκτες κέρδους/πωλήσεων, απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity - ROE) και ROA κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το ROA είναι ο καταλληλότερος δείκτης για τη μέτρηση της αποδοτικότητας Σ&Ε. καθώς επηρεάζεται λιγότερο σε σύγκριση με τους άλλους δύο δείκτες από την πιθανότητα ανοδικής ή καθοδικής εκτίμησης που προκαλείται από αλλαγές στη μόχλευση ή τη διαπραγματευτική ισχύ που προκύπτουν από τη ΣήΕ. Ωστόσο, οι **Barber & Lyon (1996)**<sup>53</sup> δήλωσαν ότι οι λειτουργικές ταμειακές ροές αποτελούν βέλτιστο εργαλείο μέτρησης της αποδοτικότητας των εταιρειών μετά από σημαντικά γεγονότα, όπως εξαγορές, καθώς τα κέρδη μπορούν εύκολα να παραποιηθούν.

## 4.2 Μέθοδος Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Studies Methodology)

Οι μελέτες εκδηλώσεων εξετάζουν την απόκριση της χρηματαγοράς γύρω από τις ανακοινώσεις μεγάλων εταιρικών γεγονότων για να εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με τον οικονομικό τους αντίκτυπο στην αξία της εταιρείας. Η βασική ιδέα είναι ότι, με την υπόθεση μιας ορθολογικής και αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, η οικονομική επίδραση ενός γεγονότος αντανακλάται αμέσως στη μεταβολή της τιμής των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Η μέθοδος μελέτης εκδηλώσεων είναι πολύ δημοφιλής εδώ και δεκαετίες. Η σύγχρονη βιβλιογραφία έχει καθιερώσει ως κύρια εφαρμογή της μεθόδου την εξέταση του πλεονάσματος των αποδόσεων στις τιμές των μετοχών λόγω της ανακοίνωσης ενός απροσδόκητου γεγονότος (π.χ. Σ&Ε). Σύμφωνα με τους **Wang & Moini (2012)**<sup>54</sup>, εάν οι παρατηρούμενες αποδόσεις της υπό εξέταση εταιρείας είναι

---

<sup>51</sup> (Tuch & O'Sullivan, 2007)

<sup>52</sup> (Meeks & Meeks, 1981)

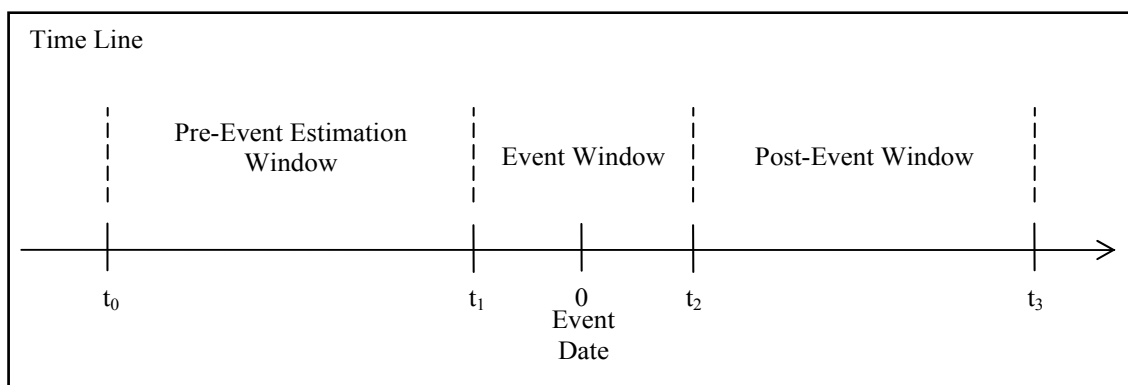
<sup>53</sup> (Barber & Lyon, 1996)

<sup>54</sup> (Wang & Moini, 2012)

σημαντικά υψηλότερες από τις εκτιμώμενες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της ΣήΕ, αυτό θα σήμαινε ότι δημιούργησε θετική αξία για τους ιδιοκτήτες της εταιρείας (μέτοχοι).

Αναλυτικότερα, η χρονική περίοδος κατά την οποία παρατηρούνται και αναλύονται οι τιμές των μετοχών ονομάζεται παράθυρο συμβάντος (event window) και αποτελείται από χρονικά διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης του συμβάντος.

Ως εκ τούτου, μια μελέτη εκδηλώσεων μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη. Η βραχυπρόθεσμη μελέτη υποθέτει ότι οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την τρέχουσα και μελλοντική απόδοση της εταιρείας που αναφέρεται στην παρούσα αξία της σε σύντομο χρονικό διάστημα. Από την άλλη πλευρά, η μακροπρόθεσμη μελέτη θεωρεί ότι η αγορά χρειάζεται χρόνο για να προσαρμόσει σωστά τις τιμές των μετοχών της εταιρείας που συμμετέχει στη ΣήΕ.



**Εικόνα 4.1:** Χρονοδιάγραμμα Μεθόδου Επιχειρηματικών Γεγονότων

**Πηγή:** Campbell et al., The Econometrics of Financial Markets

Η μέθοδος των event studies βασίζεται στην εκτίμηση των μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns - AR) που προκύπτουν λόγω των εμφανιζόμενων απροσδόκητων συμβάντων. Υπολογίζονται συνήθως ως το άθροισμα των ημερήσιων/μηνιαίων/ετήσιων AR εντός ενός παραθύρου συμβάντος που εκτείνεται από μερικές ημέρες/μήνες/έτη πριν και μετά την επίσημη ημερομηνία ανακοίνωσης της ΣήΕ. Τα AR είναι ίσα με τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών μείον τις αναμενόμενες αποδόσεις (σημεία αναφοράς) εάν το γεγονός δεν συνέβαινε.

Σύμφωνα και πάλι με τους **Wang & Moini (2012)**<sup>55</sup> η μέθοδος βασίζεται σε τρεις παραδοχές:

- ✓ **Την Αποτελεσματικότητα της Αγοράς:** Οι τιμές των μετοχών καταγράφουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την τρέχουσα και μελλοντική απόδοση της αντίστοιχης εταιρείας.
- ✓ **Το απροσδόκητο του Γεγονότος:** Το συμβάν (ΣήΕ) δεν πρέπει να αναμένεται ή να είναι γνωστό πριν από την ανακοίνωσή του, έτσι ώστε οι τιμές των μετοχών της εταιρείας να αντικατοπτρίζουν πλήρως το αποτέλεσμα της ΣήΕ κατά την ημέρα ανακοίνωσής της.
- ✓ **Την Απουσία Άλλων Γεγονότων (κατά την υπό εξέταση περίοδο):** Κανένα άλλο συμβάν δεν πρέπει να επηρεάζει τις τιμές των μετοχών της υπό έρευνα εταιρείας κατά τη διάρκεια του παραθύρου του συμβάντος.

Ωστόσο, αυτές οι παραδοχές στις οποίες βασίζονται οι μελέτες συμβάντων είναι δύσκολο να ικανοποιηθούν. Αρχικά οι **Oler et al., (2008)**<sup>56</sup> δείχνουν ότι όλες οι πληροφορίες είναι σπάνια διαθέσιμες, πράγμα που σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών δεν μπορούν να αντικατοπτρίζουν όλες τις πληροφορίες, τουλάχιστον όχι άμεσα ενώ οι **Bromiley et al., (1988)**<sup>57</sup> αναφέρθηκαν επίσης στη πιθανή ανορθολογικότητα της αγοράς (Monday Effect) και της απόκλιση των επενδυτών από τη θεωρία του "Τυχαίου Περιπάτου" (Random Walk Theory). Επίσης σύμφωνα με τους **Lubatkin & Shrieves (1986)**<sup>58</sup> το απροσδόκητο του γεγονότος δεν ικανοποιείται πάντοτε, ειδικότερα πράξεις Σ&Ε δύναται να είναι μέρος της εταιρικής στρατηγικής της εταιρείας και οι φήμες θα μπορούσαν να εξαπλωθούν πριν από την επίσημη ανακοίνωση της συμφωνίας. Επιπλέον, είναι πολύ δύσκολο να διασφαλιστεί ότι κανένα άλλο συμβάν (ενδοεπιχειρησιακό ή εξωγενές) δεν θα επηρεάσει τις τιμές των μετοχών της αναλυθείσας εταιρείας κατά τη διάρκεια του παρατηρούμενου χρονικού διαστήματος.

### **4.3 Μέθοδος Αξιολόγησης Βάσει Απόψεων των Στελεχών (Surveys of Executives Methodology)**

Αυτή η μέθοδος συντελείται μέσω είτε συνεντεύξεων είτε ερωτηματολογίων λίγα χρόνια μετά την πραγματοποίηση της ΣήΕ και στοχεύει στη συλλογή των αντιλήψεων των

---

<sup>55</sup> (Wang & Moini, 2012)

<sup>56</sup> (Oler et al., 2008)

<sup>57</sup> (Bromiley et al., 1988)

<sup>58</sup> (Lubatkin & Shrieves, 1986)



ανώτατων και ανώτερων στελεχών σχετικά με το πόσο αποτελεσματική ήταν σε σύγκριση με τις αρχικές τους προσδοκίες. Οι αρχικοί στόχοι τους αναπαρίστανται με τη χρήση χρηματοοικονομικών ή/και μη-χρηματοοικονομικών δεικτών. Εκτός αυτού, οι ερευνητές συνήθως, καλούν τα στελέχη να βαθμολογήσουν συνολικά το επίπεδο απόδοσης της ΣήΕ στοχεύοντας σε εγκυρότερα συμπεράσματα βάση της σύγκλισης των απόψεων.<sup>59</sup> Συνήθως, οι ερωτηθέντες είναι τα στελέχη των αποκτώντων εταιρειών<sup>60</sup> ενώ μερικές φορές συλλέγονται απόψεις και από τα στελέχη των στόχων.<sup>61</sup>

#### 4.4 Μέθοδοι Προσεγγίσεων Αποδοτικού Συνόρου (Efficient Frontier Approaches)

Οι μέθοδοι αυτοί που βασίζονται στις ανώτερες έννοιες του γραμμικού προγραμματισμού και της ανάλυσης παλινδρόμησης διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες:

- τη παραμετρική προσέγγιση και
- τη μη-παραμετρική προσέγγιση.

##### 4.4.1 Μη-Παραμετρικές Προσεγγίσεις

→ **Data Envelopment Analysis (DEA)**: Αποτελεί τη βασική μη-παραμετρική προσέγγιση γραμμικού προγραμματισμού, ικανή να χειρίζεται πολλαπλά δεδομένα εισόδου (inputs) καθώς και πολλαπλά δεδομένα εξόδου (outputs). Η DEA, ως μη-παραμετρική προσέγγιση, υπολογίζει ένα μη-στοχαστικό αποδοτικό σύνορο και οι αποκλίσεις των παρατηρούμενων από το συγκεκριμένο σύνορο αποδίδονται αποκλειστικά στην αναποτελεσματικότητα καθώς δεν λαμβάνει υπόψιν της την ύπαρξη τυχαίων σφαλμάτων ή διακυμάνσεων. Με τη παραδοχή αυτή λοιπόν μετρά την αποτελεσματικότητα κάθε εξεταζόμενης σε σύγκριση με το αντίστοιχο όριο της καλύτερης μονάδας του δείγματος (ή κλάδου) με σκοπό τη μέτρηση του βαθμού αναποτελεσματικότητας της.<sup>62</sup>

---

<sup>59</sup> (Schoenberg, 2006)

<sup>60</sup> (Homburg & Bucerius, 2006)

<sup>61</sup> (Brock, 2005)

<sup>62</sup> (Wagenvoort & Schure, 1999)

#### 4.4.2 Παραμετρικές Προσεγγίσεις

Οι παραμετρικές προσεγγίσεις στοχεύοντας σε επίτευξη μεγαλύτερου βαθμού ακρίβειας των αποτελεσμάτων και αξιοπιστίας της ανάλυσης εισήγαγαν την έννοια του τυχαίου "θορύβου" (random noise) κατά την εκτίμηση του αποδοτικού συνόρου. Ουσιαστικά οι παραμετρικές προσεγγίσεις υπολογίζουν ένα μη-στοχαστικό αποδοτικό σύνορο και συγκρίνουν τις αποκλίσεις των εξεταζόμενων από αυτό οι οποίες δύνανται να οφείλονται κατά ένα μέρος σε τυχαίους παράγοντες και σφάλματα μετρήσεως και κατά ένα άλλο μέρος σε αναποτελεσματικότητα. Παρακάτω αναλύονται οι τρεις κυριότερες μέθοδοι:

- **Stochastic Frontier Analysis (SFA)**<sup>63</sup>: Η SFA ενσωματώνει ένα σύνολο τεχνικών στατιστικής ανάλυσης και με τη χρήση συναρτήσεων προχωρά στην εκτίμηση του αποδοτικού συνόρου της παραγωγής, του κόστους ή των κερδών. Οι τυχόν προκύπτουσες αποκλίσεις των εξεταζόμενων από το σύνορο αποτελούν τα κατάλοιπα, τα οποία διαχωρίζονται σε αυτά που προέρχονται από τυχαία σφάλματα και αυτά από αναποτελεσματικότητα. Συγκεκριμένα το κομμάτι των καταλοίπων που αφορά τα τυχαία σφάλματα ακολουθεί τη κανονική κατανομή ενώ το κομμάτι που σχετίζεται με την αναποτελεσματικότητα ακολουθεί ασύμμετρες κατανομές.
- **Thick Frontier Approach (TFA)**<sup>64</sup>: Το TFA αναπτύχθηκε από τους **Berger & Humphrey (1991)**<sup>65</sup>. Παρομοίως με άλλες παραμετρικές προσεγγίσεις, προσδιορίζει μια λειτουργική μορφή (functional form) για τη συνάρτηση κόστους του συνόρου. Αυτή η μέθοδος εφαρμόζεται με την εκτίμηση της συνάρτησης κόστους. Υπολογίζονται τόσο το χαμηλότερο τεταρτημόριο μέσου κόστους όσο και το υψηλότερο τεταρτημόριο μέσου κόστους της υπό εξέταση εταιρείας. Δύο ομάδες αποτελεσματικότητας αντιπροσωπεύονται σε αυτά τα δύο διαφορετικά τεταρτημόρια. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες στο χαμηλότερο τεταρτημόριο μέσου κόστους έχουν αποδοτικότητα μεγαλύτερη από το μέσο επίπεδο και σχηματίζουν το παχύ σύνορο (thick frontier). Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες στο υψηλότερο τεταρτημόριο μέσου κόστους έχουν αποδοτικότητα χαμηλότερη από το μέσο επίπεδο. Η διαφορά μεταξύ των δύο ομάδων επιχειρήσεων, δηλαδή αυτών με υψηλότερη από τη μέση απόδοση και αυτών με χαμηλότερη από τη μέση απόδοση αντιπροσωπεύει την αναποτελεσματικότητα καθώς και την

---

<sup>63</sup> (Wagenvoort & Schure, 1999)

<sup>64</sup> (Wagenvoort & Schure, 1999)

<sup>65</sup> (Berger & Humphrey, 1991)

εξωγενή διαφορά στην παλινδρόμηση. Το τυχαίο σφάλμα αντιπροσωπεύεται από τις διαφορές μεταξύ της λειτουργίας χαμηλότερου κόστους και της λειτουργίας υψηλότερου κόστους.

→ **Distribution Free Approach (DFA)**<sup>66</sup>: Αρχικά με το DFA δεν επιβάλλονται παραδοχές κατανομής στο τυχαίο σφάλμα. Το DFA υποθέτει ότι οι αναποτελεσματικότητες είναι σχετικά σταθερές και πρέπει να παραμένουν σταθερές με την πάροδο του χρόνου, ενώ τα τυχαία σφάλματα στο DFA θεωρείται ότι είναι στιγμιαία και τείνουν να ακυρώνονται μεταξύ τους μέσω μέσου όρου. Λόγω της υπόθεσης ότι το τυχαίο σφάλμα τείνει να μετριέται με την πάροδο του χρόνου, η αναποτελεσματικότητα έχει τη δυνατότητα να εκτιμηθεί με τον μέσο όρο των καταλοίπων. Πιο αναλυτικά η διαφορά μεταξύ μέσου καταλοίπου της εταιρείας και μέσου καταλοίπου της ίδιας εάν βρισκόταν στο αποδοτικό σύνορο δίνει την εκτίμηση της αναποτελεσματικότητας.

#### 4.4.3 X-Efficiency & X-Inefficiency

Κύριο μέλημα των ανωτέρω παραμετρικών και μη-παραμετρικών μεθόδων είναι ο υπολογισμός της X-αποτελεσματικότητας της υπό εξέταση εταιρείας και η σύγκριση αυτής με το βέλτιστο επίπεδο αποτελεσματικότητας (efficient frontier) είτε της ίδιας είτε του κλάδου με σκοπό την εύρεση του βαθμού αναποτελεσματικότητας. Οι έννοιες της X-αποτελεσματικότητας (X-Efficiency) και της X-αναποτελεσματικότητας (X-Inefficiency) αποτελούν συγγενείς αλλά όχι όμοιους οικονομικούς όρους ωστόσο μοιράζονται την ίδια περίπου ερμηνεία. Αναλυτικά η X-αποτελεσματικότητα απεικονίζει πόσο κοντά στη βέλτιστη απόδοση λειτουργεί μια υπό εξέταση εταιρεία σε σύγκριση με την αγορά δραστηριοποίησης της, όπου το σύνορο αποτελεσματικότητας αναπαρίσταται από το βαθμό αποτελεσματικότητας της βέλτιστης εταιρείας του κλάδου. Η X-αναποτελεσματικότητα είναι η ίδια μέτρηση, αλλά εστιάζει στο κενό μεταξύ του τρέχοντος επιπέδου αποτελεσματικότητας της εταιρείας με το βέλτιστο επίπεδο που θα μπορούσε να επιτύχει με όλες τις τεχνολογικές και λειτουργικές/διοικητικές συνθήκες να παραμένουν σταθερές (*ceteris paribus*).<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> (Wagenvoort & Schure, 1999)

<sup>67</sup> Investopedia

Σύμφωνα με τον **Berger (1995)**<sup>68</sup> σχετικά με την Χ-αποτελεσματικότητα, οι τράπεζες με ανώτερες τεχνολογίες διαχείρισης ή/και παραγωγής απολαμβάνουν υψηλότερα κέρδη και μειωμένα κόστη ενώ τράπεζες που λειτουργούν σε πιο αποτελεσματική κλίμακα από άλλες του κλάδου, οδηγούνται επίσης σε υψηλότερη κερδοφορία και μειωμένα κόστη.

Συνοψίζοντας και σύμφωνα με τους **Berger et al., (1997)**<sup>69</sup>, αυτοί οι δύο συναφείς αλλά όχι όμοιοι όροι παρουσιάζουν τις ικανότητες της εκάστοτε εξεταζόμενης εταιρείας σε τεχνολογικό και λειτουργικό επίπεδο για την επίτευξη της εν δυνάμει μέγιστης εκροής βάσει των δεδομένων εισροών καθώς και της επιλογής της ικανής και αναγκαίας ποσότητας εισροών - εκροών για τη μεγιστοποίηση των κερδών και την ελαχιστοποίηση του κόστους. Ολοκληρώνοντας, στις πράξεις Σ&Ε γενικότερα καθώς και σε αυτές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ειδικότερα, η μέτρηση του επιπέδου αποτελεσματικότητας και η εύρεση του κενού αναποτελεσματικότητας συνιστούν καίριες μεταβλητές απόφασης καθώς έχουν τη δυνατότητα να παρουσιάσουν τυχόν συνέργειες και ωφέλειες που είναι δυνατό να επιτευχθούν τόσο για τους μετόχους όσο και για τις κοινωνίες.

---

<sup>68</sup> (Berger, 1995)

<sup>69</sup> (Berger et al., 1997)

---

## Κεφάλαιο 5

### Επισκόπηση Διεθνούς Βιβλιογραφίας

---

Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός μελετών που ασχολούνται με τις Σ&Ε στον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Παρ'όλα αυτά, δεν είναι δυνατόν να βρούμε ευθείς και σίγουρες ενδείξεις για τα αποτελέσματα των Σ&Ε. Όσον αφορά την προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των επιπτώσεων που προκύπτουν από την ενοποίηση των τραπεζών, το φαινόμενο μπορεί να εξεταστεί είτε από στατική είτε από δυναμική άποψη. Στην πρώτη περίπτωση, η ανάλυση σκοπεύει να συνδέσει τις πιθανές συνέπειες της ενοποίησης με ορισμένα χαρακτηριστικά των τραπεζών, όπως το μέγεθος, που σχετίζεται με την ενοποίηση. Αντίθετα, η δυναμική προσέγγιση αναγνωρίζει ότι οι Σ&Ε μπορεί να συνεπάγονται αλλαγές στην οργανωτική δομή ή στη διαχειριστική συμπεριφορά. Ως εκ τούτου, αυτές οι μελέτες συγκρίνουν κατά κύριο λόγο τη συμπεριφορά των τραπεζών πριν και μετά τις Σ&Ε. Αυτό το κεφάλαιο παρέχει μια εκτενή ανασκόπηση σημαντικών μελετών που εφαρμόζουν είτε τη δυναμική προσέγγιση, η οποία προτιμάται διότι παρέχει στους αναλυτές πιο αξιόπιστη και ακριβή εκτίμηση των επιπτώσεων των Σ&Ε, είτε τη στατική προσέγγιση. Το κεφάλαιο οργανώνεται ως εξής: αρχικά, παρατίθενται μελέτες που αξιολογούν τον αντίκτυπο των συμφωνιών ενοποίησης σε βραχυπρόθεσμο διάστημα (Ενότητα 5.1). Εν συνεχεία, παρουσιάζονται έρευνες που αναλύουν τις επιπτώσεις των Σ&Ε στην παραγωγική και λειτουργική αποδοτικότητα των τραπεζών εντός πενταετούς χρονικής περιόδου (Ενότητες 5.2 και 5.3 αντίστοιχα).

#### **5.1 Βραχυπρόθεσμες Επιπτώσεις Σ&Ε Πιστωτικών Ιδρυμάτων**

Σύμφωνα με τις επιστημονικές απόψεις η μέθοδος της μελέτης των επιχειρηματικών συμβάντων (event studies) αποτελεί τη καταλληλότερη μέθοδο διερεύνησης των επιδράσεων των Σ&Ε εντός σύντομου χρονικού διαστήματος. Η συγκεκριμένη μέθοδος αξιολογεί τα οφέλη που προκύπτουν από τις πράξεις Σ&Ε εκτιμώντας την αντίδραση της χρηματιστηριακής τιμής των τραπεζών που συμμετείχαν σε αυτές γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συμφωνίας. Ως εκ τούτου η μεθοδολογία των event studies εστιάζει στην ανάλυση των επιπτώσεων των Σ&Ε αποκλειστικά βραχυπρόθεσμα. Σε

περιπτώσεις ανάλυσης μεγαλύτερων χρονικών περιόδων, τα ευρήματα γίνονται λιγότερο αξιόπιστα επειδή υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα οι διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς να καθορίζονται από παράγοντες πέραν της ΣήΕ. Οι μελέτες που παρατίθενται παρακάτω έχουν πραγματοποιηθεί με τη χρήση της μεθόδου των event studies.

Οι **Houston & Ryngaert (1994)**<sup>70</sup> ανέλυσαν ένα δείγμα 153 Σ&Ε πιστωτικών ιδρυμάτων που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1985 και 1991. Σύμφωνα με τη μελέτη παρατηρούν ότι:

1. οι αποκτώσες τράπεζες κατέγραψαν απώλεια αξίας.
2. η τράπεζα-στόχος έχει αυξημένη αξία για τους μετόχους της.
3. σε συνολικό επίπεδο, δεν παρατηρείται σημαντική επίδραση στην αξία των εμπλεκόμενων τραπεζών.
4. η αξία που δημιουργείται είναι μεγαλύτερη όταν:
  - α. οι τράπεζες-πλειοδότες έχουν υψηλή αποδοτικότητα στη φάση πριν από τη συγχώνευση.
  - β. υπάρχει μια ισχυρή γεωγραφική επικάλυψη μεταξύ των δύο εμπλεκόμενων ιδρυμάτων στη ΣήΕ.

Ο **Zhang (1995)**<sup>71</sup> εξέτασε ένα δείγμα 107 πράξεων Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν κατά το χρονικό διάστημα 1980-1990 στην Αμερικανική τραπεζική αγορά. Βάση της ανάλυσης λοιπόν προκύπτουν τα εξής ευρήματα:

1. Σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής των εμπλεκόμενων ιδρυμάτων κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης.
2. Οι μέτοχοι της στοχευόμενης λαμβάνουν μεγαλύτερα οφέλη από αυτά της αποκτώσας τράπεζας.
3. Η δημιουργούμενη αξία σταδιακά μειώνεται καθώς οι διαστάσεις της τράπεζας-στόχου αυξάνονται σε σχέση με την αποκτώσα τράπεζα ή σταδιακά αυξάνεται σύμφωνα με το βαθμό γεωγραφικής αλληλεπικάλυψης μεταξύ του στόχου και της αποκτώσας τράπεζας.

Ο **Becher (2000)**<sup>72</sup> μελέτησε ένα δείγμα 558 συγχωνεύσεων Αμερικανικών τραπεζών κατά την περίοδο 1980-1997 μελετώντας χρονικό διάστημα (event window) 36 ημερών (-30, +5) με τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων (event studies). Τα αποτελέσματα δείχνουν κατά μέσο όρο αύξηση 22% της μετοχικής αξίας των στοχευόμενων ιδρυμάτων ενώ σχεδόν μηδενική διακύμανση για τις αποκτώσες

---

<sup>70</sup> (Houston & Ryngaert, 1994)

<sup>71</sup> (Zhang, 1995)

<sup>72</sup> (Becher, 2000)

τράπεζες. Ο συνδυασμένος υπολογισμός των δύο τιμών για τα ενοποιημένα ιδρύματα αποκαλύπτει αύξηση 3%. Εν συνεχεία, επικεντρώνεται στις Σ&Ε που συνέβησαν αποκλειστικά κατά τη δεκαετία του 1990 και διαπιστώνει ότι παρήγαγαν θετικά αποτελέσματα: οι στόχοι αύξησαν κυρίως την αγοραία αξία τους, οι αποκτώσες απέκτησαν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις (AR – Abnormal Returns) καθώς και οι συνδυασμένες οντότητες που προέκυψαν. Επιπλέον, ο συγγραφέας σημειώνει ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις (AR) των αποκτωσών επηρεάζονται ουσιαστικά από τη παρατηρούμενη χρονική διάρκεια (event window). Επιλέγοντας προς μελέτη μια χρονική περίοδο μικρότερη των 11 ημερών (-5, +5), οι αγοράστριες καταγράφουν σημαντική μείωση της αγοραίας αξίας, ενώ οι στοχευόμενες και οι ενοποιημένες καταγράφουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Συνολικά, έδειξε ότι οι συμφωνίες Σ&Ε παρήγαγαν θετικά αποτελέσματα στη μετοχική αξία, ειδικά για συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990.

Ο **DeLong (2001)**<sup>73</sup> εξέτασε ένα δείγμα 280 συγχωνεύσεων που ανακοινώθηκαν μεταξύ των Αμερικανικών τραπεζών κατά την περίοδο 1988-1995. Οι συγχωνεύσεις έχουν ταξινομηθεί σε τέσσερις τύπους βάση της λειτουργικής δραστηριότητας των εμπλεκόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων και των γεωγραφικών χαρακτηριστικών της συγχώνευσης. Η ταξινόμηση έχει ως εξής:

1. εγχώρια συγχώνευση και
2. διασυνοριακή,  
όπου οι εμπλεκόμενες τράπεζες έχουν παρόμοιες δραστηριότητες.
3. εγχώριες συγχωνεύσεις και
4. διασυνοριακές

στις οποίες οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις έχουν διαφορετικές δραστηριότητες.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εγχώριες συγχωνεύσεις με παρόμοιες δραστηριότητες οδηγούν σε σημαντική δημιουργία αξίας, ενώ για τους άλλους τύπους συγχωνεύσεων δεν παρατηρήθηκαν θετικά αποτελέσματα.

Οι **Beitel et al., (2004)**<sup>74</sup> εξέτασαν 98 συγχωνεύσεις μεταξύ Ευρωπαϊκών τραπεζών κατά την περίοδο 1985-2000, προκειμένου να διερευνήσουν τις πηγές των υπερβαλλουσών αποδόσεων των μεριδίων των στόχων, των αγοραστών και του ενοποιημένου ιδρύματος. Η μελέτη πραγματοποιήθηκε με τη χρήση ανάλυσης παλινδρόμησης βάση των 13 παραγόντων που εντοπίστηκαν ως επί το πλείστον από προηγούμενες, επικεντρωμένες στις ΗΠΑ, έρευνες. Τα ευρήματα ως εκ τούτου έχουν σημαντική

---

<sup>73</sup> (DeLong, 2001)

<sup>74</sup> (Beitel et al., 2004)

επεξηγηματική ισχύ, υποδεικνύοντας οι πράξεις Σ&Ε δημιουργούν αξία για την αποκτώσα τράπεζα όταν η τράπεζα-στόχος είναι μέτριου μεγέθους και με χαμηλότερο επίπεδο αποτελεσματικότητας σε σύγκριση με την αποκτώσα. Οι στοχευόμενες τράπεζες δημιουργούν αξία στους μετόχους ειδικά όταν υπάρχουν σημαντικές διοικητικές και λειτουργικές συνέργειες με τον αγοραστή και η νέα τράπεζα έχει μεγάλες δυνατότητες να βελτιώσει την αποδοτικότητα των κερδών.

Ο **Kiyamaz (2004)**<sup>75</sup> ανέλυσε ένα δείγμα 227 διεθνών Σ&Ε που αφορούσαν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1989-1999 με την μέθοδο των event studies. Τα ευρήματα δείχνουν ότι:

1. ενώ οι τράπεζες-στόχοι βιώνουν θετικά σημαντικά κέρδη, οι τράπεζες-πλειοδότες παρουσιάζουν ασήμαντα κέρδη γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης.
2. η θέση στο κλάδο και η γεωγραφική δραστηριοποίηση τόσο των ξένων τραπεζών-στόχων όσο και των πλειοδοτών έχει σημαντική επίδραση στη δημιουργία αξίας.
3. Οι μακροοικονομικοί παράγοντες είναι πολύ σημαντικοί για την εξήγηση της δημιουργίας αξίας εντός των πράξεων Σ&Ε.

## **5.2 Μεσοπρόθεσμες & Μακροπρόθεσμες Επιπτώσεις Σ&Ε Πιστωτικών Ιδρυμάτων: Επιπτώσεις στην Αποτελεσματικότητα**

Στη συγκεκριμένη ενότητα παρουσιάζονται αποτελέσματα μελετών Σ&Ε που εστιάζουν στην παραγωγική αποδοτικότητα των τραπεζών. Οι μελέτες αυτές συγκρίνουν τα επίπεδα αποτελεσματικότητας των τραπεζών που εμπλέκονται σε Σ&Ε πριν και μετά από τη συμφωνία ή συγκρίνουν τα επίπεδα αποτελεσματικότητας των τραπεζών που εμπλέκονται άμεσα σε Σ&Ε με παρόμοιες τράπεζες που δεν συμμετέχουν σε τέτοιες δραστηριότητες.

Ο **Resti (1998)**<sup>76</sup> ανέλυσε ένα δείγμα 67 εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στον Ιταλικό τραπεζικό κλάδο μεταξύ 1988 και 1998, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο DEA για να εκτιμήσει την αποτελεσματικότητα τόσο των εξαγοραζουσών όσο και των εξαγοραζόμενων τραπεζών. Σε αντίθεση με πολλές μελέτες, οι αγοράστριες-τράπεζες

---

<sup>75</sup> (Kiyamaz, 2004)

<sup>76</sup> (Resti, 1998)



είναι λιγότερο αποτελεσματικές από τις απορροφώμενες και το ενοποιημένο ίδρυμα αυξάνει την αποτελεσματικότητα του μετά τη συμφωνία. Οι μεγαλύτερες βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα εντοπίζονται όταν η συμφωνία πραγματοποιείται μεταξύ δύο τραπεζών, οι οποίες λειτουργούν στην ίδια εγχώρια αγορά και η νέα τράπεζα που δημιουργείται είναι μικρομεσαίου μεγέθους.

Ο **Rhoades (1998)**<sup>77</sup> χρησιμοποιώντας τη μέθοδο DEA μελέτησε την αποτελεσματικότητα 9 διατραπεζικών συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και αναμένονταν να αποδώσουν οφέλη. Στη συγκεκριμένη μελέτη αξίζει να σημειωθεί ότι γίνεται διαχωρισμός μεταξύ μείωσης κόστους και βελτίωσης αποτελεσματικότητας κόστους. Τα ευρήματα της έρευνας σχετίζονται ως επί το πλείστον με την αποτελεσματικότητα κόστους (δηλαδή, το κόστος σε σχέση με το ενεργητικό ή τα έσοδα) και όχι με τη μεμονωμένη μείωση του κόστους. Ο λόγος είναι ότι οι μειώσεις κόστους ενδεχομένως οδηγήσουν το ενεργητικό και τα έσοδα να μειωθούν ανάλογα, με αποτέλεσμα να μην εμφανίζεται όφελος στην αποτελεσματικότητα. Εν ολίγης η βελτίωση της αποτελεσματικότητας απαιτεί το κόστος να μειωθεί περισσότερο από οποιαδήποτε μείωση του ενεργητικού και των εσόδων.

Τα βασικά ευρήματα της μελέτης είναι ότι:

1. Σε όλες τις εξεταζόμενες συγχωνεύσεις διαπιστώθηκε η επίτευξη του στόχου μείωσης του κόστους αρκετά γρήγορα.
2. Σε τέσσερις από τις εννέα εξεταζόμενες συγχωνεύσεις επιτεύχθηκε βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους.
3. Επτά εκ των υπό εξέταση συγχωνευόμενων τραπεζών παρουσίασαν βελτίωση της απόδοσης του ενεργητικού (Return on Assets – ROA) σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες του κλάδου.

Οι **Fried et al., (1999)**<sup>78</sup> εξέτασαν ένα δείγμα 48.000 πιστωτικών ενώσεων στις ΗΠΑ, 1.600 εκ των οποίων συμμετείχαν σε Σ&E μεταξύ 1988 και 1995 χρησιμοποιώντας τη μέθοδο DEA. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν δείχνουν ότι:

1. τα μέλη των απορροφώμενων πιστωτικών ενώσεων έχουν κατά μέσο όρο βελτιώσεις αποτελεσματικότητας διάρκειας τουλάχιστον τριών ετών.
2. οι μισές από τις αποκτώσες και το 20% των απορροφώμενων πιστωτικών ενώσεων καταγράφουν επιδείνωση των υπηρεσιών τους.

---

<sup>77</sup> (Rhoades, 1998)

<sup>78</sup> (Fried et al., 1999)

3. οι αποκτώσες πιστωτικές ενώσεις έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας εάν είχαν ήδη εμπλακεί σε πράξεις Σ&Ε στο παρελθόν και η άριστη εταιρική τους οργάνωση μπορεί να εξαχθεί σε τράπεζες-στόχους.
4. οι αποκτηθείσες πιστωτικές ενώσεις έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να επωφεληθούν από τις συμφωνίες Σ&Ε εάν ενστερνιστούν νέες διαδικασίες και τεχνικές διοίκησης από τις αποκτώμενες πιστωτικές ενώσεις.

Οι **Berger & Mester (2001)**<sup>79</sup> αξιολογούν την επίδραση της τεχνολογικής καινοτομίας, της απελευθέρωσης της αγοράς και του ανταγωνισμού στην απόδοση των τραπεζών, μετρούμενη από την αποτελεσματικότητα κόστους και κέρδους. Η μελέτη χρησιμοποιεί ένα δείγμα Αμερικανικών τραπεζών κατά την περίοδο 1984-1997. Κατά μέσο όρο, οι τράπεζες διαπιστώνουν ότι αυξάνουν την αποτελεσματικότητα των κερδών τους και μειώνουν την αποτελεσματικότητα του κόστους τους. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, οι τάσεις αυτές θα μπορούσαν να είχαν προκύψει από τις Σ&Ε δεδομένου ότι οι συγχωνευμένες τράπεζες σημείωσαν:

1. μείωση της αποτελεσματικότητας κόστους μεγαλύτερη από εκείνες που δεν εμπλέκονται σε Σ&Ε και
2. μεγαλύτερη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κερδών.

Σύμφωνα με τους συγγραφείς, τα ανωτέρω αποτελέσματα οφείλονται σε μετά τη συγχώνευση ενέργειες, όπως:

1. Στις νέες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που προσφέρονται ή/και στη βελτιωμένη ποιότητα των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.
2. Στις αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο τους, αποκτώντας πιο επικίνδυνες και επικερδείς πράξεις.

Οι **Carbo-Valverde & Humphrey (2004)**<sup>80</sup> ανέλυσαν ένα δείγμα 20 Σ&Ε στο Ισπανικό τραπεζικό σύστημα μεταξύ 1986 και 1998. Ανακάλυψαν ότι οι συγχωνευμένες τράπεζες καταγράφουν:

1. μέση αύξηση στα κόστη μεγαλύτερη από τις άλλες τράπεζες.
2. αύξηση των κερδών σε σχέση με άλλες τράπεζες.
3. αύξηση του αριθμού των ATM σε σύγκριση με άλλες τράπεζες.
4. αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων και μείωση των επιτοκίων δανείων.
5. αύξηση των προσωπικών καταθέσεων μεγαλύτερη από άλλες τράπεζες, αλλά βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας χαμηλότερη από άλλες τράπεζες.

---

<sup>79</sup> (Berger & Mester, 2001)

<sup>80</sup> (Carbo-Valverde & Humphrey, 2004)

Η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι Σ&Ε έχουν κάποια θετικά αποτελέσματα τόσο για τους μετόχους όσο και για τους πελάτες.

### **5.3 Μεσοπρόθεσμες & Μακροπρόθεσμες Επιπτώσεις Σ&Ε Πιστωτικών Ιδρυμάτων: Επιπτώσεις στη Λειτουργική Αποδοτικότητα**

Στη παρούσα ενότητα παρουσιάζεται ένα άλλο μέρος της τραπεζικής βιβλιογραφίας που ασχολείται με τις επιδράσεις των Σ&Ε στη λειτουργική αποδοτικότητα των τραπεζών. Συγκρίνει τις αποδόσεις των τραπεζών σε μια χρονική περίοδο πριν και μετά των Σ&Ε με στόχο την εκτίμηση του κόστους, των εσόδων και των αλλαγών στα κέρδη. Για τις μελέτες αυτές συνήθως γίνεται χρήση λογιστικών δεδομένων και οι επιδόσεις των τραπεζών υπολογίζονται χρησιμοποιώντας οικονομικούς δείκτες (π.χ. ROE, ROA). Η αναλυθείσα χρονική περίοδος συνήθως κυμαίνεται από ένα έτος πριν από τη συμφωνία μέχρι 3-5 χρόνια από αυτή.

Ο **Vennet (1996)**<sup>81</sup> πραγματοποίησε έρευνα που ασχολήθηκε με την αποδοτικότητα των Σ&Ε πιστωτικών ιδρυμάτων τόσο εγχώρια όσο και διακρατικά εντός των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ανάλυση του βασίστηκε σε ένα δείγμα 492 εξαγορών τραπεζικών ιδρυμάτων εκ των οποίων οι 422 εγχώριες και οι 70 διασυνοριακές κατά το διάστημα 1988-1993, αξιολογώντας τις αλλαγές στην επίδοση των τραπεζών (βάση των ROA και ROE) και στην αποδοτικότητα (βάση δεικτών κόστους εργασίας και λειτουργικών εξόδων καθώς και του επίπεδου λειτουργικής αποδοτικότητας). Το δείγμα των Σ&Ε έχει χωριστεί σε υπο-δείγματα με βάση την οικονομική μόχλευση της αποκτώσας τράπεζας και τον βαθμό λειτουργικής ολοκλήρωσης μεταξύ των συγχωνευόμενων τραπεζών. Βάση της έρευνας διαπιστώνετε ότι:

1. στις εγχώριες αγορές η πλειοψηφία των τραπεζών-στόχων παρουσίαζαν χαμηλή αποτελεσματικότητα κατά την περίοδο πριν από τη συγχώνευση με αποτέλεσμα οι αποκτώντες να μην καταφέρουν την επανόρθωση της κατάστασης αυτής. Συνεπώς οι εξαγορές μη αποτελεσματικών από αποτελεσματικά ιδρύματα για την εξισορρόπηση και σταθερότητα του συστήματος απέτυχαν να εκκαθαρίσουν το σύστημα από τις αναποτελεσματικές τράπεζες, καθώς τα αμυντικά και διαχειριστικά κίνητρα κυριάρχησαν.

---

<sup>81</sup> (Vennet, 1996)

2. στις εγχώριες εξαγορές μεταξύ ιδρυμάτων ίσου μεγέθους διαπιστώθηκε ότι οι στοχευόμενες εταιρείες εμφανίζουν παρόμοια επίπεδα αναποτελεσματικότητας με τις εξαγοράστριες κατά την περίοδο πριν από τη συγχώνευση ενώ η αποτελεσματικότητα μετά τη συνένωση είχε την τάση να επιδεινώνεται.
3. στις διασυνοριακές Σ&Ε υπάρχει αύξηση της αποτελεσματικότητας κατά την περίοδο μετά την ενοποίηση.

Οι **Kwan & Wilcox (2002)**<sup>82</sup> ανέλυσαν ένα δείγμα 1.154 Σ&Ε μεταξύ Αμερικανικών τραπεζών κατά την περίοδο 1985-1997 που υπόκεινται στις ακόλουθες προϋποθέσεις:

1. Τόσο οι τράπεζες-στόχοι όσο και οι πλειοδότες πρέπει να είναι "υγιή" ιδρύματα κατά τη στιγμή της συγχώνευσης.
2. Και οι δύο συγχωνευόμενες τράπεζες δεν θα έπρεπε να έχουν συμμετάσχει σε άλλες συγχωνεύσεις δύο χρόνια πριν ή μετά την ημερομηνία συγχώνευσης.
3. Και οι δύο τράπεζες θα πρέπει να λειτουργούν τουλάχιστον δύο χρόνια πριν από τη συγχώνευση και να έχουν συνολικό ενεργητικό άνω των 10 εκατομμυρίων δολαρίων.
4. Η λογιστική μέθοδος βάση της οποίας πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση πρέπει να είναι γνωστή και να επαληθεύεται από το Wharton Research Data Service.
5. Η συγχώνευση έπρεπε να είχε πραγματοποιηθεί πριν από το 1996.

Προκειμένου να μετρηθούν οι μεταβολές που σημειώθηκαν στη λειτουργική αποδοτικότητα της νέας τράπεζας, οι συγγραφείς συγκρίνουν τα οικονομικά αποτελέσματα της ενοποιημένης τράπεζας με εκείνα που βρέθηκαν στην φάση πριν την συγχώνευση. Τα αποτελέσματα αυτών των δύο φάσεων των Σ&Ε υπολογίζονται σε σχέση με μια ομάδα τραπεζών με παρόμοιες διαστάσεις. Η απόδοση των τραπεζών μετράτε με τους ακόλουθους δείκτες:

1. κόστη προμηθειών επί του συνόλου του ενεργητικού.
2. λειτουργικά και διαχειριστικά κόστη επί του συνόλου του ενεργητικού.
3. κόστη πάγιων στοιχείων επί του συνόλου του ενεργητικού.
4. άλλα κόστη επί του συνόλου του ενεργητικού.

Ολοκληρώνοντας τη μελέτη τους οι ερευνητές θεωρούν ότι οι Σ&Ε μειώνουν σημαντικά τα λειτουργικά κόστη και το μέγεθος των νέων ενοποιημένων ιδρυμάτων δεν επηρεάζει σημαντικά τις περικοπές κόστους.

---

<sup>82</sup> (Kwan & Wilcox, 2002)

Οι **Focarelli et al., (2001)**<sup>83</sup> μελέτησαν ένα δείγμα 135 συγχωνεύσεων και 66 εξαγορών μεταξύ Ιταλικών τραπεζών κατά την περίοδο 1985-1996. Διαχωρίζοντας τις πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ανάλυση, οι συγγραφείς εξετάζουν τόσο την εκ των προτέρων φάση της διαπραγμάτευσης (αναζήτηση των κινήτρων της συμφωνίας) όσο και την εκ των υστέρων φάση (αξιολόγηση των επιπτώσεων των Σ&Ε στην απόδοση των τραπεζών). Εστιάζοντας στη δεύτερη φάση, οι συγγραφείς αξιολογούν την υπάρχουσα σχέση μεταξύ λογιστικών δεικτών κέρδους (ROA, ROE και αποτελεσματικότητα κέρδους) και μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν διαφορετικές μορφές Σ&Ε και χρονικές περιόδους. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι:

1. οι συγχωνεύσεις οδηγούν τις τράπεζες σε μείωση της αποτελεσματικότητας κόστους και κέρδους λόγω των χαρακτηριστικών και της ακαμψίας της Ιταλικής αγοράς εργασίας, των κακών επιπέδων ROA και των αυξήσεων ROE. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, αυτά τα αποτελέσματα θα πρέπει να ερμηνευθούν ως μείωση επιπέδου των ιδίων κεφαλαίων για τις νέες τράπεζες και όχι ως αύξηση κέρδους.
2. οι εξαγορές οδηγούν τις αποκτηθείσες τράπεζες σε αυξήσεις εσόδων (τόσο ROE όσο και ROA) για την περίοδο τριών ετών μετά τη συμφωνία. Αυτό οφείλεται στην βελτιωμένη ποιότητα χαρτοφυλακίου δανείων, όπως δηλώνουν οι συγγραφείς, ενώ δεν υπάρχουν κέρδη για τις αποκτώσες τράπεζες. Παράλληλα δεν βρέθηκαν σημαντικά οφέλη για την αποτελεσματικότητα κόστους και κέρδους των συμμετεχόντων στη εξαγορά τραπεζών.

Συνολικά, οι συγγραφείς δεν αναφέρουν ουσιαστική αποτελεσματικότητα κόστους και αύξηση της αποτελεσματικότητας των κερδών για τράπεζες που συμμετέχουν σε πράξεις τόσο συγχωνεύσεων όσο και εξαγορών.

Οι **Cornett et al., (2006)**<sup>84</sup> εξέτασαν τις επιδόσεις των τραπεζών γύρω από τις συγχωνεύσεις, εστιάζοντας στις μεταβολές στη μακροπρόθεσμη λειτουργική αποδοτικότητα τόσο για τις μεγάλες όσο και για τις μικρές τράπεζες. Οι μεταβολές των λειτουργικών αποδόσεων υπολογίζονται από τη μέση μεταβολή της κλαδικά προσαρμοσμένης προ φόρων ταμειακής ροής απόδοσης ενεργητικού (industry-adjusted operating pre-tax cash flow return on assets) κατά τα δύο έτη μετά τη συγχώνευση της τράπεζας σε σύγκριση με την ίδια αξία τα δύο έτη πριν από τη συγχώνευση. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 134 συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1990-2000, οι συγγραφείς βρίσκουν αποδεικτικά στοιχεία για

---

<sup>83</sup> (Focarelli et al., 2001)

<sup>84</sup> (Cornett et al., 2006)

βελτιώσεις στην αποδοτικότητα των εσόδων για μεγάλες συγχωνεύσεις και για συγχωνεύσεις γεωγραφικά και προϊόντικά εστιασμένες.

Οι **Altunbas & Marqués-Ibáñez (2008)**<sup>85</sup> ανέλυσαν ένα δείγμα 252 Σ&Ε (207 εγχώριες και 55 διεθνείς) στην Ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά μεταξύ 1992 και 2000. Κύριος στόχος της έρευνας τους ήταν να εκτιμήσουν εάν η συμβατότητα των στρατηγικών και οργανωτικών χαρακτηριστικών των εμπλεκόμενων σε Σ&Ε τραπεζών έχει αντίκτυπο στην αποδοτικότητα τους που υπολογίζεται με τη χρήση του δείκτη της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE). Οι συγγραφείς βρίσκουν ότι:

1. οι Σ&Ε ακολουθούνται από αυξήσεις στην αποδοτικότητα.
2. οι οργανωτικές και στρατηγικές ομοιότητες των τραπεζών που εμπλέκονται σε Σ&Ε έχουν θετικό αντίκτυπο στην αποδοτικότητα τους, αν και υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ εγχώριων και διεθνών Σ&Ε

#### **5.4 Μεσοπρόθεσμες & Μακροπρόθεσμες Επιπτώσεις Σ&Ε Πιστωτικών Ιδρυμάτων: Άλλες Επιπτώσεις**

Στη τελευταία ενότητα παρουσιάζονται οι επιπτώσεις των Σ&Ε στα πιστωτικά ιδρύματα που σχετίζονται με γενικά εταιρικά ζητήματα που δεν αναφέρθηκαν παραπάνω. Για την μελέτη αυτών των επιπτώσεων χρησιμοποιείται και πάλι κατά βάση η δυναμική μέθοδος αξιολόγησης (event studies).

Οι **Berger et al., (1997)**<sup>86</sup> αναλύουν τις επιπτώσεις που έχουν οι συνενώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων στους πελάτες και ιδιαίτερα στη χρηματοδότηση των μικρών επιχειρήσεων. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα περισσότερων από 6.000 συγχωνεύσεων μεταξύ αμερικανικών τραπεζών κατά την περίοδο 1970-1999, οι ερευνητές παρατήρησαν:

1. αλλαγή στην τάση δανεισμού της νέας τράπεζας.
2. αλλαγή στις στρατηγικές δανεισμού λόγω του νέου μεγέθους της τράπεζας, της οικονομικής ευρωστίας και της ανταγωνιστικής θέσης.
3. διαφορές στις στρατηγικές δανεισμού για τράπεζες που συμμετέχουν σε Σ&Ε σε σχέση με άλλες τράπεζες (παρόμοιου μεγέθους) που δεν συμμετείχαν πρόσφατα σε Σ&Ε.
4. αντίδραση ανταγωνιστών τραπεζών στην τοπική αγορά εξαιτίας των Σ&Ε.

---

<sup>85</sup> (Altunbas & Marqués-Ibáñez, 2008)

<sup>86</sup> (Berger et al., 1997)

Συνολικά, οι μελετητές συμπεραίνουν ότι το πρώτο αποτέλεσμα τείνει να μειώσει τις δανειοδοτικές δραστηριότητες σε μικρές επιχειρήσεις, αλλά αυτή η μείωση αντισταθμίζεται από τα άλλα τρία αποτελέσματα. Για παράδειγμα, το τέταρτο αποτέλεσμα (που δείχνει ισχυρότερες ανταγωνιστικές πιέσεις) οδηγεί άλλες τράπεζες να αυξήσουν τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα.

Οι **Berger et al., (2001)**<sup>87</sup> σε συνέχεια της μελέτης του 1997 καλύπτουν μια χρονική περίοδο μεταξύ 1993 και 1998 και διαχωρίζουν το δείγμα σύμφωνα με τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών. Οι μελετητές ανακάλυψαν:

1. μικρή επίδραση των Σ&Ε στο δανεισμό τόσο από μικρές όσο και από μεγάλες τράπεζες σε μικρές εταιρείες.
2. ελαφρά θετική επίδραση στο δανεισμό από τοπικές τράπεζες λόγω της εισόδου νέων ανταγωνιστών στην τοπική αγορά.
3. αρνητική επίδραση στο δανεισμό από μεγάλες τράπεζες λόγω της εισόδου νέων ανταγωνιστών στην τοπική περιοχή.
4. σημαντική επίδραση της "παλαιότητας" της τράπεζας στο δανεισμό προς μικρές επιχειρήσεις: οι νέοι ανταγωνιστές έχουν περισσότερες αιτήσεις για δανεισμό μικρομεσαίων εταιρειών από άλλες τράπεζες που ήδη υπάρχουν στην αγορά.

Οι **Focarelli & Pozzollo (2001)**<sup>88</sup> αναλύουν την τάση Σ&Ε συγκρίνοντας τράπεζες και μη χρηματοοικονομικές εταιρείες για να προσδιορίσουν ποιοι παράγοντες αυξάνουν την πιθανότητα μια τράπεζα να επεκταθεί στο εξωτερικό. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα περίπου 2.500 τραπεζών από 29 χώρες, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι:

1. οι διασυνοριακές Σ&Ε συμβαίνουν λιγότερο συχνά στις τραπεζικό κλάδο από ότι σε άλλους τομείς.
2. οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε διάφορες χώρες έχουν συνήθως μεγαλύτερο μέγεθος και μεγαλύτερα κέρδη από τις εγχώριες τράπεζες.

Οι **Wheelock & Wilson (2004)**<sup>89</sup> αναλύουν ένα δείγμα 3.000 συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ μεταξύ εμπορικών τραπεζών κατά την περίοδο 1987-1999. Στόχος τους είναι να προσδιορίσουν τα χαρακτηριστικά μιας τράπεζας που επηρεάζει τον αριθμό και τις διαστάσεις των εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι:

---

<sup>87</sup> (Berger et al. 2001)

<sup>88</sup> (Focarelli & Pozzollo, 2001)

<sup>89</sup> (Wheelock & Wilson, 2004)

1. το μέγεθος μιας τράπεζας και η άρση των περιορισμών των νέων υποκαταστημάτων επηρεάζει έντονα (αυξητικά) τον αναμενόμενο αριθμό Σ&Ε στις οποίες θα προβεί η τράπεζα.
2. η ρυθμιστική διαδικασία έγκρισης από τα εποπτικά όργανα αποτελεί πραγματικό εμπόδιο για τις Σ&Ε.
3. η ποιότητα των διοικητικών/διαχειριστικών λειτουργιών είναι ένα από τα εσωτερικά χαρακτηριστικά της τράπεζας που επηρεάζει άμεσα τις Σ&Ε.
4. ο αναμενόμενος αριθμός Σ&Ε μειώνεται με την αύξηση της συγκέντρωσης στην έδρα και τα δεδομένα της τράπεζας-ηγέτη.
5. η δραστηριοποίηση εντός μιας αστικής αγοράς αυξάνει σημαντικά τον αναμενόμενο αριθμό Σ&Ε που θα εμπλακεί ανά τα χρόνια.
6. η αύξηση των καταθέσεων καθώς και η αύξηση ορισμένων δεικτών κινδύνου περιουσιακών στοιχείων αυξάνουν τον αναμενόμενο αριθμό Σ&Ε.



---

## Κεφάλαιο 6

### Αξιολόγηση Συγχωνεύσεων & Εξαγορών - Μελέτη Περιπτώσεων: Alpha Τράπεζα Πίστewς – Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα, EFG Eurobank – Τράπεζα Εργασίας<sup>90</sup>

---

Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί το ερευνητικό μέρος και συνεπώς τη “καρδιά” της παρούσας μελέτης. Συγκεκριμένα πρόκειται να μελετηθούν και να αναλυθούν οι δύο σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές που συνέβησαν στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο και αποτέλεσαν ξεχωριστές και ιδιαίτερες περιπτώσεις Σ&Ε μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα τόσο για το τρόπο που υλοποιήθηκαν όσο και για τους λόγους πραγματοποίησης και τις αμυντικές τακτικές που χρησιμοποιήθηκαν. Η μελέτη και ανάλυση των εν λόγω Σ&Ε θα γίνει με τη χρήση της μεθόδου της λειτουργικής επίδοσης των πιστωτικών ιδρυμάτων (Operating Performance) μέσω αριθμοδεικτών που προκύπτουν από τα δημοσιευμένα στοιχεία.

#### 6.1 Ανάλυση Επίδοσης Λειτουργίας Τραπεζών – Αξιολόγηση Σ&Ε

Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα εξετασθεί η επίδοση της λειτουργίας τεσσάρων τραπεζικών ιδρυμάτων που ενεπλάκησαν σε πράξη Σ&Ε κατά τη περίοδο 1997-2002. Η ανάλυση θα περιλαμβάνει την εκτίμηση της επίδοσης των εξαγοραζουσών και εξαγοραστριών τραπεζών τα τρία έτη πριν τη Σ&Ε όσο και του ενοποιημένου ιδρύματος την τριετία μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Εν συνεχεία θα ακολουθήσει η σύγκριση των αποτελεσμάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων, κάθε εν γένει πράξης Σ&Ε, μεταξύ τους για την εκτίμηση της μετέπειτα πορείας τους, την ανεύρεση επίτευξης των επιδιωκόμενων συνεργειών καθώς και την αξιολόγηση της Σ&Ε. Τα τέσσερα πιστωτικά ιδρύματα που θα εξετασθούν και αφορούν μια πράξη συγχώνευσης και μία πράξη εξαγοράς είναι: η Alpha Τράπεζα Πίστewς, η Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος, η EFG Eurobank και η Τράπεζα Εργασίας. Τα δεδομένα και τα στοιχεία για την

---

<sup>90</sup> Η επιλογή της ανάλυσης των συγκεκριμένων Σ&Ε στηρίχθηκε στο ότι είναι πράξεις που παρότι συνέβησαν στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και αρχές της δεκαετίας του 2000, αποτέλεσαν υψηλής αξίας και μεγάλης σημασίας συμφωνίες για τον Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Επίσης οι εν λόγω Σ&Ε αποτέλεσαν το παράδειγμα και άλλων αντίστοιχων συμφωνιών, ενώ μέχρι και σήμερα δεν έχει πραγματοποιηθεί άλλη τέτοιου μεγέθους και σπουδαιότητας συμφωνία.

πραγματοποίηση της ανάλυσης και εξέτασης προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και τους ετήσιους απολογισμούς των εν λόγω τραπεζών, από τα οικονομικά δελτία της Τραπέζης της Ελλάδος καθώς και από δημοσιευμένες μελέτες και έρευνες της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών.

Η επιλεγμένη μέθοδος αξιολόγησης έχει χρησιμοποιηθεί και σε άλλες συναφείς μελέτες και έχει σχεδιαστεί από τους **Mylonidis & Kelnikola (2005)**<sup>91</sup> σε σχετική δημοσιευμένη έρευνα τους. Βάση αυτού η ανάλυση θα υλοποιηθεί με τη χρήση αριθμοδεικτών που κύριο μέλημα τους είναι η μελέτη και κατάδειξη όποιων επηρεασμών των μεγεθών των τραπεζικών ιδρυμάτων προέκυψαν από τη συμφωνία ενοποίησης τους στους τομείς:

- της Κερδοφορίας & Αποδοτικότητας,
- της Ρευστότητας,
- της Παραγωγικότητας,
- της Αποτελεσματικότητας και,
- του Πιστωτικού Κινδύνου & της Φερεγγυότητας.

Οι αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν για τη μελέτη μας διαχωρίζονται βάση του τομέα ανάλυσης τους και παρουσιάζονται παρακάτω.

### 6.1.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας & Αποδοτικότητας

Με τους δείκτες Κερδοφορίας & Αποδοτικότητας μετράτε η αποδοτικότητα των εξεταζόμενων εταιρειών και η ικανότητα των διοικήσεων στη δημιουργία κερδών.

$$\rightarrow \text{Return on Assets (Απόδοση Ενεργητικού)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Η απόδοση ενεργητικού (ROA) είναι ένας δείκτης που μετρά την ικανότητα της εταιρείας και των στελεχών της στο να δημιουργούν κέρδη από το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων. Το ROA δίνει σε έναν διευθυντή, έναν επενδυτή ή έναν αναλυτή μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματική είναι η διαχείριση μιας εταιρείας στη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων στο δρόμο προς την επίτευξη συνεχώς μεγαλύτερης κερδοφορίας.

$$\rightarrow \text{Return on Equity (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

---

<sup>91</sup> (Mylonidis & Kelnikola, 2005)

Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι ένας δείκτης που δείχνει πόσο αποτελεσματικά αξιοποιεί μια εταιρεία τα εισφερόμενα κεφάλαια των μετόχων της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της για τη δημιουργία πρόσθετων κερδών. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν και επιλέγουν εταιρείες με υψηλό και συνεχώς ανοδικό ROE.

$$\rightarrow \text{Net Interest Margin (Καθαρό Περιθώριο Επιτοκίου)} = \frac{\text{Έσοδα Τόκων} - \text{Έξοδα Τόκων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Το καθαρό περιθώριο επιτοκίου αποτελεί έναν πολύ σημαντικό δείκτη για την αξιολόγηση πιστωτικών ιδρυμάτων. Το NIM ουσιαστικά αποκαλύπτει τα κέρδη μιας τράπεζας σε όρους περιουσιακών στοιχείων. Καθώς το κύριο έσοδο των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι η αποκόμιση τόκων από τα στοιχεία ενεργητικού που έχουν στη κατοχή τους, ο δείκτης αποτελεί μια μέτρηση της συνολικής κερδοφορίας της τράπεζας.

$$\rightarrow \text{Net Profit Margin (Καθαρό Περιθώριο Κέρδους)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Εσόδων}}$$

Το καθαρό περιθώριο κέρδους ισούται με το πόσα καθαρά έσοδα ή κέρδη δημιουργούνται ως ποσοστό των εσόδων. Το NPM δείχνει το ποσοστό από κάθε χρηματική μονάδα εσόδων που μεταφράζεται σε κέρδος. Συνεπώς το NPM έχει τη δυνατότητα να απεικονίσει την ικανότητα της διοίκησης της εταιρείας στη διαχείριση των εξόδων για δεδομένο ύψος εσόδων.

$$\rightarrow \text{Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων (Equity Multiplier)} = \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων είναι ένας δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης που μετρά το ποσό των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας που χρηματοδοτούνται από τους μετόχους της συγκρίνοντας τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία με τα συνολικά ίδια κεφάλαια. Με άλλα λόγια, ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται από τους μετόχους. Γενικά, ένας υψηλός πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων δείχνει ότι μια εταιρεία χρησιμοποιεί μεγάλο ποσό χρέους για τη χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων με πιθανή συνέπεια να είναι η εμφάνιση χαμηλού δείκτη ROA καθώς μεγάλη μόχλευση συνεπάγεται αύξηση των εξόδων τόκων και συρρίκνωση των καθαρών κερδών.

### 6.1.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του επιπέδου ρευστότητας και διαθεσίμων των εταιρειών και της ικανότητας τους για τη κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους.

$$\rightarrow \frac{\text{Ταμείο \& Διαθέσιμα στη Κεντρική Τράπεζα + Κρατικά \& άλλα Αξιόγραφα}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

$$\rightarrow \frac{\text{Ταμείο \& Διαθέσιμα στη Κεντρική Τράπεζα + Κρατικά \& άλλα Αξιόγραφα}}{\text{Υποχρεώσεις Προς Πελάτες}}$$

Οι ανωτέρω δείκτες απεικονίζουν τα ταμειακά διαθέσιμα και τα αξιόγραφα που κατέχει η τράπεζα ως εγγυήσεις για την επαναχρηματοδότηση της, εφόσον παραστεί ανάγκη ρευστότητας, από τη κεντρική τράπεζα σε σχέση τόσο με τα περιουσιακά στοιχεία όσο και με τις υποχρεώσεις προς τους πελάτες. Αναλυτικότερα δείχνει το ποσοστό των ρευστών και άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων σε όρους ενεργητικού και υποχρεώσεων προς πελάτες. Η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη τιμή αυτών των δεικτών συνεπάγονται μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας για το εξεταζόμενο πιστωτικό ίδρυμα.

$$\rightarrow \text{Loans to Deposits Ratio} = \frac{\text{Χορηγήσεις}}{\text{Καταθέσεις}}$$

Ο δείκτης χορηγήσεων προς καταθέσεις χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της ρευστότητας μιας τράπεζας συγκρίνοντας τις συνολικές χορηγήσεις μιας τράπεζας με τις συνολικές καταθέσεις της για την ίδια περίοδο. Εάν ο δείκτης είναι πολύ υψηλός, αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα ενδέχεται να μην έχει αρκετή ρευστότητα για να καλύψει τυχόν απρόβλεπτες απαιτήσεις κεφαλαίων ενώ αντίθετα, εάν ο λόγος είναι πολύ χαμηλός, η τράπεζα μπορεί να μην κερδίζει όσο θα μπορούσε.

### 6.1.3 Αριθμοδείκτες Παραγωγικότητας

Οι αριθμοδείκτες παραγωγικότητας αποτελούν βασικούς δείκτες απεικόνισης του βαθμού συμβολής του ανθρωπίνου δυναμικού στην επίτευξη αποτελεσμάτων μέσω της εργασίας τους και της ικανότητας τους στην εκτέλεση των αναληφθέντων καθηκόντων τους.

$$\rightarrow \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός Εργαζομένων}}$$

$$\rightarrow \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Προ Φόρων}}{\text{Αριθμός Εργαζομένων}}$$

$$\rightarrow \frac{\text{Αριθμός Εργαζομένων}}{\text{Υποκαταστήματα}}$$

Οι ανωτέρω δείκτες υπολογίζουν το μερίδιο συμβολής των εργαζομένων και της εργασίας τους τόσο στο ενεργητικό της τράπεζας όσο και στα καθαρά κέρδη. Συνεπώς η εμφάνιση υψηλής και ανοδικής τιμής των εν λόγω δεικτών συνεπάγεται άνοδο της παραγωγικότητας του υπό εξέταση τραπεζικού ιδρύματος.

#### 6.1.4 Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας εμφανίζουν διαχρονικά την διαχείριση των επιχειρησιακών και λειτουργικών δαπανών και εσόδων στοχεύοντας στις κύριες επιδιώξεις των στελεχών για βιωσιμότητα και συνεχή ανάπτυξη.

$$\rightarrow \text{Συνολική Λειτουργική Αποτελεσματικότητα (TOE)} = \frac{\text{Λειτουργικά Έξοδα}}{\text{Λειτουργικά Έσοδα}}$$

Ο δείκτης συνολικής λειτουργικής αποτελεσματικότητας (Total Operating Efficiency) απεικονίζει το βαθμό σύγκλισης των λειτουργικών εξόδων με τα λειτουργικά έσοδα. Η εμφάνιση χαμηλής τιμής του δείκτη υποδεικνύει μεγάλη λειτουργική αποτελεσματικότητα για τη τράπεζα καθώς τα λειτουργικά έσοδα θα υπερκαλύπτουν τη ζήτηση των λειτουργικών εξόδων.

$$\rightarrow \frac{\text{Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης}}{\text{Συνολικά Έσοδα}}$$

Ο παραπάνω δείκτης προσδιορίζει το ποσοστό των εσόδων που προορίζεται για τη κάλυψη των ανελαστικών δαπανών της τράπεζας για έξοδα προσωπικού και διοίκησης. Όσο μικρότερη η τιμή του δείκτη, τόσο μεγαλύτερη ευελιξία της τράπεζας σε ενδεχόμενη συρρίκνωση των εσόδων της.

$$\rightarrow \frac{\text{Δαπάνες Προσωπικού \& Διοίκησης}}{\text{Συνολικά Έξοδα}}$$

Ο ανωτέρω δείκτης προσδιορίζει το ποσοστό των εξόδων που χρησιμοποιούνται για τη κάλυψη των ανελαστικών δαπανών της τράπεζας για διοικητικά έξοδα και δαπάνες προσωπικού. Όσο φθίνει η τιμή του δείκτη, τόσο αυξάνει η ευελιξία της τράπεζας στη διαχείριση των εξόδων της.

### 6.1.5 Αριθμοδείκτες Πιστωτικού Κινδύνου & Φερεγγυότητας

Οι αριθμοδείκτες πιστωτικού κινδύνου & φερεγγυότητας εκφράζουν το βαθμό αξιοπιστίας της τράπεζας και το ενδεχόμενο ύψος της έκθεσης τους στο πιστωτικό κίνδυνο και τις μη εξασφαλισμένες χορηγήσεις.

$$\rightarrow \frac{\text{Απαιτήσεις Κατά Πελατών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει τις απαιτήσεις του τραπεζικού ιδρύματος από τους πελάτες του ως ποσοστό του ενεργητικού του. Υψηλή τιμή του εν λόγω δείκτη έχει ως συνέπεια έκθεση της τράπεζας σε υψηλό πιστωτικό κίνδυνο.

$$\rightarrow \text{Βαθμός Κεφαλαιακής Επάρκειας (Capital Coverage)} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο βαθμός κεφαλαιακής επάρκειας εμφανίζει το ποσοστό του ενεργητικού και των περιουσιακών στοιχείων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τους μετόχους. Συγκεκριμένα η υψηλή τιμή του δείκτη υποδηλώνει την δυνατότητα της τράπεζας για διατήρηση υψηλού ρυθμού ανάπτυξης χωρίς την ανάγκη για πρόσθετη παροχή οικονομικής εισφοράς από τους μετόχους.

$$\rightarrow \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Απαιτήσεις Κατά Πελατών}}$$

Ο ανωτέρω δείκτης εκφράζει το βαθμό συσχέτισης και κάλυψης των χορηγήσεων της τράπεζας προς τους πελάτες από το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθέματα της.

Εν συνεχεία παρατίθεται ο πίνακας 6.1 όπου παρουσιάζει όλους τους αριθμοδείκτες που αναφέρθηκαν παραπάνω με τις προτιμώμενες κατευθύνσεις τους.

**Πίνακας 6.1:** Αριθμοδείκτες Ανάλυσης & η Προτιμώμενη Κατεύθυνση τους  
**Πηγή:** Mylonidis & Kelnikola, 2005

<b>Δείκτες</b>	<b>Αριθμοδείκτες</b>	<b>Προτιμώμενη Κατεύθυνση</b>
<b>Κερδοφορίας &amp; Αποδοτικότητας</b>	ROA	Ανοδική
	ROE	Ανοδική
	NIM	Ανοδική
	NPM	Ανοδική
	Equity Multiplier	Εξαρτάται <sup>92</sup>
<b>Ρευστότητας</b>	Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό	Ανοδική
	Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις Προς Πελάτες	Ανοδική
	Χορηγήσεις / Καταθέσεις	Καθοδική
<b>Παραγωγικότητας</b>	Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	Ανοδική
	Καθαρά Κέρδη / Αριθμός Εργαζομένων	Ανοδική
	Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	Καθοδική
<b>Αποτελεσματικότητας</b>	ΤΟΕ	Καθοδική
	Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα	Καθοδική
	Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα	Καθοδική
<b>Πιστωτικού Κινδύνου &amp; Φερεγγυότητας</b>	Απαιτήσεις Κατά Πελατών / Ενεργητικό	Καθοδική
	Capital Coverage	Ανοδική
	Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις Κατά Πελατών	Ανοδική

<sup>92</sup> Ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων δηλώνει την έκταση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και, συνεπώς, της αξιοποίησης της ικανότητας χρέους.

## 6.2 Alpha Τράπεζα Πίστεως – Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος



ALPHA BANK



Εικόνα 6.1: Λογότυπα Alpha Bank – Ιονικής Τραπέζης

Ο Όμιλος Alpha Τράπεζας πλέον, έχει κατά το παρελθόν εμπλακεί σε πλήθος Σ&Ε μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων τόσο εγχώρια όσο και στο εξωτερικό για την επίτευξη συνεργειών και την αντιμετώπιση προκλήσεων εντός του κλάδου. Η συγχώνευση της Alpha Τράπεζας Πίστεως με την Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος ωστόσο αποτελεί τη σημαντικότερη τόσο για τη μετέπειτα μελλοντική συνεχώς ανοδική πορεία του Ομίλου της Alpha Τράπεζας όσο και για τη γιγάντωση του μεγέθους του. Στη συγκεκριμένη λοιπόν ενότητα παρουσιάζεται το ιστορικό της συγχώνευσης, η παράθεση των επιτευχθέντων συνεργειών καθώς και η ανάλυση και εξήγηση των αποτελεσμάτων της αξιολόγησης της που προέκυψαν βάση των δημοσιευμένων καταστάσεων με τη μέθοδο της επίδοσης της λειτουργίας.

### 6.2.1 Απόφαση Επιτροπής Ανταγωνισμού 67/III/1999

«Η Επιτροπή Ανταγωνισμού συνήλθε και συνεδρίασε την 28<sup>η</sup> Ιουνίου 1999, ημέρα Δευτέρα και ώρα 9.30 π.μ. στην αίθουσα 611 της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης.»

«Θέμα της Συνεδριάσεως ήταν ο προληπτικός έλεγχος της από 7.4.1999 γνωστοποιηθείσας συγκέντρωσης επιχειρήσεων που προκύπτει από τη μέσω χρηματιστηρίου μεταβίβαση του 51% του μετοχικού κεφαλαίου του πιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία ΙΟΝΙΚΗ ΚΑΙ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. στο πιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ Α.Ε.»

«Η Επιτροπή Ανταγωνισμού συνήλθε σε Διάσκεψη την 8<sup>η</sup> Ιουλίου 1999, ημέρα Πέμπτη και ώρα 9.30 π.μ. στην ίδια ως άνω αίθουσα 611, κατά την οποία, αφού έλαβε υπόψη τα στοιχεία του σχετικού φακέλου, την εισήγηση της Γραμματείας, τις απόψεις που



διετύπωσε, εγγράφως και προφορικώς, η γνωστοποιούσα τη συγκέντρωση εταιρεία κατά τη συζήτηση της υποθέσεως, σκέφθηκε ως εξής:

Το πιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (εφεξής ΕΜΠΟΡΙΚΗ), προκήρυξε διεθνή δημόσιο πλειοδοτικό διαγωνισμό για την πώληση του 51% των μετά ψήφου μετοχών του επίσης πιστωτικού ιδρύματος με την επωνυμία ΙΟΝΙΚΗ & ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (εφεξής ΙΟΝΙΚΗ). Στο διαγωνισμό αυτό αναδείχθηκε πλειοδότης το πιστωτικό ίδρυμα με την επωνυμία ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ Α.Ε. (εφεξής ΠΙΣΤΕΩΣ) και στη συνέχεια υπογράφηκε μεταξύ του τελευταίου και του πρώτου των άνω πιστωτικών ιδρυμάτων η από 29.3.1999 σύμβαση, η οποία προβλέπει ότι η μεταβίβαση της κυριότητας των σχετικών μετοχών θα πραγματοποιηθεί μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) εντός 15 εργασίμων ημερών από τις σχετικές εγκρίσεις της Τράπεζας της Ελλάδος και της Επιτροπής Ανταγωνισμού, οι οποίες και χορηγήθηκαν.»

«Με την ως άνω εξαγορά η ΠΙΣΤΕΩΣ αποκτά τον έλεγχο της ΙΟΝΙΚΗ, και συνεπώς δημιουργείται οριζόντια συγκέντρωση επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 4 παράγρ. 2β του Ν. 703/77, όπως ισχύει και δη τοιαύτη που εμπίπτει στις διατάξεις του άρθρου 4β του νόμου, δεδομένου ότι καλύπτονται και οι δύο από τις οριζόμενες προϋποθέσεις του μεριδίου αγοράς και του κύκλου εργασιών. Συνεπώς υφίστανται υποχρέωση γνωστοποίησης της εν λόγω συγκέντρωσης, η οποία και πραγματοποιήθηκε εμπροθέσμως.»

«Αποφαίνεται ότι δεν συντρέχει νόμιμη περίπτωση για να απαγορευθεί η από 7.4.1999 γνωστοποιηθείσα, σύμφωνα με το άρθρο 4β του ν.703/77, όπως ισχύει, συγκέντρωση των επιχειρήσεων ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ Α.Ε. και ΙΟΝΙΚΗ ΚΑΙ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.»

### **6.2.2 Διαδικασία Πραγματοποίησης Συγχώνευσης**

Το 1999 και ύστερα από την απόφαση της Ελληνικής Κυβέρνησης (1998) για συνέχιση των ιδιωτικοποιήσεων των κρατικά ελεγχόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων και την περαιτέρω απελευθέρωση της Ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς, το Δ.Σ. της Εμπορικής Τραπέζης της Ελλάδος, μετά και τη δική της κρατικοποίηση, αποφάσισε να εξαγγείλει τη πρόθεση του για πώληση του πλειοψηφικού πακέτου του μετοχικού

κεφαλαίου της Ιονικής & Λαϊκής Τραπέζης της Ελλάδος που κατείχε. Στις **29 Μαρτίου 1999** και με την ολοκλήρωση του διαγωνισμού το Δ.Σ. της Εμπορικής Τράπεζας ανακοίνωσε την απόφαση του για μεταβίβαση του πλειοδοτούμενου μετοχικού κεφαλαίου της Ιονικής Τραπέζης στην Alpha Τράπεζα Πίστewς.

Η απόφαση αυτή έμελλε να οδηγήσει στην υλοποίηση της μεγαλύτερης ιδιωτικοποίησης κρατικού πιστωτικού ιδρύματος εντός του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος έως και σήμερα. Συγκεκριμένα την **19<sup>η</sup> Απριλίου 1999** πραγματοποιήθηκε και επίσημα η εξαγορά του πακέτου του 51% των μετοχών της Ιονικής έναντι του τιμήματος των 272 δις. Δραχμών (περίπου 798 εκατ. Ευρώ). Αναλυτικότερα ως προς τη συμφωνία της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Ιονικής θα λάμβαναν ως αντάλλαγμα των μετοχών τους, αντί χρημάτων, μετοχές της νέας τράπεζας σε αναλογία 1,5 προς 1. Η συγχώνευση πραγματοποιήθηκε με την ενοποίηση των στοιχείων Ενεργητικού και Παθητικού των δύο τραπεζών και κατάρτιση του Ισολογισμού Μετασχηματισμού με ημερομηνία δημοσίευσης **30/9/1999** εντός του Ενημερωτικού Δελτίου της Συγχώνευσης. Σύμφωνα με αυτό οι μέτοχοι της Ιονικής έλαβαν βάση της συμφωνίας 1 νεοεκδιδόμενη κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της νέας τράπεζας (Alpha Bank) ονομαστικής αξίας 1.564 Δραχμών ως αντάλλαγμα για τις 1,5 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές της Ιονικής ονομαστικής αξίας 1.500 Δραχμών.<sup>93</sup>

Εν συνεχεία στις **11 Απριλίου 2000** εγκρίθηκε από τη Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Ανταγωνισμού η συγχώνευση με απορρόφηση της Ιονικής Τραπέζης από την Alpha Τράπεζας Πίστewς ενώ στις **25 Απριλίου 2000** ολοκληρώθηκε η ενοποίηση των δύο ιδρυμάτων σύμφωνα και με τις διατάξεις των άρθρων 16 του Ν.2515/1997 καθώς και του 68 έως και 77 του Ν.2190/1920.<sup>94</sup> Το νέο διευρυμένο ίδρυμα που προέκυψε παρουσιάστηκε με το νέο πλέον όνομα Alpha Bank. Η ενοποιημένη τράπεζα αποτελούσε πλέον ένα δυναμικό και εύρωστο τραπεζικό ίδρυμα, ικανό να ανταποκριθεί στις προκλήσεις του εγχώριου και διεθνούς ανταγωνισμού καθώς διέθετε Ενεργητικό ύψους 25,3 δις. Ευρώ, χρηματιστηριακή αξία 7,5 δις. Ευρώ<sup>95</sup> ενώ παράλληλα καταλάμβανε τη δεύτερη θέση εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου με δίκτυο 438 υποκαταστημάτων και 722 ATM.<sup>96</sup>

<sup>93</sup> (Alpha Bank, Απολογισμός Χρήσεως 1999, 2000)

<sup>94</sup> (Alpha Bank, Απολογισμός Δραστηριοτήτων 2009, 2010)

<sup>95</sup> (Alpha Bank, Απολογισμός Χρήσεως 2000, 2001)

<sup>96</sup> (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Διάθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, 31/12/1999)

### 6.2.3 Επιτευχθέντα Πλεονεκτήματα & Συνέργειες

Η πολυετής και συνεχής αναδιοργάνωση του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος με στόχο τη πλήρη απελευθέρωση του από τα κρατικά δεσμά και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας του, ώθησε το κράτος στην ιδιωτικοποίηση μεγάλου αριθμού τραπεζών. Το ασταθές κλίμα που επικρατούσε κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου αναδιάρθρωσης του κλάδου προέτρεψε αρκετά ιδιωτικά πιστωτικά ιδρύματα στην ΣήΕ των πλειοδοτούμενων κρατικών μεριδίων με κύριο στόχο τη μεγέθυνση και την επίτευξη συνεργειών για την απόκτηση μεγαλύτερου βαθμού ανταγωνιστικότητας στις νέες συνθήκες του νέου συμπυκνωμένου κλάδου που θα πρόκυπτε.

Η απορροφώσα Αlpha Πίστewς αποσκοπούσε σε πληθώρα συνεργειών από τη συγκεκριμένη συγχώνευση, όπως όμως σε κάθε πράξη ΣήΕ δεν επιτεύθηκαν όλες. Στη συγκεκριμένη υποεnότητα λοιπόν παρουσιάζονται και αναλύονται οι συνέργειες και τα πλεονεκτήματα που στόχευε και εν τέλει κατάφερε να επιτύχει η Πίστewς από τη συνένωση της με την Ιονική.

- **Επέκταση Δικτύου Καταστημάτων**

Τη περίοδο πραγματοποίησης της συγχώνευσης και μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 2010, όπου η χρήση του διαδικτύου ήταν από ανύπαρκτη έως ελάχιστη, βασική επιδίωξη των τραπεζικών ιδρυμάτων ήταν η συνεχής ανάπτυξη του δικτύου καταστημάτων με στόχο την συνεχή αύξηση της πελατειακής βάσης. Ωστόσο η διαδικασία ανάπτυξης ή επέκτασης του δικτύου αποτελεί μια αρκετά κοστοβόρα διαδικασία με αρκετά ιδρύματα έως και σήμερα να καταφεύγουν σε λύσεις αγοράς έτοιμων δικτύων μέσω πράξεων ΣήΕ. Αναλυτικότερα, με την ολοκλήρωση της απορρόφησης της Ιονικής Τραπεζής, ο Όμιλος της Alpha Bank υπερδιπλασίασε το δίκτυο καταστημάτων του (διέθετε 212 καταστήματα το 1999<sup>97</sup>), αριθμώντας 438 καταστήματα σε όλη την Ελλάδα ενώ συνέχισε να το επεκτείνει μέχρι και το 2013 όπου έφτασε τα 626 καταστήματα και από τότε και έπειτα ξεκίνησε ενέργειες συρρίκνωσης του με στόχο τη μείωση των λειτουργικών του εξόδων και τη στροφή του στη τάση της ηλεκτρονικής τραπεζικής. Επιπλέον η Ιονική διέθετε ένα ευρύ δίκτυο ΑΤΜ, το οποίο αριθμούσε 296 μηχανήματα το τέλος του 1998, ενώ είχε και σημαντική παρουσία σε off-site εγκαταστάσεις είτε σε στεγασμένους χώρους είτε σε τουριστικά

---

<sup>97</sup> (Alpha Bank, Ενημερωτικό Δελτίο (Prospectus) για την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Έκτακτη Γενική Συνέλευση της 30<sup>ης</sup> Απριλίου 1999, 1999)

και κομβικά σημεία. Συνολικά μετά την πλήρη ενοποίηση το δίκτυο ATM του Ομίλου αυξήθηκε και έφτασε να αριθμεί 676 μηχανήματα καθιστώντας το το μεγαλύτερο στην Ελλάδα.

- **Ισχυροποίηση Θέσεως εντός του Κλάδου**

Η τεράστια αύξηση του δικτύου, λόγω της ενοποίησης των δύο, είχε ως αποτέλεσμα την επαύξηση του μεριδίου αγοράς του νέου ομίλου και την ισχυροποίηση της θέσης του εντός του κλάδου. Συγκεκριμένα μετά τη συγχώνευση των δύο τραπεζών, το ενοποιημένο ίδρυμα που προέκυψε διακρατούσε το 19,8%<sup>98</sup> της Ελληνικής τραπεζικής αγοράς βάση Ενεργητικού, εν αντιθέσει με το 18,5%<sup>99</sup> που διακρατούσε το 1999, καθιστώντας το, το δεύτερο μεγαλύτερο τραπεζικό Όμιλο στην Ελλάδα, πίσω από τον Όμιλο της Εθνικής Τράπεζας, και έναν από τους 80 ισχυρότερους τραπεζικούς Ομίλους εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

**Πίνακας 6.2:** Αθροιστικά Μεριδία Αγοράς Alpha Πίστεως & Ιονικής Τραπέζης

Πηγή: Ετήσιοι Απολογισμοί Alpha Bank 1999 – 2001

<b>Alpha Τράπεζα Πίστεως &amp; Ιονική Τράπεζα</b>			
<b>Μεριδία Αγοράς</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>
<b>Ενεργητικό</b>	19,8%	19,3%	17,9%
<b>Χορηγήσεις</b>	21,4%	20,7%	18,9%
<b>Καταθέσεις</b>	20,3%	19,2%	18,1%

Συνάμα η άνοδος αυτή του μεριδίου αγοράς συνηγόρησε στο να καταστεί ο Όμιλος και η τράπεζα προσιτή και ιδιαίτερως ελκυστική για τυχόν στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες τόσο εγχώρια όσο και στο εξωτερικό.

- **Επέκταση Πελατειακής Βάσης**

Με την συγχώνευση της Ιονικής, του δεύτερου παλαιότερου τραπεζικού ιδρύματος στην Ελλάδα και του πέμπτου σε μερίδιο αγοράς βάση ενεργητικού το 1998, η Alpha Bank πέρα από το τεράστιο δίκτυο, την ισχυρή φήμη και το όνομα, απέκτησε πρόσβαση στο μεγάλο κατάλογο πελάτων της Ιονικής. Η απόκτηση της εκτενούς πελατειακής βάσης της Ιονικής και η συνένωση με τη δική της (ως Πίστεως)

<sup>98</sup> (Gibson & Demenagas, 2002)

<sup>99</sup> (Alpha Bank, Απολογισμός Χρήσεως 1999, 2000)

διαμόρφωσε τις κατάλληλες συνθήκες για αύξηση των πωλήσεων και ισχυρότερη κερδοφορία του Ομίλου.

#### **6.2.4 Ανάλυση & Αξιολόγηση Συγχώνευσης**

Η κίνηση της Πίστewος για συγχώνευση με απορρόφηση με την υπό διαδικασία πώλησης Ιονική αποτέλεσε μια δύσκολη πράξη ενοποίησης καθώς ο νέος όμιλος θα έπρεπε να συγκεράσει τις αντικρουόμενες δυνάμεις από τις “κληρονομίες” των δύο προγενέστερων ιδρυμάτων. Συγκεκριμένα η συνεχώς ανοδική πορεία της Alpha Πίστewος σε αντίθεση με τη συντηρητική και πεπαλαιωμένη πολιτική της Ιονικής που οδηγούσε χρόνο με το χρόνο σε καθοδική τάση τη λειτουργία της δυσχεραίναν σε μεγάλο βαθμό τις προσπάθειες ενοποίησης και επιτυχίας της συγχώνευσης.

Αναλυτικότερα η συνένωση επέδωσε άμεσα στην Alpha την απόκτηση ενός μεγάλου μεριδίου αγοράς σε όρους ενεργητικού καθιστώντας τη το δεύτερο μεγαλύτερο τραπεζικό ίδρυμα στην Ελλάδα με διαφορά από τη τρίτη πλέον Εμπορική Τράπεζα σε περίπου διπλάσιο επίπεδο. Η συγχώνευση όμως πέραν της αύξησης του μεριδίου αγοράς επέφερε επιβάρυνση στα κόστη της Alpha και περιόρισε την ανοδική πορεία αύξησης της κερδοφορίας της. Βάση της ανάλυσης και των αποτελεσμάτων αυτής που αποτυπώνονται στους πίνακες 6.3, 6.4, 6.5 και 6.6 καθώς και της ερμηνείας τους προκύπτουν αρκετά ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης η Ιονική στο σύνολο των αντίστοιχων δεικτών την τριετία πριν την ένωση εμφάνιζε πολύ χαμηλά επίπεδα κερδοφορίας εν αντιθέσει με την Πίστewος που κατά το ίδιο διάστημα κατέγραφε τρομερά υψηλά κέρδη. Η επιβεβαίωση αυτής της παραδοχής και η αποτυχία επίτευξης συνεργειών στα κέρδη γίνεται ξεκάθαρα εμφανής στο Πίνακα 4 όπου οι μέσοι όροι των δεικτών κερδοφορίας της ενιαίας τράπεζας για τα τρία έτη μετά την ενοποίηση φαίνεται να έχουν επηρεαστεί αρνητικά από τη πορεία της Ιονικής καταγράφοντας μείωση σε σύγκριση με τους αντίστοιχους δείκτες της Πίστewος.

Η ίδια εικόνα παρατηρήθηκε και στη ρευστότητα του νέου ιδρύματος. Αναλυτικά οι δείκτες ρευστότητας της Ιονικής ήταν αρκετά μεγαλύτεροι σε σχέση με τους αντίστοιχους της Πίστewος, ωστόσο μετά την ενοποίηση οι δείκτες του νέου ιδρύματος επιδεινώθηκαν δραματικά, συμπεραίνοντας την αποτυχία και των συνεργειών ρευστότητας αυτής της συμφωνίας. Η απορρόφηση ωστόσο δημιούργησε μια μικρού επιπέδου βελτίωση στη παραγωγικότητα της νέας τράπεζας.

Εν συνεχεία και βάση των δεικτών αποτελεσματικότητας παρατηρήθηκε ακόμα μια αρνητική επιρροή της Ιονικής στον νέο Όμιλο καθώς πέραν όλων των άλλων σχετικών μεγεθών, ο δείκτης της συνολικής λειτουργικής αποτελεσματικότητας ανήλθε για τη καινούργια τράπεζα κατά μέσο όρο στο ύψος του 71,72% που συνηγορεί σε τεράστια απώλεια αποτελεσματικότητας από το 52,19% που εμφάνιζε η Πίστewς κατά μέσο όρο προ ενοποίησης.

Τελειώνοντας, τα αποτελέσματα των δεικτών πιστωτικού κινδύνου και φερεγγυότητας εκδηλώνουν επιβάρυνση υποδηλώνοντας αύξηση του πιστωτικού κινδύνου και μείωση της αξιοπιστίας για το νέο ίδρυμα ενώ συγκεκριμένα ο δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας της Alpha Bank παρουσίασε μείωση 1,66 ποσοστιαίων μονάδων από τον αντίστοιχο της Πίστewς πριν την συνένωση.

Πίνακας 6.3: Πίνακας Αριθμοδεικτών Ιονικής Τραπέζης

<b>ΙΟΝΙΚΗ &amp; ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	0,04	-1,17	1,90
ROE (%)	0,88	-36,69	41,00
NIM (%)	1,77	2,14	2,19
NPM (%)	0,39	-11,02	15,02
Equity Multiplier	25,04	31,17	20,96
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	49,15	55,05	54,50
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	60,82	66,02	62,90
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	0,31	0,36	0,36
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	516.572.470	462.071.650	531.270.138
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	181.266	-5.438.357	8.045.584
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	19,01	18,16	17,24
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	87,99	82,43	84,40
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	27,08	21,79	28,80
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	26,84	23,83	24,40
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	24,73	29,78	30,80
Capital Coverage (%)	3,99	3,21	4,25
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	16,15	10,77	15,40

Πίνακας 6.4: Πίνακας Αριθμοδεικτών Alpha Τράπεζας Πίστewς

<b>ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	2,11	2,15	2,45
ROE (%)	30,83	25,81	24,88
NIM (%)	2,20	2,32	1,70
NPM (%)	22,21	24,26	27,24
Equity Multiplier	14,58	11,98	10,16
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	42,64	46,19	33,64
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	59,11	60,29	47,20
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	0,51	0,52	0,62
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	792.418.292	934.277.479	1.276.305.899
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	16.751.850	20.136.526	31.253.046
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	21,75	21,42	21,62
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	54,42	53,87	48,28
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	25,82	25,63	22,52
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	20,09	19,66	16,42
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	36,92	39,85	44,05
Capital Coverage (%)	6,86	8,35	9,84
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	18,57	20,95	22,35

Πίνακας 6.5: Πίνακας Αριθμοδεικτών Alpha Bank

<b>ALPHA BANK</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	1,20	1,25	0,89
ROE (%)	17,24	16,59	15,20
NIM (%)	1,70	2,24	2,38
NPM (%)	14,42	17,90	15,20
Equity Multiplier	14,42	13,26	17,02
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	32,61	33,30	12,23
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	45,72	40,37	15,64
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	0,58	0,56	0,73
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	1.171.001.087	1.210.795.417	1.198.871.353
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	14.007.887	15.148.082	10.735.079
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	19,84	19,18	18,45
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	68,71	70,58	75,88
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	26,52	32,79	38,32
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	22,81	27,47	32,62
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	41,54	46,17	56,73
Capital Coverage (%)	6,94	7,54	5,88
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	16,70	16,33	10,36



Πίνακας 6.6: Πίνακας Μέσων Όρων Αριθμοδεικτών Ιονικής, Πίστewς & Alpha Bank

ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΙΟΝΙΚΗ & ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΑΛΦΑ BANK
ΕΤΟΣ	1997-1999	2000-2002	
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	0,28	2,24	1,12
ROE (%)	1,73	27,17	16,35
NIM (%)	2,03	2,07	2,11
NPM (%)	1,47	24,57	15,84
Equity Multiplier	25,72	12,24	14,90
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	52,90	40,82	26,05
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	63,25	55,53	33,91
Χορηγήσεις / Καταθέσεις (%)	0,34	0,55	0,62
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	503.304.753	1.001.000.557	1.193.555.952
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	929.498	22.713.807	13.297.016
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	18,14	21,60	19,16
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	84,94	52,19	71,72
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	25,89	24,65	32,54
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	25,02	18,72	27,63
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	28,43	40,27	48,15
Capital Coverage (%)	3,82	8,35	6,79
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	14,11	20,62	14,46

### 6.3 EFG Eurobank – Τράπεζα Εργασίας



Εικόνα 6.2: Λογότυπα EFG Eurobank – Τράπεζας Εργασίας

Κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών που αναλύσαμε και στο Κεφάλαιο 2, ιδιαίτερη παρουσία και ρόλο φαίνεται να παρουσιάζει η περίπτωση της Eurobank. Η Eurobank, που αποτελούσε ένα νεοσύστατο και νεοεισερχόμενο πιστωτικό ίδρυμα, κατά το διάστημα αυτό που εκτεινόταν από το 1996-2007 ενεπλάκη σε περισσότερες πράξεις Σ&Ε πέρα από κάθε άλλη τράπεζα εντός του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αρκετές από τις συμφωνίες που ολοκλήρωσε ήταν ήσσονος σημασίας χωρίς ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον ωστόσο η κρίσιμη εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας αποτέλεσε μια πρωτόγνωρη εμπειρία στα τραπεζικά χρονικά της Ελλάδας. Παρακάτω λοιπόν θα απεικονισθεί η διαδικασία, τα κίνητρα, οι επιδιωκόμενες συνέργειες καθώς και οι δυσκολίες που ανέκυψαν λόγω της ενοποίησης. Τέλος θα παρατεθούν τα αποτελέσματα της ανάλυσης και η ερμηνεία τους.

#### 6.3.1 Διαδικασία Πραγματοποίησης Εξαγοράς<sup>100</sup>

Η δεκαετίες του 1990 και του 2000 αποτέλεσαν σταθμούς στην επιτυχία της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα και δημιούργησαν ευκαιρίες για ανάπτυξη και επέκταση του μεγέθους των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η Eurobank όμως αποτέλεσε μια ξεχωριστή περίπτωση δημιουργίας και συνεχούς εξέλιξης ενός νέου τραπεζικού οργανισμού προς την κατάκτηση ισχυρής θέσης εντός του κλάδου. Τεράστια συμβολή στην επίτευξη αυτού του στόχου εκτός των άλλων πράξεων Σ&Ε είχε η εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας. Η ενοποίηση της Eurobank με την Εργασίας έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς αποτελεί την μόνη πράξη επιθετικής εξαγοράς στον χρηματοπιστωτικό τομέα της Ελλάδας.

Αναλυτικά, οι διαδικασίες πραγματοποίησης της εν λόγω εξαγοράς ξεκινούν στις **18 Ιουνίου του 1999** όταν η EFG Eurobank (συμφερόντων Ομίλου Λάτση) με έδρα το

<sup>100</sup> (Παπαδάκης, 2011)

Λουξεμβούργο μέσω του Ελληνικού παραρτήματος της, της Consolidated Eurofinance Holdings (CEH), προβαίνει σε κατάθεση δημόσιας προσφοράς προς τους μετόχους της Τράπεζας Εργασίας για εξαγορά των μετοχών τους, προσφέροντας ως δίκαιο αντάλλαγμα τόσο μετοχές της εξαγοράστριας Eurobank όσο και χρηματική αποζημίωση. Συγκεκριμένα η αρχική πρόταση πρότεινε προσφορά 2,2 μετοχών της Eurobank συν 12 Ευρώ για κάθε ανταλλασσόμενη μετοχή της Εργασίας εάν και εφόσον προσφερόταν από τους μετόχους της Εργασίας πάνω από το 30% του μετοχικού κεφαλαίου της τραπεζής.

Η κλειστή και πολυμετοχική δομή της Τράπεζας Εργασίας ήταν γνωστό στα στελέχη της Eurobank ότι θα αποτελούσε τροχοπέδη στην άμεση απόκτηση του πλειοψηφικού πακέτου της. Με στόχο την υπερπήδηση αυτού του εμποδίου η Eurobank και ο στρατηγικός της σύμμαχος Deutsche Bank (κατείχε το 5% της Τράπεζας Εργασίας τον Ιούνιο του 1999) ξεκίνησαν προσπάθειες συγκέντρωσης ποσοστού της Εργασίας από το 1998. Συγκεκριμένα εκτιμάται ότι μέχρι και την εξαγγελία της δημόσια πρότασης κατείχαν περίπου το 21% του μετοχικού κεφαλαίου της Εργασίας ενώ για την ολοκλήρωση και υλοποίηση της πρότασης είχε τεθεί ο όρος της συγκέντρωσης του 50,1%.

Η Eurobank σε συνέχεια της πρότασης δημοσιοποίησε το ενδιαφέρον της στο τύπο παραθέτοντας τους λόγους για τους οποίους κρίνει ότι η προσφορά της είναι ιδιαίτερος ελκυστική για τους μετόχους της Τράπεζας Εργασίας. Η διοίκηση όμως της Εργασίας είχε αντίθετη άποψη και απορρίπτει τη πρόταση μέσω του Προέδρου του Δ.Σ. της κ. Ξενοφών Νικήτα ως μη-αποδεκτή και μη-συμφέρουσα για τους μετόχους. Η κίνηση αυτή των στελεχών της Εργασίας δημιούργησε ερωτηματικά για τον αν η προσφορά δεν ήταν όντως συμφέρουσα και επιδίωκαν νέα βελτιωμένη πρόταση ή για το αν τα στελέχη προσδοκούσαν ή ακόμη γνώριζαν την είσοδο ενός «Λευκού Ιππότη».

Λίγες ημέρες αργότερα, στις **30 Ιουνίου 1999** και προτού λήξει η περίοδος αποδοχής της πρότασης της Eurobank, η Τράπεζα Πειραιώς καταθέτει πρόταση συγχώνευσης με τη Τράπεζα Εργασίας μέσω του Προέδρου της κ. Μιχάλη Σάλλα. Η έλευση του «Λευκού Ιππότη» που κατά πως φαίνεται ανέμεναν τα στελέχη της Εργασίας περιλάμβανε προσφορά προς τους μετόχους της τριών (3) μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς συν 29 Ευρώ μετρητά για κάθε ανταλλασσόμενη μετοχή της Τραπεζής Εργασίας. Κατόπιν πλήθους αλληπάλληλων συνδιασκέψεων των διοικήσεων της Πειραιώς και της Εργασίας, τα στελέχη τους προβαίνουν στις **2 Ιουλίου 1999** στην ανακοίνωση της ενοποίησης των δύο τραπεζών και στην αναγγελία της νέας επωνυμίας «Τράπεζα Εργασίας Πειραιώς». Με τη συνέχιση της στάσης της Eurobank να τηρεί σιγήν ιχθύος για

τις προθέσεις της και με το φόβο νέας βελτιωμένης πρότασης από μέρους της, η Τράπεζα Πειραιώς στις **9 Ιουλίου 1999** υποβάλλει καινούργια πρόταση, αυτή τη φορά εξαγοράς του πλειοψηφικού πακέτου (50,1%) της Εργασίας ενώ διατηρεί σε ισχύ τη προηγούμενη πρόταση της περί συγχώνευσης. Η νέα πρόταση εξαγοράς προσφέρει στους μετόχους της Τράπεζας Εργασίας 3,75 μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς συν 44 Ευρώ για κάθε μετοχή της Εργασίας με το συνολικό αντάλλαγμα να ανέρχεται περίπου σε 147 Ευρώ.

Η CEH ωστόσο δεν έμεινε με σταυρωμένα τα χέρια και στις **14 Ιουλίου 1999** προβαίνει σε κατάθεση νέας βελτιωμένης πρότασης (εξαγοράς), προσφέροντας για κάθε μετοχή της Εργασίας 2,4 μετοχές της Eurobank και 50 Ευρώ μετρητά ανεβάζοντας ακόμα περισσότερο το ύψος του συνολικού ανταλλάγματος στα 165 Ευρώ. Η ιδιαίτερα υψηλή προσφορά της CEH προκάλεσε από την ίδια μέρα της εξαγγελίας της ισχυρή φημολογία ότι τα στελέχη της Εργασίας δεν είχαν καμία άλλη εναλλακτική πέραν του να την αποδεχθούν. Στις **27 Ιουλίου 1999**, με τις φήμες να γίνονται ολοένα και εντονότερες, η Τράπεζα Εργασίας δημοσιοποιεί την απόφαση αποδοχής της πρότασης της CEH και την εξαγορά της από τη Eurobank.

Δίχως να της έχουν απομείνει περιθώρια βελτίωσης της προσφοράς της, η Τράπεζα Πειραιώς ανακοινώνει την επόμενη μέρα, στις **28 Ιουλίου 1999**, την αποχώρηση της από τη διεκδίκηση της Τραπέζης Εργασίας αδρανοποιώντας τις δύο εν ισχύ προσφορές της χωρίς ωστόσο να τις αποσύρει επισήμως, καθώς δεν επιτρέπεται από τους κανόνες του Χ.Α.Α.

Συνεχίζοντας μόνη πλέον στο δρόμο της διεκδίκησης και απόκτησης της Εργασίας, η Eurobank προχωράει στη δημοσίευση στις εφημερίδες των λεπτομερειών της δημόσιας πρότασης της, προσκαλώντας τους μετόχους της Τραπέζης Εργασίας να ανταλλάξουν τις μετοχές τους ως τις **4 Αυγούστου 1999**. Πράγματι, οι μέτοχοι της Εργασίας αποδεχόμενοι και αυτοί με τη σειρά τους τη προσφορά της Eurobank, κατέθεσαν προς ανταλλαγή τις μετοχές τους έως την ανωτέρω ημερομηνία εξασφαλίζοντας τόσο στη Eurobank όσο και στον Όμιλο Λάτση τη συγκέντρωση του απαιτούμενου αριθμού μετοχών για το πλήρη έλεγχο της Τράπεζας Εργασίας. Η επόμενη ημέρα ωστόσο βρίσκει τη μετοχή της Eurobank να σημειώνει ανεπαισθητη άνοδο της τάξης του 0,17% και τις μετοχές των Εργασίας και Πειραιώς να κατακυλών κατά 6% και 3,45% αντίστοιχα, γεγονός που υποδηλώνει την άποψη των επενδυτών ότι η εξαγορά θα προσδώσει αρνητικές συνέπειες στη πορεία του νέου ιδρύματος καθώς θα συνεχιστεί η εφαρμογή

των υφιστάμενων πολιτικών της Eurobank και όχι εκείνες τις σαφώς αποτελεσματικότερης Εργασίας.

### **6.3.2 Λόγοι Πραγματοποίησης Εξαγοράς**

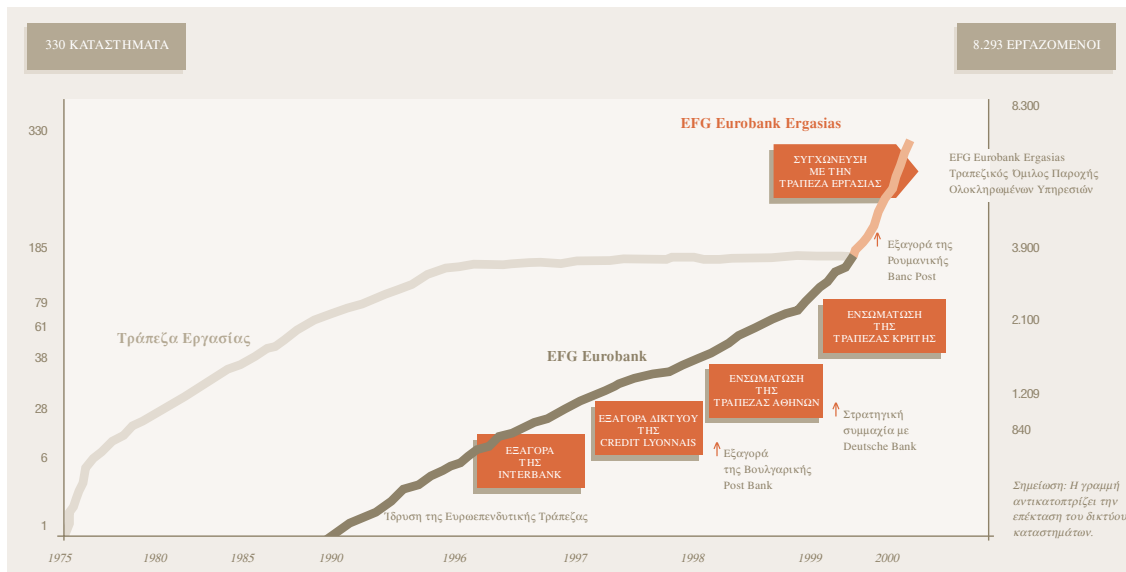
Η ολοκλήρωση της εξαγοράς της Τράπεζας Εργασίας από την Eurobank το 2000 δημιούργησε ένα κυρίαρχο τραπεζικό ίδρυμα εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου ικανό να ανταγωνιστεί ισάξια τόσο τις μεγάλες εγχώριες τράπεζες όσο και τραπεζικούς οργανισμούς εντός της Ε.Ε. Η απόφαση της επιθετικής εξαγοράς αυτής εξυπηρέτούσε τους επιδιωκόμενους στόχους της Eurobank για συνεχή ανάπτυξη και τους κατακτούσε σε μεγάλο βαθμό σε συντομότερο χρονικό διάστημα. Οι κυριότερες λοιπόν επιδιώξεις της Eurobank από την εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν παρακάτω:

- **Επέκταση Δικτύου Καταστημάτων & Πελατειακής Βάσης**

Καθώς η Eurobank αποτελούσε ένα νέο τραπεζικό ίδρυμα στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο ήταν φυσικό να μην διαθέτει μεγάλο δίκτυο καταστημάτων. Συνεπώς ο πρωταρχικός στόχος της τράπεζας με την εξαγορά της Τράπεζας Εργασίας ήταν η δημιουργία ενός εκτενούς δικτύου. Η Eurobank είχε καταφέρει μέχρι το τέλος του 1999 να διαθέτει ένα δίκτυο 190 καταστημάτων τόσο με τη δημιουργία ιδιόκτητου δικτύου όσο και με την ολοκλήρωση των πράξεων Σ&Ε της Interbank (8), της Credit Lyonnais (7), της Τράπεζας Αθηνών (23) και της Τράπεζας Κρήτης (87).

Η εξαγορά όμως της Εργασίας θα προσέδιδε τεράστια δυναμική στο νέο ίδρυμα καθώς διέθετε ευρύ δίκτυο 133 καταστημάτων σε ολόκληρη την Ελληνική επικράτεια καθώς και μεγάλο πελατολόγιο. Με την ολοκλήρωση της εξαγοράς το ενοποιημένο ίδρυμα αριθμούσε 330 καταστήματα σε όλη τη χώρα παρέχοντας πλήθος προϊόντων και υπηρεσιών υψηλής ποιότητας σε διευρυμένη τόσο γεωγραφικά όσο και αριθμητικά πελατειακή βάση.

**Εικόνα 6.3:** EFG Eurobank Ergasias – Πορεία Ανάπτυξης  
**Πηγή:** Ετήσιος Απολογισμός EFG Eurobank Ergasias 2000



- **Αύξηση Μεριδίου Αγοράς**

Η Τράπεζα Εργασίας αποτελούσε ένα φτασμένο τραπεζικό ίδρυμα με μεγάλη φήμη εντός και εκτός συνόρων για την εταιρική κουλτούρα της στη δημιουργία σχέσεων εμπιστοσύνης με το πελάτη και στη αξίας για τους μετόχους. Συγκεκριμένα η Τράπεζα Εργασίας πριν την εξαγορά, το 1998, κατείχε την 6<sup>η</sup> θέση στο σύνολο των τραπεζικών ιδρυμάτων και μόλις τη 2<sup>η</sup> μεγαλύτερη ιδιωτική τράπεζα εν Ελλάδι βάση ενεργητικού. Η επιθυμία των στελεχών της Eurobank, που βρισκόταν στην αμέσως επόμενη θέση, για ενοποίηση των δύο ιδρυμάτων έδινε ξεκάθαρα το μήνυμα ότι επιθυμούσαν τη κατάκτηση ενός μεγάλου μεριδίου αγοράς, την εδραίωση της εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου καθώς και την δημιουργία ενός τραπεζικού ομίλου εφάμιλλου Ευρωπαϊκών. Η ολοκλήρωση της εξαγοράς και η συνένωση των δύο δημιούργησε μια τράπεζα που το 2000 διατηρούσε το 5<sup>ο</sup> μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς σκαρφαλώνοντας από το 3,8% το 1998 στο 10,8% μόλις σε δύο χρόνια, το 2000<sup>101</sup>.

- **Εξειδίκευση στην Αγορά των Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων (ΜμΕ)**

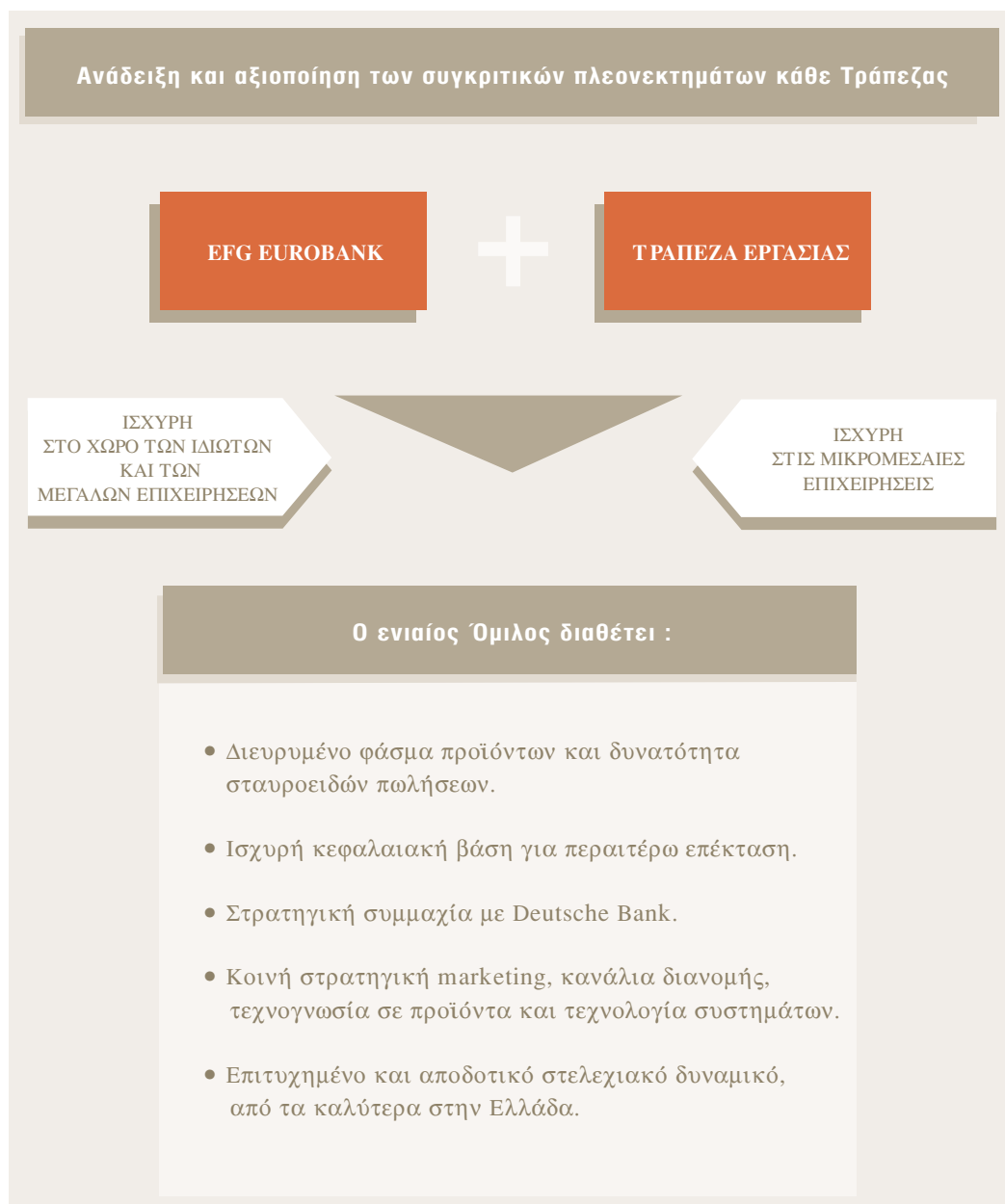
Τα στελέχη της Eurobank, πέραν όλων των ανωτέρω λόγων, ήθελαν διακαώς την απόκτηση της Τράπεζας Εργασίας διότι αποτελούσε το τραπεζικό ίδρυμα στην Ελλάδα με τη μεγαλύτερη εξειδίκευση στην αγορά των Μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Η Eurobank λόγω της τεχνοκρατικής της αντίληψης διέθετε ισχυρή θέση στις αγορές

<sup>101</sup> (Gibson & Δεμέναγας, 2002)

των ιδιωτών (Retail Banking) και των μεγάλων επιχειρήσεων (Corporate Banking). Ο μεγάλος βαθμός συμπληρωματικότητας των δύο τραπεζών και η βαθιά εξάρτηση της Ελληνικής οικονομίας από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, συνηγορούσαν στην ανάγκη απόκτησης της Εργασίας από τη Eurobank με στόχο τη δημιουργία μιας τράπεζας με ικανότητες παροχής ολοκληρωμένων προϊόντων και υπηρεσιών σε όλο το φάσμα της τραπεζικής αγοράς και της οικονομίας.

#### Εικόνα 6.4: Η Φιλοσοφία της Εξαγοράς

Πηγή: Ετήσιος Απολογισμός EFG Eurobank Ergasias 2000



- **Απόκτηση Έμπειρου & Εξειδικευμένου Προσωπικού**

Ένα ακόμα πλεονέκτημα που επιθυμούσε η Eurobank να αποκτήσει από την Τράπεζα Εργασίας ήταν το εξειδικευμένο και έμπειρο ανθρώπινο δυναμικό που διέθετε και οι σχέσεις του με τη πελατειακή βάση. Συγκεκριμένα η κουλτούρα της Εργασίας την είχε οδηγήσει να έχει στη κατοχή της προσωπικό υπερήφανο από την εργασιακή σχέση με την Τράπεζα Εργασίας, και σε αντιστοιχία με τη πολιτική και φιλοσοφία της είχαν αναπτύξει σχέσης εμπιστοσύνης και αφοσίωσης με το πελατολόγιο τους.

- **Βελτίωση Αποδοτικότητας & Αποτελεσματικότητας**

Η γνωστή πορεία της Τράπεζας Εργασίας σε επίπεδο αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας ήταν γνωστή τόσο στο σύνολο της τραπεζικής αγοράς όσο και στα στελέχη της Eurobank. Συγκεκριμένα η Εργασία αποτελούσε το 12<sup>ο</sup> τραπεζικό ίδρυμα βάση αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE) παγκοσμίως και το 20<sup>ο</sup> σε αποδοτικότητα ενεργητικού (ROA) ενώ παράλληλα κατείχε ένα ιδιαίτερα υψηλό απόθεμα και μια συνεχή ανοδική πορεία, γεγονός που τη καθιστούσε ιδιαίτερα ελκυστική για πράξεις Σ&Ε. Αναλυτικά η Eurobank διέβλεπε στην δημιουργία συνεργειών στα έσοδα και την κερδοφορία μέσω της επωφελούς χρήσης των αποθεματικών, αλλά και σε ωφέλεια από την απόκτηση της γνώσης και της φιλοσοφίας περί αποδοτικότητας από την Εργασία. Με το κύριο στόχο της Eurobank να είναι η αύξηση του κεφαλαίου και των κερδών στη πορεία προς την δημιουργία ενός ισχυρού ομίλου, τα στελέχη της δεν άργησαν να καταλάβουν ότι η Εργασία αποτελούσε τον τέλειο στόχο για άμεση επίτευξη των επιδιώξεων της Eurobank.

### **6.3.3 Δυσκολίες & Αντιδράσεις περί της Εξαγοράς**

Η εξαγορά ωστόσο και η ολοκλήρωση της ενοποίησης των δύο ιδρυμάτων παρά την επιτυχία της, επέφερε και αντιδράσεις, κυρίως από την πλευρά των εργαζομένων της Τράπεζας Εργασίας. Το ανθρώπινο δυναμικό της Εργασίας έχοντας συνηθίσει να εργάζεται υπό το πνεύμα και τη φιλοσοφία μιας παραδοσιακής ιδιωτικής τράπεζας που έδινε αξία στους ανθρώπους της και αντιλαμβανόμενο τη τεχνοκρατική και αρκετά απρόσωπη κουλτούρα της Eurobank αντέδρασε υπό τον φόβο της αλλαγής των εργασιακών σχέσεων και των συνθηκών εργασίας.



Αναλυτικότερα, οι αντικρουόμενες φιλοσοφίες των δύο υπό συνένωση ιδρυμάτων έσπειρε το φόβο στους εργαζόμενους της Εργασίας περί της μονιμότητας των θέσεων τους και της δυνατότητας εξέλιξης τους εντός του νέου ιδρύματος. Η Eurobank ωστόσο αντιλαμβανόμενη την ανασφάλεια και τη δυσκολία προσαρμογής των εργαζομένων της Εργασίας δεν άργησε να λάβει μέτρα.

Συγκεκριμένα η Eurobank στοχεύοντας στην όσο το δυνατόν ομαλότερη ενοποίηση των δύο τραπεζών αποφάσισε να κρατήσει το 5% των ανωτάτων στελεχών της Εργασίας και να προβεί σε εκπαίδευση του υπόλοιπου προσωπικού της αποσκοπώντας στην απόκτηση εφοδίων και στην αποτελεσματική σταδιοδρομία τους εντός της νέας τράπεζας και των νέων συνθηκών.

Ωστόσο στα τέλη του 2004 θέλοντας να ξεφορτωθεί το γερασμένο μέρος του προσωπικού της Εργασίας η Eurobank ανακοίνωσε πρόγραμμα εθελούσιας εξόδου 200 εργαζομένων προσφέροντας ελκυστικό πακέτο οικονομικής αποζημίωσης.

#### **6.3.4 Ανάλυση & Αξιολόγηση Εξαγοράς**

Η ολοκλήρωση της ενοποίησης της Εργασίας με τη Eurobank το 2000 παρέδωσε στο τραπεζικό κλάδο μια τράπεζα παροχής ολοκληρωμένων προϊόντων και υπηρεσιών για όλο το φάσμα της τραπεζικής αγοράς, εκμεταλλεόμενο τόσο τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της Εργασίας στο τομέα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων όσο και αυτά της Eurobank στο τομέα του Retail και του Corporate Banking.

Το νέο τραπεζικό ίδρυμα με την νέα επωνυμία EFG Eurobank Ergasias κατέλαβε αμέσως τη 5<sup>η</sup> θέση στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο ενώ η ενοποίηση του κληροδότησε ένα εκτενές δίκτυο καταστημάτων και μια ευρεία πελατειακή βάση. Πέραν όμως όλων των ανωτέρω πλεονεκτημάτων το νέο ίδρυμα όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα της μελέτης στους πίνακες 6.7, 6.8, 6.9 και 6.10 επιδίωξε την επίτευξη συνεργειών που δεν ήταν και τόσο εμφανείς. Η προσπάθεια ωστόσο για να επωφεληθεί αυτών, για κάποιες ευδοκίμησε ενώ για κάποιες άλλες όχι.

Ερμηνεύοντας αρχικά τα αποτελέσματα των δεικτών κερδοφορίας και αποδοτικότητας παρατηρήθηκε ότι την τριετία 1997-1999, δηλαδή πριν την ολοκλήρωση της εξαγοράς, η Τράπεζα Εργασίας σημείωνε καλύτερα επίπεδα κερδοφορίας σε σύγκριση με την

εξαγοράστρια της Eurobank. Τα μεγαλύτερα spread των εν λόγω δεικτών εμφανίστηκαν στην Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) και στο Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (NPM). Ωστόσο τα τρία έτη μετά την ενοποίηση, 2000-2002, το νέο ίδρυμα φαίνεται πως επηρεάστηκε περισσότερο από την σαφώς αποδοτικότερη Εργασίας και πέτυχε αύξηση της κερδοφορίας του σε σχέση με την αντίστοιχη της Eurobank. Συγκεκριμένα ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους υπερδιπλασιάστηκε από κατά μέσο όρο 8,08% που εμφάνιζε η προ εξαγοράς Eurobank σε 16,71% για την ενιαία τράπεζα. Στο σύνολο τους τα αποτελέσματα του Πίνακα 6.10 καθιστούν σαφή την επίτευξη συνεργειών κερδοφορίας και αποδοτικότητας από την ολοκλήρωση της εξαγοράς και την προσάρτηση της θετικής πορείας σε επίπεδο κερδών Τραπεζικής Εργασίας.

Συνεχίζοντας στους δείκτες ρευστότητας η Eurobank παρατηρήθηκε ότι βρισκόταν σε χειρότερη θέση σε σχέση με την εξαγοραζόμενη Εργασίας. Αναλυτικότερα, η Τράπεζα Εργασίας υπολογίστηκε ότι διατηρούσε τη προ εξαγοράς περίοδο, σχεδόν διπλάσιο βαθμό ρευστών διαθεσίμων σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού και των καταθέσεων της από ότι η Eurobank, διαχειρίζοντας παράλληλα με καλύτερο τρόπο τις καταθέσεις της. Το ενιαίο ίδρυμα ωστόσο θέλοντας μάλλον να συνεχίσει την επιθετική και επεκτατική πολιτική της Eurobank, προέβη σε ενέργειες που προκάλεσαν περαιτέρω μείωση των δεικτών ρευστότητας του καθιστώντας το επισφαλές στη κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του.

Στην ίδια πορεία με τους δείκτες ρευστότητας κινούνται και οι δείκτες παραγωγικότητας, με τα αποτελέσματα να παρουσιάζουν την Εργασίας πιο παραγωγική από τη Eurobank πριν την εξαγορά και τη νέα τράπεζα μετά την ενοποίηση να σημειώνει βελτίωση της παραγωγικότητας της σε σύγκριση με τη πρόγνο της Eurobank αλλά χειρότερη σε σχέση με την Εργασίας. Συγκεκριμένα ο δείκτης Σύνολο Εργαζομένων προς Υποκαταστήματα που αποτελούσε και μέρος των βασικών πλεονεκτημάτων της εξαγοράς σημείωσε τη μεγαλύτερη βελτίωση από 28,5 κατά μέσο όρο πριν την συνένωση για τη Eurobank σε 21,9 για την EFG Eurobank Ergasias το διάστημα μετά την ενοποίηση. Η επιδείνωση του επιπέδου παραγωγικότητας του νέου ιδρύματος σε καμία περίπτωση δεν είναι ένδειξη αποτυχίας επίτευξης συνεργειών σε αυτό το τομέα, τουναντίον μας δείχνει ότι το νέο ίδρυμα επηρεάστηκε περισσότερο από την πιο παραγωγική Εργασίας καθώς κατάφερε να σημειώσει καλύτερη πορεία από την προκάτοχο Eurobank.

Προχωρώντας στην ερμηνεία των δεικτών αποτελεσματικότητας και πάλι η Τράπεζα Εργασίας βρίσκεται σε καλύτερη θέση από τη Eurobank τη προ εξαγοράς περίοδο,

απολαμβάνοντας για τα έτη 1997-1999 καλύτερα επίπεδα λειτουργικής αποτελεσματικότητας με τον αντίστοιχο δείκτη (TOE) να διαμορφώνεται για την Τράπεζα Εργασίας κατά μέσο όρο στο 42,01% και αντίστοιχα για την Eurobank στο 64,58%. Ωστόσο, η νέα ενιαία τράπεζα που προέκυψε εμφάνισε μεγαλύτερη επιδείνωση του δείκτη TOE ανερχόμενος κατά μέσο όρο στο 65,52%. Επιπλέον το νέο ίδρυμα εμφάνισε μια αύξηση του μεριδίου των δαπανών διοίκησης και προσωπικού στα συνολικά έξοδα, με το σχετικό δείκτη να υπολογίζεται κατά μέσο όρο στο 27,36% σε σύγκριση με τον αντίστοιχο της Eurobank (20,14%).

Τέλος, η εξαγορά φάνηκε πως δεν απέδωσε καρπούς ούτε στους δείκτες φερεγγυότητας ούτε σε αυτούς του πιστωτικού κινδύνου για το νέο ίδρυμα. Συγκεκριμένα, για την ενοποιημένη τράπεζα ο δείκτης Απαιτήσεις κατά Πελατών σε σχέση με το Συνολικό Ενεργητικό ανήλθε στο 54,21% σε σύγκριση με τον αντίστοιχο της σαφώς αποδοτικότερης Εργασίας στο 39,73%. Στο ίδιο μοτίβο και οι άλλοι δύο δείκτες φερεγγυότητας που έβαιναν μειούμενοι λόγω της αρνητικής επίδρασης της εξαγοράς στη συρρίκνωση των χρηματοδοτούμενων από τα μετοχικά κεφάλαια μεριδίων του ενεργητικού και των απαιτήσεων κατά πελάτων.

Πίνακας 6.7: Πίνακας Αριθμοδεικτών Τράπεζας Εργασίας

<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	3,92	3,55	4,23
ROE (%)	48,71	47,53	37,52
NIM (%)	4,31	4,09	3,91
NPM (%)	33,43	33,53	37,80
Equity Multiplier	12,41	13,37	8,86
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	26,27	16,28	19,38
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	32,33	19,73	24,34
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	0,45	0,51	0,52
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	-	665.639.981	778.861.278
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	-	23.659.570	32.965.749
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	-	20,62	21,11
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	42,40	42,67	40,96
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	26,09	27,10	28,33
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	17,53	18,09	17,40
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	36,18	42,00	41,01
Capital Coverage (%)	8,05	7,48	11,28
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	22,25	17,80	27,50

Πίνακας 6.8: Πίνακας Αριθμοδεικτών EFG Eurobank

<b>EFG EUROBANK</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	1,20	0,41	1,42
ROE (%)	17,21	2,81	11,13
NIM (%)	2,29	1,06	2,24
NPM (%)	10,19	4,10	9,94
Equity Multiplier	14,24	6,80	7,83
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	13,47	11,28	13,75
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	16,01	14,61	18,30
Χορηγήσεις / Καταθέσεις (%)	0,43	0,49	0,40
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	566.796.526	749.807.089	638.802.778
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	6.851.944	3.101.685	9.087.323
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	31,81	32,47	21,22
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	70,43	76,61	46,71
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	22,27	14,89	23,26
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	19,99	14,08	17,29
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	35,92	38,09	29,79
Capital Coverage (%)	7,02	14,70	12,78
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	19,56	38,59	42,89

Πίνακας 6.9: Πίνακας Αριθμοδεικτών EFG Eurobank Ergasias

<b>EFG EUROBANK ERGASIAS</b>			
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	2,04	1,73	1,06
ROE (%)	17,94	16,51	13,25
NIM (%)	3,42	3,36	2,91
NPM (%)	17,03	18,50	14,60
Equity Multiplier	8,78	9,53	12,51
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	10,26	6,67	5,77
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	12,71	8,11	8,10
Χορηγήσεις / Καταθέσεις (%)	0,63	0,71	0,75
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	738.864.488	917.176.401	1.172.956.978
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	15.092.267	15.885.867	12.425.076
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	22,12	21,03	22,55
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	62,76	64,55	69,25
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	25,27	28,82	28,00
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	21,14	23,77	23,74
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	50,73	58,28	53,63
Capital Coverage (%)	11,39	10,49	7,99
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	22,45	18,00	14,91

Πίνακας 6.10: Πίνακας Μέσων Όρων Αριθμοδεικτών Εργασίας, EFG Eurobank & EFG Eurobank Ergasias

ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	EFG EUROBANK	EFG EUROBANK ERGASIAS
ΕΤΟΣ	1997-1999	2000-2002	
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ &amp; ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ROA (%)	3,90	1,01	1,61
ROE (%)	44,59	10,38	15,90
NIM (%)	4,10	1,87	3,23
NPM (%)	34,92	8,08	16,71
Equity Multiplier	11,55	9,62	10,28
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ταμειακά Διαθέσιμα / Ενεργητικό (%)	20,64	12,84	7,57
Ταμειακά Διαθέσιμα / Υποχρεώσεις προς Πελάτες (%)	25,47	16,31	9,64
Χορηγήσεις / Καταθέσεις (%)	0,49	0,44	0,70
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
Ενεργητικό / Αριθμός Εργαζομένων	722.250.630	651.802.131	942.999.289
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Αριθμός Εργαζομένων	28.312.660	6.346.984	14.467.737
Αριθμός Εργαζομένων / Υποκαταστήματα	20,86	28,50	21,90
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ</b>			
ΤΟΕ (%)	42,01	64,58	65,52
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έξοδα (%)	27,17	20,14	27,36
Δαπάνες Προσωπικού & Διοίκησης / Συνολικά Έσοδα (%)	17,67	17,12	22,88
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ &amp; ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ</b>			
Απαιτήσεις κατά Πελατών / Ενεργητικό (%)	39,73	34,60	54,21
Capital Coverage (%)	8,94	11,50	9,96
Ίδια Κεφάλαια / Απαιτήσεις κατά Πελατών (%)	22,52	33,68	18,45

---

## Κεφάλαιο 7

### Συμπεράσματα

---

Οι αποφάσεις Συγχωνεύσεων ή Εξαγορών τόσο μεταξύ επιχειρήσεων διαφόρων ασχολιών όσο και ειδικότερα μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελούν στρατηγικές κινήσεις με ισχυρή βαρύτητα για το μέλλον και την ανάπτυξη του μετέπειτα ενιαίου ή νέου επιχειρηματικού οργανισμού. Τα στελέχη με στόχο την επιτυχία τέτοιων πράξεων ενοποίησης καλούνται, σύμφωνα και με τη νομοθεσία ενίοτε, να ακολουθούν μια προδιαγεγραμμένη διαδικασία και να πληρούν όρους και προϋποθέσεις με στόχο την ομαλή συνένωση των εκάστοτε ιδρυμάτων και την επίτευξη των επιδιώξεων τους.

#### **7.1 Συμπεράσματα Συγχώνευσης Alpha Τράπεζας Πίστεως - Ιονικής & Λαϊκής Τράπεζας**

Στην πρώτη υπό εξέταση περίπτωση, αυτής της συγχώνευσης της Alpha Τραπέζης Πίστεως με την υπό πώληση Ιονική Τράπεζα, παρατηρήθηκε ότι τα δύο τραπεζικά ιδρύματα διένυαν διαφορετικές φάσεις του οικονομικού τους κύκλου. Συγκεκριμένα, η Alpha Πίστεως διένυε μια συνεχώς ανοδική, αναπτυξιακή πορεία που την ωθούσε την δεδομένη περίοδο σε αναζήτηση και αύξηση της πελατειακής της βάσης σε περισσότερα σημεία της Ελλάδος καθιστώντας επιβεβλημένη την ανάγκη για επέκταση του υπάρχοντος δικτύου καταστημάτων που διέθετε. Από την άλλη, η παλαιότερη Ιονική ακολουθούσε μια καθοδική πορεία, παρότι διέθετε ένα εκτενές πελατειακό κατάλογό καθώς και δίκτυο καταστημάτων, είχε αρχίσει να εμφανίζει τη δεκαετία του 1990 δυσεπίλυτα προβλήματα αποτελεσματικότητας και παραγωγικότητας. Η συγκύρια της ανακοίνωσης της πώλησης του πλειοψηφικού πακέτου της Ιονικής από την Εμπορική Τράπεζα, κινητοποίησε άμεσα την ηγεσία της Alpha Πίστεως για την ανταπόκριση και εν τέλει την αγορά της Ιονικής, που της προσέδωσε άμεσα την ικανοποίηση των δύο αναγκών, που για να τις καλύψει με ίδιες ενέργειες το κόστος θα ήταν πολλαπλάσιο, καθώς και την απόκτηση ενός ισχυρού μεριδίου αγοράς.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης που απεικονίζονται στους ανωτέρω πίνακες καθίσταται ολοφάνερος ο επηρεασμός του νέου ιδρύματος, Alpha Bank, και από



τους δυο προκατόχους του. Αυτό το δεδομένο, δημιούργησε μια ανακοπή του ανοδικού ρυθμού ανάπτυξης που θα κληρονομούσε το νέο ίδρυμα από την Πίστewς, καθώς οι καθοδικοί δείκτες την Ιονικής επηρέασαν στη υπό εξέταση τριετία τα δεδομένα του. Συγκεκριμένα, αυτό γίνεται αντιληπτό στον Πίνακα 6.6 όπου στην πλειονότητά τους τα αποτελέσματα της νέας Alpha Bank παρουσιάζουν βελτίωση σε σχέση με αυτά της μη-αποδοτικής Ιονικής και επιδείνωση σε σχέση με αυτά της αποτελεσματικότερης Alpha Πίστewς. Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η συγχώνευση των δύο ιδρυμάτων ήταν «επιτυχημένη με κόστος» καθώς επέφερε στη νέα τράπεζα τα επιδιωκόμενα χαρακτηριστικά ωστόσο της κληρονόμησε βραχυχρόνια μια πορεία χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης λόγω των ισχυρών δυνάμεων αναποτελεσματικότητας και μικρής παραγωγικότητας από την αποκτηθήσα Ιονική.

Η Alpha Bank όμως, παρόλες τις ανεπιθύμητες συνέργειες από τη συγχώνευση με την Ιονική και σύμφωνα με την τωρινή της θέση εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου συμπεραίνουμε ότι πέτυχε του στόχους της βρισκόμενη πλέον σε ηγετική θέση με ισχυρές προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης.

## **7.2 Συμπεράσματα Εξαγοράς EFG Eurobank - Τράπεζας Εργασίας**

Μεταβαίνοντας στην επόμενη υπό εξέταση περίπτωση, αυτή της εξαγοράς της Τράπεζας Εργασίας από τη νεοεισερχόμενη Eurobank, παρατηρούμε περίπου τα αντίθετα αποτελέσματα. Αναλυτικά, τα δύο τραπεζικά ιδρύματα βρίσκονταν σε αναπτυξιακή πορεία με την Εργασίας να κατέχει ηγετική θέση σε επίπεδο αποτελεσματικότητας τόσο εντός Ελλάδος όσο και παγκοσμίως, καθιστώντας τη στόχο για αρκετά τραπεζικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα, η Eurobank όπου εκείνη τη περίοδο διένυε τα πρώτα της βήματα στόχευε στην απόκτηση ενός μεγάλου μεριδίου αγοράς εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου άμεσα. Τα στελέχη της για την επίτευξη αυτού βασίστηκαν σε στρατηγικές αποφάσεις Συγχωνεύσεων και Εξαγορών μικρομεσαίων τραπεζών δραστηριοποιούμενων στην Ελλάδα με στόχο τη συγκέντρωση δικτύου καταστημάτων και μετέπειτα πελατειακής βάσης καθώς η δημιουργία τους εξ αρχής με ίδιους πόρους θα της ήταν ιδιαίτερα κοστοβόρα. Η Eurobank έχοντας την εμπειρία τόσο των προηγούμενων Σ&Ε που είχε υλοποιήσει τα προηγούμενα χρόνια όσο και της στήριξης κυρίως του Ομίλου Λάτση σε οικονομικό επίπεδο αλλά και της τεχνογνωσίας από τη στρατηγικής σημασίας συνεργασία με τη Deutsche Bank κατάφερε να αποκτήσει την

μεγαλύτερη σε στοιχεία ενεργητικού Τράπεζα Εργασίας και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της.

Αναλυτικότερα, βάση των αποτελεσμάτων που παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.10, η εξαγορά και ενοποίηση των δύο ιδρυμάτων θα μπορούσαμε να πούμε με τα βεβαιότητας ότι κρίνεται επιτυχημένη καθώς επιτεύχθηκαν για το νέο ίδρυμα τόσο οι επιδιωκόμενοι στόχοι όσο και συνέργειες που έγιναν αντιληπτοί τα χρόνια μετά την ενοποίηση. Συγκεκριμένα, από το Πίνακα 6.10 γίνεται αντιληπτό ότι η ενιαία τράπεζα απολάμβανε επίπεδα αποτελεσματικότητας, παραγωγικότητας, κερδοφορίας και φερεγγυότητας ισχυρότερα από αυτά της εξαγοράζουσας Eurobank αλλά σαφώς μικρότερα από αυτά της πρωτοπόρου αποκτηθείσας Εργασίας.

Κλείνοντας λοιπόν και βάση της μετέπειτα πορείας της νέας EFG Eurobank-Ergasias συμπεραίνουμε ότι η εν λόγω εξαγορά ήταν επιτυχημένη καθώς απέδωσε στη νέα τράπεζα προοπτικές και χαρακτηριστικά για να είναι μέχρι και σήμερα ένα από τα κορυφαία πιστωτικά ιδρύματα εντός του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου.

---

## Ξενόγλωση Βιβλιογραφία

---

- Altunbaş, Y. & Marqués, D., 2008. Mergers and acquisitions and Bank Performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), pp.204–222.
- Andrade, G.M.-M., Mitchell, M.L. & Stafford, E., 2001. New evidence and perspectives on mergers. *SSRN Electronic Journal*.
- Barber, B.M. & Lyon, J.D., 1996. Detecting abnormal operating performance: The Empirical Power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), pp.359–399.
- Becher, D.A., 2000. The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), pp.189–214.
- Beitel, P., Schiereck, D. & Wahrenburg, M., 2004. Explaining M&A success in European Banks, *European Financial Management Association*, 10(1), pp.109-139.
- Berger, A.N., Saunders, A., Scalise, J.M. & Udell, G.F., 1997. The effects of bank mergers and acquisitions on Small Business Lending. *SSRN Electronic Journal*.
- Berger, A.N. & Humphrey, D.B., 1991. The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking. *Journal of Monetary Economics*, 28(1), pp.117–148.
- Berger, A.N., 1995. The profit-structure relationship in banking-tests of market-power and efficient-structure hypotheses. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(2), pp.404–431.
- Berger, A.N., DeYoung, R. & Udell, G.F., 2001. Efficiency barriers to the consolidation of the European Financial Services Industry. *European Financial Management*, 7(1), pp.117–130.
- Berger, P.G., Ofek, E. & Yermack, D.L., 1997. Managerial Entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), pp.1411–1438.
- Bhide, A., 1990. Reversing corporate diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(2), pp.70–81.
- Brock, D.M., 2005. Multinational Acquisition Integration: The role of national culture in creating synergies. *International Business Review*, 14(3), pp.269–288.
- Bromiley, P., Govekar, M. & Marcus, A., 1988. On using event-study methodology in strategic management research. *Technovation*, 8(1-3), pp.25–42.
- Campbell, J.Y., Lo, A.W. & MacKinlay, A.C., 1997. *The econometrics of Financial Markets*, Princeton: Princeton university press.

- Carbó-Valverde, S. & Humphrey, D.B., 2004. Predicted and actual costs from individual bank mergers. *Journal of Economics and Business*, 56(2), pp.137–157.
- Comment, R. & Jarrell, G.A., 1995. Corporate Focus and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp.67–87.
- Cornett, M.M., McNutt, J.J. & Tehranian, H., 2006. Performance changes around bank mergers: Revenue enhancements versus cost reductions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(4), pp.1013–1050.
- DeLong, G.L., 2001. Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 59(2), pp.221–252.
- DePamphilis, D., 2015. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities (8th edition)*, Academic Press.
- Eichengreen, B. & Gibson, D.H., 2001. Greek Banking at the Dawn of the New Millennium. *Centre for Economic Policy Research*
- Faccio, M. & Masulis, R.W., 2005. The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), pp.1345–1388.
- Focarelli, D. & Pozzolo, A.F., 2002. The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries. *SSRN Electronic Journal*.
- Focarelli, D., Panetta, F. & Salleo, C., 2001. Why Do Banks Merge? *SSRN Electronic Journal*.
- Fried, H.O., Lovell, C.A.K. & Yaisawarng, S., 1999. The impact of mergers on Credit Union Service Provision. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), pp.367–386.
- Harford, J., Klasa, S. & Walcott, N., 2009. DO firms have leverage targets? evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp.1–14.
- Hasbrouck, J., 1985. The characteristics of takeover targets and other measures. *Journal of Banking & Finance*, 9(3), pp.351–362.
- Higgins, R.C. & Schall, L.D., 1975. Corporate bankruptcy and conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 30(1), pp.93–113.
- Homburg, C. & Bucerius, M., 2006. Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? an analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4), pp.347–367.
- Hondroyannis, G., Lolos, S. & Papapetrou, E., 1999. Assessing competitive conditions in the Greek banking system. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 9(4), pp.377–391.
- Houston, J.F. & Ryngaert, M.D., 1994. The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 18(6), pp.1155–1176.

- Karampatsas, N., Petmezas, D. & Travlos, N.G., 2014. Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 25, pp.474–493.
- Kiyamaz, H., 2004. Cross-border acquisitions of US Financial Institutions: Impact of macroeconomic factors. *Journal of Banking & Finance*, 28(6), pp.1413–1439.
- Kwan, S.H. & Wilcox, J.A., Hidden cost reductions in bank mergers: Accounting for more productive banks. *Research in Finance*, pp.109–124.
- Lewellen, W.G., 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), pp.521–537.
- Lubatkin, M. & Shrieves, R.E., 1986. Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research. *Academy of Management Review*, 11(3), pp.497–512.
- Meeks, G. & Meeks, J.G., 1981. Profitability measures as indicators of post-merger efficiency. *The Journal of Industrial Economics*, 29(4), pp.335–344.
- Mester, L.J. & Berger, A., 2001. Explaining the dramatic changes in performance of U.S. banks: Technological Change, deregulation, and dynamic changes in competition. *SSRN Electronic Journal*.
- Mylonidis, N. & Kelnikola, I., 2005. Merging activity in the Greek Banking System: A Financial Accounting Perspective. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 3(1), pp.121-144.
- Oler, D.K., Harrison, J.S. & Allen, M.R., 2008. The danger of misinterpreting short-window event study findings in Strategic Management Research: An empirical illustration using horizontal acquisitions. *Strategic Organization*, 6(2), pp.151–184.
- Palepu, K.G., 1986. Predicting takeover targets. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), pp.3–35.
- Pasiouras, F., 2012. *Greek banking: From the pre-euro reforms to the financial crisis and beyond*, Palgrave Macmillan.
- Ravenscraft, D.J. & Scherer, F.M., 1989. The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), pp.101–116.
- Resti, A., 1998. Regulation can foster mergers, can mergers foster efficiency? the Italian case. *Journal of Economics and Business*, 50(2), pp.157–169.
- Rhoades, S.A., 1998. The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking & Finance*, 22(3), pp.273–291.
- Rompotis, G.G., 2015. Mergers and acquisitions: Types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. *AESTIMATIO*, 10, pp.32–65.
- Schoenberg, R., 2006. Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), pp.361–370.

- Scholes, M.S. & Wolfson, M.A., 1990. The effects of changes in tax laws on corporate reorganization activity. *The Journal of Business*, 63(S1), pp.141–164.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp.295–311.
- Tuch, C. & O'Sullivan, N., 2007. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), pp.141–170.
- Uysal, V.B., 2010. Deviation from the target capital structure and acquisition choices. *SSRN Electronic Journal*.
- Vennet, R.V., 1996. The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC Credit Institutions. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), pp.1531–1558.
- Wagenvoort, R.J. & Schure, P.H., 1999. A recursive thick frontier approach to estimating production efficiency. *Economic and Financial Report 1999/02*, EIB, pp.1–18.
- Wang, D. & Moini, H., 2012. Performance assessment of mergers and acquisitions: Evidence from Denmark. *E-Leader Berlin*, pp.1–15.
- Wheelock, D.C. & Wilson, P.W., 2004. Consolidation in US banking: Which banks engage in mergers? *Review of Financial Economics*, 13(1-2), pp.7–39.
- Zhang, H., 1995. Wealth effects of US bank takeovers. *Applied Financial Economics*, 5(5), pp.329–336.
- Zollo, M. & Meier, D., 2008. What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), pp.55–77.

---

## Ελληνική Βιβλιογραφία

---

Απόφαση Επιτροπής Ανταγωνισμού 67/II/1999 (ΦΕΚ 779/B/23.06.2000) – Ο προληπτικός έλεγχος της γνωστοποιηθείσας συγκέντρωσης επιχειρήσεων, που προκύπτει από τη μέσω χρηματιστηρίου μεταβίβαση του 51% του μ.κ. του πιστωτικού ιδρύματος ΙΟΝΙΚΗ ΚΑΙ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. στο πιστωτικό ίδρυμα ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ Α.Ε.

Γιοβάνης, Ν., Παντελίδης, Π., Κανακάρης, Σ. & Παζάρσκη, Μ., 2014. Αξιολόγηση Σ&Ε στην Ελλάδα: Μια Εμπειρική Διερεύνηση με Έμφαση στην Παραγωγικότητα της Εργασίας. *PRIME*, 7, σσ. 16-34.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 1999. Αυτόματες Ταμειολογιστικές Μηχανές (ATM's) μέχρι 31.12.1999

URL: <https://www.hba.gr/4Statistika/UpIPDFs/1/atm/ATM99.pdf>

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 1999. Πίνακες Μονάδων Τραπεζών που Λειτουργούν στην Ελλάδα (κατά περιοχή) 31.12.1999

URL: [https://www.hba.gr/4Statistika/UplPDFs/1/diktio\\_trapezon/banknet99.pdf](https://www.hba.gr/4Statistika/UplPDFs/1/diktio_trapezon/banknet99.pdf)

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013. *Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2011 και το 2012*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2017. *Στοιχεία Τεκμηρίωσης Σχετικά με τη Λειτουργία του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος. Ελληνική Ένωση Τραπεζών.*

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2018 & 2019. Διάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος: Συγκεντρωτικά στοιχεία τραπεζών-μελών και συνδεδεμένων μελών της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (Αριθμός Τραπεζών, Τραπεζικών Καταστημάτων, Προσωπικού και Α.Τ.Μ.), Στοιχεία έως 31/12/2018 & 31/12/2019

URL: <https://www.hba.gr/Statistics/List?type=GreeceBrief>

Θάνος, Γ., 1999. Διαρθρωτική Εξέλιξη και Λειτουργία του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, 1982-1995. *Επιθεώρηση Κοινωνικών Ερευνών*, 100, σσ. 33-63.

Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος, 1998. *Απολογισμός 1997*. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Ιονική & Λαϊκή Τράπεζα Ελλάδος, 1999. *Απολογισμός Χρήσεως 1998*. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Μουρμούρας, Ι., 2015. *Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών – Τόμος Α'*, 2<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα: Εκδόσεις Γερμανός.

Νόμος 2515/1997 (ΦΕΚ 154/Α/25.07.1997) - Άσκηση επαγγέλματος Λογιστή Φοροτεχνικού, λειτουργία Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών (Σ.Ο.Ε.) και άλλες διατάξεις.

Νόμος 3461/2006 (ΦΕΚ 106/Α/30.05.2006) - Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις.

Νόμος 4601/2019 (ΦΕΚ 44/Α/09.03.2019) - Εταιρικοί μετασχηματισμοί και εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου με τις διατάξεις της Οδηγίας 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 για την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων και λοιπές διατάξεις.

Παζάρσκης, Μ., Αλεξανδράκης, Α., & Μάντζαρης, Ι., 2010. Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης. *PRIME*, 3(1), σσ.67-82.

Παπαδάκης, Β., 2011. *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία Ασκήσεις-Μελέτες Περιπτώσεων*, 4<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου

Παπαδάκης, Β., 2016. *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Τόμος Α' – Θεωρία*, 7<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Τράπεζα Εργασίας, 1999. *Ισολογισμός της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 1998*. Ανάκτηση από Εθνικό Τυπογραφείο, Ιστοσελίδα: <http://www.et.gr/>

Τράπεζα Εργασίας, 2000. *Ισολογισμός της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 1999*. Ανάκτηση από Εθνικό Τυπογραφείο, Ιστοσελίδα: <http://www.et.gr/>

Τράπεζα της Ελλάδος, 2020. Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας – Ιούλιος 2020, Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος

Τράπεζα της Ελλάδος, 2021. Πίνακες Εποπτευόμενων Ιδρυμάτων - Ιανουάριος 2021  
URL: <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/epopteia/epopteyomena-idrymata>

Alpha Τράπεζα Πίστεως, 1998. Απολογισμός Χρήσεως 1997. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Alpha Τράπεζα Πίστεως, 1999. Απολογισμός Χρήσεως 1998. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Alpha Τράπεζα Πίστεως, 1999. Ενημερωτικό Δελτίο (Prospectus) για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Έκτακτη Γενική Συνέλευση της 30<sup>ης</sup> Απριλίου 1999. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Alpha Τράπεζα Πίστεως, 2000. Απολογισμός Χρήσεως 1999. Ανάκτηση από Ιστορικό Αρχείο Alpha Bank

Alpha Bank, 2001. Ισολογισμός της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2000. Ανάκτηση από Εθνικό Τυπογραφείο, Ιστοσελίδα: <http://www.et.gr/>

Alpha Bank, 2002. Ισολογισμός της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2001. Ανάκτηση από Εθνικό Τυπογραφείο, Ιστοσελίδα: <http://www.et.gr/>

Alpha Bank, 2003. Ισολογισμός της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2002. Ανάκτηση από Εθνικό Τυπογραφείο, Ιστοσελίδα: <http://www.et.gr/>

EFG Eurobank, 1999. Απολογισμός Χρήσεως 1998. Ανάκτηση από Ιστοσελίδα EFG Eurobank Ergasias,  
Ιστοσελίδα: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/enimerosi-ependuton>

EFG Eurobank, 2000. Ετήσιος Απολογισμός 1999. Ανάκτηση από Ιστοσελίδα EFG Eurobank Ergasias,  
Ιστοσελίδα: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/enimerosi-ependuton>

EFG Eurobank Ergasias, 2001. Ετήσιος Απολογισμός 2000. Ανάκτηση από Ιστοσελίδα EFG Eurobank Ergasias,  
Ιστοσελίδα: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/enimerosi-ependuton>

EFG Eurobank Ergasias, 2002. Ετήσιος Απολογισμός 2001. Ανάκτηση από Ιστοσελίδα EFG Eurobank Ergasias,  
Ιστοσελίδα: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/enimerosi-ependuton>

EFG Eurobank Ergasias, 2003. Ετήσιος Απολογισμός 2002. Ανάκτηση από Ιστοσελίδα EFG Eurobank Ergasias,  
Ιστοσελίδα: <https://www.eurobank.gr/el/omilos/enimerosi-ependuton>

Gibson, H.D. & Δεμέναγας, N.A., 2002. Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: Εμπειρική μελέτη για τη περίοδο 1993-1999, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, 19, σσ.7-21