

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
“Π.Μ.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ”

Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

Σαΐτη Ασπασία

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ :
Επίκουρος Καθηγητής κ. Ν. Τσαγκαράκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2005



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
2. Ο ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	6
3. ΛΟΓΟΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Σ & Ε	10
4. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΣΙΟ – ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ – Δ.Λ.Π.	17
4.1. <i>Νομοθετικό Πλαίσιο</i>	17
4.2. <i>Φορολογικά Κίνητρα</i>	22
4.3. <i>Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα</i>	25
5. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ	31
6. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	39
6.1. <i>Για τις ελληνικές τράπεζες</i>	40
6.2. <i>Επισκόπηση εμπειρικών αποτελεσμάτων διεθνούς βιβλιογραφίας</i>	43
7. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ :	
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΚΑΙ ΕΤΒΑ BANK	50
7.1. <i>Σύντομη Παρουσίαση Τράπεζας Πειραιώς</i>	50
7.2. <i>Σύντομη Παρουσίαση ΕΤΒΑ bank</i>	52
7.3. <i>Περιγραφή της Διαδικασίας Συγχώνευσης</i>	55
7.4. <i>Καθορισμός της σχέσης ανταλλαγής</i>	57
7.5. <i>Πλεονεκτήματα της Συγχώνευσης</i>	61
7.6. <i>Εκτίμηση Αποτελεσμάτων βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών</i>	64
7.6.1. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	69
7.6.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	71
7.6.3. ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ.....	77
7.6.4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	79
7.6.5. ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ	81
7.6.6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ	84
7.7. <i>Εξέλιξη της Τιμής της Μετοχής</i>	86
8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	90
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	93



1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Καθώς οι επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες αλλάζουν παγκοσμίως, τα πιστωτικά ιδρύματα καλούνται να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα, να αναδιαμορφώσουν την εταιρική τους στρατηγική και κυρίως να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες, ιδιαίτερα οι μεγάλου μεγέθους, αναζητούν διαρκώς και αναλύουν τρόπους με τους οποίους θα μεγιστοποιηθεί ο πλούτος των μετόχων, είτε αλλάζοντας τη σύνθεση των παγίων και των υποχρεώσεων τους είτε διαφοροποιώντας, εμπλουτίζοντας ή περιορίζοντας τις δραστηριότητές τους. Στα πλαίσια αναδιάρθρωσης και αναδιοργάνωσης των χαρτοφυλακίων των περιουσιακών τους στοιχείων, οι τράπεζες έχουν καθορίσει τους βασικούς μακροχρόνιους στόχους τους, μπορούν να υιοθετήσουν μια σειρά πράξεων και να εφαρμόσουν ένα πλήθος μέσων για την επίτευξή τους.

Οι πιο δημοφιλείς και ευρέως διαδεδομένες εταιρικές στρατηγικές επιλογές είναι αυτές που έχουν σχεδιαστεί για να επιτύχουν ανάπτυξη των κεφαλαίων, των κερδών των πωλήσεων, ή κάποιο συνδυασμό αυτών¹. Η λογική που διέπει τις στρατηγικές ανάπτυξης είναι ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούν σε ένα δυναμικό και εξελισσόμενο περιβάλλον και πρέπει να αναπτυχθούν για να επιβιώσουν. Βασικές κατηγορίες στρατηγικών ανάπτυξης είναι η κάθετη ολοκλήρωση, η οριζόντια ολοκλήρωση και η διαφοροποίηση δραστηριοτήτων (συσχετισμένη και ασυσχέτιστη) ενώ οι πιο σημαντικοί τρόποι υλοποίησης αυτών των στρατηγικών είναι οι εξαγορές, οι συγχωνεύσεις, η σύναψη στρατηγικών συμμαχιών και η δημιουργία εταιρειών συμμετοχών.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να διακριθούν ανάλογα με το είδος τους σε οριζόντιες, κάθετες και συμπληρωματικές ή μεικτές και ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησής τους σε φιλικές και επιθετικές / εχθρικές. Κάποιες ειδικές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι η εξαγορά με δανεισμό (leveraged buyout) κατά την οποία η χρηματοδότηση της εξαγοράς προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό από τραπεζικό δανεισμό, η εξαγορά επιχειρήσεων από τα διευθυντικά της στελέχη (management buyout) και η δημόσια προσφορά (tender offer). Οι προαναφερθείσες στρατηγικές και μία πληθώρα άλλων μορφών

¹ ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Μ. ΒΑΣΙΛΗΣ, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Τόμος Α΄ :Θεωρία», 4^η Έκδοση Εκδόσεις Ε. ΜΠΕΝΟΥ, Αθήνα 2002



χρηματοοικονομικής αναδιοργάνωσης λ.χ. οι αποεπενδύσεις (divestitures), οι αποσχίσεις (spin-offs) και οι αποσχίσεις με δημόσια εγγραφή (carve-outs) , οι ιδιωτικοποιήσεις (privatizations), οι συνεργασίες ιδιωτικών κεφαλαίων (private equity partnerships) συνιστούν τρόπους μεταβολής του ελέγχου μιας επιχείρησης δηλαδή μεταβίβαση της δύναμης λήψης επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων. Επιπρόσθετα, η ύπαρξή τους και η εξέλιξή τους δείχνουν ότι η χρηματοοικονομική αναδιοργάνωση μεταβάλλεται και εξαρτάται από το οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον που έχουμε να αντιμετωπίσουμε².

Στις αγγλοσαξονικές χώρες (όπως ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο) οι εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν μία ιστορία 100 και πλέον ετών στην πρώτη χώρα και περίπου 50 ετών στη δεύτερη, αποτελώντας ένα βασικό μηχανισμό της ελεύθερης αγοράς όσον αφορά στην κατανομή και αναδιάρθρωση κεφαλαιακών και ανθρώπινων πόρων³. Ξεκινώντας λοιπόν, από την Αμερική τη δεκαετία του '80, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές τραπεζικών οργανισμών, εξαπλώθηκαν γρήγορα ανά την υφήλιο, ως αποτέλεσμα αποφασιστικών εξελίξεων στους τομείς της οικονομίας, της πολιτικής και της τεχνολογίας. Μάλιστα αξίζει να σημειωθεί ότι το 53% των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα την περίοδο 1990-2001 έγιναν μεταξύ τραπεζών. Σε μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας που πραγματοποιήθηκε το 2000 αναφέρεται ότι την περίοδο 1995-2000 πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη 2.153 συγχωνεύσεις και εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων. Η φιλελευθεροποίηση και η παγκοσμιοποίηση των αγορών, οι θετικές συγκυρίες σε όλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και η επακόλουθη αύξηση της ρευστότητας ενέτειναν ιδιαίτερως τις πιέσεις για να ανταγωνισθούν στο διεθνές σκηνικό.

Η Ελλάδα άρχισε να δραστηριοποιείται δυναμικά στο χώρο των εξαγορών - συγχωνεύσεων την περίοδο 1998-1999 και οι αλλαγές που επήλθαν στο τραπεζικό τοπίο ήταν ριζικές. Σε αυτό συνέβαλε η ψήφιση ενός προεδρικού διατάγματος το 1999 το οποίο κάλυψε εν μέρει την ανυπαρξία θεσμικού πλαισίου αλλά και η αξιοσημείωτη ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς που οδήγησε πολλές επιχειρήσεις σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Ανάμεσα στους κλάδους που πρωτοστάτησαν από το 1999 μέχρι και το 2003 ήταν και των τραπεζών και λοιπών

² Διαφάνειες Μαθήματος «Χρηματοοικονομική II» Καθηγητή Τσαγκαράκη Νικόλαου

³ ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ, «Οι συνέπειες από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις εισηγμένων», Εφημερίδα ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 04-10-2003



χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Στο σημείο αυτό, εύλογα θα μπορούσε να αναρωτηθεί κάποιος για τους λόγους που ο αριθμός των συγχωνεύσεων και των εξαγορών παρουσιάζει διαχρονικά έντονες διακυμάνσεις⁴.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, αποτελούν έναν από τους πιο ενδιαφέροντες χώρους της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Οι επιχειρηματικές αυτές κινήσεις, λόγω:

- ✓ του μεγέθους των κεφαλαίων που απαιτούν,
- ✓ της ανάληψης πιστωτικών και επιχειρηματικών κινδύνων,
- ✓ των τεράστιων μεγεθών των μεταβιβαζομένων κεφαλαίων
- ✓ του μεγέθους των συνεργιών και της αύξηση της κεφαλαιακής βάσης που επιφέρουν και
- ✓ της εξάρτησης της έκβασής τους από πολλούς παράγοντες, μεταξύ των οποίων ενδεικτικά αναφέρονται οι συνθήκες της οικονομίας και της αγοράς, η εν γένει οικονομική κατάσταση των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, η διοίκησή τους, η νομική τους μορφή,

αποκτούν τεράστιο ενδιαφέρον για πολλές ομάδες (stakeholder groups) όπως οι μέτοχοι, οι πελάτες, οι εργαζόμενοι στις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις αλλά και οι ανταγωνιστές, οι κυβερνητικοί φορείς, οι προμηθευτές.

Καθώς, ο αριθμός και το βάθος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών εξακολουθεί να βιώνει σημαντική αύξηση, οι επιχειρησιακοί συνδυασμοί στην παγκόσμια οικονομική κοινότητα τείνουν να γίνονται ανεξάντλητοι ενώ παράλληλα, χαρακτηρίζονται από μια ιδιαίτερη πολυπλοκότητα. Κατ' επέκταση, το ενδιαφέρον των ερευνητών εστιάζεται στα αποτελέσματα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, τα οποία δεν είναι πάντοτε ευδιάκριτα, καθώς και στις πηγές αποτελεσματικότητάς τους. Η ακαδημαϊκή έρευνα αντιμετωπίζει λοιπόν την πρόκληση να μελετά από κάθε πλευρά, χρηματοοικονομική, λογιστική, φορολογική, νομική, κοινωνική, πολιτική, όλες τις περιπτώσεις των εξαγορών και των συγχωνεύσεων που έχουν λάβει χώρα και να εξάγει συμπεράσματα για τους πραγματικούς λόγους που οδηγούν μια εταιρεία στην εξαγορά ή τη συγχώνευσή της από μια άλλη εταιρεία ως λύση ανάγκης όταν αντιμετωπίζει προβλήματα επιβίωσης, ή τους λόγους που οικονομικά εύρωστες εταιρείες αναζητούν άλλες επιχειρήσεις για να προχωρήσουν σε κοινοπραξίες, συγχωνεύσεις ή εξαγορές.

⁴ BREALY A. RICHARD, MYERS C. STEWART, "Principles of Corporate Finance", 7th Edition, 2003, McGraw-Hill Higher Education, p.p. 929-930



Επίσης, οι αναλυτές μελετούν τις ιδιαιτερότητες και τα αποτελέσματα που χαρακτηρίζουν τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις (cross-border mergers), αφού αυτές οι κινήσεις συχνά πυροδοτούν ένα είδος προστατευτισμού και εθνικισμού μεταξύ ορισμένων πολιτικών και κεντρικών τραπεζιτών, οι οποίοι φοβούνται μήπως έχει έλθει το τέλος μιας εποχής, όπου κάθε έθνος έστω στην Ευρώπη υπερηφανευόταν για την ισχύ του εγχώριου τραπεζικού κλάδου⁵. Το 2004 η εντυπωσιακή διασυνοριακή εξαγορά της βρετανικής τραπεζής Abbey National από την ισπανική τράπεζα Banco Santander έναντι 12,5 δισεκατομμυρίων Ευρώ προκάλεσε ένα κύμα προσδοκιών για την επανεμφάνιση μεγάλων διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Η διάρθρωση της παρούσας εργασίας είναι η ακόλουθη: μέσα από μια σύντομη επισκόπηση του χρηματοπιστωτικού τομέα στην ελληνική και παγκόσμια κοινότητα (Κεφάλαιο 2) διαφαίνεται η ανάγκη για την υλοποίηση αυτού του τύπου επιχειρηματικών κινήσεων. Στη συνέχεια, παρατίθενται (Κεφάλαιο 3) οι επιμέρους αιτίες πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων όπως διατυπώνονται από διάφορες σχολές σκέψης και θεωρίες. Ακολουθεί (Κεφάλαιο 4) μία προσέγγιση των συγχωνεύσεων από άποψη νομική, λογιστική και φορολογική, ενώ στην επόμενη ενότητα τίθεται (Κεφάλαιο 5) το θέμα της δημιουργίας συγκέντρωσης ως αποτέλεσμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων και αναφέρονται συνοπτικά οι ισχύουσες διατάξεις της Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού. Επιπλέον, παρατίθεται (Κεφάλαιο 6) μια περίληψη της βιβλιογραφίας και της αρθρογραφίας που χρησιμοποιήθηκε και στην οποία κατά κύριο λόγο, σχολιάζονται τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει από την έως τώρα διερεύνηση των αποτελεσμάτων των συγχωνεύσεων. Στη συνέχεια, μελετάται (Κεφάλαιο 7) η περίπτωση της απορρόφησης της ETBA bank από την Τράπεζα Πειραιώς μέσα από την παρουσίαση των δύο πιστωτικών ιδρυμάτων και της διαδικασίας που ακολουθήθηκε. Στην ίδια ενότητα, υπολογίζονται και συγκρίνονται βασικοί χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες και κατ' αυτό τον τρόπο, διαγράφεται η χρηματοοικονομική κατάσταση της Τράπεζας Πειραιώς την περίοδο 1996-2004, κατά την οποία διαδραμάτισε πρωταγωνιστικό ρόλο στις εξαγορές και συγχωνεύσεις στον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Έτσι, επαληθεύεται αν τελικά επιτεύχθηκαν οι στόχοι της συγχώνευσης όχι μόνο με την ETBA bank αλλά και των προηγούμενων συγχωνεύσεων. Καταληκτικά (Κεφάλαιο 8), συνοψίζονται τα κυριότερα συμπεράσματα.

⁵ Εφημερίδα ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 12-02-2005 (Απόσπασμα από THE WALL STREET JOURNAL EUROPE)



2. Ο ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Είναι κοινός τόπος ότι κατά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες η οικονομία της Ελλάδας γενικότερα και το τραπεζικό σύστημα ειδικότερα λειτουργούν σε ένα περιβάλλον μακροοικονομικών επιδόσεων χωρίς προηγούμενο. Η εγχώρια τραπεζική αγορά εμφανίζει πλέον τις κύριες τάσεις της αρχιτεκτονικής του διεθνούς χρηματοοικονομικού τοπίου όσον αφορά στις συνθήκες του ανταγωνισμού και καταβάλλει μια συνεχή προσπάθεια αναμόρφωσης των υποδομών κατά τα πρότυπα των ξένων τραπεζών. Προκειμένου οι ελληνικές τράπεζες να επιβιώσουν με επιτυχία σε συνθήκες αυξημένου ανταγωνισμού, δημιουργούν δομές λειτουργίας και αναπτύσσουν δραστηριότητες και προϊόντα ανάλογα αυτών που αναπτύσσουν οι τράπεζες στις χώρες όχι μόνο στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Αμερική αλλά και σε ολόκληρο τον κόσμο.

Τα τελευταία έτη, εξαιτίας αυτής της προσπάθειας βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς τους, οι ελληνικές τράπεζες βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση έναντι των ευρωπαϊκών ανταγωνιστριών τους⁶. Οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, η μικρότερη έκθεση των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων σε δάνεια και καθώς και η ικανοποιητική κεφαλαιακή τους επάρκεια, είναι οι βασικοί παράγοντες που καθιστούν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα λιγότερο ευάλωτο στην οικονομική συγκυρία που επηρεάζει αρνητικά μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες όπως για παράδειγμα στη Γερμανία και στην Ιταλία. Χαρακτηριστικά σημειώνεται ότι όταν η UBS Warburg (2002) προχώρησε σε δυσμενή αναθεώρηση των προβλέψεων για την κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών και των τιμών των μετοχών τους, πολλές από τις βασικές αιτίες στις οποίες αποδιδόταν η μείωση της κερδοφορίας των ευρωπαϊκών τραπεζών δεν ήταν εξίσου βαρυσήμαντες για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Σε έκθεσή του ο οίκος Fitch (Μάιος 2005) αναφέρει ότι η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος έχει οδηγήσει σε σημαντική βελτίωση των προσδοκιών κερδοφορίας για τις ελληνικές τράπεζες. «Η επέκταση στην καταναλωτική και στεγαστική πίστη είναι ισχυρή και σε συνδυασμό με υψηλά περιθώρια επέτρεψαν στις ελληνικές τράπεζες την επίτευξη ισχυρών αποτελεσμάτων», επισημαίνει ο

⁶ Εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ, 20-10-2002



διεθνής οίκος. Τονίζει επίσης ότι υπάρχει χώρος για βελτίωση στον τομέα του κόστους και ότι παρά την επέκταση, το χαρτοφυλάκιο των χορηγήσεων δεν έχει δοκιμαστεί σε περιβάλλον οικονομικής συρρίκνωσης. Ωστόσο, η ταχεία επέκταση των χορηγήσεων έχει αυξήσει την ανάγκη για αποτελεσματικότερη διαχείριση των πιστωτικών κινδύνων.

Επιπλέον, στις ημέρες μας οι σχετικά υψηλοί δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας προσφέρουν ασφάλεια στην τράπεζα και αποτελούν σχετικό πλεονέκτημα. Έτσι, οι υψηλοί δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας για το σύνολο των ελληνικών τραπεζών παρέχουν τη δυνατότητα στις τράπεζες να ακολουθούν τη στρατηγική τους ανάπτυξη ακόμη και στην περίπτωση οικονομικής ύφεσης. Βεβαίως, το ζητούμενο είναι η κεφαλαιακή επάρκεια να συνδυάζεται και με ικανοποιητική αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

Τα τελευταία χρόνια τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, ακολουθώντας τις διεθνείς εξελίξεις με μία σχετική χρονική υστέρηση, εισήλθαν με τη σειρά τους στη φάση των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η οποία οδήγησε σε σημαντική αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου, διαμορφώνοντας νέες ισορροπίες στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά. Έτσι σε συνδυασμό με:

- ▶ την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και την σημαντική απώλεια εσόδων που αυτή συνεπαγόταν χωρίς την ανάλογη περικοπή των δαπανών,
- ▶ την ιδιωτικοποίηση τραπεζών που ελέγχονταν από το δημόσιο,
- ▶ την πρόοδο της τεχνολογίας και την ανάπτυξη νέων συστημάτων πληροφορικής,

η περίοδος μετά το 1998 χαρακτηρίζεται από συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα, με τις τράπεζες να επιδιώκουν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους, να επεκτείνουν την κλίμακα της λειτουργίας τους και να διευρύνουν το φάσμα των υπηρεσιών που προσφέρουν αλλά και να αντιμετωπίσουν τον πιθανό ανταγωνισμό εκ μέρους των ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων. Το φαινόμενο βέβαια έλαβε μικρότερες διαστάσεις στην Ελλάδα συγκριτικά με τις λοιπές χώρες της Ε.Ε. και την Αμερική. Πιο συγκεκριμένα την περίοδο 1998-2001, εξαγοράστηκαν 14 τράπεζες, 6 από τις οποίες ήταν υπό κρατικό έλεγχο. Παρ' ότι ο αριθμός φαίνεται μικρός σε απόλυτα μεγέθη, είναι αρκετά σημαντικός αν αναλογιστεί κανείς το σχετικά μικρό αριθμό τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα. Παρ' όλα αυτά το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά από το αντίστοιχο των πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν στην Ευρώπη ή σε άλλες οικονομικά προηγμένες χώρες. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι με βάση το σύνολο του



ενεργητικού στο τέλος του 2002, καμία ελληνική τράπεζα δεν συμπεριλαμβανόταν στις 100 μεγαλύτερες του κόσμου και μόνο δύο συμπεριλαμβάνονταν στις 100 μεγαλύτερες ευρωπαϊκές (Έκθεση Διοικητή Τράπεζας Ελλάδος, 2003).

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μετά το 2001 ήταν σχετικά περιορισμένες σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια. Σε αυτό συνέβαλλαν ενδεχομένως οι διεθνείς συγκυρίες και το δυσμενές οικονομικό κλίμα αλλά και οι προσπάθειες των τραπεζικών ομίλων για ουσιαστική συγχώνευση των λειτουργιών των συγχωνευμένων ιδρυμάτων. Ωστόσο, η περαιτέρω ενοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν μπορεί να αποκλειστεί.

Στα πλαίσια αυτά, οι ελληνικές τράπεζες συγκεντρώνουν το ενδιαφέρον των ξένων θεσμικών επενδυτών λόγω των υψηλών περιθωρίων ανάπτυξης που εμφανίζει η εγχώρια τραπεζική αγορά και την ισχυρή παρουσία τους στις δυναμικά αναπτυσσόμενες βαλκανικές χώρες⁷. Τα σενάρια που έχουν αναπτυχθεί για επικείμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις βασίζονται κυρίως στο ότι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες αλλά και επιχειρήσεις εμφανίζονται με υψηλή ρευστότητα. Η μετοχική συνεργασία μεταξύ ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζών διευκολύνεται τώρα σε σχέση με το παρελθόν από τις θεσμικές μεταβολές που βρίσκονται σε εξέλιξη, όπως η επίλυση του Ασφαλιστικού, η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και οι αλλαγές που προωθούνται σε εργασιακά ζητήματα και οι οποίες θα δώσουν μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την ελληνική αγορά εμφανίζουν οι γαλλικές τράπεζες, για τις οποίες η είσοδος στην περιοχή της Νοτιανατολικής Ευρώπης αποτελεί στρατηγική επιλογή. Μετά τη SOCIETE GENERALE, η οποία εξαγόρασε τη Γενική Τράπεζα και επενδύει στην ελληνική αγορά με στόχο τη διεύρυνση του δικτύου της σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη, και την CREDIT AGRICOLE, που κατέχει το 11% της Εμπορικής και θα έχει τον πρώτο λόγο όταν το Δημόσιο πωλήσει τις μετοχές της τράπεζας που κατέχει, ενδιαφέρον εκδηλώνει και η BNP που στο παρελθόν είχε βρεθεί πολύ κοντά σε συμφωνία με την Alpha Bank. Ωστόσο, ο αντιπρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Λουκάς Παπαδήμος, εκτιμάει ότι υπάρχουν σημαντικά εμπόδια στην Ευρώπη για την πραγματοποίηση διασυννοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών με αποτέλεσμα να μη σημειώνεται πρόοδος στη δημιουργία πανευρωπαϊκών τραπεζών

⁷ Εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ, 10-04-2005



και να μην αποκομίζονται οι ωφέλειες που θα προέκυπταν από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας στην οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι μετά το 2003, οι τράπεζες αναπροσαρμόζουν τη στρατηγική τους σχετικά με τις συμμετοχές που διατηρούν, είτε στον χρηματοπιστωτικό κλάδο είτε σε άλλους τομείς δραστηριότητας, και απορροφούν τους χρηματιστηριακούς και επενδυτικούς βραχίονές τους, αλλά και ιδιωτικές χρηματιστηριακές οι οποίες είχαν ήδη απορροφήσει μικρότερους ανταγωνιστές και ΑΕΛΔΕ. Τα τραπεζικά στελέχη, βλέποντας ότι υπήρχε κίνδυνος να καταγράψουν ζημιές στους ισολογισμούς τους, επέλεξαν να απορροφήσουν ορισμένες θυγατρικές, πετυχαίνοντας με μία κίνηση να εξαλείψουν τον κίνδυνο ζημιών από συμμετοχές, να ενισχύσουν τα ίδια κεφάλαιά τους, να χρηματοδοτήσουν την πιστωτική τους επέκταση και κυρίως να καρπωθούν τα φορολογικά οφέλη της συγχώνευσης^{8,9}. Το μεγάλο «απόθεμα» θυγατρικών εταιρειών που έχουν οι τραπεζικοί όμιλοι αναζητεί αξιοποίηση και για άλλο ένα σοβαρό λόγο. Η κακή πορεία του Χρηματιστηρίου έχει πιέσει τις τρέχουσες αποτιμήσεις των εισηγμένων θυγατρικών, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις έχουν υποχωρήσει κάτω από τη μέση τιμή κτήσης, με αποτέλεσμα να είναι υποχρεωμένες οι τράπεζες να εγγράψουν ζημιές στους ισολογισμούς τους. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλές τράπεζες δεν έχουν διατηρήσει τις ιστορικές τιμές κτήσης για τις θυγατρικές τους, που ήταν χαμηλές, αλλά έχουν προχωρήσει σε «γυρίσματα» για να καρπωθούν υπεραξίες. Έτσι, οι τρέχουσες αποτιμήσεις συγκρίνονται πλέον με την τελευταία τιμή κτήσης, που είναι η μέση τιμή της μετοχής τον Δεκέμβριο του 2003, η οποία σε πολλές μετοχές θυγατρικών είναι σημαντικά υψηλότερη από την τρέχουσα.

⁸ Εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ, 14-11-2004

⁹ Πρέπει να σημειωθεί ότι ο νόμος απαγορεύει τη συγχώνευση των ασφαλιστικών εταιρειών αλλά και των εταιρειών χρηματοδοτικής μίσθωσης ενώ αντιθέτως, επιτρέπει τη συγχώνευση εταιρειών αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας



3. ΛΟΓΟΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Σ & Ε

Υπάρχει μια πληθώρα θεωριών που διαπραγματεύονται το γιατί πραγματοποιείται μία συγχώνευση ή εξαγορά. Η ανάλυση των θεωριών αυτών είναι κριτικής σημασίας καθώς καταδεικνύουν τις αιτίες που αυτές οι στρατηγικές κινήσεις καταλήγουν σε θετικά αποτελέσματα. Επιπρόσθετα, το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών είναι ιδιαίτερο, καθώς αυστηρές νομοθετικές ρυθμίσεις μπορούν να καθορίσουν τα κίνητρα για τη συγχώνευση δύο πιστωτικών ιδρυμάτων επηρεάζοντας τις πιθανές οικονομίες κλίμακας ή προσδιορίζοντας τον αριθμό των εταιρειών που εκδηλώνουν ενδιαφέρον για την εξαγορά μίας τράπεζας. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι τα κέρδη από μία συγχώνευση είναι πιθανότερο να οφείλονται σε περισσότερους από ένα μοναδικό παράγοντα¹⁰. π.χ. η εξάλειψη της αναποτελεσματικότητας του management της απορροφούμενης επιχείρησης και οι συνέργιες που προκύπτουν από το συνδυασμό δύο ή περισσότερων ανεξάρτητων διοικητικών μονάδων των δύο επιχειρήσεων¹⁰.

Οι διάφορες θεωρίες, λοιπόν που έχουν διατυπωθεί για να εξηγήσουν τα κίνητρα εμπλοκής μίας επιχείρησης σε μία συγχώνευση διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

1. σε αυτές που οι διοικούντες των εταιρειών έχουν στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μέσω της αύξησης της κερδοφορίας της εταιρείας και
2. σε αυτές που οι διοικούντες των εταιρειών έχουν στόχο τη μεγιστοποίηση του μεγέθους της εταιρείας μέσω της αύξησης των πωλήσεων, των στοιχείων του ενεργητικού ή της διασποράς κινδύνου. Σε αυτή την περίπτωση, τα στελέχη της επιχείρησης και όχι οι μέτοχοι, είναι αυτοί που μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους καθώς ικανοποιούν προσωπικές τους φιλοδοξίες και συμφέροντα διοικώντας μία μεγάλη εταιρεία ή ακόμη και έναν όμιλο εταιρειών.

Μερικές από τις θεωρίες που συγκαταλέγονται στην πρώτη κατηγορία είναι οι ακόλουθες:

➤ Θεωρία των συνεργιών

Η δημιουργία συνεργιών είναι ο βασικός λόγος που προτάσσουν όλες οι επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης, αφού μπορούν να επιτευχθούν τόσο σε λειτουργικό επίπεδο όσο και σε διοικητικό αλλά και σε χρηματοοικονομικό.

¹⁰ HAWAWINI A. GABRIEL, SWARY ITZHAK, "Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry, Evidence from the Capital Markets", Elsevier Science Publishers B.V., 1990



Οι *λειτουργικές συνέργιες* που επιτυγχάνονται στις οριζόντιες και στις κάθετες συγχωνεύσεις αφορούν στις οικονομίες κλίμακας και φάσματος που προκύπτουν. Ο επιμερισμός του συνολικού κόστους λειτουργίας μίας επιχείρησης, ιδίως του σταθερού, σε μεγαλύτερα επίπεδα παραγωγής, η χρησιμοποίηση ανεκμετάλλευτης δυναμικότητας, ο ευκολότερος συντονισμός διαφορετικών δραστηριοτήτων (σταυροειδείς πωλήσεις διαφόρων χρηματοοικονομικών προϊόντων) και ο αποδοτικός συνδυασμός συμπληρωματικών συντελεστών παραγωγής, η μεγαλύτερη διαπραγματευτική ικανότητα με την προσθήκη π.χ. δικτύων διανομής, συντείνουν στο σχεδιασμό και στην υλοποίηση βελτιωμένων αλλά και εξειδικευμένων προϊόντων και υπηρεσιών.

Αξίζει να αναφερθεί ότι για τις τράπεζες που σχεδιάζουν να συγχωνευθούν, η ιδέα ενοποίησης περίπλοκων ηλεκτρονικών συστημάτων θεωρείτο κάποτε ανασταλτικός παράγοντας για την επίτευξη συμφωνίας¹¹. Τώρα, όμως αποτελεί την κινητήρια δύναμη. Στην προσφορά που έκανε η ισπανική τράπεζα Banco Santander Central Hispano SA για την εξαγορά της βρετανικής Abbey National παρουσιάζει τα σχέδιά της να μειώσει ετησίως τις δαπάνες κατά 450 εκατ. δολάρια ή περίπου 18% επί του συνολικού κόστους της Abbey. Η στρατηγική της ήταν να αντικαταστήσει το μεγαλύτερο μέρος της τεχνολογίας της Abbey με τη δική της, μια πιο μοντέρνα προσέγγιση που θα της επέτρεπε να μειώσει το προσωπικό τεχνολογικής υποστήριξης της Abbey περίπου κατά 3.000 άτομα. Η προτεινόμενη συμφωνία υπογραμμίζει τον αυξανόμενο ρόλο που διαδραματίζει η τεχνολογία στο να καθοδηγεί τις τραπεζικές συγχωνεύσεις σε ολόκληρο τον κόσμο. Μαθαίνοντας από τα λάθη του παρελθόντος, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να ενοποιούν τα τεχνολογικά συστήματά τους πιο γρήγορα και με ελάχιστη αναστάτωση για τους καταναλωτές.

Στο σημείο αυτό πρέπει βέβαια να αναφερθεί ότι όλες οι πρόσφατες εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι οικονομίες κλίμακας επιτυγχάνονται κυρίως στις περιπτώσεις συγχωνεύσεων επιχειρήσεων με σχετικά μικρά επίπεδα παραγωγής και μπορούν να συνεχίζουν να υφίστανται και για μεγαλύτερα μεγέθη τραπεζών. Τα οφέλη όμως από την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας παύουν να υπάρχουν όταν η τράπεζα υπερβεί ένα ορισμένο μέγεθος, οπότε αρχίζουν να

¹¹ Εφημερίδα NAYΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 01-09-2004 (Απόσπασμα από THE WALL STREET JOURNAL EUROPE)



εμφανίζονται αρνητικές οικονομίες κλίμακας λόγω των προβλημάτων που συνήθως ανακύπτουν στη διοίκηση μεγάλων οργανισμών.

Οι *διοικητικές συνέργιες*, αν και είναι δύσκολο να απομονωθούν, έχουν ιδιαίτερη ισχύ στις περιπτώσεις εξαγοράς μίας μικρής αλλά δυναμικά αναπτυσσόμενης επιχείρησης, αφού τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα θα συνδυαστούν με την τεχνογνωσία και την εμπειρία των διοικητικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης.

Οι *χρηματοοικονομικές συνέργιες* που προκύπτουν από μία εξαγορά ή συγχώνευση γίνονται αντιληπτές στο μειωμένο μέσο κόστος κεφαλαίου της νέας επιχείρησης, δηλαδή στη δυνατότητα άντλησης μεγαλύτερων χρηματικών κεφαλαίων με χαμηλότερο κόστος δανεισμού (χαμηλότερο επιτόκιο, νομικά έξοδα, κόστος έκδοσης κ.ά.), στην αξιοποίηση επενδυτικών ευκαιριών με τη χρησιμοποίηση εσωτερικών κεφαλαίων που πλεονάζουν (η εξαγορά μίας επιχείρησης μπορεί να είναι η καλύτερη χρήση των κεφαλαίων μίας επιχείρησης που ανήκει σε ανεπτυγμένο κλάδο με λίγες επενδύσεις με θετική καθαρά παρούσα αξία) αλλά και στη μείωση της μεταβλητότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών, σε περίπτωση που αυτές δεν συσχετίζονται θετικά, και κατ' επέκταση στη μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας της ενιαίας επιχείρησης. Επιπλέον, πρόσθετα φορολογικά οφέλη μπορούν να προκύψουν από τους υψηλότερους τόκους, τις αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές ή την αναπροσαρμογή των αποσβέσεων.

➤ **Θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης**

Σε μία αγορά που είναι αποτελεσματική στην «ημι-ισχυρή» μορφή της, δηλαδή οι αγοραίες τιμές προσαρμόζονται άμεσα σε όλες τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες, αλλά είναι αναποτελεσματική στην «ισχυρή» μορφή της, δηλαδή οι αγοραίες τιμές δεν μπορούν να απεικονίζουν και τις ιδιωτικές (εσωτερικές) πληροφορίες, μία εταιρεία εκδηλώνει ενδιαφέρον για την εξαγορά μίας επιχείρησης, την αξία της οποίας θεωρεί υποτιμημένη, σύμφωνα με κάποιες προνομιακές πληροφορίες που διαθέτει. Σε αυτή την περίπτωση, όταν ανακοινώνεται η πρόθεση εξαγοράς, η τιμή της μετοχής της επιχείρησης-στόχου αυξάνει άμεσα αντανακλώντας την πληροφόρηση που αποκαλύφθηκε, ενώ η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την ανακοίνωση.

Εάν η συγχώνευση ακυρωθεί, η νέα τιμή της επιχείρησης-στόχου θα πρέπει να παραμείνει στα ίδια επίπεδα αφού η ακύρωση της συγχώνευσης δεν τροποποιεί το



γεγονός ότι αυτή είναι υποτιμημένη. Εάν όμως η τιμή της επιχείρησης-στόχου επανέλθει στα αρχικά επίπεδα, αυτό είναι μία ένδειξη της πεποίθησης της αγοράς ότι η συγχώνευση πρέπει να ολοκληρωθεί προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης μέσω των συνεργιών που θα προκύψουν.

Αν και η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν μπορεί να ελεγχθεί άμεσα, οι Dodd και Ruback (1977), ο Bradley (1980) και ο Firth (1980) υποστήριξαν τη θεωρία αυτή αναφέροντας μία μόνιμη υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών της εταιρείας που έχει δεχτεί πρόταση εξαγοράς, ακόμα και στην περίπτωση που αυτή ήταν ανεπιτυχής. Οι Bradley, Desai και Kim (1983) έδειξαν ότι στην περίπτωση μίας αρχικής ανεπιτυχούς προσφοράς εξαγοράς, οι επιχειρήσεις-στόχοι εξακολουθούν να έχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις γιατί αργότερα έπεται μία επιτυχής πρόταση εξαγοράς. Εάν αυτό δεν συμβεί στα πέντε προσεχή έτη, τότε η αρχική αύξηση της τιμής αντιστρέφεται εντελώς.

Επιπλέον, πρέπει να αναφερθεί ότι άτομα (μέτοχοι με ποσοστά επιρροής και στελέχη) στην επιχείρηση-στόχο που κατέχουν πληροφορίες ότι η επιχείρησή τους είναι αντικείμενο εξαγοράς μπορούν, πριν την ανακοίνωση, να κερδοσκοπήσουν είτε αγοράζοντας μετοχές της εταιρείας τους είτε συμβάλλοντας στην καθυστέρηση κάποιων προγραμματισμένων πωλήσεων μετοχών. Καθώς η πρώτη στρατηγική μπορεί να επιφέρει νομικές κυρώσεις στους λεγόμενους «insiders», οι Madison, Roth και Saporoschenko (2004)¹² επιβεβαιώνουν ότι τους δύο τελευταίους μήνες πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης, οι μέτοχοι και τα στελέχη της τράπεζας-στόχου μειώνουν σημαντικά όχι μόνο τις αγορές, αλλά και τις πωλήσεις μετοχών της τράπεζάς τους.

⇒ Θεωρία της αντικατάστασης μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης

Η θεωρία αυτή προτείνει ότι η εξαγορά μίας επιχείρησης με αναποτελεσματική διοίκηση και στη συνέχεια, ο εκτοπισμός αυτής μπορεί να συμβάλλει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς της, μέσω της αναδιοργάνωσής της από τους νέους ιδιοκτήτες. Σύμφωνα με τους Jensen και Ruback (1983), η θεωρία αυτή δεν πρέπει να συγχέεται με τις διοικητικές συνέργιες που προκύπτουν από το συνδυασμό των διοικητικών ομάδων δύο επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, η ισχύς αυτού του κινήτρου για τη συγχώνευση δύο επιχειρήσεων αμφισβητείται από διάφορες μελέτες.

¹² MADISON TOM, ROTH GREG, SAPOROSCHENKO ANDY, “Bank Mergers and Insider Nontrading”, The Financial Review 39 (2004) p.p. 223-224.



Σύμφωνα με τους Martin και McConnell (1991), ο διευθύνων σύμβουλος μιας επιχείρησης-στόχου είναι τέσσερις φορές πιο πιθανό να αντικατασταθεί τη χρονιά μετά την εξαγορά, παρά τα προηγούμενα έτη, ενώ τα αποτελέσματα της μελέτης των Hannan και Rhoades (1987) σε 1046 τράπεζες στο Texas κατά τη διάρκεια του 1970, από τις οποίες οι 201 εξαγοράστηκαν κατά την περίοδο 1970-1982, δεν υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις με κακή διοίκηση ήταν περισσότερο πιθανό να αποτελέσουν αντικείμενο εξαγοράς.

⇒ **Θεωρία της αύξησης της δύναμης στην αγορά**

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η συγχώνευση δύο τραπεζών (οριζόντια συγχώνευση) έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση του αριθμού των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων στον κλάδο, τον περιορισμό του κόστους παρακολούθησης των κινήσεων αυτών που απέμειναν, την αύξηση της τιμής κάποιων προϊόντων και υπηρεσιών και την αύξηση των εμποδίων εισόδου στην αγορά. Η θεωρία αυτή μπορεί να ελεγχθεί σύμφωνα με τους Eckbo (1983) και Stillman (1983) μελετώντας την αντίδραση στην τιμή των μετοχών άλλων επιχειρήσεων όταν δύο ανταγωνιστικές επιχειρήσεις ανακοινώνουν την πρόθεσή τους να συγχωνευθούν. Σε αυτή την περίπτωση, διαπιστώνουν ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής όχι μόνο των συγχωνευθέντων εταιρειών, αλλά και των λοιπών επιχειρήσεων που ανταγωνίζονται.

Μερικές από τις θεωρίες που συγκαταλέγονται στη δεύτερη κατηγορία είναι οι ακόλουθες:

⇒ **Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης**

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση και η διασπορά της ιδιοκτησίας σε ξεχωριστές επιχειρήσεις, είναι τα κύρια χαρακτηριστικά του σύγχρονου εταιρικού συστήματος τα οποία έχουν οδηγήσει σε σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη πολυμετοχικών επιχειρήσεων¹³. Η σύγκρουση αυτή εμφανίζεται εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών, όταν αυτοί κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό μετοχών και δεδομένου ότι η αμοιβή τους βασίζεται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης. Έτσι, το πρόβλημα παίρνει τη μορφή της ανάλωσης εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά, της απόρριψης κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων που αυξάνουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης και συνεπώς επηρεάζουν αρνητικά τις αμοιβές τους, της έμφασης σε

¹³ ΤΡΑΥΛΟΣ Γ. «Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές», Ιανουάριος 2001



βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων καθώς και της μη ορθολογικής χρήσης των πλεονασματικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τους Jensen και Ruback (1983), ένας από τους μηχανισμούς εναρμόνισης αντιτιθέμενων συμφερόντων είναι η αγορά επιχειρηματικού ελέγχου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Σε αυτή την περίπτωση, τα διοικητικά στελέχη της εξαγοράζουσας επιχείρησης μπορούν να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες και να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην εταιρεία π.χ. μέσω της αύξησης των πωλήσεων.

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, εάν η αγορά αντιληφθεί ότι η συγχώνευση δεν πρόκειται να είναι μία επικερδής κίνηση της εξαγοράζουσας επιχείρησης αλλά έχει ως μοναδικό στόχο τη μεγέθυνσή της, τότε η τιμή της μετοχής της αντανακλώντας αυτή την πεποίθηση του κοινού, θα μειωθεί και μάλιστα ανάλογα με το ύψος του τιμήματος.

➔ **Θεωρία της ύβρης (Hybris Hypothesis) και «η κατάρα του νικητή»**

Σύμφωνα με το Roll (1988), τα διοικητικά στελέχη που λαμβάνουν τις αποφάσεις στην εξαγοράζουσα επιχείρηση καταβάλλονται αρκετές φορές από υπέρμετρη υπερηφάνεια και αλαζονεία και παρά τα πραγματικά δεδομένα αποτίμησης της επιχείρησης-στόχου, επιμένουν ότι η προσωπική τους εκτίμηση είναι η σωστή¹⁴. Η πρόθεση του Roll δεν ήταν να εξηγήσει το σύνολο των συγχωνεύσεων αλλά να δώσει έμφαση στο σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει ο ανθρώπινος παράγοντας κατά τις διαπραγματεύσεις εξαγοράς μίας επιχείρησης. Εάν η θεωρία αυτή όντως εξηγεί μία εξαγορά, τότε η τιμή της μετοχής της εξαγοράζουσας επιχείρησης θα πρέπει να μειωθεί όταν γίνει γνωστή η πρόταση εξαγοράς αφού το επενδυτικό κοινό αναγνωρίζει ότι αυτή η εξαγορά δεν θα ωφελήσει τα συμφέροντα των μετόχων. Αντιθέτως, η τιμή της επιχείρησης-στόχου θα πρέπει να αυξηθεί αφού το επιπλέον τίμημα που θα πληρώσει η επιχείρηση που θα την αγοράσει θα υπερβαίνει κατά πολύ την πραγματική της αξία. Το τελικό αποτέλεσμα σύμφωνα με τη θεωρία του Roll, θα είναι αρνητικό αν ληφθούν υπόψη και τα επιμέρους κόστη ολοκλήρωσης.

Παραπλήσια με τη θεωρία της διοικητικής αλαζονείας, η θεωρία της «κατάρας του νικητή» αναφέρει ότι η επιχείρηση που θα εξαγοράσει την επιχείρηση-στόχο θα

¹⁴ GAUGHAN A. PATRICK, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", 3rd Edition, 2002, John Wiley & sons, INC., New York, p.p. 147-149



χρειαστεί να καταβάλλει ένα υψηλό τίμημα, ιδιαίτερα αν η επιχείρηση-στόχος έχει αποτελέσει αντικείμενο ενδιαφέροντος για αρκετές ανταγωνιστικές επιχειρήσεις.

⇒ Θεωρία της διασποράς κινδύνου

Οι τράπεζες αντιμετωπίζοντας αυστηρές απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, προσπαθούν να διατηρούν ένα διαφοροποιημένο επενδυτικό και δανειακό χαρτοφυλάκιο. Οι εξαγορές επιχειρήσεων από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι αναμενόμενες ταμειακές ροές έχουν μικρό συντελεστή συσχέτισης με τις μελλοντικές ταμειακές ροές της τράπεζας, έχουν σημαντικές χρηματοοικονομικές συνέργιες.

Επιπρόσθετα, όπως προαναφέρθηκε, η εξαγορά μίας επιχείρησης με ένα διαφορετικό αντικείμενο μπορεί να συμβάλλει στην αντιμετώπιση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Από τη μια, τα διοικητικά στελέχη, των οποίων η αμοιβή συνδέεται με την απόδοση της επιχείρησης, αποκομίζουν οφέλη καθώς καταφέρνουν να μειώσουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης (Amihud και Lev. (1981)). Από την άλλη, οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης (μέτοχοι) επωφελούνται καθώς καταφέρνουν σχετικά να συνδέσουν την αξία της επιχείρησής τους με τις επιδόσεις των διευθυντικών στελεχών και κατ' επέκταση δεν απαιτείται πλέον η στενή παρακολούθηση και έλεγχός τους.



4. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΣΙΟ – ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ – Δ.Λ.Π.

4.1. Νομοθετικό Πλαίσιο

Οι συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών ρυθμίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων **68 - 80 του Κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920**, όπως αυτά τροποποιήθηκαν με το Π.Δ. 498/1987¹⁵.

Σύμφωνα, λοιπόν, με το νόμο, η συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί με έναν από τους ακόλουθους τρεις τρόπους:

(α) απορρόφηση μίας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία έναντι απόδοσης, στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και ενδεχομένως, καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, που αποδίδονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών, την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών, όπως προσδιορίστηκε από την Επιτροπή Εμπειρογνομόνων. Από τα προαναφερθέντα, συνάγεται ότι για να υπάρχει συγχώνευση με απορρόφηση απαιτείται αύξηση της περιουσίας της απορροφούσας εταιρείας με παράλληλη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και η παράδοση νέων μετοχών στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών. Επιπλέον, για να μη μεταβάλλεται η απορρόφηση σε εξαγορά της εταιρείας, πρέπει να ισχύουν οι δύο ακόλουθοι περιορισμοί:

$$\begin{aligned} \alpha) & \text{Ποσό μετρητών} \leq \text{Ονομαστική αξία μετοχών} \times 10\% \\ \beta) & \text{Ονομαστική αξία νέων μετοχών} + \text{Ποσό σε μετρητά που καταβάλλεται στους μετόχους της απορροφούμενης} \leq \text{Καθαρή θέση της απορροφούμενης} \end{aligned}$$

Ειδική μορφή συγχωνεύσεως με απορρόφηση αποτελεί η περίπτωση που η απορροφούσα κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης. Στην περίπτωση που υπάρχει μια τέτοια ολική εξάρτηση, η περιουσία της απορροφούμενης εταιρείας ανήκει, από οικονομική άποψη, εξολοκλήρου στην

¹⁵ ΣΑΚΚΕΛΗΣ Ε., «Συγχωνεύσεις- Διασπάσεις- Εξαγορές-Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, από άποψη νομική, φορολογική, λογιστική», Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ, 2001, σελ.190- 226, 285-286, 303-304, 437, 466-481



απορροφούσα εταιρεία και εμφανίζεται στον ισολογισμό της μητρικής εταιρείας στο λογαριασμό «συμμετοχές σε επιχειρήσεις». Στην περίπτωση αυτή, ο νόμος, απαλλάσσει από ορισμένες διατυπώσεις τις συγχωνευόμενες με απορρόφηση εταιρείας. Η βασική διαφορά που εντοπίζεται είναι ότι η απορροφούσα δεν αυξάνει το κεφάλαιό της, αφού η απαίτησή της ως μετόχου της απορροφούμενης για νέες μετοχές αποσβένεται «δια συγχύσεως» με την υποχρέωσή της για έκδοση και διανομή νέων μετοχών, η οποία υποχρέωση πηγάζει από την απορρόφηση.

(β) συγχώνευση με τη λύση δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών, χωρίς να ακολουθήσει το στάδιο της εκκαθάρισεως, και σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας, στην οποία περιέρχονται τα περιουσιακά στοιχεία αυτών. Ο νόμος δεν αξιώνει η νέα εταιρεία να έχει τον ίδιο σκοπό ή έδρα με τις εξαφανιζόμενες εταιρείες. Οι διατυπώσεις, τα αποτελέσματα και η λογιστική διαδικασία που ακολουθείται είναι όμοια με τα αντίστοιχα της συγχώνευσης με απορρόφηση.

(γ) εξαγορά μιας ή περισσότερων ανώνυμων εταιρειών από άλλη ανώνυμη εταιρεία, που εξομοιώνεται με απορρόφηση των εξαγοραζόμενων από την εξαγοράζουσα. Σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις για να συντρέχει περίπτωση εξαγοράς απαιτείται μεταβίβαση του συνόλου της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας, η οποία λύεται χωρίς να επακολουθεί εκκαθάριση αυτής. Επιπρόσθετα, οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων εταιρειών δεν καθίστανται μέτοχοι της εξαγοράζουσας εταιρείας, αλλά λαμβάνουν την αξία των μετοχών τους και λύεται η σχέση τους τόσο με την εξαγοραζόμενη όσο και με την εξαγοράζουσα εταιρεία. Η βασική διαφορά της συγχώνευσης με εξαγορά με τους δύο άλλους τρόπους συγχώνευσης είναι ότι με την εξαγορά δεν επαυξάνεται το ενεργητικό της εξαγοράζουσας εταιρείας ούτε το μετοχικό της κεφάλαιο, αφού αυτή καταβάλλει την αξία της καθαρής θέσης της εξαγοραζόμενης εταιρείας και δεν αποδίδει στους μετόχους της τελευταίας μετοχές εκδόσεώς της. Ουσιαστικά, η εξαγορά αποτελεί μια αγοραπωλησία που συντελείται μεταξύ εξαγοράζουσας και εξαγοραζόμενης. Το τίμημα αγοράς που καταβάλλεται μπορεί να είναι αντί για μετρητά ή επιταγές, διάφορα χρεόγραφα ή διάφοροι πιστωτικοί τίτλοι, όπως ομόλογα και γραμμάτια εισπρακτέα. Η εξαγοράζουσα επιχείρηση μπορεί επίσης να δανείστηκε το απαιτούμενο ποσό ή να είχε προβεί σε προηγούμενη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

Και στις τρεις αυτές μορφές συγχωνεύσεως, παρατηρείται το φαινόμενο της λήξεως της υπάρξεως του νομικού προσώπου μιας ή περισσότερων εταιρειών, χωρίς να



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

προηγηθεί η εκκαθάρισή τους, και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιρειών (ενεργητικό και παθητικό) στην ανώνυμη εταιρεία που υπάρχει ή συνίσταται για πρώτη φορά. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους ορισμούς και του άρθρου 16, παρ. 18 του Ν. 2515/1977.

Η νομοθεσία απαιτεί μία σειρά διατυπώσεων και ενεργειών για την πραγματοποίηση μίας συγχώνευσης. Παρακάτω, θα αναφερθούν τα στάδια της συγχώνευσης με απορρόφηση, αφού η όλη διαδικασία είναι χαρακτηριστική και σχεδόν όμοια για τους λοιπούς τύπους συγχωνεύσεων.

Στάδιο 1^ο:

Καταρτίζεται και εγκρίνεται έγγραφο σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως (Σ.Σ.Σ.), το ελάχιστον περιεχόμενο του οποίου καθορίζεται σαφώς από το νόμο, και εκθέσεις των Δ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιρειών για το σχέδιο αυτό, στις οποίες επεξηγείται και δικαιολογείται από νομική και οικονομική άποψη το σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως. Το Σ.Σ.Σ. πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία: (α) την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία, την έδρα και τον αριθμό μητρώου των εταιρειών, (β) τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και ενδεχομένως το ύψος του χρηματικού ποσού μετρητών, (γ) τις διατυπώσεις παραδόσεως των νέων μετοχών που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία, (δ) την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές που παραδίδονται στους μετόχους της απορροφούμενης εταιρείας, παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρείας, (ε) την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφούμενης εταιρείας θεωρούνται από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας εταιρείας κ.ά. Δύο μήνες τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία συνεδριάσεως των γενικών συνελεύσεων, το Σ.Σ.Σ. (σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως) καταχωρείται στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιρειών και περίληψη-ανακοίνωση για την καταχώρηση αυτή δημοσιεύεται στο τεύχος Α.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Στάδιο 2^ο:

Η Επιτροπή Εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Ν. 21910/1920 εκτιμά την αξία των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της απορροφούσας και των απορροφούμενων εταιρειών, αποφασίζει αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι



κατά τη γνώμη της «δίκαιη» και «λογική» και συντάσσει σχετική έκθεση¹⁶. Η έκθεση της Επιτροπής πρέπει να περιέχει πληροφορίες για τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της απορροφούμενης εταιρείας όπως περιγραφή κάθε εισφοράς, τις μεθόδους αποτιμής που εφαρμόστηκαν και πιστοποίηση εάν οι αξίες που προκύπτουν από την εφαρμογή των μεθόδων αποτιμής αντιστοιχούν στον αριθμό και στην ονομαστική αξία των μετοχών που θα εκδοθούν έναντι των εισφορών αυτών. Ο νόμος δεν απαιτεί η έκθεση να αναφέρει παρόμοια πληροφοριακά στοιχεία για την εκτιμώμενη περιουσία της απορροφούσας, γιατί για την περιουσία αυτή δεν εκδίδονται μετοχές. Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονιστεί ότι ο νόμος δεν επιβάλλει η σχέση ανταλλαγής των μετοχών να είναι ανάλογη με την πραγματική καθαρή θέση των συγχωνευόμενων εταιρειών. Μια τέτοια σχέση ενδεχομένως να μην είναι δίκαιη και λογική αφού η συνεισφορά στα μελλοντικά κέρδη της απορροφούσας ή της νέας εταιρείας δεν είναι ανάλογη προς την καθαρή θέση της κάθε μίας.

Στάδιο 3^ο:

Το Σ.Σ.Σ. δημοσιεύεται σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα και μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση αυτή, οι πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν να πάρουν επαρκείς εγγυήσεις, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που θέτει ο νόμος. Η διασφάλιση των πιστωτών επιβάλλεται γιατί η λύση των συγχωνευόμενων εταιρειών χωρίς να τίθενται στο στάδιο της εκκαθάρισης αποτελεί δυσμένεια για τους πιστωτές αφού είναι δυνατό με τη συγχώνευση, η οικονομική κατάσταση και η κερδοφόρα πορεία μιας ή περισσότερων από τις συγχωνευόμενες εταιρείες να είναι χειρότερη σε σύγκριση με αυτή των υπολοίπων. Επιπλέον, η παροχή εγγυήσεων είναι δυνατό να δικαιολογείται στις περιπτώσεις που οι συγχωνευόμενες εταιρείες έχουν σημαντικά διαφορετικό βαθμό δανειακής επιβαρύνσεως.

Στάδιο 4^ο:

Ένα μήνα πριν από τη γενική συνέλευση της εταιρείας που θα αποφασίσει για τη συγχώνευση, κάθε συγχωνευόμενη εταιρεία θέτει στη διάθεση των μετόχων της τουλάχιστον το Σ.Σ.Σ., τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις εκθέσεις διαχείρισης του Δ.Σ. των τριών τελευταίων χρήσεων των εταιρειών και μιας

¹⁶ Στην περίπτωση που ο μετασχηματισμός πραγματοποιείται σύμφωνα με τις ευεργετικές διατάξεις του Ν.2166/1993, δε γίνεται εκτίμηση της αξίας της περιουσίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας από την επιτροπή του άρθρου 9, αλλά διαπίστωση του ύψους της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της είτε από τον προϊστάμενο της Δ.Ο.Υ. είτε από ορκωτό ελεγκτή.



λογιστικής καταστάσεως με ημερομηνία κλεισίματος όχι προγενέστερη του τριμήνου από την ημερομηνία του Σ.Σ.Σ.. Κατ' αυτό τον τρόπο, έχουν έγκαιρα όλη την αναγκαία πληροφόρηση, ώστε να είναι σε θέση να λάβουν τις κατάλληλες αποφάσεις.

Στάδιο 5^ο:

Το Σ.Σ.Σ. εγκρίνεται από τη γενική συνέλευση κάθε συγχωνευόμενης εταιρείας, η απόφαση των οποίων εκφράζει τη βούληση αυτών για συγχώνευση σύμφωνα με ορισμένους όρους που περιλαμβάνονται στο Σ.Σ.Σ. Η υλοποίηση της αποφάσεως αυτής προϋποθέτει σύμπτωση των βουλήσεων των εταιρειών, δηλαδή προϋποθέτει κατάρτιση συμβάσεως.

Στάδιο 6^ο:

Καταρτίζεται η Σ.Σ. ενώπιον συμβολαιογράφου και προσαρτώνται σε αυτή υπεύθυνες δηλώσεις του Ν.1599/86 των Δ.Σ. των συγχωνευομένων εταιρειών ότι δεν προβλήθηκαν από τους πιστωτές των εταιρειών αντιρρήσεις ή αυτές που προβλήθηκαν έχουν ήδη επιλυθεί.

Στάδιο 7^ο:

Οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων για τη συγχώνευση και η Σ.Σ. εγκρίνονται από τον Υπουργό Εμπορίου, αφού έχει εξακριβώσει ότι συντελέστηκαν νόμιμα όλες οι πράξεις και οι διατυπώσεις που επιβάλλει ο νόμος για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ο Υπουργός δεν δικαιούται να ελέγξει τη σκοπιμότητα της συγχώνευσης. Στη συνέχεια, υποβάλλονται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει ο νόμος, δηλαδή καταχωρούνται στο Μητρώο Α.Ε. που τηρείται στη Νομαρχία της έδρας της καθεμιάς από τις συγχωνευόμενες εταιρείες και δημοσιεύεται περίληψη-ανακοίνωση της καταχώρησης στο τεύχος Α.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως, με επιμέλεια της αρμόδιας υπηρεσίας της νομαρχίας και με δαπάνες της εταιρείας. Η δημοσιότητα αυτή καθιστά δυνατή τη γνώση της πραγματοποιήσεως της συγχωνεύσεως από τους τρίτους και ο χρόνος συντελέσεως αυτής ορίζει το χρόνο επελεύσεως των αποτελεσμάτων της συγχωνεύσεως.



4.2. Φορολογικά Κίνητρα

Οι συγχωνεύσεις που διέπονται από τις διατάξεις των άρθρων 68 - 80 του Ν. 2190/1920 συνεπάγονται σοβαρές οικονομικές επιβαρύνσεις π.χ. καταβολή φόρου μεταβιβάσεως ακινήτων, φορολογία της τυχόν προκύπτουσας υπεραξίας, καταβολή διαφόρων τελών κλπ. Το κράτος, για την ώθηση του μετασχηματισμού των επιχειρήσεων σε μεγάλες οικονομικές μονάδες, έχει θεσπίσει σοβαρά κίνητρα με το **Ν.Δ. 1297/1972** και το **Ν. 2166/1993** και απαλλάσσει τους μετασχηματισμούς των επιχειρήσεων από όλους σχεδόν τους φόρους και τέλη που συνεπάγεται ένας μετασχηματισμός. Για να έχουν, βέβαια, εφαρμογή οι φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις που προβλέπονται από τις διατάξεις των νομοθετημάτων αυτών, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις οφείλουν να τηρήσουν τις προϋποθέσεις και περιορισμούς που αυτά προβλέπουν. Μόνο όταν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις δεν έχουν στην ιδιοκτησία τους ακίνητα, είναι δυνατό να αγνοήσουν τα φορολογικά κίνητρα περί συγχωνεύσεων και μετατροπών, αλλά και τότε πρέπει να προβληματιστούν για τα διάφορα τέλη και έξοδα π.χ. δημοσιεύσεις στο ΦΕΚ, στα οποία η συγχώνευση υποβάλλεται. Ιδιαίτερα πρέπει να αναφερθεί ότι από την έναρξη ισχύος του Ν.2166/1993 (24 Αυγούστου 1993), οι επιχειρήσεις που θέλουν να συγχωνευθούν προτιμούν αυτό το θεσμικό πλαίσιο αφού χαρακτηρίζεται από απλότητα, συντομία και λιγότερο χρονοβόρες διαδικασίες.

Σύμφωνα με τον Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή κ. Γ. Αληφαντή, μερικά από τα φορολογικά κίνητρα που παρέχονται στις ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σύμφωνα με τους νόμους 2166/1993 (άρθρα 1 έως 5), 1297/1972 και 2515/1997, εφόσον ο μετασχηματισμός ολοκληρωθεί από 01.01.2002 έως 31.12.2005 (άρθρο 9, Ν. 2992/2002 όπως τροποποιημένο με το άρθρο 28 του Ν. 3259/2004 ισχύει) και εφόσον προέρχονται από συγχώνευση είναι τα ακόλουθα¹⁷:

1. (i) Εφόσον οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις μετά την 31.12.1996 δεν έχουν καταστεί συνδεδεμένες επιχειρήσεις, στον πρώτο ισολογισμό μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού, ο συντελεστής φορολογίας κερδών είναι ο ισχύων κατά το χρόνο υποβολής της δήλωσης μειωμένος κατά δέκα (10) ποσοστιαίες μονάδες. Στο δεύτερο ισολογισμό μετά την ολοκλήρωση του

¹⁷ Εφημερίδα ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 16-12-2004



μετασχηματισμού, ο συντελεστής φορολογίας κερδών είναι ο ισχύων κατά το χρόνο υποβολής της δήλωσης μειωμένος κατά πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες.

(ii) Εφόσον οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις μέχρι την 31.12.1996 έχουν καταστεί συνδεδεμένες επιχειρήσεις, στον πρώτο και στο δεύτερο ισολογισμό μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού, ο συντελεστής φορολογίας κερδών είναι ο ισχύων κατά το χρόνο υποβολής της δήλωσης μειωμένος κατά πέντε (5) ποσοστιαίες μονάδες.

2. Όσον αφορά στην ονομαστικοποίηση των μετοχών, οι μετοχές ανωνύμων εταιρειών που προέρχονται από συγχώνευση βάσει του Ν.Δ. 1297/1972 με οποιοδήποτε τρόπο μπορεί να είναι ανώνυμες ανεξάρτητα αν οι συγχωνευόμενες ανώνυμες εταιρείες έχουν ονομαστικές ή ανώνυμες μετοχές. Επίσης, παύει να ισχύει στις συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών το αμεταβίβαστο του 75% των μετοχών (ανωνύμων ή ονομαστικών) της προερχόμενης από τη συγχώνευση ανώνυμης εταιρείας για μια πενταετία (άρθρο 11, παρ.11, Ν.2579/1998).

3. Αναφορικά με το φόρο μεταβίβασης ακινήτων, ισχύει η απαλλαγή, βάσει του Ν.Δ. 1297/1972, από το φόρο μεταβιβάσεως της εισφοράς ακινήτου σε ανώνυμη εταιρεία από μετατρεπόμενη ή συγχωνεύομενη σε αυτήν επιχείρηση αν το ακίνητο χρησιμοποιηθεί επί τουλάχιστον μία πενταετία από τη συγχώνευση ή τη μετατροπή για τις ανάγκες της ανώνυμης εταιρείας. Στην αντίθετη περίπτωση, η απαλλαγή από το φόρο μεταβιβάσεως της εισφοράς ακινήτου βάσει του Ν.Δ. 1297/1972 αίρεται, οπότε και ανακύπτει υποχρέωση της εταιρείας να υποβάλει σχετική φορολογική δήλωση και να καταβάλει τον οικείο φόρο μέσα σε δύο μήνες από την παύση της χρησιμοποίησής του ακινήτου ή επί μη χρησιμοποίησής του από την αρχή, μέσα σε δύο μήνες από τη συγχώνευση ή τη μετατροπή. Εάν δεν υποβληθεί η άνω δήλωση, το δικαίωμα του Δημοσίου για την επιβολή του φόρου μεταβιβάσεως παραγράφεται μετά από μία δεκαετία από το τέλος του έτους του οποίου έπρεπε, κατά τα ανωτέρω, να υποβληθεί η δήλωση.

Το άρθρο 3 του Ν.2166/1993, προβλέπει απαλλαγή από το φόρο μεταβιβάσεως σε όλα τα ακίνητα που ανήκουν κατά κυριότητα στις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις, ανεξάρτητα εάν αυτά χρησιμοποιούνται για τις ανάγκες της επιχείρησης ή είναι εκμισθωμένα σε τρίτους κατά το χρόνο του μετασχηματισμού.



4. Η φορολογία εισοδήματος της υπεραξίας των μετοχών ή του κεφαλαίου που προκύπτει κατά τη συγχώνευση αναβάλλεται μέχρι το χρόνο διαλύσεως της συγχωνεύσεως ή της νέας εταιρείας. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η λογιστική παρακολούθηση της υπεραξίας σε ειδικούς λογαριασμούς της συγχωνεύουσας ή της νέας εταιρείας μέχρι το χρόνο διαλύσεως της εταιρείας αυτής.

5. Προβλέπεται απαλλαγή της Σ.Σ. από κάθε εισφορά ή δικαιώματα υπέρ οποιoδήποτε τρίτου αλλά και από τα τέλη χαρτοσήμου.

6. Με τις διατάξεις της παρ. 5 του άρθρου 9 του Ν.2992/2002 προβλέπεται ότι κατά το μετασχηματισμό επιχειρήσεων με βάση τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993 ή της παρ. 5 του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997, παρέχεται η δυνατότητα μεταφοράς της ζημίας της μετασχηματιζόμενης επιχείρησης στη νέα εταιρεία προκειμένου να συμψηφισθεί με τα φορολογητέα κέρδη της. Στην περίπτωση που δεν συμψηφίζεται με τα υφιστάμενα κατά το μετασχηματισμό κέρδη, συμψηφίζεται με τα προκύπτοντα κέρδη κατά τις επόμενες δύο χρήσεις.

7. Τα φορολογικά ευεργετήματα των αναπτυξιακών νόμων που έχουν οι μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις εξακολουθούν να ισχύουν και για τη νέα επιχείρηση.

8. Οι αφορολόγητες κρατήσεις και τα αποθεματικά από τα αδιανέμητα κέρδη των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων μεταφέρονται σε ειδικούς λογαριασμούς στη νέα εταιρεία και δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο του μετασχηματισμού

9. Σε περίπτωση μετασχηματισμού σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993 Ο.Ε, Ε.Ε. ή άλλων προσώπων που εμπίπτουν στις διατάξεις του Ν.1676/1986 (οι οποίες αφορούν το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίων) σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε., δεν οφείλεται φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίων, εφόσον δεν προκύπτει διαφορά κεφαλαίου.

Τέλος πρέπει να επισημανθεί ότι προκειμένου να αποτραπούν τα φαινόμενα συγχώνευσης επιχειρήσεων με υψηλές φορολογικές υποχρεώσεις με μικρές εταιρείες για την εκμετάλλευση των φορολογικών κινήτρων, πρέπει οι ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών να συγχωνεύονται ή να απορροφούν:



α) ανώνυμες εταιρείες με μετοχές μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ίδια κεφάλαια καθεμιάς από τις εταιρείες που απορροφώνται το 1/5 των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την επιτροπή του άρθρου 9 του κωδ. Ν. 2190/1920 και

(β) ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ίδια κεφάλαια καθεμιάς από τις εταιρείες που απορροφώνται το 1/10 των ιδίων κεφαλαίων της απορροφώσας όπως αυτά εμφανίζονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού ή στον ισολογισμό που υποβάλλεται για εκτίμηση από την επιτροπή του άρθρου 9 του κωδ. Ν. 2190/1920.

4.3. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα

Δ.Λ.Π. 22 Μετασχηματισμοί ή Ενοποιήσεις Επιχειρήσεων / SIC 9 / SIC 22

Το πρότυπο 22 των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων που είχε αρχικά εκδοθεί το Νοέμβριο του 1983 ασχολείται με τη λογιστική των ενοποιήσεων των επιχειρήσεων. Το πρότυπο αυτό είχε ιδιαίτερη σημασία για τις επιχειρήσεις που είχαν εκμεταλλευτεί τις διατάξεις των ελληνικών νόμων. Γενικά, στα ελληνικά πρότυπα οι συγχωνεύσεις θεωρούνται νομικής μορφής μετασχηματισμοί και όχι εξαγορές και λογίζονται με τη μέθοδο της συνάθροισης συμφερόντων (συμψηφισμός μόνο του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφώμενης)¹⁸. Πιο συγκεκριμένα:

- Με το Ν.Δ. 1297/1972, επιβάλλεται αποτίμηση των παγίων σε τρέχουσες αξίες με βάση την Επιτροπή του άρθρου 9, οπότε προκύπτει υπεραξία, η οποία όμως αρχικά δεν υπόκειται σε φόρο.
- Ο Ν. 2166/1993 δεν επιβάλλει αποτίμηση των παγίων σε τρέχουσες αξίες, άρα δεν προκύπτει goodwill και υπό το πρίσμα αυτό η συγχώνευση μπορεί να θεωρηθεί ως «συνάθροιση συμφερόντων».
- Το άρθρο 16 του Ν. 2515/1977, που ισχύει ειδικά για μετασχηματισμούς πιστωτικών ιδρυμάτων, επιτρέπει τόσο την αποτίμηση της απορροφώμενης σε τρέχουσες αξίες με βάση τις εκτιμήσεις της επιτροπής του άρθρου 9, όσο και τη χωρίς αποτίμηση ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στη λογιστική τους αξία.

¹⁸ Ιστοσελίδα Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών «Κυριότερες Διαφορές μεταξύ των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και Ελληνικών Λογιστικών Αρχών» Ιανουάριος 2002, σελ. 37-39



Με την εφαρμογή των Δ.Λ.Π., τέθηκε ζήτημα διαφορετικού τρόπου υλοποίησης των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, καθώς τα Δ.Λ.Π. θέτουν συγκεκριμένα κριτήρια σχετικά με τη μέθοδο που θα ακολουθηθεί (SIC 9). Ενώ με τις ισχύουσες διατάξεις, που είχαν διαμορφωθεί γύρω από ένα άξονα φορολογικών διευκολύνσεων, η επιλογή της μεθόδου εναπόκειτο στη διακριτική ευχέρεια των εμπλεκόμενων μερών, με τα Δ.Λ.Π. για παράδειγμα, για να αναγνωρισθεί μία συγχώνευση ως «pooling of interests» και να υλοποιηθεί με την ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στη λογιστική τους αξία, θα έπρεπε να συντρέχουν συγχρόνως οι εξής τρεις προϋποθέσεις:

- α) σχετική αναλογία στις αγοραίες αξίες των δύο εμπλεκόμενων εταιρειών,
- β) συνέχιση περιπίου του ίδιου ποσοστού ψήφου των εταίρων και στη νέα εταιρεία και
- γ) ανταλλαγή ή συνάθροιση πλειοψηφικών πακέτων από κάθε μία από τις εταιρείες.

Στην περίπτωση αυτή, δεν αναγνωρίζεται υπεραξία λογιστικά. Στην αντίθετη περίπτωση, το Δ.Λ.Π. 22 θεωρεί όλες τις πράξεις συγχωνεύσεων και εξαγορών ως εξαγορές (acquisitions) καθώς οι μέτοχοι της μιας από τις ενοποιούμενες επιχειρήσεις αποκτούν τον έλεγχο πάνω στην άλλη ενοποιούμενη επιχείρηση. Η υπεραξία αναγνωρίζεται άμεσα ως η διαφορά μεταξύ του τιμήματος που πληρώθηκε ή ανταλλάχθηκε και του αντίστοιχου ποσού της καθαρής θέσης της εταιρείας που εξαγοράζεται, εκφρασμένο σε αγοραίες τιμές (fair value) και η απόσβεση γίνεται κατά τη διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής της νέας εταιρείας, ενώ κάθε χρόνο επανεκτιμάται και αν προκύψει διαφορά, τότε λογίζεται σαν διόρθωση.

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι το πρότυπο 22 των Δ.Λ.Π. δεν είχε εφαρμογή όταν οι πράξεις εξαγορών και συγχωνεύσεων πραγματοποιούνταν μεταξύ εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο όμιλο (βλ. Δ.Λ.Π. Πρότυπο 27).

Δ.Χ.Π.Χ. 3 Συνενώσεις Επιχειρήσεων¹⁹

Στις 31 Μαρτίου 2004, το Συμβούλιο των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) εξέδωσε το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 3 που αφορά στις συνενώσεις επιχειρήσεων (Business Combinations) αντικαθιστώντας το Δ.Λ.Π. 22. Η έκδοση των προτύπων αυτών επιφέρει σημαντικές αλλαγές, όσον αφορά το λογιστικό χειρισμό και θέματα αποτίμησης για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο πλαίσιο των Δ.Π.Χ.Π., για όλες τις ευρωπαϊκές εταιρείες που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Οι αλλαγές αυτές είναι ακόμη πιο μεγάλες βέβαια για τις ελληνικές εταιρείες που καλούνται να υιοθετήσουν τα Δ.Π.Χ.Π. αντικατοπτρίζοντας

¹⁹ ΙΩΣΗΦΙΔΗΣ ΤΑΣΟΣ, «Το Λογιστικό Πρότυπο για τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων», Εφημερίδα ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 01-02-2005



ουσιαστικά τη σημαντικότερη διαφορά φιλοσοφίας μεταξύ των διεθνών και των ελληνικών λογιστικών προτύπων σε σχέση με το λογιστικό χειρισμό με άμεσες επιπτώσεις για τις οικονομικές καταστάσεις, καθώς επίσης και εξίσου σημαντικές έμμεσες συνέπειες σε θέματα management.

Σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π. 3, με τον όρο Business Combinations περιλαμβάνονται συγχωνεύσεις αλλά και εξαγορές ομάδων περιουσιακών στοιχείων τα οποία συνιστούν μια διακριτή επιχειρηματική δραστηριότητα (business) με εξαιρέσεις όπως συναλλαγές που αφορούν εταιρείες κάτω από κοινό έλεγχο, κοινοπραξίες, κτλ. Ο λογιστικός χειρισμός των συνενώσεων περιλαμβάνει την εφαρμογή της διαδικασίας επιμερισμού του κόστους (Purchase Price Allocation) ως εξής: ο αγοραστής καταχωρίζει αναγνωρίσιμα εξαγορασθέντα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις στην εύλογη αξία τους (fair value) κατά την οριζόμενη ως ημερομηνία εξαγοράς (δηλ. απόκτησης του ελέγχου), καθώς και το υπολειπόμενο του κόστους αγοράς στοιχείο ως υπεραξία (goodwill), η οποία δεν αποσβένεται πλέον αλλά υπόκειται σε έλεγχο απομείωσης (Impairment Testing), όποτε υπάρχει ένδειξη για απομείωση, σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 36.

Με τον επιμερισμό του κόστους αγοράς επιβάλλεται στην πράξη όλες οι εταιρικές συναλλαγές να χειρίζονται ως εξαγορές, δηλαδή σε κάθε περίπτωση πρέπει να καθοριστεί ένας αγοραστής (και ένας πωλητής φυσικά), κάτι που ενώ στην περίπτωση απλής εξαγοράς ελέγχου μιας εταιρείας φαίνεται απλό, ενδεχομένως να μην είναι τόσο απλό σε περιπτώσεις πιο σύνθετων συναλλαγών, όπως συγχωνεύσεων και απορροφήσεων, ανάποδης εξαγοράς (reverse acquisition) κ.ά.

Ένα επίσης σημαντικό θέμα με άμεση επίπτωση βάσει του νέου προτύπου είναι ότι οι όποιες δυνητικές υποχρεώσεις από την εξαγορά (contingent liabilities) θα πρέπει να καταχωρούνται στην εύλογη αξία τους καθώς επίσης ότι οι νέοι κανόνες απαιτούν την εξαίρεση όλου του κόστους για αναδιάρθρωση, εκτός και αν η οριζόμενη ως εξαγορασθείσα εταιρεία είχε ήδη σε εξέλιξη ένα πλάνο αναδιάρθρωσης πριν τη συναλλαγή. Αυτά τα κόστη θα πρέπει να χειριστούν ως δαπάνες μετά την εξαγορά και να βαρύνουν τα πρώτα αποτελέσματα χρήσεως μετά τη συναλλαγή.

Εξαιτίας των κύριων αλλαγών και άμεσων επιπτώσεων από την εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Π. 3, τα θέματα που θα απασχολήσουν τα διοικητικά στελέχη των οικονομικών διευθύνσεων των εταιρειών (αγοραστών) αναμένεται να είναι αρκετά και κυρίως,

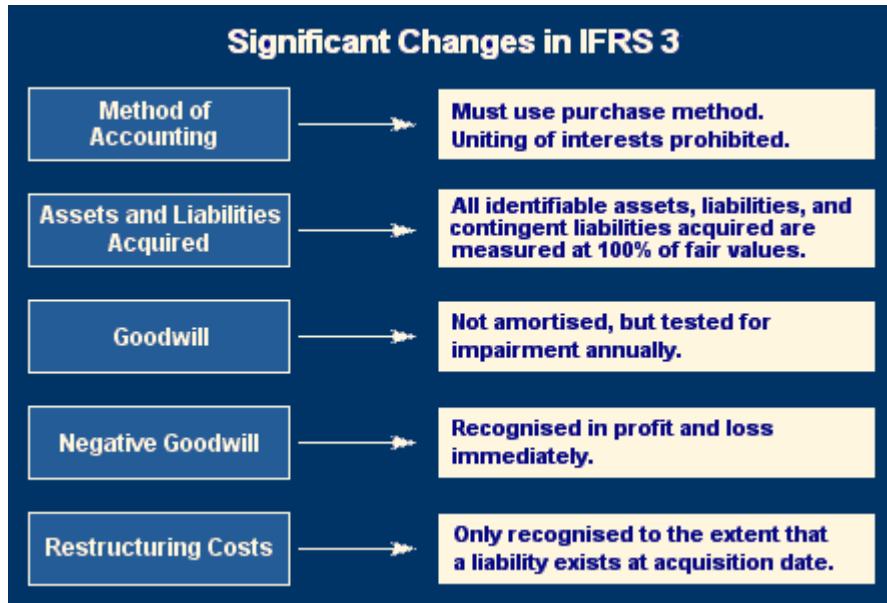


όσον αφορά εταιρείες που υιοθετούν για πρώτη φορά τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δίνεται η επιλογή για την υιοθέτηση ή όχι του προτύπου αυτού σε σχέση με παλαιότερες εξαγορές. Σε κάθε περίπτωση, η απόφαση υιοθέτησης ή μη θέλει προσοχή και ανάλυση, καθώς κάθε περίπτωση είναι ξεχωριστή.

Όμως, η σημαντικότερη συνέπεια από την εφαρμογή του Δ.Π.Χ.Π. 3 πιθανότατα αφορά στα θεμελιώδη δεδομένα και στο σκεπτικό των αποφάσεων που σχετίζονται με μελλοντικές εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η διαδικασία εξέτασης και υλοποίησης μια τέτοιας επενδυτικής κίνησης απαιτεί περισσότερη εργασία χρηματοοικονομικής ανάλυσης, σε θέματα κόστους κεφαλαίου, αποτίμησης συνεργιών, real options, κ.τ.λ. Επηρεάζεται λοιπόν :

- Ο σχεδιασμός της στρατηγικής εξαγορών και η αξιολόγηση και αποτίμηση του δυνητικού στόχου. Πρέπει να δίνεται έμφαση στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων για την αναγνώριση άυλων στοιχείων, καθώς και να εκτιμάται το ενδεχόμενο απομείωσης της αξίας τους στο μέλλον.
- Ο τρόπος που γίνονται οι συναλλαγές (εταιρικοί μετασχηματισμοί). Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι μπορεί να δούμε στο μέλλον περισσότερες συναλλαγές με μετρητά.
- Τα κόστη της συναλλαγής που στην πλειονότητά τους θα επιβαρύνουν τα αποτελέσματα. Επίσης, τα κέρδη επόμενων χρήσεων θα είναι δυσκολότερο να προβλεφθούν λόγω ενδεχόμενων επιπτώσεων από τους ελέγχους απομείωσης.

Επιτακτική γίνεται και η ανάγκη εκπαίδευσης του υπάρχοντος στις οικονομικές υπηρεσίες προσωπικού σε σχέση με τις καινούριες απαιτήσεις χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και χειρισμούς, πιθανόν με την υποστήριξη εξωτερικών συμβούλων - εκτιμητών ειδικών σε θέματα αποτιμήσεων. Παρεπόμενο θα είναι η σωστή ενημέρωση και διαχείριση των σχέσεων με τους επενδυτές σε ό,τι αφορά τα θέματα αυτά, ώστε να μη διαμορφώνονται, ελλείψει γνώσης και ενημέρωσης, διαφορετικές και εσφαλμένες προσδοκίες. Σε μια τέτοια περίπτωση, η κεφαλαιαγορά θα κατέληγε σε λανθασμένες εκτιμήσεις, με αποτέλεσμα την ανακριβή αποτίμηση των μετοχών και συνεπώς την προσβολή της αποτελεσματικότητας της αγοράς.



Πηγή : Deloitte Touche Tohmatsu

Οι οικονομικοί αναλυτές επισημαίνουν ότι ο εκσυγχρονισμός με τα νέα λογιστικά πρότυπα ενδεχομένως να αποτρέψει οποιαδήποτε επιστροφή στη φρενίτιδα εξαγορών που παρατηρήθηκε στα τέλη της δεκαετίας '90²⁰. Από την 1η Ιανουαρίου 2005, 7.000 επιχειρήσεις στα 25 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης καλούνται να υιοθετήσουν τα Διεθνή Πρότυπα Οικονομικών Εκθέσεων (IFRS) στο ευρύτερο πλαίσιο της εναρμόνισης της αποτύπωσης των εταιρικών μεγεθών σε ολόκληρο το χώρο της Ε.Ε. Βάσει των νέων αυτών κανόνων, οι επιχειρήσεις θα είναι υποχρεωμένες, μια φορά το χρόνο, να αποφασίζουν κατά πόσο τα πριμ που κατέβαλαν για εξαγορές, αποκαλούμενα πριμ καλής θέλησης, αποτιμώντας για παράδειγμα την αξία του ονόματος (brand), του ηθικού του προσωπικού και της εμπιστοσύνης του καταναλωτικού κοινού, δόθηκαν χωρίς ιδιαίτερο λόγο. Σε μια τέτοια περίπτωση θα προκύπτει άμεση κατηγορία για πρόκληση ζημίας. Ενώ μέχρι τώρα, οι αγοραστές προέβαιναν στην απόσβεση του πριμ, με την πάροδο του χρόνου, κάτι που σημαίνει πως αν μια συμφωνία δεν εξελισσόταν κατά τα αναμενόμενα, η ζημία αφορούσε μόνο στο αποσβεσθέν τμήμα, με τις νέες διατάξεις η ζημία αφορά στο σύνολο της αξίας.

Καθώς τα Δ.Λ.Π. απευθύνονται σε οικονομίες με διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς τις συνθήκες, τη δομή, τη δυναμικότητα, τις ανάγκες και το νομικό σύστημα, το περιθώριο ευελιξίας και αποτελεσματικότητάς τους μπορεί να είναι σε ένα βαθμό περιορισμένο, καθώς είναι εκ των πραγμάτων δύσκολο να ανταποκριθούν στις

²⁰ Εφημερίδα ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 09-11-2004



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

διαφορετικές ανάγκες της κάθε οικονομίας²¹. Η συμβολή των αρμόδιων κρατικών και εποπτικών αρχών στην πλήρη προσαρμογή και υιοθέτηση των Δ.Λ.Π είναι βαρυσήμαντη. Καθώς σε μακροπρόθεσμη βάση οι επενδυτές επιδιώκουν όλο και περισσότερο τη διεθνή διαφοροποίηση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου και οι επιχειρήσεις προσβλέπουν στην άντληση κεφαλαίου από εγχώριες και διεθνείς αγορές, γίνεται φανερό πόσο σημαντική και αναγκαία είναι τελικά η εφαρμογή και η συνεχής εξέλιξη ενός διεθνούς λογιστικού συστήματος. Η χρήση ενός «κοινού παρανομαστή» στη χρηματοοικονομική λογιστική, η εξάλειψη της έλλειψης επαρκούς και συγκρίσιμης λογιστικής πληροφόρησης που θα περιορίζει τα κόστη στις αγορές κεφαλαίου θα φέρει επενδυτές και επιχειρήσεις πιο κοντά.

²¹ Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 4^ο Τρίμηνο 2004, σελ. 84 - 95



5. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ

Σύμφωνα με μελέτη της H. Gibson (2005)²², η καθοδική τάση που παρουσίαζε ο βαθμός συγκέντρωσης στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο από το 1985, αντιστράφηκε μετά το 1998 λόγω του μεγάλου αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν. Η εξέλιξη αυτή δε συνέβαλε στη μείωση του ανταγωνισμού στην τραπεζική αγορά λόγω της εισόδου νέων τραπεζών μετά το 1998 (κυρίως τα έτη 2000 και 2003) και του περιορισμού των μεριδίων αγοράς που κατείχε άλλοτε μία μοναδική τράπεζα, αφού στον κλάδο δραστηριοποιούνται πλέον τράπεζες με σημαντικό μέγεθος. Από το σύνολο λοιπόν των τραπεζών που λειτουργούσαν το 1993, το 2003 οι περισσότερες είχαν απορροφηθεί από άλλες τράπεζες. Δέκα νέες όμως τράπεζες λειτουργούσαν, οι οποίες με βάση το ενεργητικό κατείχαν μερίδιο αγοράς περίπου 1,5%.

Ο ανταγωνισμός, συνεπώς, που χαρακτηρίζει την ελληνική τραπεζική αγορά δεν επιτρέπει την εκδήλωση φαινομένων ολιγοπωλίου, παρά το γεγονός ότι η συγκέντρωση είναι σχετικά υψηλή. Η προσπάθεια αύξησης των μεριδίων αγοράς, κυρίως μεταξύ των μεγάλων ομίλων, παραμένει ισχυρή με όπλο σε μεγάλο βαθμό την τιμολογιακή πολιτική, ενώ ανταγωνιστικά όσο αφορά την τιμολόγηση λειτουργούν επίσης μεγάλα ξένα τραπεζικά ιδρύματα που έχουν ως στόχο την εδραίωσή τους στην εγχώρια αγορά. Ο ανταγωνισμός αυτός βασίζεται εν μέρει και στο γεγονός ότι, στην εγχώρια αγορά υπάρχει ακόμα ένα σημαντικό περιθώριο αύξησης του όγκου των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών αλλά και στο ότι η Ελλάδα παρουσιάζει τους χαμηλότερους δείκτες διείσδυσης χρηματοοικονομικών προϊόντων στην Ευρώπη²³. Η πίεση, όμως, που ασκείται από τις εποπτικές αρχές είναι ιδιαίτερα έντονη και οι τράπεζες κινδυνεύουν να τεθούν ουσιαστικά υπό «ειδικό αγορανομικό καθεστώς».

Όπως επισημαίνεται σε ανάλυση της Alpha Bank, οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες, στην προσπάθειά τους να διεκδικήσουν τη συμμετοχή τους με ισότιμους ανταγωνιστικούς όρους στην ενιαία αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της ζώνης του ευρώ, παρουσιάζουν καλύτερη αποτελεσματικότητα και μεγαλύτερη κερδοφορία, η οποία σχετίζεται με το υψηλότερο μερίδιο αγοράς που κατέχουν. Έπειτα από επιτυχημένες συγχωνεύσεις και επενδύσεις σε νέες τεχνολογίες, οι

²² GIBSON H., «Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών: πρόσφατες εξελίξεις» Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 24, Ιανουάριος 2005, σελ. 7-27

²³ Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 93, Μάρτιος 2005, σελ. 12-24



μεγάλοι όμιλοι, κυρίως η Εθνική Τράπεζα, η Alpha Bank, η Eurobank και η Τράπεζα Πειραιώς, έχουν βελτιώσει την αποτελεσματικότητά τους με την επίτευξη και την αξιοποίηση οικονομιών κλίμακας οι οποίες περιορίζουν το μέσο κόστος παροχής κάποιων τραπεζικών υπηρεσιών σε υψηλά επίπεδα παραγωγής και μειώνουν σταθερά το λόγο έξοδα προς έσοδα. Με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία του Σεπτεμβρίου 2004, όσον αφορά στις χορηγήσεις, η Εθνική έχει μερίδιο 17,8%, η Alpha Bank 15,4%, η Eurobank 14,3%, η Εμπορική 10,2% και η Τράπεζα Πειραιώς 8,9%. Μερίδιο 10% έχει η Αγροτική, ενώ το υπόλοιπο 13,7% ανήκει στις άλλες εγχώριες τράπεζες και 9,6% στις ξένες τράπεζες. Το 2001, τα αντίστοιχα μερίδια στις χορηγήσεις διαμορφώνονταν για την Εθνική στο 19,3%, για την Alpha Bank στο 15%, για την Eurobank στο 12,5%, για την Εμπορική στο 9,9% και για την Πειραιώς στο 8,1%. Η Αγροτική είχε μερίδιο 12,9%, οι άλλες ελληνικές τράπεζες 10,8% και οι ξένες τράπεζες, που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, στο 11,5%.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 15, την περίοδο 1997-2003, έπαυσαν να λειτουργούν περίπου 2.200 πιστωτικά ιδρύματα, δηλαδή γύρω στο 23% των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούσαν το 1997, με κύρια αιτία τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, με αποτέλεσμα ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων να μειωθεί κατά 4% και να διαμορφώνεται σε 7.500 στο τέλος του 2003²⁴. Στις περισσότερες χώρες, ο δείκτης συγκέντρωσης των τραπεζικών συστημάτων αυξήθηκε και κατά μέσο όρο το ποσοστό των 5 μεγαλύτερων τραπεζών στο σύνολο του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα έφθασε το 53% το 2003, από 46% που ήταν το 1997, σε μη ενοποιημένη βάση. Η Ολλανδία, το Βέλγιο και η Φινλανδία παρουσιάζουν τον υψηλότερο δείκτη συγκέντρωσης και ακολουθεί η Δανία και πολύ κοντά η Ελλάδα, ενώ η Ιταλία, η Γερμανία και το Λουξεμβούργο έχουν το μικρότερο βαθμό συγκέντρωσης. Στις χώρες αυτές έλαβε εξάλλου χώρα το πιο ισχυρό κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων κατά την περίοδο 1998 – 2000. Βέβαια, σε όλες τις χώρες δραστηριοποιούνται και μικρές τράπεζες, οι οποίες είτε στοχεύουν σε εξειδικευμένα τμήματα της αγοράς είτε συνεργάζονται με μεγάλες τράπεζες.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε ότι ο πιο γνωστός και αξιόπιστος δείκτης μέτρησης του βαθμού συγκέντρωσης σε μια αγορά είναι ο δείκτης H (Herfindahl – Hirschman) ο οποίος υπολογίζεται από το άθροισμα των τετραγώνων των μεριδίων αγοράς όλων των επιχειρήσεων του υπό εξέταση κλάδου. Εναλλακτικά, ο δείκτης αυτός μετρά τη διασπορά των επιχειρήσεων σε μια συγκεκριμένη αγορά με κριτήριο

²⁴ Report on EU Banking Structure, European Central Bank, November 2004



το μέγεθός τους και αντανακλά την επίπτωση μιας τράπεζας με πολύ μεγάλο μερίδιο αγοράς.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται κάποια δομικά μεγέθη του κλάδου των τραπεζών για την Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 κρατών-μελών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1 : Αριθμός Πιστωτικών Ιδρυμάτων

	Country	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Be	Belgium	131	123	117	118	112	111	108
DK	Denmark	213	212	210	210	203	178	203
DE	Germany	3,420	3,238	2,992	2,742	2,526	2,363	2,225
GR	Greece	55	59	57	57	61	61	59
ES	Spain	416	404	387	368	366	359	348
FR	France	1,258	1,226	1,158	1,099	1,050	989	939
IE	Ireland	71	78	81	81	88	85	80
IT	Italy	909	934	890	861	843	821	801
LU	Luxembourg	215	212	211	202	194	184	172
NL	Netherlands	648	634	616	586	561	539	481
AT	Austria	928	898	875	848	836	823	814
PT	Portugal	238	227	224	218	212	202	200
FI	Finland	348	348	346	341	369	369	366
SE	Sweden	237	223	212	211	211	216	222
UK	United Kingdom	537	521	496	491	452	451	426
MU12 Monetary Union		8,637	8,361	7,954	7,521	7,218	6,906	6,593
EU15 European Union		9,624	9,337	8,872	8,433	8,084	7,751	7,444

Πηγή: ECB (November 2004)



**ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2 : Μεριδίο Αγοράς (%) των 5 μεγαλύτερων Πιστωτικών
Ιδρυμάτων στο Σύνολο του Ενεργητικού**

Country	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Be Belgium	54	63	76	75	78	82	83
DK Denmark	70	71	71	60	68	68	67
DE Germany	17	19	19	20	20	20	22
GR Greece	56	63	67	65	67	67	67
ES Spain	32	35	41	46	45	44	44
FR France	40	41	43	47	47	45	47
IE Ireland	41	40	41	41	43	46	44
IT Italy	25	25	25	23	29	31	27
LU Luxembourg	23	25	26	26	28	30	32
NL Netherlands	79	82	82	81	83	83	84
AT Austria	44	42	41	43	45	46	44
PT Portugal	46	45	44	59	60	60	63
FI Finland	88	86	86	87	80	79	81
SE Sweden	58	56	56	57	55	56	54
UK United Kingdom	24	25	28	28	29	30	33
MU12 Monetary Union	45	47	49	51	52	53	53
EU15 European Union	46	48	50	51	52	52	53

Πηγή: ECB (November 2004)

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3 : Δείκτης Herfindahl για τα Πιστωτικά Ιδρύματα
ως προς το Σύνολο του Ενεργητικού**

Country	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Be Belgium	699	909	1,518	1,506	1,587	1,905	2,065
DK Denmark	1,431	1,442	1,499	863	1,119	1,145	1,114
DE Germany	114	133	140	151	158	163	173
GR Greece	885	1,165	986	1,122	1,113	1,164	1,130
ES Spain	285	329	441	581	551	529	521
FR France	449	485	509	587	606	551	597
IE Ireland	500	473	480	486	512	553	562
IT Italy	201	210	220	190	260	270	240
LU Luxembourg	210	222	236	242	275	296	315
NL Netherlands	1,654	1,802	1,7	1,694	1,762	1,788	1,744
AT Austria	515	515	511	548	561	618	557
PT Portugal	577	575	566	986	991	963	1,044
FI Finland	2,15	2,12	1,96	2,05	2,24	2,05	2,42
SE Sweden	830	790	790	800	760	800	760
UK United Kingdom	208	221	250	264	282	307	347
MU12 Monetary Union	383	429	468	508	544	553	581
EU15 European Union	373	411	445	464	497	513	541

Πηγή: ECB (November 2004)



Καταληκτικά, πρέπει να τονίσουμε ότι αν και μελέτες (Rose, Kolari, Riener (1985)) καταδεικνύουν ότι περισσότερες υπηρεσίες και εναλλακτικά προϊόντα παρέχονται από μεγάλου μεγέθους τράπεζες με ένα ισχυρό δίκτυο καταστημάτων, υπάρχει ένα σύνολο κανονισμών που απαγορεύει τις συγχωνεύσεις και εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων που συνεπάγονται μείωση του ανταγωνισμού και ενδεχόμενη ολιγοπωλιακής φύσεως άνοδο των επιτοκίων²⁵. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές λόγω της ύπαρξης μιας έντονης δραστηριοποίησης αλλά και τη δημιουργία υπερεθνικών τραπεζικών ομίλων έχουν προκαλέσει το έντονο ενδιαφέρον όχι μόνο των οικονομολόγων αλλά και των δικηγόρων που τονίζουν τις επιπτώσεις στον ανταγωνισμό, και των πολιτικών που προσπαθούν μέσω της επιβολής νομοθετημάτων να διασφαλίσουν συνετές, δημοκρατικές και διαφανείς διαδικασίες.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση μέσω των θεσμικών οργάνων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, την DGIV και τα το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο, έχει αναπτύξει από τις 21 Σεπτεμβρίου 1990 μια αποτελεσματική πολιτική ανταγωνισμού ώστε να ελέγχει όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που θεωρείται ότι έχουν «κοινοτική διάσταση», δηλαδή όταν:

- ο παγκόσμιος κύκλος εργασιών των επιχειρήσεων που εμπλέκονται υπερβαίνει αθροιστικά τα πέντε δισεκατομμύρια ευρώ,
- ο συνολικός κύκλος εργασιών της κάθε μίας επιχείρησης υπερβαίνει τα 250 εκατομμύρια ευρώ, εκτός και εάν
- τουλάχιστον τα 2/3 του συνολικού κύκλου εργασιών της μίας επιχείρησης σε κοινοτικό επίπεδο δημιουργείται μέσα στο ίδιο κράτος-μέλος^{26,27}.

Το 1998, οι ρυθμίσεις αυτές της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (European Community Merger Regulation) τροποποιήθηκαν ώστε να καλύπτουν περισσότερες περιπτώσεις δημιουργίας συγκέντρωσης με κοινοτική διάσταση. Κατά αυτό τον τρόπο, η Ευρωπαϊκή Ένωση ενισχύει το στόχο της ολοκλήρωσης και της ενοποίησης των επιμέρους αγορών και ταυτόχρονα επηρεάζει καταλυτικά με αποφάσεις – ορόσημο (Άρθρα 81 και 82) τη δράση των επιχειρήσεων και των εθνικών κρατικών και κυβερνητικών αρχών, όταν αυτές επιδρούν πιθανώς στη διαμόρφωση των συνθηκών

²⁵ HAWAWINI A. GABRIEL, SWARY ITZHAK, "Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry, Evidence from the Capital Markets", Elsevier Science Publishers B.V., 1990, p.p.4-6

²⁶ SUDARSANAM P.SUDI, "Creating Value from Mergers And Acquisitions, The Challenges, An Integrated and International Perspective", Prentice Hall International UK Limited 2003, p.p. 420-427

²⁷ MCGOWAN LEE AND MICHELLE CINI, "Discretion and Politicization in EU Competition Policy: The Case of Merger Control", Governance: An International Journal of Policy and Administration, Vol.12, No2, April 1999 (pp. 175-200)



ανταγωνισμού. Υπό την ηγεσία του επίτροπου, Μ. Μόντι, η Επιτροπή διατηρεί την αρμοδιότητά της για το συνεχή και συστηματικό έλεγχο σε στρεβλώσεις του ανταγωνισμού και έχει επίσης αναλάβει ένα φιλόδοξο και μεγαλεπήβολο πρόγραμμα αναθεώρησης της αναδιοργάνωσης και ανανέωσης των κανόνων και των πρακτικών ρυθμίσεων που διέπουν την αντιμονοπωλιακή πολιτική, το καθεστώς ελέγχου των συγχωνεύσεων και τους ελέγχους των κρατικών ενισχύσεων. Έως σήμερα, τα μικρά μεγέθη των ελληνικών επιχειρήσεων δεν έχουν προκαλέσει την παρέμβαση της DGIV σε κάποια περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Η Ελλάδα διαθέτει τη δική της νομοθεσία περί ανταγωνισμού από το 1977. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το **άρθρο 4 του Ν. 703/1977** «Περί ελέγχου μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού» που αναφέρεται στη συγκέντρωση επιχειρήσεων, ορίζονται βασικά τα ακόλουθα²⁸:

- Συγκέντρωση πραγματοποιείται όταν : (α) συγχωνεύονται με κάθε τρόπο δύο ή περισσότερες ανεξάρτητες επιχειρήσεις ή (β) ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μία επιχείρηση, ή μία ή περισσότερες επιχειρήσεις, αποκτούν άμεσα ή έμμεσα τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

- Κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού μέσα σε δέκα εργάσιμες ημέρες από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής, που εξασφαλίζει τον έλεγχο της επιχείρησης όταν:

(α) με τη συγκέντρωση αποκτάται ή αυξάνεται το μερίδιο αγοράς των προϊόντων ή των υπηρεσιών που αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών, τμήμα της, τουλάχιστον 35% του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή από τον καταναλωτή λόγω των ιδιοτήτων, της τιμής τους και της χρήσης για την οποία προορίζονται ή

(β) ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ανέρχεται στην εθνική αγορά, τουλάχιστον σε 150.000.000 Ευρώ και δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν, καθεμία χωριστά, συνολικό κύκλο εργασιών άνω 15.000.000 Ευρώ.

²⁸ Ιστοσελίδα Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού, «Ενοποίηση» ισχυουσών διατάξεων για τον ελεύθερο ανταγωνισμό »



Το μερίδιο αγοράς αντιστοιχεί στο άθροισμα όλων των μεριδίων αγοράς, που κατέχουν οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις στην εθνική αγορά ή στο τμήμα της εθνικής αγοράς που αφορά η συγκέντρωση. Ο συνολικός κύκλος εργασιών, περιλαμβάνει τα ποσά που απορρέουν από την πώληση προϊόντων και την παροχή υπηρεσιών από τις εν λόγω επιχειρήσεις, στην εθνική αγορά, κατά τη διάρκεια της τελευταίας οικονομικής χρήσης και αντιστοιχούν στις συνήθεις δραστηριότητές τους, αφού αφαιρεθούν οι εκπτώσεις επί των πωλήσεων, καθώς και ο φόρος προστιθέμενης αξίας και άλλοι φόροι που συνδέονται άμεσα με τον κύκλο εργασιών. Ειδικότερα, για τα πιστωτικά ιδρύματα και άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αντί του κύκλου εργασιών λαμβάνεται υπόψη το ένα δέκατο των στοιχείων του ενεργητικού τους, όπως αυτό προκύπτει από τον ισολογισμό της τελευταίας κλεισμένης χρήσης, πολλαπλασιαζόμενο επί το λόγο των απαιτήσεων, που προκύπτουν από συναλλαγές με τράπεζες, άλλα πιστωτικά ιδρύματα και πελάτες που έχουν την εγκατάστασή τους ή την κατοικία τους στην Ελλάδα, προς το συνολικό ποσό των απαιτήσεων αυτών.

- Σε περίπτωση υπαίτιας παράβασης της υποχρέωσης προς γνωστοποίηση η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιβάλλει στον καθένα από τους υπόχρεους προς γνωστοποίηση πρόστιμο το οποίο δεν υπερβαίνει το 7% του συνολικού κύκλου εργασιών.
- Απαγορεύεται κάθε συγκέντρωση επιχειρήσεων η οποία μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών τμήμα της και ιδίως με τη δημιουργία ή ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης. Για την εκτίμηση της δυνατότητας μιας συγκέντρωσης να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό λαμβάνονται υπόψη ιδιαίτερα η διάρθρωση όλων των σχετικών αγορών, ο πραγματικός ή δυνητικός ανταγωνισμός εκ μέρους επιχειρήσεων εγκατεστημένων εντός ή εκτός Ελλάδας, η ύπαρξη νομικών ή πραγματικών εμποδίων εισόδου στην αγορά, η θέση των ενδιαφερόμενων επιχειρήσεων στην αγορά και η χρηματοδοτική και οικονομική δύναμή τους, η εξέλιξη της προσφοράς και της ζήτησης των οικείων αγαθών και υπηρεσιών, η συμβολή στην εξέλιξη της οικονομικής και τεχνικής προόδου, τα συμφέροντα των ενδιάμεσων και τελικών καταναλωτών κ.ά.
- Συγκέντρωση που απαγορεύθηκε από την Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί να εγκριθεί με ειδικά αιτιολογημένη απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας



όταν η συγκέντρωση παρουσιάζει γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα, τα οποία αντισταθμίζουν τον περιορισμό του ανταγωνισμού που θα προκύψει από αυτή τη συγκέντρωση, ή κρίνεται απαραίτητη για την εξυπηρέτηση υπέρτερου δημοσίου συμφέροντος, ιδιαίτερα όταν συμβάλλει στον εκσυγχρονισμό και την εκλογίκευση της παραγωγής και της οικονομίας, στην προσέλκυση επενδύσεων, στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας στην ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά, στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης.

- Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Ανταγωνισμού, σε περίπτωση έγκρισης της συγκέντρωσης, εκδίδει μέσα σε ένα μήνα από τη γνωστοποίηση, σχετική πράξη, η οποία κοινοποιείται στα πρόσωπα ή τις επιχειρήσεις που προέβησαν στη γνωστοποίηση. Αν η Επιτροπή Ανταγωνισμού διαπιστώσει ότι η συγκέντρωση μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό, εκδίδει μέσα σε προθεσμία δύο μηνών από την εισαγωγή της υπόθεσης σε αυτή, απόφαση με την οποία απαγορεύει την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης. Η απόφαση κοινοποιείται στις συμμετέχουσες επιχειρήσεις μέσα σε δέκα ημέρες από την έκδοσή της.

- Σε περίπτωση που έχει ήδη πραγματοποιηθεί η συγκέντρωση κατά παράβαση των διατάξεων ή αποφάσεων που απαγορεύουν την πραγματοποίησή της, η Επιτροπή Ανταγωνισμού μπορεί να διατάξει το διαχωρισμό των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στη συγκέντρωση ή των περιουσιακών στοιχείων ή τον τερματισμό του κοινού ελέγχου ή όποια άλλα μέτρα κρίνει πρόσφορα για την άρση του περιορισμού του ανταγωνισμού που απορρέει από την πραγματοποίηση της συγκέντρωσης. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με την απόφαση αυτή, η Επιτροπή επιβάλλει πρόστιμο μέχρι 15% του συνολικού κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων καθώς και κάποια χρηματική ποινή για κάθε ημέρα καθυστέρησης συμμόρφωσης προς την απόφαση.



6. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Τα τελευταία δέκα έτη περίπου, πολλές ερευνητικές εργασίες προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα κατά πόσο οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ τραπεζών βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα της τράπεζας που προκύπτει από τη συγχώνευση ή την εξαγορά αλλά και κατά πόσο υπάρχουν οικονομίες κλίμακας τις οποίες η τράπεζα αυτή θα αξιοποιήσει²⁹. Η αποτελεσματικότητα είναι ευρεία έννοια και μπορεί να καλύπτει διάφορες πλευρές της δραστηριότητας μίας τράπεζας. Μια τράπεζα θεωρείται αποτελεσματική από πλευράς κόστους (X-efficient) ή από πλευράς κερδών αν συνδυάζει κατά τέτοιο τρόπο τους παραγωγικούς συντελεστές ώστε να επιτυγχάνει την ελαχιστοποίηση ή τη μεγιστοποίηση του κόστους ή των κερδών αντίστοιχα, ενώ είναι τεχνολογικά αποτελεσματική εάν αποκτά το άριστο μέγεθος και παράγει τον άριστο συνδυασμό υπηρεσιών με δεδομένες τις τιμές των παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιεί. Είναι εξίσου σημαντική η διάκριση μεταξύ βελτίωσης της αποτελεσματικότητας του κόστους και απλής μείωσης του κόστους, αφού εάν μετά την ανακατανομή των πόρων της, η μείωση κάποιων δαπανών π.χ. αμοιβές προσωπικού ή ενοίκια καταστημάτων συνοδεύει από μικρότερη μείωση ή μικρότερη αύξηση του συνολικού ενεργητικού ή των εσόδων της τράπεζας, τότε δε θα προκύψει βελτίωση της αποτελεσματικότητάς της.

Οι οικονομολόγοι για τους ερευνητικούς τους σκοπούς χρησιμοποιούν δύο κατηγορίες εμπειρικών μεθόδων:

(α) την αξιολόγηση της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς και μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσής της με τη μέτρηση (βάσει ποικίλων οικονομετρικών υποδειγμάτων) των προβλεπόμενων αποδόσεων που θα είχαν οι μετοχές των εταιρειών που συγχωνεύονται στην περίπτωση εκείνη που δεν είχε γίνει η συγχώνευση, τις οποίες και αφαιρεί από τις πραγματικές αποδόσεις κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει ότι οι μετοχές των τραπεζών αυτών είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Η μέθοδος αυτή βασίζεται πάνω στη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών (Efficient Markets Theory) και ονομάζεται *ex ante* ανάλυση και είναι ουσιαστικά μελέτη των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με την επίπτωση του γεγονότος.

²⁹ ΑΘΑΝΑΣΟΓΛΟΥ Π., ΜΠΡΙΣΙΜΗΣ Σ., «Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα» Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 22, Ιανουάριος 2004, σελ. 7-34



(β) την ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών με βάση τα στοιχεία ισολογισμού και αποτελεσμάτων χρήσεως. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται *ex post* ανάλυση καθώς μελετάει τις επιπτώσεις που ακολουθούν το γεγονός και τις συγκρίνει με τα αντίστοιχα μεγέθη προ της συγχωνεύσεως για τις ίδιες τις επιχειρήσεις και τον κλάδο.

Κάθε μία αν και παρουσιάζει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα εξακολουθεί να συνεισφέρει σημαντικά στις μελέτες ανάλυσης των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Αν και η πρώτη μέθοδος έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής λόγω της ευκολίας χρήσης μεγάλου δείγματος και εξαγωγής συμπερασμάτων σχετικά με την επίπτωση πολλών μεταβλητών, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της είναι δυνατό να συγχέονται με την αναποτελεσματικότητα και τις αδυναμίες της χρηματιστηριακής αγοράς (π.χ. *thin trading* των μετοχών εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης) και είναι ευάλωτη στη διαχρονική μεταβλητότητα των χαρακτηριστικών απόδοσης και κινδύνου των επιχειρήσεων. Με τη δεύτερη μέθοδο αποφεύγονται τα προβλήματα έλλειψης στοιχείων για τις μη εισηγμένες εταιρείες ενώ αναλύονται διεξοδικά τα μεγέθη των λογιστικών στοιχείων των υπό συγχώνευση εταιρειών. Η κριτική που έχει ασκηθεί στη μέθοδο αυτή συνίσταται βασικά στο ότι δεν είναι δυνατό να διατηρηθούν σταθεροί ορισμένοι παράγοντες και να διαχωριστούν οι επιπτώσεις από τη συγχώνευση ή την εξαγορά από άλλα γεγονότα και επιχειρηματικές αποφάσεις.

Σε γενικές γραμμές, οι απόψεις και τα πορίσματα των μελετών σχετικά με τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι ανάμεικτα. Σε κάθε περίπτωση αυτά εξαρτώνται από το δείγμα των πιστωτικών ιδρυμάτων που εξετάζεται, την περίοδο που έλαβαν χώρα αυτές οι κινήσεις, τη μέθοδο επεξεργασίας των δεδομένων και τις υποθέσεις που αυτές διατυπώνουν και μια πλειάδα άλλων παραγόντων.

6.1. Για τις ελληνικές τράπεζες

Οι Αθανάσογλου και Μπρισίμης (2004) στη μελέτη τους για την επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών την περίοδο 1997 – 2002, στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των εμπορικών τραπεζών στην Ελλάδα, χρησιμοποιώντας τρεις συμπληρωματικές μεθόδους, για την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων των όποιων αδυναμιών παρουσιάζει η χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών, κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα:



1. Με βάση τη σύγκριση δεικτών εσόδων, κόστους, κερδών και παραγωγικότητας (ως προς την εργασία, το κεφάλαιο και το σύνολο του ενεργητικού) και της διασποράς αυτών (απόσταση μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων επιδόσεων) για τέσσερις ομάδες τραπεζών ανάλογα με το μέγεθος του ενεργητικού τους κατά τις περιόδους πριν και μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές δηλαδή 1994 – 1997 και 2000 - 2002, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές άσκησαν συνολικά θετική επίδραση στις επιδόσεις των τραπεζών που συγχωνεύθηκαν καθώς κατά την περίοδο 1994 – 1997 διαπιστώθηκαν σημαντικά περιθώρια για βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κερδών σε όλες τις ομάδες. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να συμβάλλουν και στην αύξηση της παραγωγικότητας βραχυχρονίως μέσω λ.χ. της μεταβολής των ρυθμίσεων που αφορούν στην εσωτερική οργάνωση της τράπεζας ή της διαφοροποίησης του κινδύνου με τη μετατόπιση του χαρτοφυλακίου της τράπεζας από χρεόγραφα σε δάνεια.
2. Με βάση τη σύγκριση κάθε ομάδας τραπεζών με την τράπεζα που εμφανίζει τις καλύτερες επιδόσεις, εκτιμάται η (αν)αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών κατά τις περιόδους πριν και μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Έτσι, προκύπτει ότι η αναποτελεσματικότητα κόστους για το σύνολο των τραπεζών, όπως εκφράζεται με τα λειτουργικά έξοδα και τις δαπάνες προσωπικού ως ποσοστό των συνολικών εσόδων, περιορίζεται σημαντικά σε σύγκριση με την περίοδο 1994 – 1997, και ιδιαίτερα για την ομάδα τραπεζών με το μεγαλύτερο μέγεθος ενεργητικού. Η αναποτελεσματικότητα κερδών του συνόλου των τραπεζών, αν και περιορίστηκε, παραμένει ακόμη σε υψηλό επίπεδο λόγω της μη σημαντικής υποχώρησης της αναποτελεσματικότητας με βάση την παραγωγικότητα του κεφαλαίου και του συνόλου του ενεργητικού.
3. Με βάση τη σύγκριση των επιδόσεων των τραπεζών από πλευράς κόστους και κερδών σε οκτώ μεμονωμένες περιπτώσεις συγχωνεύσεων, κατά την περίοδο πριν και μετά τη συγχώνευση, με τις αντίστοιχες επιδόσεις των τραπεζών που δεν έχουν συμμετάσχει σε εξαγορές και συγχωνεύσεις, σε τρεις διαπιστώνεται μείωση του δείκτη σχετικού κόστους δηλαδή βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους, σε έξι διαπιστώνεται αύξηση του δείκτη σχετικής αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE) και τέσσερις συνδέονται με αύξηση της σχετικής αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA).



Οι Αθανάσογλου, Μπρισίμης και Γεωργίου (2005)³⁰ στη μελέτη τους για την επίδραση που άσκησε η ανακοίνωση της πρόθεσης για πραγματοποίηση συγχώνευσης ή εξαγοράς μεταξύ ελληνικών τραπεζών στις τιμές των μετοχών τους, χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία της «ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων». Εξετάζονται οι ανακοινώσεις που έγιναν κατά την περίοδο 1998 – 1999 για επτά τραπεζικές συγχωνεύσεις και εξαγορές. Για να μελετηθεί επίσης η πραγματική και συνεχής επίδραση του συμβάντος στις τιμές των μετοχών, οι υπερκανονικές αποδόσεις υπολογίζονται σωρευτικά για ολόκληρη την περίοδο πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης για κάθε μετοχή. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, τόσο οι εξαγοράζουσες όσο και οι εξαγοραζόμενες παρουσίασαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο ιδιαίτερα υψηλές θετικές υπερκανονικές αποδόσεις και ιδίως, την περίοδο πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης γεγονός που αποτελεί ένδειξη για διάχυση φημολογίας ή κατάχρηση εσωτερικής πληροφόρησης κατά την περίοδο που προηγήθηκε της ανακοίνωσης. Επίσης, οι εξαγοράζουσες τράπεζες εμφάνισαν σημαντικά υψηλότερες σωρευτικές υπερκανονικές αποδόσεις από εκείνες των εξαγοραζομένων και με μεγαλύτερη χρονική διάρκεια. Αν και το υπό εξέταση δείγμα είναι μικρό και δυσχεραίνει την εξαγωγή γενικότερων συμπερασμάτων, παρέχει τη δυνατότητα σύγκρισης των αποτελεσμάτων της κάθε περίπτωσης συγχώνευσης και εξαγοράς με την επίδραση στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των τραπεζών, όπως προκύπτει από την προηγούμενη μελέτη. Με εξαίρεση λοιπόν δύο περιπτώσεις, οι υπόλοιπες κινούνται σε αντιστοιχία με τα συμπεράσματα των Αθανάσογλου και Μπρισίμη (2004) και συνεπώς, φαίνεται ότι οι θετικές υπερκανονικές αποδόσεις των μετοχών αντανakλούν τις προσδοκίες των επενδυτών για ανάλογη βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους και κερδών.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Πρωτόπαπα, Τραυλού και Τσαγκαράκη (2003)³¹ στην οποία με τη χρήση της ίδιας μεθοδολογίας εξετάζεται η επίδραση των 72 συνολικά συγχωνεύσεων και εξαγορών στον πλούτο των μετόχων ελληνικών επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε αυτές ως αγοράζουσες ή αγοραζόμενες κατά την περίοδο 1988-1997, όπως αντανakλάται στη χρηματιστηριακή τους τιμή 151 ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Κατά τη μελέτη, διαπιστώνεται θετική και

³⁰ ΑΘΑΝΑΣΟΓΛΟΥ Π., ΑΣΗΜΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Ι., ΓΕΩΡΓΙΟΥ Ε., «Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα» Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 24, Ιανουάριος 2005, σελ. 29-48

³¹ ΠΡΩΤΟΠΑΠΑΣ Γ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ, ΤΡΑΥΛΟΣ Γ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ, ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ Β. ΝΙΚΟΛΑΟΣ, «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων», Περιοδικό ΣΠΟΥΔΑΙ, Τόμος 53 (2003)/ Τεύχος 4, σελ. 80-104



στατιστικά σημαντική αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση 5 ημέρες πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς και για την αγοράζουσα και για την αγοραζόμενη επιχείρηση. Ωστόσο, διαπιστώνεται ότι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις τόσο των αγοραζουσών όσο και των αγοραζόμενων επιχειρήσεων είναι υψηλότερες και μικρότερες αντίστοιχα, σε σχέση με τις αντίστοιχες των αναφερομένων στη διεθνή βιβλιογραφία. Οι μελετητές διατυπώνουν την άποψη ότι η διαφορά αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η αγορά των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ελλάδα είναι αρκετά μικρή και δεν είναι ανταγωνιστική με αποτέλεσμα οι αγοράζουσες επιχειρήσεις να παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος του συνολικού οφέλους.

6.2. Επισκόπηση εμπειρικών αποτελεσμάτων διεθνούς βιβλιογραφίας

Ο Pilloff (1996)³² χρησιμοποιώντας και τις δύο προαναφερθείσες μεθόδους για τη μελέτη 48 συγχωνεύσεων εισηγμένων σε χρηματιστήριο τραπεζών που ολοκληρώθηκαν κατά την περίοδο 1982-1991 καταλήγει στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Η χαμηλή κερδοφορία της επιχείρησης – στόχου, το υψηλό κόστος και των δύο εμπλεκόμενων επιχειρήσεων και ένα σημαντικό απόλυτο και σχετικό μέγεθος της επιχείρησης – στόχου παρουσιάζουν μία σημαντική θετική συσχέτιση με τη βελτίωση των χρηματοοικονομικών δεικτών. Σε γενικές γραμμές, οι δείκτες παραμένουν ανεπηρέαστοι από το γεγονός της συγχώνευσης.
- Αν και οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις είναι σχεδόν μηδαμινές, που ουσιαστικά σημαίνει ότι η αγορά δεν αναμένει η συγχώνευση να συντείνει σε βελτίωση αποτελεσματικότητας, υψηλές σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις παρουσιάζονται όταν η αγορά πιστεύει ότι η συνένωση των επιχειρήσεων θα οδηγήσει σε σημαντική εξοικονόμηση κόστους, και μάλιστα όταν οι δαπάνες της απορροφώμενης επιχείρησης υπερτερούν κατά πολύ των αντιστοίχων της απορροφώσας.
- Οι συσχετίσεις που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ των μη-κανονικών αποδόσεων και των χρηματοοικονομικών δεικτών ήταν στατιστικά ασήμαντες αποδεικνύοντας ότι οι προσδοκίες της αγοράς δεν έχουν καμία σχέση με πιθανές βελτιώσεις στην αποτελεσματικότητα μιας τράπεζας.

³²PILLOFF J. STEVEN, "Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions", Journal of Money, Credit and Banking, August 1996, Vol.28, No.3, pp.294-310



Αν και η διάκριση μεταξύ της ανεπάρκειας που παρουσιάζει η χρηματοπιστηριακή αγορά και των αλλαγών στους χρηματοοικονομικούς δείκτες μιας επιχείρησης, ως επακόλουθο μιας συγχώνευσης, είναι δυσχερές, οι Cornett και Tehranian (1991)³³ προσπαθούν να αποδώσουν τις μη-κανονικές αποδόσεις που παρουσιάζουν οι μετοχές της απορροφώσας και της απορροφώμενης τράπεζας κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της συγχώνευσης στη βελτίωση των χρηματοοικονομικών μέτρων αξιολόγησης της απόδοσης της συνενωμένης τράπεζας. Για το λόγο αυτό, εξετάζουν 30 εξαγορές μεγάλων τραπεζών (με τίμημα εξαγοράς άνω των \$ 100 εκατομμυρίων) που έλαβαν χώρα στην Αμερική κατά την περίοδο 1982-1987, είτε οι τράπεζες δραστηριοποιούνταν στην ίδια πολιτεία είτε σε διαφορετικές. Από την έρευνά τους συνάγεται ότι συγκριτικά με τις τράπεζες του κλάδου, οι τράπεζες που προκύπτουν από τη συγχώνευση αποδίδουν καλύτερα από πριν (π.χ. αύξηση του ενεργητικού, σωστή εκμετάλλευση των περισσότερων χορηγήσεων και καταθέσεων, αύξηση της παραγωγικότητας των υπαλλήλων) και όντως, οι συσχετίσεις που βρίσκουν είναι στατιστικά σημαντικές, ένδειξη ότι κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς το επενδυτικό κοινό αναμένει καλύτερη.

Σε παρόμοια αποτελέσματα με τους Corentt και Tehranian έχουν καταλήξει και οι Healy, Palepu και Ruback (1992)³⁴ χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από τις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ βιομηχανικών επιχειρήσεων στην Αμερική την περίοδο 1979-μέσα 1984. Μεταξύ των άλλων, τονίζουν τη σημαντική ενίσχυση των λειτουργικών ταμειακών ροών των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων λόγω της βελτίωσης της παραγωγικότητας των στοιχείων του ενεργητικού και της σημαντικής θετικής σχέσης με τις μη-κανονικές αποδόσεις που διαπιστώνονται στις μετοχές των εταιρειών κατά την ανακοίνωση του γεγονότος.

Ο Rhoades (1998)³⁵ αναγνωρίζοντας τη διαφωνία που υπάρχει μεταξύ των τραπεζικών στελεχών και των αναλυτών σχετικά με τα οφέλη που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται στον τραπεζικό τομέα (και ιδιαίτερα των

³³ CORNETT M. MARCIA, TEHRANIAN HASSAN, "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", *Journal of Financial Economics* 31, 1992, 211-234 North-Holland

³⁴ HEALY M. PAUL, PALEPU G. KRISHNA & RUBACK S. RICHARD, "Does corporate performance improve after mergers", *Journal of Financial Economics* 31 (1992) 135-175, North-Holland

³⁵ RHOADES A. STEPHEN, "The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers", *Journal of Banking and Finance*, 1998, Vol.22, pp.273-291



οριζοντίων), μελετάει εννιά περιπτώσεις οριζοντίων συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στην Αμερική στις αρχές της δεκαετίας '90. Έχει «επιλέξει» αυτές τις περιπτώσεις με βάση κάποια χαρακτηριστικά, τα οποία σύμφωνα με ορισμένες εμπειρικές μελέτες παίζουν σημαντικό ρόλο στην αποκόμιση ωφελειών στην αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, οι εμπλεκόμενες τράπεζες ήταν μεγάλοι μεγέθους, παρουσίαζαν σημαντική επικάλυψη δραστηριοτήτων και κατά την περίοδο που πραγματοποιήθηκαν, οι τραπεζικές επιχειρήσεις και όχι μόνο, κατέβαλαν ιδιαίτερες προσπάθειες περικοπής δαπανών και βελτίωσης της αποτελεσματικότητάς τους. Αν και όλες οι επιχειρήσεις πέτυχαν σημαντική μείωση σε διάφορες κατηγορίες κόστους εντός τριών ετών, καθώς είχαν δεσμευθεί να επιτύχουν αυτό το στόχο, διαπιστώνεται μια αξιοσημείωτη διαφοροποίηση στα αποτελέσματα. Στα σημαντικότερα ευρήματα της μελέτης του περιλαμβάνεται ότι ο βαθμός επικάλυψης του δικτύου καταστημάτων, το απόλυτο μέγεθος της απορροφώσας τράπεζας και το μέγεθος της συγκριτικά με το μέγεθος της επιχείρησης – στόχου αλλά και το εάν η απορροφώσα τράπεζα είναι το ίδιο ή περισσότερο αποτελεσματική από την απορροφώμενη, σε ένα τουλάχιστον δείκτη, αποδεικνύονται σημαντικοί παράγοντες των θετικών αποτελεσμάτων μιας συγχώνευσης αλλά όχι και αναγκαίοι. Ακόμα και κατά τη μελέτη αυτών των εννέα συγχωνεύσεων διαπιστώνεται μια δυσκολία απομόνωσης εκείνων των μεταβλητών που παίζουν καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία μίας συγχώνευσης. Βέβαια, λόγω της μη-τυχαίας επιλογής των περιπτώσεων υπό εξέταση, τα αποτελέσματα της μελέτης του δεν είναι σωστό να γενικευτούν.

Ο Peristiani (1997)³⁶ προσπαθεί να συνθέσει το προφίλ των συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν στον αμερικάνικο τραπεζικό κλάδο τη δεκαετία 1980-1990 και να επεξηγήσει κατά πόσο οι τράπεζες που προήλθαν από μία συγχώνευση βελτίωσαν τις αποδόσεις τους εντός μίας τετραετίας. Όπως προκύπτει από την εργασία του, σε σχέση πάντα με ένα δείγμα ελέγχου, οι απορροφώσες τράπεζες απέτυχαν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητά τους όσον αφορά στο κόστος, αλλά οι τράπεζες μικρού και μεσαίου μεγέθους σημείωσαν πρόοδο όσον αφορά κάποια βασικά μεγέθη. Εισάγοντας στην ανάλυσή του 16 επεξηγηματικές μεταβλητές όπως είναι η μεταβολή στο μερίδιο αγοράς, στο εργατικό δυναμικό, στις καταθέσεις μετά τη συγχώνευση ή η σταθμισμένη διαφορά στην αποδοτικότητα του

³⁶ PERISTIANI STAVROS, "Do mergers improve the X-Efficiency and Scale Efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, No.3, (August 1997)



ενεργητικού των τραπεζών πριν τη συνένωση, εκτιμά ποιοι είναι οι παράγοντες που έχουν σημασία στην κερδοφορία και στην αποτελεσματικότητα κόστους των «νέων» τραπεζών. Ο δείκτης των χορηγήσεων και των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως ποσοστό του ενεργητικού, η αύξηση του απόλυτου μεγέθους των καταθέσεων είναι μερικές από τις συνιστώσες μίας κερδοφόρας πορείας για την απορροφώσα τράπεζα μετά τη συγχώνευση. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαπίστωση ότι οι συγχωνεύσεις με τράπεζες οι οποίες παρουσιάζουν αναποτελεσματικότητα, είναι ιδιαίτερα επωφελείς για τις απορροφώσες τράπεζες.

Η μελέτη της DeLong (2001)³⁷ εξετάζει δύο εναλλακτικούς τύπους συγχωνεύσεων, τα προσδιοριστικά τους χαρακτηριστικά και πώς αυτά συμβάλλουν στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Αναλύει 56 περιπτώσεις συγχωνεύσεων στην Αμερική, στις οποίες ο ένας συμβαλλόμενος είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, κατά την περίοδο 1991-1995. Από τη μία, οι συγχωνεύσεις που συντελούν στη διαφοροποίηση του χρηματοοικονομικού χαρτοφυλακίου μιας τράπεζας (diversifying mergers) βαίνουν επωφελείς διότι συνδυάζουν συνεργίες κόστους, μείωση της μεταβλητότητας των κερδών και κατ' επέκταση μείωση της πιθανότητας μιας ενδεχόμενης πτώχευσης, αλλά και μείωση των αναγκών προσφυγής στο δανεισμό της κεφαλαιαγοράς, του οποίου το κόστος είναι υψηλότερο από το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, οι συγχωνεύσεις που αποβλέπουν στην ενίσχυση των εργασιών του core banking μιας τράπεζας (focus mergers) παρουσιάζουν πλεονεκτήματα όπως λειτουργικές συνέργιες (παύση λειτουργίας καταστημάτων των οποίων η απόσταση είναι μικρή), αξιοποίηση του στελεχιακού δυναμικού και γενικότερα διοικητικές συνέργιες, και αποφυγή επενδύσεων με αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Τα συμπεράσματα της μελέτης της συμφωνούν με την προηγούμενη βιβλιογραφία, η οποία τείνει να ευνοεί τις συγχωνεύσεις τραπεζών με παρόμοια προϊόντα και δραστηριότητες. Άμεσα, το επενδυτικό κοινό αποτιμά και αντιδρά θετικά σε αυτές τις περιπτώσεις, καθώς αντιλαμβάνεται τα χαρακτηριστικά των υπό συγχώνευση εταιρειών. Ωστόσο, οι μεμονωμένες αποδόσεις της μετοχής της απορροφώσας τράπεζας εμφανίζει απώλειες και της τράπεζας-στόχου εμφανίζει κέρδη. Επίσης, η έρευνά της δείχνει ότι οι συγχωνεύσεις μακροπρόθεσμα κρίνονται επιτυχημένες όταν οι δείκτες αποτελεσματικότητας της απορροφώμενης τράπεζας δεν είναι καλοί, συγκριτικά με της απορροφώσας, η διάρθρωση των εσόδων είναι

³⁷ DELONG L. GAYLE, "Focusing versus diversifying bank mergers: analysis of market reaction and long-term performance", (January 2001)



παρόμοια και η καταβολή του τιμήματος εξαγοράς δε γίνεται αποκλειστικά με μετρητά.

Σε μία μελέτη διαφορετική από άλλες, οι Sherman και Rupert (2004)³⁸, χρησιμοποιώντας εσωτερικές πληροφορίες, αναλύουν τη λειτουργική αποτελεσματικότητα σε κάθε ένα από τα 200 καταστήματα μίας τράπεζας που προέκυψε μετά τη συγχώνευση τεσσάρων τραπεζών στην Αμερική και συγκαταλέγεται πλέον στις 100 μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας. Από τη σύγκριση του κάθε καταστήματος με το καλύτερο κατάστημα στη νέα τράπεζα (βάσει κριτηρίων ποιότητας παροχής υπηρεσιών, ποσότητας και παραγωγικότητας), διαπιστώνεται η δυνατότητα μείωσης του λειτουργικού κόστους κατά 22%. Από τη σύγκριση, όμως, του κάθε καταστήματος με το καλύτερο κατάστημα της κάθε μία τράπεζας πριν τη συγχώνευση, η υιοθέτηση των πρακτικών του πρότυπου καταστήματος θα αποφέρει μείωση των λειτουργικών εξόδων κατά 7%. Οι συνέργιες κόστους για την υπό εξέταση τράπεζα πραγματοποιήθηκαν τέσσερα χρόνια μετά τη συγχώνευση με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των μετόχων να είναι περιορισμένες για το διάστημα αυτό. Σύμφωνα, με πρόσωπα που διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο, η καθυστέρηση αυτή οφείλεται σε παράγοντες όπως προβλήματα ενσωμάτωσης του προσωπικού, ενοποίησης των συστημάτων πληροφορικής και ελέγχου, πολιτικές πιέσεις και προβλήματα οικονομικής φύσεως όπως το τίμημα αγοράς και η απεικόνιση των αποθεματικών αναδιάρθρωσης στις βραχυπρόθεσμες οικονομικές καταστάσεις, η προσπάθεια διατήρησης της πελατείας της κάθε τράπεζας. Οι δύο οικονομολόγοι προτείνουν ότι οι μέτοχοι πρέπει να απαιτούν λειτουργική και διοικητική ενοποίηση σε ταχύτερους ρυθμούς ώστε να γίνονται άμεσα εμφανείς οι οικονομίες κλίμακας, καθώς υπάρχουν και περιπτώσεις στις οποίες τα οφέλη από τη συγχώνευση δε γίνονται ποτέ αντιληπτά. Παρόλα αυτά, επιφυλάσσονται να γενικεύσουν τα συμπεράσματα της μελέτης τους αν και αποτελέσματα άλλων μελετών τα επιβεβαιώνουν.

Σε μία από τις ελάχιστες μελέτες που δεν εστιάζουν στις συγχωνεύσεις και στις εξαγορές στον αμερικάνικο τραπεζικό κλάδο αλλά στον ευρωπαϊκό, οι Beitel, Schiereck και Wahrenburg (2004)³⁹ αξιολογούν την επίδραση 13 προσδιοριστικών

³⁸ SHERMAN H. DAVID, RUPERT J. TIMOTHY, "Do bank mergers have hidden or foregone value? Realized and unrealized operating synergies in one bank merger", *European Journal of Operational Research* 168 (2006) 253-268

³⁹ BEITEL PATRICK, SCHIERECK DIRK, WAHRENBURG MARK, "Explaining M & A Success in European Banks", *European Financial Management*, Vol. 10, No.1, 2004, 109-139



παραγόντων στην επιτυχία 98 συγχωνεύσεων είτε μεμονωμένα από την πλευρά της απορροφώσας και της απορροφώμενης είτε από την σκοπιά της συνενωμένης τράπεζας. Οι συγχωνεύσεις που μελετούν έλαβαν χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 χωρών κατά το χρονικό διάστημα 1985-2000. Οι αναλυτές καταλήγουν τελικά σε συμπεράσματα συνεπή με την αμερικανική εμπειρία, καθώς οι υπό εξέταση παράγοντες έχουν επεξηγηματική και ίσως προβλεπτική δύναμη για την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την ανακοίνωση της στρατηγικής κίνησης των δύο τραπεζών. Η τράπεζα-στόχος τείνει να επωφελείται από την διαφορά στην αποτελεσματικότητα των δύο τραπεζών και την μέτρια απόδοση της τιμής της μετοχής της πριν την συγχώνευση ενώ οι εξαγοράζουσες τράπεζες πρέπει να στοχεύουν σε τράπεζες με συγκριτικά μικρά μεγέθη αλλά δυναμικά αναπτυσσόμενες. Επίσης, διαπιστώνουν ότι οι συγχωνεύσεις που αποσκοπούν στη μεγέθυνση των τραπεζικών εργασιών, στις οποίες δηλαδή δεν επιχειρείται αναστροφή της πορείας των δύο τραπεζών συντελούν στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους της νέας τράπεζας. Ωστόσο, με έκπληξη διαπίστωσαν ότι οι τράπεζες με μεγαλύτερη εμπειρία ή προηγούμενη δραστηριοποίηση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν επηρεάζουν θετικά την έκβαση μιας συγχώνευσης.

Ένα από τα βασικά συμπεράσματα της προηγούμενης μελέτης, στην οποία καταλήγει και η μελέτη των Altunbas, Molyneux και Thornton(1997)⁴⁰ είναι ότι οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις πρέπει να εξετάζουν διεξοδικά τις υποψήφιες επιχειρήσεις-στόχους πριν κάνουν την τελική επιλογή. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης των αποτελεσμάτων κόστους 7.626 υποθετικών συνδυασμών διασυννοριακών συγχωνεύσεων 124 μεγάλων τραπεζών (με σύνολο ενεργητικού άνω των \$ 5 δισεκατομμυρίων) από τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία, είναι σχεδόν απαισιόδοξα, πιθανόν γιατί δεν θεωρούν ως δεδομένες κάποιες συνέργιες όπως την παύση λειτουργίας κάποιων καταστημάτων ή την αναδιοργάνωση του προϊόντικού χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, μόνο το 28,3% των πιθανών συγχωνεύσεων παρουσιάζει μείωση του κόστους, εκ των οποίων μόλις το 14,9% επιτυγχάνει αυτή τη μείωση σε επίπεδο άνω του 10%.

⁴⁰ ALTUNBAS YENER, MOLYNEUX PHILIP AND THORNTON JOHN, "Big-Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications", *Economica* (1997) 64, 317-29



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

Στον αντίποδα της πρωθύτερης μελέτης, οι Altunbas και Ibanez (2004)⁴¹ διαπιστώνουν θετικά αποτελέσματα σε σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες κατά την εξέταση συγχωνεύσεων τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση την περίοδο 1992-2001 και ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων. Τα χαρακτηριστικά εκείνα που πρέπει να είναι κοινά στους υπό συγχώνευση οργανισμούς ώστε να προκύψουν τα επιθυμητά αποτελέσματα διαφέρουν ανάλογα με το εάν η συγχώνευση γίνεται στην ίδια χώρα ή όχι. Κατ' αυτό τον τρόπο, ανομοιότητες στην πολιτική των χορηγήσεων, των καταθέσεων επιδρούν αρνητικά στα αποτελέσματα των εγχώριων συγχωνεύσεων και θετικά στα αποτελέσματα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων. Ανάλογα, μία διαφορετική τεχνολογική υποδομή ή η διάθεση προϊόντων που διακρίνονται από καινοτομία και ευελιξία λειτουργεί αντιπαραγωγικά για τις τράπεζες που συγχωνεύονται εντός του ίδιου κράτους και ευνοϊκά στη δεύτερη περίπτωση.

⁴¹ ALTUNBAS YENER AND IBANEZ DAVID MARQUES, "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe. The Role of Strategic Similarities", Working Paper Series, October 2004, No.398



7. ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ : ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΚΑΙ ETBA BANK

7.1. Σύντομη Παρουσίαση Τράπεζας Πειραιώς⁴²

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα και το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε ξανά, παρουσιάζει συνεχή και ταχεία ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων. Παράλληλα με την οργανική της ανάπτυξη, η Τράπεζα Πειραιώς προχώρησε σε μία σειρά από στρατηγικές κινήσεις με σκοπό την εδραίωσή της σε μία δυναμικά αναπτυσσόμενη αγορά. Έτσι,

- το **1998** προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα, στην εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας – Θράκης, της μικρής εξειδικευμένης Τράπεζας Credit Lyonnais Hellas, καθώς και στην απόκτηση ελέγχου της Τράπεζας Χίου με την εξαγορά σημαντικού πακέτου (ολοκλήρωση αρχές 1999),
- στις αρχές του **1999** απορρόφησε τη National Westminster Bank PLC στην Ελλάδα,
- τον Ιούνιο **2000**, ολοκληρώθηκε η συγχώνευση της Τράπεζας Πειραιώς με τις Τράπεζες Μακεδονίας-Θράκης και Χίου με ιδιαίτερη επιτυχία
- στις αρχές του **2002**, η Τράπεζα Πειραιώς επελέγη από το Ελληνικό Δημόσιο ως στρατηγικός εταίρος για την αποκρατικοποίηση της Ελληνικής Τράπεζας Βιομηχανικής Ανάπτυξης, εξαγοράζοντας το 57,78% του μετοχικού της κεφαλαίου με την καταβολή σε μετρητά 510 εκατομμυρίων ευρώ. Επίσης, στις αρχές του έτους υπογράφηκε συμφωνία Στρατηγικής Συνεργασίας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς με το διεθνή τραπεζοασφαλιστικό Όμιλο ING για την ελληνική αγορά. Αποτέλεσμα αυτής της συμφωνίας ήταν η δημιουργία δύο κοινών επιχειρηματικών σχημάτων (joint ventures) στους χώρους των τραπεζοασφαλειών - ομαδικών ασφαλιστικών προϊόντων (banc assurance) και της διαχείρισης περιουσίας τρίτων (asset management), καθώς και η αμοιβαία απόκτηση συμμετοχής.
- η συγχώνευσή της Τράπεζας Πειραιώς και της ETBA bank ολοκληρώθηκε επιτυχώς το Δεκέμβριο 2003.
- κατά το **2004**, στο πλαίσιο αναδιοργάνωσης του χαρτοφυλακίου συμμετοχών, η Τράπεζα Πειραιώς προβαίνει σε κινήσεις ενίσχυσης των ποσοστών συμμετοχής της σε θυγατρικές εταιρείες ώστε να δημιουργεί τις προϋποθέσεις για απορροφήσεις

⁴² www.piraeusbank.gr



θυγατρικών με όσον το δυνατόν λιγότερους κραδασμούς για τη μετοχή της μητρικής, στην κατεύθυνση της κεφαλαιακής ενδυνάμωσης με την οποία κινείται συνολικά ο τραπεζικός τομέας. Ήδη, έχουν ξεκινήσει οι διαδικασίες απορρόφησης των 100% θυγατρικών της εταιρειών Πειραιώς Finance Παροχής Οικονομικών Υπηρεσιών και Συμβουλών, Πειραιώς Συμβουλευτική Επενδύσεων και Πειραιώς Επιχειρηματικών Συμμετοχών ενώ αύξησε και το ποσοστό στην Πειραιώς Real Estate από 71,82 % σε 81,45%. Η πολιτική του Ομίλου εξάλλου επικεντρώνεται στην ενίσχυση των εργασιών του core banking και στο σταδιακό περιορισμό του μη χρηματοοικονομικού χαρτοφυλακίου της Τράπεζας.

➤ στις αρχές του **2005**, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας τη στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, προχώρησε στην εξαγορά της βουλγαρικής Τράπεζας Eurobank, ενισχύοντας την εκεί παρουσία του Ομίλου, ενώ παράλληλα πραγματοποίησε είσοδο στη σερβική αγορά με την εξαγορά της Atlas Bank. Επίσης, άρχισαν οι διαδικασίες απορρόφησης της Ελληνικής Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Α.Ε., θυγατρική της πρώην ETBA bank.

Σήμερα η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτει το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα (universal bank). Διαθέτει ιδιαίτερη τεχνογνωσία στην καταναλωτική-στεγαστική πίστη και στα άλλα προϊόντα τραπεζικής ιδιωτών, στο χώρο των μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων, στην παροχή υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς και επενδυτικής τραπεζικής, στην αναπτυσσόμενη αγορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης και, τέλος, στον τομέα της ναυτιλίας. Οι κεφαλαιακές συμμετοχές του Ομίλου υπόκεινται σε συνεχή παρακολούθηση και αξιολόγηση, τόσο προϋπολογιστικά όσο και απολογιστικά, ώστε να επιτυγχάνεται η αποτελεσματική διαχείρισή τους.

Στο τέλος Μαρτίου 2005, οι μέτοχοι της Τράπεζας Πειραιώς έφθαναν τους 216.666. Πιο συγκεκριμένα, η μετοχική σύνθεση της Τράπεζας Πειραιώς παρουσίαζε πλούσια διασπορά και ήταν η ακόλουθη :

- το 49,4% κατεχόταν από φυσικά πρόσωπα
- το 4,2% από την ING (το ποσοστό κατέχεται μέσω των ING Ζωής και ING Γενικών Ασφαλίσεων από το 2002)
- το 25,7% από ξένους θεσμικούς επενδυτές
- το 11,6% από Έλληνες θεσμικούς επενδυτές
- το 5,5% από εταιρείες
- το 2,7% από το Δημόσιο και



- το 0,9% ίδιες μετοχές.

7.2. **Σύντομη Παρουσίαση ETBA bank^{43,44}**

Η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως ιδρύθηκε το 1964 μετά από συγχώνευση τριών οργανισμών που υπήρχαν μέχρι τότε: του Οργανισμού Βιομηχανικής Αναπτύξεως (Ο.Β.Α.), του Οργανισμού Χρηματοδότησης Οικονομικής Αναπτύξεως (Ο.Χ.Ο.Α.) και του Οργανισμού Τουριστικής Πίστεως (Ο.Τ.Π.). Με το Ν.Δ. 1369/73 μετατράπηκε σε Τραπεζική Ανώνυμη Εταιρία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο ενώ το 2000, η ETBA εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και διατέθηκε στο ευρύ κοινό το 24% του μετοχικού της κεφαλαίου.

Από την ίδρυση της συνέβαλε αποφασιστικά στην ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας με την χρηματοδότηση επιχειρήσεων, την ανάπτυξη της περιφερειακής υποδομής της χώρας και τη χορήγηση επιχειρηματικών κεφαλαίων και συμμετοχή σε επιχειρήσεις που είχαν στρατηγική σημασία για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας.

Για τη χρηματοδότηση των αναγκών της σε κεφάλαια, εκτός από το μετοχικό της κεφάλαιο, χρησιμοποίησε τα Ομόλογα ETBA. Τα ομόλογα αυτά αποτέλεσαν το κυριότερο (εκτός από τις καταθέσεις) αποταμιευτικό προϊόν για το ευρύ κοινό πριν από την έκδοση ομολόγων από το Ελληνικό Δημόσιο. Η σταδιακή κατάργηση από το 1989, σύμφωνα με την Β' Κοινοτική Οδηγία για το τραπεζικό σύστημα, της επιδότησης ομολόγων και στη συνέχεια η φορολόγησή τους με συντελεστή 15% επιβάρυναν υπέρμετρα το χρηματοοικονομικό κόστος άντλησης κεφαλαίων μέσω των τραπεζικών ομολόγων. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τη συσσώρευση προβλημάτων στο χαρτοφυλάκιο δανείων και συμμετοχών δημιούργησαν αρνητικά λειτουργικά αποτελέσματα στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Το 1995 ξεκίνησε η εξυγίανση και ο τεχνολογικός εκσυγχρονισμός της τράπεζας. Το πρόγραμμα εξυγίανσης της ETBA bank είχε πενταετή διάρκεια και αφορούσε κυρίως στα ακόλουθα θέματα:

- Παροχή μετοχικής ενίσχυσης από το Δημόσιο,
- Διαχωρισμό του διαχειριστικού από τον αναπτυξιακό – επενδυτικό τομέα της τράπεζας, με ξεχωριστών λογιστικών καταστάσεων για τις δραστηριότητες κάθε τομέα,

⁴³ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ Χ.Α. (Δεκέμβριος 2003)

⁴⁴ Ετήσια Έκθεση ETBA bank 2002



- Πρόγραμμα ανάκτησης ή διαγραφής επισφαλών απαιτήσεων,
- Ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού μη απαραίτητων για την εύρυθμη λειτουργία της τράπεζας,
- Εκπόνηση, σε συνεργασία με το σύλλογο εργαζομένων, και υποβολή προς έγκριση ολοκληρωμένου προγράμματος οργανωτικής και διοικητικής αναδιάρθρωσης
- Πρόγραμμα μείωσης προσωπικού και ρύθμιση εργασιακών σχέσεων,
- Υποχρεώσεις που αναλαμβάνει η τράπεζα για την υλοποίηση του προγράμματος εξυγίανσης και ο τρόπος παρακολούθησης της προόδου του.

Το πρόγραμμα εξυγίανσης ολοκληρώθηκε σε διάστημα τεσσάρων ετών από την ένταξη του αντί των προβλεπόμενων πέντε ετών. Το 1999 η ETBA εισήχθη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών με αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και ταυτόχρονη διάθεση υφισταμένων μετοχών κυριότητας του Ελληνικού Δημοσίου.

Η τράπεζα στα πλαίσια υλοποίησης του σκοπού της ανέπτυξε πολύπλευρη δραστηριότητα, η οποία αφορά κυρίως στη:

- Χρηματοδότηση επιχειρήσεων σε κλάδους της ελληνικής οικονομίας με έμφαση σε εκείνους της ναυτιλίας, του τουρισμού και της βιομηχανίας,
- Δημιουργία επιχειρήσεων με χορήγηση επιχειρηματικών κεφαλαίων και συμμετοχή σε επιχειρήσεις που κατά το χρόνο ίδρυσης τους είχαν στρατηγική σημασία για την οικονομία,
- Ανάπτυξη της βιομηχανικής υποδομής της χώρας κυρίως με τη δημιουργία, οργάνωση και εκμετάλλευση των βιομηχανικών περιοχών (ΒΙ.ΠΕ.).

Ως εκ τούτου, η ETBA διέθετε ένα σημαντικό χαρτοφυλάκιο εταιρικών πελατών, που κατανεμόταν κυρίως στους κλάδους της βιομηχανίας και στον τουρισμό. Λόγω του ειδικού χαρακτήρα του αντικειμένου των Βιομηχανικών Περιοχών και της σημασίας του στην ελληνική βιομηχανία κατ' επέκταση, η Τράπεζα Πειραιώς και το Ελληνικό Δημόσιο, συμφώνησαν κατά την εξαγορά, στην απόσχιση του κλάδου ΒΙ.ΠΕ από την ETBA και την αυτοδύναμη ανάπτυξη του με την μορφή ανώνυμης εταιρίας («ETBA Βιομηχανικές Περιοχές Α.Ε.»), στην οποία θα συμμετέχει τόσο η ETBA, όσο και το Ελληνικό Δημόσιο.

Στη συνέχεια, παρατίθενται συνοπτικά κάποια βασικά μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων της ETBA Α.Ε. για την περίοδο 1998 – 2002.



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Συνοπτικά Στοιχεία Ισολογισμών

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2002	2001	2000	1999	1998
Απαιτήσεις κατά πελατών	1.352.844	1.256.812	1.280.513	1.282.485	1.290.004
Προβλέψεις	144.329	163.752	171.990	206.437	215.778
Σύνολο Ενεργητικού	2.737.083	2.608.824	2.935.116	2.716.389	1.804.916
Υποχρεώσεις προς πελάτες	185.885	411.498	269.923	100.146	21.761
Ίδια Κεφάλαια	1.014.423	1.010.586	1.173.649	1.104.452	692.106
Απασχολούμενο προσωπικό	466	471	480	472	476

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί ETBA Α.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Συνοπτικά Στοιχεία Αποτελεσμάτων

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2002	2001	2000	1999	1998
Γενικά έξοδα διοίκησης	32.669	32.521	33.191	31.116	34.931
Αποσβέσεις	5.202	5.284	4.828	6.760	2.493
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	2.249	4.683	2.107	5.127	1.666
Διαφορές προσ. αξίας απαιτήσεων & προβλέψεις	17.808	46.248	36.337	27.867	40.486
Συνολικά έξοδα	57.927	88.736	76.464	70.869	79.577
Καθαρά έντοκα έσοδα	48.533	50.107	85.463	69.321	82.014
Καθαρά έσοδα προμηθειών	1.054	2.144	3.128	1.897	-1.391
Έσοδα από τίτλους	2.944	11.976	34.462	11.138	6.165
Αποτελέσματα χρηματοοικ. πράξεων	17.325	-1.245	17.332	51.840	13.370
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	1.250	3.273	869	559	790
Συνολικά έσοδα	71.106	66.255	141.253	134.754	100.947
Κέρδη προς διάθεση	37.817	6.390	75.130	93.252	34.390

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί ETBA Α.Ε.



7.3. Περιγραφή της Διαδικασίας Συγχώνευσης

Τα διοικητικά συμβούλια των δύο πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη συνεδρίασή τους στις 24.10.2002 αποφάσισαν την έναρξη της διαδικασίας συγχώνευσής τους με απορρόφηση της ETBA A.E. από την Τράπεζα Πειραιώς A.E., έτσι ώστε μετά τη συγχώνευση η ETBA να πάψει να υφίσταται. Ως ημερομηνία σύνταξης των ισολογισμών μετασχηματισμού ορίστηκε η 31.12.2002. Από 01.01.2003 και μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης των δύο τραπεζών, όλες οι πράξεις που διενεργεί η απορροφώμενη τράπεζα θεωρούνται ότι διενεργήθηκαν για λογαριασμό της απορροφώσας, στα βιβλία της οποίας και μεταφέρονται τα σχετικά ποσά με συγκεντρωτική εγγραφή.

Η υπαγωγή της συγχώνευσης στις διατάξεις του άρθρου 16 του Ν.2151/1997, όπως ισχύει, κρίθηκε σκόπιμη διότι σε σύγκριση με τη διαδικασία που προβλέπουν οι διατάξεις των άρθρων 68 παρ.2 και 69 - 77 του Κ. Ν. 2190/1920 είναι απλούστερη και συντομότερη δεδομένου ότι:

- ▶ Η διαπίστωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών δεν γίνεται από την επιτροπή εμπειρογνομόνων του άρθρου 9 του Ν. 2190/1920 αλλά από ορκωτούς ελεγκτές με προφανές πλεονέκτημα ως προς την ταχύτητα και απλούστευση των ενεργειών, καθώς η εισφορά στην απορροφώσα των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης γίνεται με ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των δύο τραπεζών, όπως αυτά εμφανίζονται στους ισολογισμούς μετασχηματισμού.

- ▶ Δεν οφείλεται φόρος συγκέντρωσης κεφαλαίου διότι δεν προκύπτει υπεραξία κατά την ανταλλαγή των μετοχών εφόσον γίνεται λογιστική ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των μετασχηματιζόμενων τραπεζών, προβλέπονται δε σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα και απαλλαγές.

Για το σκοπό της συγχώνευσης καταρτίσθηκαν εγγράφως και σύμφωνα με το Νόμο:

- (1) Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης (Σ.Σ.Σ.), το οποίο εγκρίθηκε από τα αντίστοιχα διοικητικά συμβούλια και υπογράφηκε από τους εκπροσώπους των δύο εταιρειών στις 20.06.2003,
- (2) εκθέσεις δύο ανεξάρτητων ελεγκτικών και λογιστικών οίκων (η Deloitte & Touche από την πλευρά της Τράπεζας Πειραιώς και η KPMG εκ μέρους της ETBA bank) στις οποίες διαπιστώθηκε η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων εταιρειών και διατυπώθηκε η γνώμη για το εύλογο και δίκαιο



της προτεινόμενης από τα Δ.Σ. σχέσης ανταλλαγής των μετοχών. Για το σκοπό αυτό, οι ορκωτοί ελεγκτές διενέργησαν αποτίμηση της αξίας τόσο της απορροφούσας όσο και της απορροφώμενης σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και τις μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς όπως η μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης.

(3) λεπτομερείς εκθέσεις των διοικητικών συμβουλίων από 23.06.2003 προς τις γενικές συνελεύσεις στις οποίες δικαιολογούσαν από οικονομική και νομική άποψη το Σ.Σ.Σ. και ιδίως τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής,

(4) το πρόγραμμα επιχειρηματικής δραστηριότητας στο οποίο περιγράφεται το είδος και η έκταση των εργασιών, η διοικητική και λογιστική οργάνωση καθώς και οι διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου της Τράπεζας Πειραιώς, όπως θα ήταν μετά τη συγχώνευση.

Τα ανωτέρω υποβλήθηκαν από την κάθε τράπεζα στις 27.06.2003 (εκτός από τις εκθέσεις ορκωτών ελεγκτών που υποβλήθηκαν στις 01.08.2003):

☒ στο Υπουργείο Ανάπτυξης για καταχώρηση στο Μητρώο Α.Ε. ενώ σχετική ανακοίνωση δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ 8336/01.08.2003.

☒ στην Τράπεζα της Ελλάδος για έγκριση της συγχώνευσης εντός δύο μηνών. Με την υπ' αριθμ. 156/27.08.2003, η Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος ενέκρινε τη συγχώνευση.

Παράλληλα, τα διάφορα έγγραφα της συγχώνευσης (μαζί με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις εκθέσεις διαχείρισης των διοικητικών συμβουλίων για τις τρεις τελευταίες χρήσεις) τέθηκαν στη διάθεση των μετόχων των μετασχηματιζόμενων τραπεζών ενώ στις 06.08.2003, περίληψη του Σ.Σ.Σ. δημοσιεύθηκε στην ημερήσια οικονομική εφημερίδα ΕΞΠΡΕΣ.

Στη συνέχεια, τα διοικητικά συμβούλια των δύο εταιρειών συνεκάλεσαν τις αντίστοιχες γενικές συνελεύσεις και οι σχετικές προσκλήσεις δημοσιεύτηκαν εμπρόθεσμα στον ημερήσιο τύπο. Οι Γενικές Συνελεύσεις των δύο τραπεζών με συνεδριάσεις στις 07.11.2003 (ΠΕΙΡΑΙΩΣ) και 28.11.2003 (ETBA) αποφάσισαν με νόμιμη απαρτία και πλειοψηφία τη συγχώνευση των δύο ανώνυμων τραπεζικών εταιρειών και όλα τα θέματα που αφορούσαν αυτή. Στις 01.12.2003, συνεπώς και αφού δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις από οποιοδήποτε δανειστή ούτε και υπήρξαν πιστωτές που να ζητήσουν να λάβουν εγγυήσεις, υπογράφηκε η συμβολαιογραφική πράξη συγχώνευσης.



Τέλος, όλος ο φάκελος της συγχώνευσης και το σχετικό ενημερωτικό δελτίο που είχε καταρτιστεί από την Τράπεζα Πειραιώς υποβλήθηκαν στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. ενώ αντίγραφα των πρακτικών των γενικών συνελεύσεων και της συμβολαιογραφικής πράξης συγχώνευσης κατατέθηκαν από την κάθε τράπεζα και στο Υπουργείο Ανάπτυξης. Η διαδικασία της συγχώνευσης περατώθηκε στις 16.12.2003 όταν εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ. Κ2-15289 Απόφαση του Υφυπουργού Ανάπτυξης, η οποία καταχωρήθηκε στο Μητρώο Α.Ε. και δημοσιεύθηκε στο υπ' αριθμ. 13322/17.12.2003 ΦΕΚ όπου και αναφερόταν η σχετική τροποποίηση που επήλθε στο καταστατικό της Τράπεζας Πειραιώς.

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφερθεί ότι από τις αρχές του 2003, στα πλαίσια εσωτερικής προετοιμασίας των δύο τραπεζών για την επικείμενη συγχώνευση, οι διοικητικές τους μονάδες είχαν λειτουργικά συντονιστεί και σχεδόν ενοποιηθεί προκειμένου να διευκολυνθούν οι εργασίες τους, να ολοκληρωθεί έγκαιρα και ομαλά το έργο της ενοποίησης των πληροφοριακών συστημάτων, τα οποία θα έπρεπε να είναι σε θέση να λειτουργήσουν ενιαία από την επόμενη ημέρα της νομικής συγχώνευσης, αλλά και να αξιοποιηθεί παραγωγικά το ανθρώπινο δυναμικό στο ενιαίο περιβάλλον.

Τέλος, σημειώνεται ότι η παρούσα συγχώνευση δεν αποτελούσε συγκέντρωση επιχειρήσεων ώστε να εμπίπτει στις διατάξεις του Ν.703/1977 περί ελεύθερου ανταγωνισμού, δεδομένου ότι προϋπόθεση εφαρμογής των διατάξεων αυτών είναι να πραγματοποιείται συγχώνευση μεταξύ δύο προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων, προϋπόθεση που δεν ίσχυε εφόσον η Τράπεζα Πειραιώς κατείχε ήδη ποσοστό 57,8% του μετοχικού κεφαλαίου της ETBA.

7.4. Καθορισμός της σχέσης ανταλλαγής⁴⁵

Προκειμένου να καθορισθεί η σχέση ανταλλαγής των μετοχών τα διοικητικά συμβούλια των δύο πιστωτικών ιδρυμάτων έλαβαν υπόψη τους τα ακόλουθα:

▶ Στη σύμβαση που υπογράφηκε το 2001, όταν η Τράπεζα Πειραιώς αγόρασε 100.000.000 μετοχές της ETBA με τη διαδικασία της αποκρατικοποίησης, η πρώτη εγγυήθηκε προς το ελληνικό δημόσιο ότι τα διοικητικά συμβούλια θα προτείνουν προς τις αντίστοιχες Γενικές Συνελεύσεις που θα συγκληθούν για την έγκριση του

⁴⁵ Εκθέσεις διοικητικών συμβουλίων προς Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων



Σ.Σ.Σ., ως αξία αποτίμησης της ETBA τουλάχιστον την αξία επί της οποίας υπολογίσθηκε το τίμημα αγοράς των παραπάνω μετοχών, δηλαδή 5,10 Ευρώ ανά μετοχή. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος των τιμών κλεισίματος στο Χρηματιστήριο Αθηνών της περιόδου από 30.10.2001 έως και μία ημέρα πριν την υποβολή στο Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας του Σ.Σ.Σ. σταθμισμένος με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών.

▶ Αν και ο Ν. 2515/1997 δεν περιέχει συγκεκριμένη αυτοτελή ρύθμιση για τον τρόπο προσδιορισμού της σχέσης ανταλλαγής, απαιτείται κατά τη διατύπωση και του άρθρου 10 παρ.2 της Τρίτης Εταιρικής Οδηγίας (78/855/ΕΟΚ), να είναι προσήκουσα και λογική. Έτσι ο νομοθέτης υπαγορεύει να συνομολογείται μια σχέση, ικανή να προστατεύσει επαρκώς τα συμφέροντα των μετόχων η οποία θα στηρίζεται κυρίως στη σύγκριση της περιουσιακής κατάστασης των συγχωνευόμενων εταιρειών και την προσδοκώμενη εύλογη ισοδυναμία συμμετοχής των μετόχων των συμβαλλομένων εταιριών στην ενιαία εταιρεία.

▶ Ορθότερος και δικαιότερος τρόπος υπολογισμού είναι εκείνος που υπαγορεύεται από την εσωτερική αξία της μετοχής, όπως αυτή προσδιορίζεται από συνδυασμό μεθόδων αποτίμησης κατά την πρακτική των ελεγκτών. Υπό αυτό το πρίσμα η σχέση ανταλλαγής προσδιορίζεται από την εύλογη αγοραία αξία των μετοχών της απορροφώμενης τράπεζας, δηλαδή πρέπει ανταποκρίνεται στο σκεπτικό της «αγοράς».

▶ Με βάση τις προαναφερθείσες παραδοχές, δεν θα ήταν δυνατόν να προκύψει η προσήκουσα σχέση ανταλλαγής, εάν ως βάση υπολογισμού για την αποτίμηση της ETBA χρησιμοποιηθεί παρελθούσα ανά μετοχή αξία (όταν ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. ήταν στα επίπεδα των 2.600 μονάδων), ενώ για την αποτίμηση της Τράπεζας Πειραιώς χρησιμοποιηθεί η μέση τιμή σε μία περίοδο που ο Γενικός Δείκτης έχει χάσει περισσότερο του 1/3 της τιμής του. Εξάλλου, εάν το Διοικητικό Συμβούλιο πρότεινε μία σχέση που δεν θα στηρίζεται σε οικονομικά δεδομένα, ήταν βέβαιο ότι αυτή δεν επρόκειτο να κριθεί ως δίκαιη και λογική από τους δύο οίκους ορκωτών ελεγκτών, ενώ παράλληλα θα έθετε σε σοβαρό κίνδυνο την ολοκλήρωση της ίδιας της συγχώνευσης, αφού θα ήταν εξαιρετικά απίθανο να εγκριθεί από τη Γενική Συνέλευση.

▶ Ποιοτικοί παράγοντες σχετικά με τις δύο τράπεζες, όπως η φύση των εργασιών τους και το μέγεθος του δικτύου τους παίζουν ρόλο στο ότι η δυνατότητα διατήρησης των κερδών της ETBA ως επενδυτικής τράπεζας με μικρό αριθμό καταστημάτων διαφέρει από την αντίστοιχη της Τράπεζας Πειραιώς, η οποία είναι εμπορική τράπεζα με εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων, διασπορά εργασιών, πελατείας και επομένως



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

και κινδύνου. Συνεκτιμήθηκαν επίσης ο παράγοντας του ανθρώπινου δυναμικού κάθε τράπεζας, και συγκεκριμένα η εξειδίκευση και ο μέσος όρος ηλικίας, καθώς και οι υποδομές σε τομείς αιχμής τραπεζικών υπηρεσιών, όπως η ηλεκτρονική τραπεζική.

Κατόπιν των ανωτέρω, ως δίκαιη και εύλογη σχέση ανταλλαγής προτάθηκε η σχέση 2,402112 προς 1, σχέση που ενσωματώνει και σημαντικό premium (πλέον του 30%) υπέρ των μετόχων της ETBA και υποδηλώνει σχέση αξιών 2,32 προς 1. Με βάση την παραπάνω σχέση προκύπτει ότι:

- κάθε μέτοχος της Τράπεζας Πειραιώς θα ανταλλάσσει μία ονομαστική με ψήφο μετοχή ονομαστικής αξίας 3,28 € που κατέχει με μία ονομαστική με ψήφο μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς ονομαστικής αξίας 4,15 €, που θα εκδοθεί μετά τη συγχώνευση.
- κάθε μέτοχος της ETBA θα ανταλλάσσει μία ονομαστική με ψήφο μετοχή ονομαστικής αξίας 3,70 € που κατέχει με 0,4163 ονομαστικές μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς ονομαστικής αξίας 4,15 €, που θα εκδοθούν μετά τη συγχώνευση.



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

Πριν από τη συγχώνευση

Μετοχικό κεφάλαιο Τράπεζας Πειραιώς	548.276.547,52
Ονομαστική αξία μετοχής	3,28
Αριθμός μετοχών	167.157.484
Μετοχικό κεφάλαιο ETBA bank	640.372.801
Ονομαστική αξία μετοχής	3,70
Αριθμός μετοχών	173.073.730

Μετά τη συγχώνευση

Μετοχικό κεφάλαιο Τράπεζας Πειραιώς	548.276.547,52
Μετοχικό κεφάλαιο ETBA bank	640.372.801
(Συμμετοχή 57,78 % στο μετοχικό κεφάλαιο της ETBA bank)	(370.000.000)
Κεφαλαιοποίηση αποθεματικού από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο προς στρογγυλοποίηση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής	1.229.770,63
<hr/>	
Μετοχικό κεφάλαιο Τράπεζας Πειραιώς	<u>819.949.119,15</u>
Ονομαστική αξία μετοχής	4,15
Αριθμός μετοχών	197.578.101
Αριθμός μετοχών που δικαιούνται οι μέτοχοι της Τρ. Πειραιώς (84,6%)	167.157.484
Αριθμός μετοχών που δικαιούνται οι μέτοχοι της ETBA bank (15,4%)	30.420.617

Στις 30.12.2003 άρχισε η διαπραγμάτευση στο Χ.Α. των 30.420.617 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς που προέκυψαν από τη συγχώνευση. Οι νέες μετοχές πιστώθηκαν την ίδια ημέρα στους λογαριασμούς των εγγεγραμμένων στις 16 Δεκεμβρίου 2003 μετόχων της ETBA bank. Στην Τράπεζα Πειραιώς, μετά την απορρόφηση της ETBA, το Δημόσιο, μέσω της ΔΕΚΑ και της Αγροτικής Τράπεζας, κατείχε περίπου 6,66% του μετοχικού κεφαλαίου



7.5. Πλεονεκτήματα της Συγχώνευσης

Η συγχώνευση της Τράπεζας Πειραιώς και της ETBA θα είχε ως αποτέλεσμα την αξιοποίηση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων των συγχωνευομένων τραπεζών, τα οποία ήταν σε μεγάλο βαθμό συμπληρωματικά. Εκτός αυτών που διατυπώνονται παρακάτω, η Τράπεζα Πειραιώς θα αύξανε σημαντικά τα μερίδια αγοράς στις τραπεζικές εργασίες στο 10%, θα διεύρυνε το δίκτυο των καταστημάτων της στην Ελλάδα κατά 14 καταστήματα ενώ θα αποκτούσε σημαντικές θέσεις και σε άλλους κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως στην αγορά του leasing ή στον κλάδο των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Τα πλεονεκτήματα της συγχώνευσης, όπως αναφέρονται στις εκθέσεις των διοικητικών συμβουλίων προς τις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- ✓ Πρώτιστος λόγος για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης είναι η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης της Τράπεζας Πειραιώς με αποτέλεσμα τη μείωση των αναγκών προσφυγής στο δανεισμό της κεφαλαιαγοράς. Έτσι, θα δινόταν η ευκαιρία στους μετόχους και των δύο πιστωτικών ιδρυμάτων να εκμεταλλευτούν την ανάπτυξη των εργασιών και των εσόδων που θα προέλθουν από τη μεγέθυνση της συμμετοχής του τραπεζικού τομέα.
- ✓ Η ενοποίηση των τραπεζικών τμημάτων στο πλαίσιο της συγχώνευσης θα μείωνε σημαντικά τις λειτουργικές δαπάνες για τα τμήματα που θα προέκυπταν. Για παράδειγμα, το κόστος ανά συναλλαγή είναι σαφώς μειωμένο για τη νέα Τράπεζα, λόγω χαμηλότερου κόστους απόδοσης μισθοδοσίας, αλλά και γενικότερα λόγω της απάλειψης των πλεοναζουσών διαδικασιών. Καλύτερη αξιοποίηση θα ήταν δυνατό να επιτευχθεί και σε επίπεδο διαχείρισης παγίων, τα οποία θα τύχουν επίσης αποδοτικότερης εκμετάλλευσης.
- ✓ Οι επενδύσεις θα αφορούσαν πλέον ένα ενιαίο ίδρυμα και επομένως δεν θα χρειαζόταν να πραγματοποιούνται εις διπλούν π.χ. η εγκατάσταση ενός νέου πληροφοριακού συστήματος. Με τον τρόπο αυτό θα μειωνόντουσαν οι επενδυτικές δαπάνες, και θα επιτευχθεί επιπλέον καλύτερη συνοχή και συμβατότητα μεταξύ των διαφόρων τμημάτων του πιστωτικού ιδρύματος.
- ✓ Η διαφορετική κατάρτιση τόσο σε ανώτερο διοικητικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο λειτουργικής τεχνογνωσίας μεταξύ του προσωπικού των δύο τραπεζών επρόκειτο να αποτελέσει σημαντικό όφελος για το νέο ίδρυμα. Το νέο σχήμα που θα προέκυπτε



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

θα ήταν σφαιρικά καταρτισμένο και θα συνδύαζε γνώσεις και προϋπηρεσία που έχει αποκομισθεί υπό διαφορετικές τραπεζικές συνθήκες, ανάλογα με την τράπεζα (στη βραχυπρόθεσμη επιχειρηματική πίστη και στη λιανική τραπεζική η Τράπεζα Πειραιώς και στη μακροχρόνια επιχειρηματική πίστη και στη διαχείριση προγραμμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης η ETBA) από την οποία προερχόταν το προσωπικό.

- ✓ Τέλος, το μέγεθος του νέου πιστωτικού ιδρύματος θα προσέδιδε την απαιτούμενη κρίσιμη μάζα και θα δημιουργούσε την ανταγωνιστική παρουσία που θα το στήριζε στο περιβάλλον του επερχόμενου ευρωπαϊκού ανταγωνισμού. Η νέα τράπεζα θα ήταν σε θέση να μειώσει το χρηματοδοτικό της κόστος και κατ' επέκταση να αυξήσει την κερδοφορία της.

Σύμφωνα με τις γνωμοδοτήσεις της Deloitte & Touche και της KPMG, οι επιπτώσεις (θετικές και αρνητικές) της προτεινόμενης συγχώνευσης στην περιουσιακή και οικοδομική διάρθρωση της απορροφούσας, με βάση τη σύγκριση του Ισολογισμού Μετασχηματισμού και την pro forma οικονομική κατάσταση της Τράπεζας Πειραιώς με τη συνένωση της ETBA, είναι οι ακόλουθες:

	Deloitte & Touche	KPMG
• Το σύνολο του Ενεργητικού θα αυξηθεί	12,7%	~13,0%
• Οι Απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) θα αυξηθεί	~17,4%	~42,0%
• Οι Ομολογίες και Άλλοι Τίτλοι Σταθερής Απόδοσης θα αυξηθούν	~25,0%	~25,0%
• Τα Ενσώματα Πάγια Στοιχεία θα αυξηθούν	~262,8%	
• Οι Υποχρεώσεις προς Πιστωτικά Ιδρύματα θα αυξηθεί	~30,1%	~30%
• Οι Υποχρεώσεις προς Πελάτες αυξάνονται	2,0%	~2,0%
• Τα Ίδια Κεφάλαια της Απορροφούσας εταιρίας θα αυξηθούν	~57,0%	~57,0%
• Τα αποτελέσματα χρήσεως προ φορών θα αυξηθούν	~61,7%	~61,0%
• Οι Απαιτήσεις κατά πιστωτικά ιδρύματα θα μειωθούν		~62,0%
• Οι Συνολικές Υποχρεώσεις θα αυξηθούν		~9,0%
• Οι τόκοι και τα εξομοιούμενα έσοδα θα αυξηθούν		~20,0%
• Τα γενικά έξοδα διοίκησης θα αυξηθούν		~14,0%



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

Επιπρόσθετα, οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης αντιμετώπισαν με θετικά σχόλια τη συγχώνευση των δύο τραπεζών. Χαρακτηριστικά, ο Standard & Poor's αναφέρει ότι «η πρόσφατη απόκτηση της ETBA έχει μειώσει τη ρευστότητα της Τράπεζας, αλλά δεν έχει διαφοροποιήσει τη δομή χρηματοδότησής της, η οποία κατά κύριο λόγο στηρίζεται στις καταθέσεις από πελάτες. Η Τράπεζα καλείται να διατηρήσει την αποδοτικότητα και την κερδοφορία της σε ένα επίπεδο ανάλογο προς τους κινδύνους που αναλαμβάνει, αλλά και να διατηρήσει την τρέχουσα ποιότητα του ενεργητικού της υπό έλεγχο, καθώς αναπτύσσεται». Στην ανακοίνωσή της η Moody's αναφέρει ότι η εξαγορά της ETBA ενίσχυσε σημαντικά τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου Πειραιώς ενώ η Fitch επισημαίνει ότι η επιτυχή ενσωμάτωση της ETBA bank ισχυροποίησε τη θέση της Τράπεζας Πειραιώς στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα και βελτίωσε τις περαιτέρω προοπτικές της.



7.6. Εκτίμηση Αποτελεσμάτων βάσει Χρηματοοικονομικών Δεικτών

Στην παρούσα ενότητα θα εξεταστεί η Τράπεζα Πειραιώς υπό το πρίσμα ενός συνόλου από τους πιο σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες όχι μόνο για την ίδια την τράπεζα αλλά και για το ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Οι δείκτες αυτοί θα υπολογιστούν σε ετήσια βάση για την περίοδο 1996 έως 2004, δηλαδή πριν και μετά τη συγχώνευση, και κατ' αυτό τον τρόπο θα παρακολουθήσουμε την πορεία της Τράπεζας διαχρονικά.

Οι κυριότερες κατηγορίες δεικτών που υπάρχουν στη σχετική βιβλιογραφία είναι οι:

δείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας

Η αποδοτικότητα μιας τράπεζας επηρεάζεται από τις αποφάσεις και τις διάφορες πολιτικές που ακολουθεί η διοίκησή της. Συνεπώς, οι δείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας αξιολογούν την αποτελεσματικότητα με την οποία διοικείται και λειτουργεί συνολικά μια επιχείρηση. Στην ομάδα αυτή εντάσσονται οι δείκτες αποδοτικότητας ενεργητικού και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.

δείκτες αποτελεσματικότητας

Κατ' αυτό τον τρόπο απεικονίζεται η ικανότητα μιας τράπεζας να δημιουργεί έσοδα και παράλληλα να ελέγχει όλα τα έξοδα και να τακτοποιεί όλες τις υποχρεώσεις της. Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται οι δείκτες κόστος προς έσοδα και το καθαρό επιτόκιο επιτοκίου.

δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης

Οι δείκτες αυτοί παρέχουν πληροφορίες για αλλαγές που έχουν επέλθει σε κάποια βασικά μεγέθη του ισολογισμού, μετά τη συγχώνευση και επηρεάζουν πιθανώς την κερδοφορία ενός πιστωτικού ιδρύματος, με τη δημιουργία κάποιων εξόδων. Οι δείκτες αυτοί, εναλλακτικά μπορούν να θεωρηθούν και ως δείκτες ρευστότητας αφού συσχετίζουν κατά κάποιο τρόπο τις υποχρεώσεις με τα στοιχεία του ενεργητικού. Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται οι δείκτες καταθέσεις προς σύνολο ενεργητικού και χορηγήσεις προς καταθέσεις.

δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίου

Οι δείκτες αυτοί απεικονίζουν πώς μεταβάλλεται η ποιότητα των χορηγήσεων μιας τράπεζας καθώς το μέγεθός τους αυξάνεται. Χαρακτηριστικός δείκτης αυτής της



κατηγορίας, ο οποίος μπορεί και να προσδιοριστεί από τον ισολογισμό μιας τράπεζας, είναι οι προβλέψεις για μη εξυπηρετούμενα δάνεια προς χορηγήσεις.

δείκτες παραγωγικότητας

Οι δείκτες αυτοί δίνουν πληροφόρηση για το κατά πόσο μία επιχείρηση απασχολεί παραγωγικά το εργατικό της δυναμικό και από άποψη κόστους και από άποψη κερδών. Τυπικοί δείκτες παραγωγικότητας είναι οι δαπάνες προσωπικού ανά εργαζόμενο και τα καθαρά έσοδα ανά εργαζόμενο.

δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας

Ο δείκτης αυτός αποτελεί ένα μέτρο αξιολόγησης της αξιοπιστίας ενός πιστωτικού ιδρύματος και της ικανότητάς του να αντιμετωπίζει τον κίνδυνο χρεοκοπίας δηλαδή να ανταποκρίνεται με συνέπεια στις υποχρεώσεις του.

Επίσης, σημειώνεται ότι τα στοιχεία όλων των χρήσεων παρουσιάζονται όπως εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της ίδιας χρήσεως ώστε να είναι εμφανείς οι μεταβολές των στοιχείων μετά τις συγχωνεύσεις.

Τέλος, υπογραμμίζεται ότι κάθε φορά που υπολογίζεται ένας δείκτης ο οποίος περιέχει ένα στοιχείο από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης, δηλαδή καλύπτει ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, και ένα στοιχείο από τον ισολογισμό, το οποίο χαρακτηρίζει μία ορισμένη χρονική στιγμή, σε αυτή την περίπτωση θα υπολογίζεται ο μέσος όρος των στοιχείων ισολογισμού αρχής και τέλους. Για παράδειγμα, κατά τον υπολογισμό του δείκτη ROA, καθώς τα κέρδη αντιπροσωπεύουν μία ροή η οποία δημιουργείται καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, είναι πιο ορθό να πάρουμε το μέσο όρο του ενεργητικού της προηγούμενης και της υπό εξέταση χρήσεως διότι η αξία του ενεργητικού στο τέλος του έτους όπως απεικονίζεται στον ισολογισμό μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την αξία του ενεργητικού στην αρχή του έτους.

Στο σημείο αυτό βέβαια πρέπει να αναφερθεί ότι η επίδραση μίας συγχώνευσης γίνεται εμφανής μετά την παρέλευση κάποιου εύλογου χρονικού διαστήματος από την ολοκλήρωσή της, το οποίο είναι συνήθως τρία χρόνια (DeLong,2001). Επειδή, λοιπόν, έχει περάσει μόνο 1,5 χρόνος από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης με την ETBA bank, παράλληλα θα γίνεται αναφορά και στην επίδραση της τριπλής συγχώνευσης που πραγματοποίησε η Τράπεζα Πειραιώς με τις Τράπεζες



Μακεδονίας – Θράκης και Χίου το 2000. (Σε κάθε πίνακα σκιαγραφούνται με γαλάζιο χρώμα οι στήλες που αφορούν στα έτη ολοκλήρωσης των συγχωνεύσεων.)

Λίγα λόγια για τη συγχώνευση με τις Τράπεζες Μακεδονίας – Θράκης και Χίου

Η ενιαία διοικητική λειτουργία ολοκληρώθηκε τον Μάρτιο του 1999, η νομική συγχώνευση ολοκληρώθηκε στις 08.06.2000 με την υπογραφή της σύμβασης συγχώνευσης, ενώ η λειτουργική συγχώνευση ολοκληρώνεται στις 19.06.2000 με τη μηχανογραφική ενοποίηση των τριών Τραπεζών στο νέο σύστημα της Τράπεζας Πειραιώς. Ως ισολογισμός μετασχηματισμού ορίστηκε ο ισολογισμός της 31^{ης} Δεκεμβρίου 1999. Από τις 20.06.2000, όλοι οι πελάτες της Τράπεζας Πειραιώς και των δύο απορροφηθεισών Τραπεζών, είχαν τη δυνατότητα συναλλαγής από ένα ενιαίο δίκτυο καταστημάτων εξυπηρέτησης, ενώ από την ίδια ημέρα έπαψε η διαπραγματεύση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών των μετοχών των Τραπεζών Μακεδονίας - Θράκης και Χίου. Οι κάτοχοι μετοχών των Τραπεζών αυτών δικαιούνταν τις νεοεκδιδόμενες, λόγω της συγχώνευσης, μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς με σχέση ανταλλαγής, 1 μετοχή της Τράπεζας Μακεδονίας - Θράκης προς 1 μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς και 1 μετοχή της Τράπεζας Χίου προς 1 μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς. Αξίζει να σημειωθεί ότι επρόκειτο για την πρώτη "τριπλή" συγχώνευση τραπεζών που πραγματοποιήθηκε στην χώρα μας και μάλιστα σε σύντομο χρονικό διάστημα.

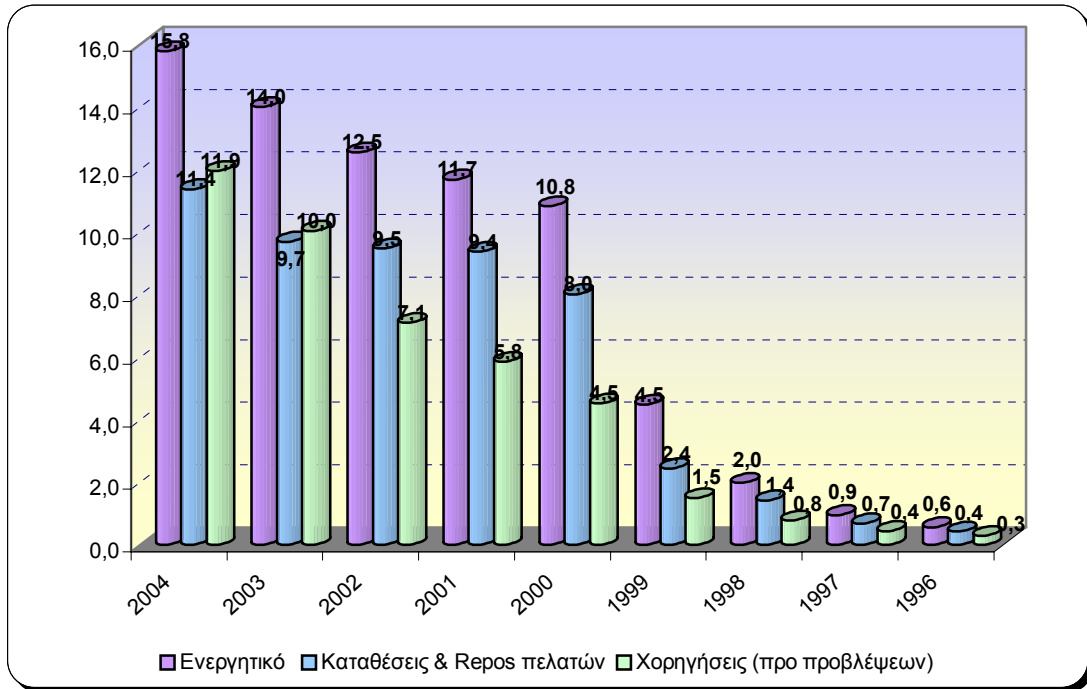
Το έτος 2000, όπως προκύπτει και από τη μελέτη των δεικτών, αποτέλεσε έτος ορόσημο για την ανάπτυξη της Τράπεζας Πειραιώς, αφού πέρα από τη διεύρυνση του φυσικού δικτύου καταστημάτων της, βελτίωσε σημαντικά το μερίδιο αγοράς της στην τραπεζική αγορά. Το 2001, παρά την αρνητική πορεία της κεφαλαιαγοράς και τη μείωση των σχετικών χρηματιστηριακών – επενδυτικών εργασιών που πραγματοποιούνται στην τράπεζα, η Τράπεζα Πειραιώς συνέχισε την επέκταση του δικτύου της στην Ελλάδα που είχε ξεκινήσει από το 2000, ανακαίνισε μεγάλο αριθμό καταστημάτων και αναβάθμισε ολοκληρωτικά τα συστήματα λειτουργίας και τις υποδομές της. Αυτά τα λειτουργικά έξοδα και οι ακόλουθες αποσβέσεις χρειάζονται περίπου τρία έτη για να ωριμάσουν και να αποφέρουν πλήρη οικονομικά οφέλη.

Στα τρία διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζεται η εξέλιξη κάποιων βασικών μεγεθών του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης της Τράπεζας Πειραιώς.

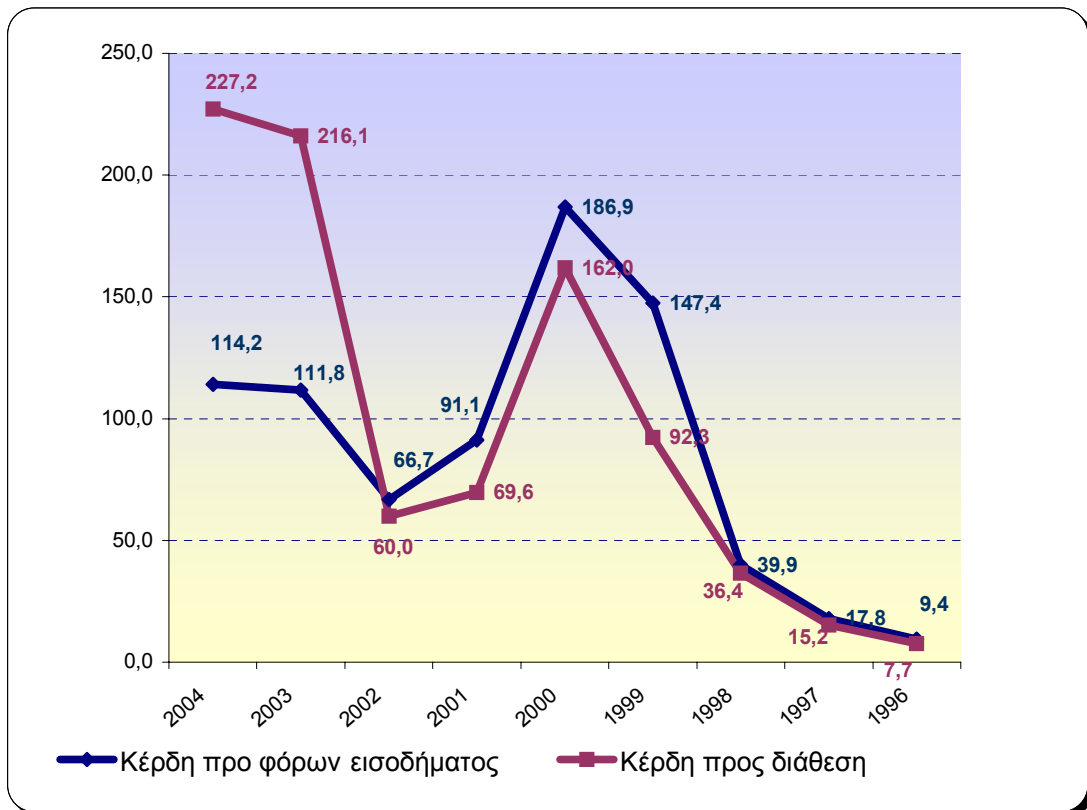


Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

(ποσά σε δισεκατομμύρια ευρώ)



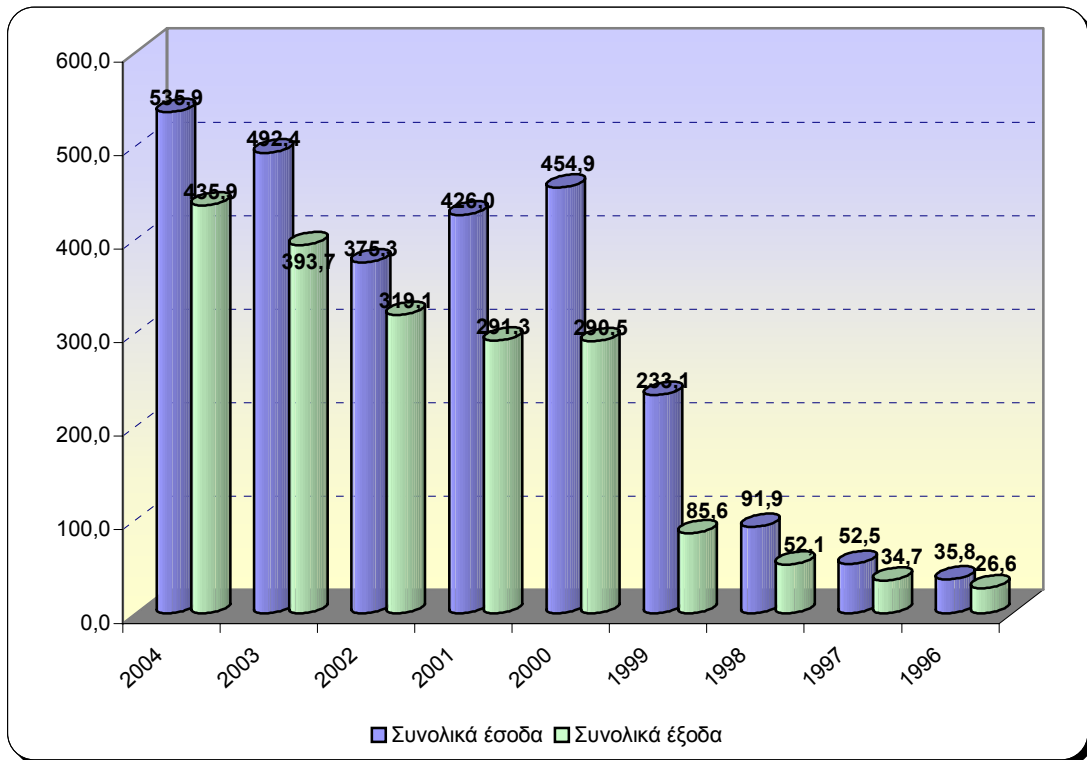
(ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)





Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

(ποσά σε εκατομμύρια ευρώ)





7.6.1. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

▶ Απόδοση Ενεργητικού (Return on Assets – ROA)

Ο δείκτης αυτός αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους χρηματοοικονομικούς της πόρους για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Φανερώνει δηλαδή την ικανότητά μίας επιχείρησης να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντας» τα ανάλογα. Ορίζεται ως το ακόλουθο πηλίκο:

$$\text{Return on average Assets} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Μέσος όρος ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης αυτός όπως και ο επόμενος, παρουσίαζε μία αύξηση μέχρι και το 1999. Από το 2000 έως και το 2002, η εξέλιξη της κερδοφορίας της Τράπεζας επηρεάστηκε αρνητικά εξαιτίας μιας σειράς ενδογενών και εξωγενών παραγόντων όπως η αρνητική πορεία της κεφαλαιαγοράς και η μείωση των σχετικών χρηματιστηριακών – επενδυτικών εργασιών που πραγματοποιούνται στην τράπεζα. Το 2002, το κόστος εξαγοράς της ETBA και ο σχηματισμός υψηλότερων προβλέψεων ώστε να υπερκαλυφθούν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια επιβάρυνε σημαντικά την κερδοφορία της Τράπεζας. Μετά την εξαγορά της ETBA bank (2002), παρατηρείται σταδιακή αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού και των καθαρών (μετά φόρων) κερδών, αν και το 2004, ο δείκτης παρουσίασε μία μικρή μείωση 0,1%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Απόδοση Ενεργητικού (Μ.Ο.)

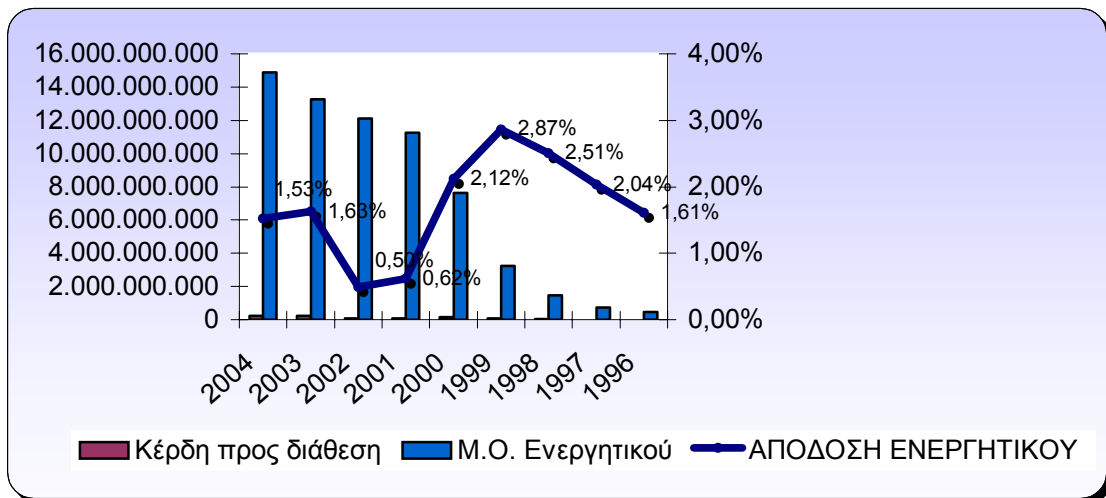
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Κέρδη προς διάθεση	227.211	216.058	60.004	69.569	162.000	92.333	36.410	15.160	7.737
Σύνολο Ενεργητικού	15.771.422	13.991.743	12.527.842	11.663.831	10.817.954	4.475.599	1.967.488	937.035	552.590
Μ.Ο. Ενεργητικού	14.881.583	13.259.793	12.095.837	11.240.893	7.646.777	3.221.544	1.452.262	744.813	480.905
ROanA	1,53 %	1,63%	0,5%	0,62%	2,12%	2,87%	2,51%	2,04%	1,61%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



Συγκωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank



▶ Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity – ROE)

Το μέτρο αυτό δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία μία επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην τράπεζα. Ο δείκτης αυτός επηρεάζεται από τις επιλογές της διοίκησης όσον αφορά στην αναλογία ιδίων και δανειακών κεφαλαίων καθώς και στο συνολικό ύψος των κεφαλαίων της. Ορίζεται ως το πηλίκο:

$$\text{Return on average equity} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη μετά φόρων}}{\text{Μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων}}$$

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης ουσιαστικά εξαρτάται από δύο κύριους παράγοντες, την αποδοτικότητα του ενεργητικού και τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης ή πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων (= σύνολο ενεργητικού / σύνολο ιδίων κεφαλαίων). Ο δείκτης αυτός μετράει το βαθμό της δανειακής επιβάρυνσης.

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει την ίδια πορεία με τον προηγούμενο, με μία μικρή εξαίρεση το 2000, κατά το οποίο αυξήθηκε (λόγω της μικρότερης ποσοστιαίας αύξησης των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα καθαρά κέρδη). Το 2001, ο δείκτης ROAnE παρουσίασε μείωση καθώς πέρα από την αρνητική εξέλιξη της κερδοφορίας, η Τράπεζα απεικόνισε, σύμφωνα με κάποια ρύθμιση, την αρνητική υπεραξία του χαρτοφυλακίου χρεογράφων και συμμετοχών της αφαιρετικά των ιδίων κεφαλαίων της (€ 37 εκατομμύρια) όπως επίσης και το κατά την 31.12.2001 υπολειμματικό κόστος κτήσεων των ιδίων μετοχών ύψους € 94,7 εκατομμύρια. Χαρακτηριστική



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

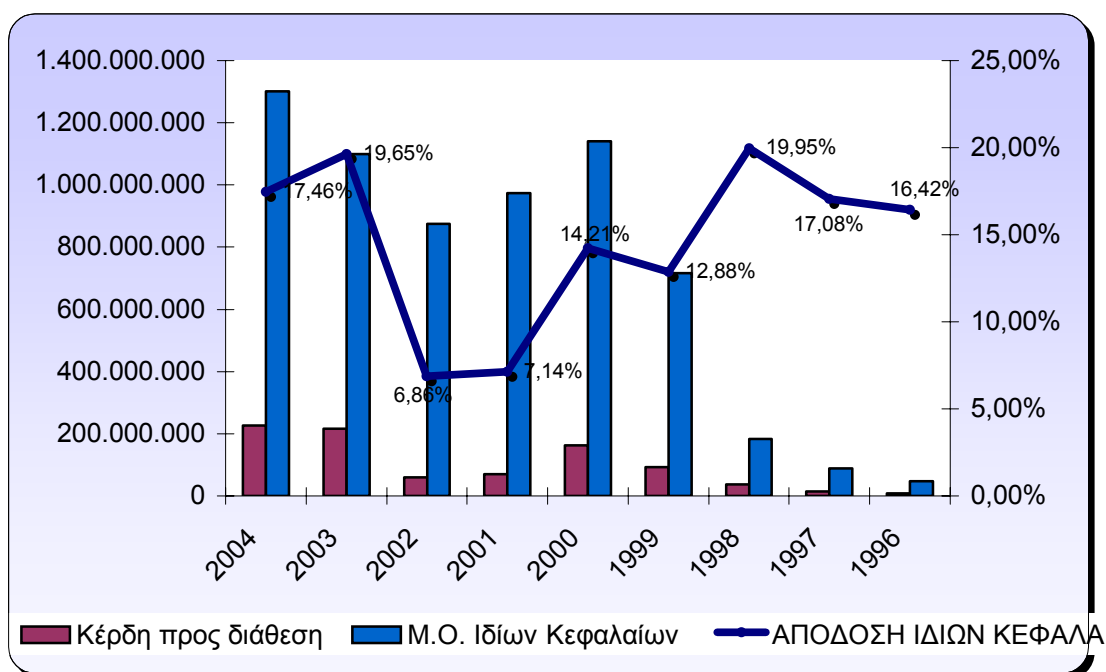
είναι η ενίσχυση της κερδοφορίας κατά το 2003 η οποία σε συνδυασμό με την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, οδήγησε σε σημαντική βελτίωση του δείκτη. Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, ο δείκτης αυτός παρουσιάζει μία μικρή κάμψη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Μ.Ο.)

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Κέρδη προς διάθεση	227.211	216.058	60.004	69.569	162.000	92.333	36.410	15.1670	7.7367
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	1.299.272	1.303.457	895.901	852.551	1.095.173	1.184.872	249.295	115.672	61.877
Μ.Ο. Ιδίων Κεφαλαίων	1.301.364	1.099.679	874.226	973.862	1.140.022	717.083	182.483	88.775	47.103
ΡΟανΕ	17,46%	19,65%	6,86%	7,14%	14,21%	12,88%	19,95%	17,08%	16,42%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



7.6.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

► Κόστος / Έσοδα (Cost to Income)

Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεσματικότητας προτιμάται από τα στελέχη των περισσότερων τραπεζών καθώς αντανακλά την ικανότητα ενός πιστωτικού ιδρύματος να δημιουργεί έσοδα από τις δαπάνες κάθε είδους. Ένα πλεονέκτημα που παρουσιάζει η χρήση των εσόδων ως παρανομαστή αντί του μέσου όρου του



ενεργητικού είναι ότι ενσωματώνουν και τις μεταβολές των επιτοκίων, όπως επίσης και τα διάφορα έξοδα στον αριθμητή. Ένα μειονέκτημα που θα μπορούσε να αναφερθεί είναι ότι τα έσοδα συνήθως παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από τη μία χρονιά στην επόμενη, απ' ότι το σύνολο του ενεργητικού. Ορίζεται ως το πηλίκο:

$$\frac{\text{Γενικά έξοδα διοίκησης} + \text{Αποσβέσεις} + \text{Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρά έντοκα έσοδα} + \text{καθαρά έσοδα προμηθειών} + \text{Έσοδα από τίτλους} + \text{Αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων} + \text{Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης}}$$

Την περίοδο 1996 – 1999, ο δείκτης αυτός παρουσιάζει μία σταθερή πορεία μείωσης λόγω της μικρότερης αύξησης των εξόδων σε σχέση με τα έσοδα. Το 2000 και το 2002, η ποσοστιαία αύξηση του κόστους είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη των εσόδων, με αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη. Η μείωση που παρατηρείται στα καθαρά έσοδα προμηθειών κατά τις χρήσεις 2000 και 2001 οφείλεται κυρίως στην αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία, η οποία είχε ως επακόλουθο τη μείωση των εσόδων από εργασίες επενδυτικής τραπεζικής και προμήθειες αμοιβαίων κεφαλαίων. Η μείωση των καθαρών εσόδων της Τράπεζας Πειραιώς κατά το 2002 οφείλεται εξ' ολοκλήρου στη σημαντική πτώση των κερδών από αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων (σημειώνεται ότι στα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους περιλαμβάνονταν και το κέρδος από την πώληση της Prime Bank). Τα καθαρά έσοδα από τόκους θα εμφάνιζαν υψηλότερη αύξηση εάν δεν υπήρχε το κόστος χρηματοδότησης της εξαγοράς της ETBA bank. Το 2003, παρά την αύξηση των γενικών εξόδων διοίκησης, που αποδίδεται κυρίως στα έξοδα που σχετίζονται με την προώθηση προϊόντων αλλά και την επέκταση του δικτύου καταστημάτων σε όλη την Ελλάδα, η συγκράτηση του ρυθμού μεταβολής αντικατοπτρίζει τη γενικότερη προσπάθεια συγκράτησης των δαπανών λειτουργίας, αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης των διαδικασιών συγχώνευσης. Η αύξηση των καθαρών εσόδων προμηθειών και των καθαρών εσόδων από τόκους είναι αποτέλεσμα της διεύρυνσης της πελατειακής βάσης και την αύξηση των εργασιών εμπορικής και επενδυτικής τραπεζικής. Τέλος, το 2004, η μείωση (ολοκλήρωση) των αποσβέσεων εξαιτίας της ωρίμανσης μεγάλων επενδύσεων σε τεχνολογία που είχαν πραγματοποιηθεί την περίοδο 1999-2000 λόγω της συγχώνευσης των τριών τραπεζών, και η αύξηση των καθαρών εσόδων από προμήθειες και από τόκους, τα οποία και αποτελούν επαναλαμβανόμενες πηγές εσόδων, συνέβαλαν σε μία μικρή μείωση του δείκτη.



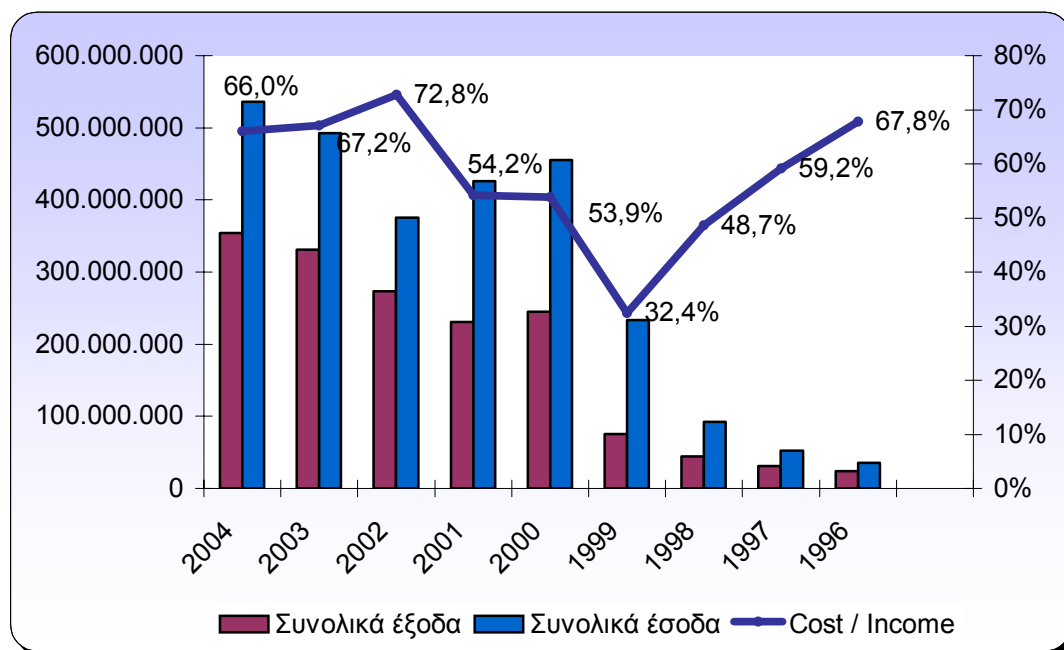
Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Κόστος προς Έσοδα

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Γενικά έξοδα διοίκησης	308.333	283.046	227.784	191.775	231.832	65.094	39.744	27.296	21.385
Αποσβέσεις	39.759	43.498	42.706	37.193	30.635	9.465	4.694	3.599	2.782
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	5.648	4.095	2.723	1.819	627	907	295	181	105
Συνολικά έξοδα	353.741	330.638	273.213	230.787	245.094	75.467	44.732	31.076	24.272
Καθαρά έντοκα έσοδα	382.827	341.760	260.392	222.998	207.559	62.757	29.963	25.532	14.529
Καθαρά έσοδα προμηθειών	98.081	74.424	62.116	63.290	85.886	71.261	32.529	22.950	15.105
Έσοδα από τίτλους	22.963	18.477	25.604	33.287	59.441	11.096	3.864	3.100	2.112
Αποτελέσματα χρηματοοικ. πράξεων	16.743	39.834	15.150	101.141	96.621	87.236	21.547	-1.326	2.632
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	15.275	17.882	12.011	5.251	5.427	798	4.045	2.250	1.426
Συνολικά έσοδα	535.880	492.378	375.272	425.968	454.965	233.148	91.947	52.507	35.803
Cost / Income	66,0%	67,2%	72,8%	54,2%	53,9%	32,4%	48,7%	59,2%	67,8%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς





► Καθαρό Περιθώριο Επιτοκίου (Net Interest Margin)

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τις καθαρές εισροές από τόκους προς το μέσο όρο των εντόκων στοιχείων του ενεργητικού. Ορίζεται ως το ακόλουθο πηλίκο:

$$\frac{\text{Τόκοι και εξομοιούμενα έσοδα - τόκοι και εξομοιούμενα έξοδα}}{\text{Μ.Ο. (Ταμείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα + απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων + χορηγήσεις (ποο προβλέψεων) + ομολογίες και άλλα κρατικά αξιόγραφα)}}$$

Εναλλακτικά, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως παρανομαστής και ο μέσος όρος του ενεργητικού. Ουσιαστικά, ο δείκτης αυτός δείχνει την αποδοτικότητα του ενεργητικού μιας τράπεζας, θεωρώντας αμετάβλητους όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν το επιτόκιο της.

Από το 2001, το καθαρό περιθώριο τόκων και με τους δύο τρόπους υπολογισμού, παρουσίασε σημάδια βελτίωσης, αποτέλεσμα της γενικότερης προσπάθειας για ορθολογικότερη τιμολόγηση της πελατείας, ανάλογα και με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Επιπρόσθετα, η ωρίμανση και η αύξηση των μονάδων του δικτύου οδήγησαν τόσο στην επέκταση του δανειακού χαρτοφυλακίου όσο και στην άντληση περισσότερων χαμηλότοκων καταθέσεων, με αποτέλεσμα τη συνεχή βελτίωση του συγκεκριμένου δείκτη. Ωστόσο, ο δείκτης παρουσίαζε μία σημαντική αρνητική μεταβολή μετά την τριπλή συγχώνευση το 2000.



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Καθαρό Περιθώριο Επιτοκίου

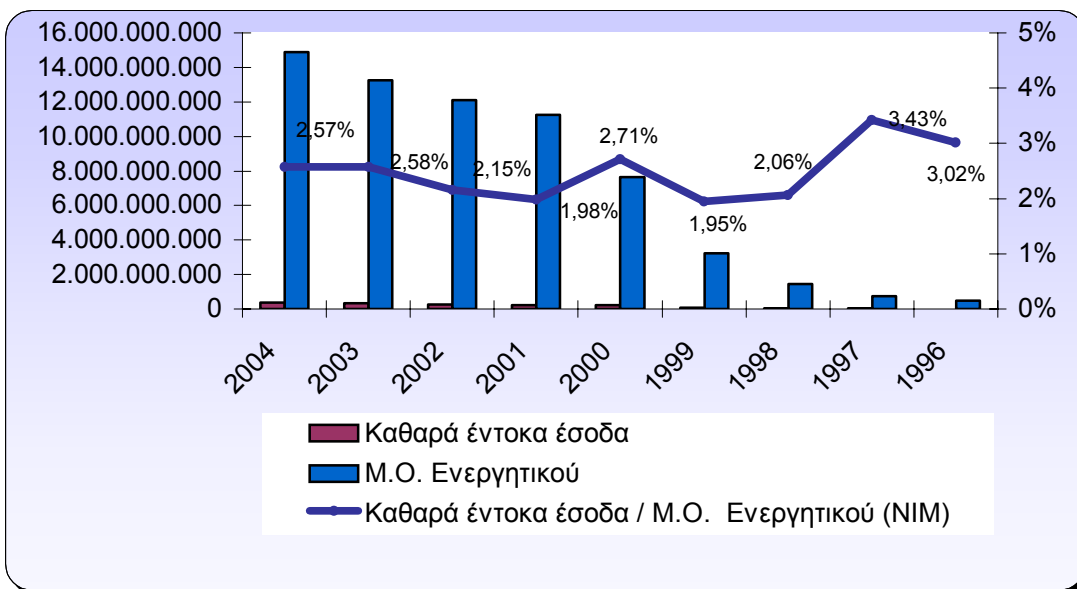
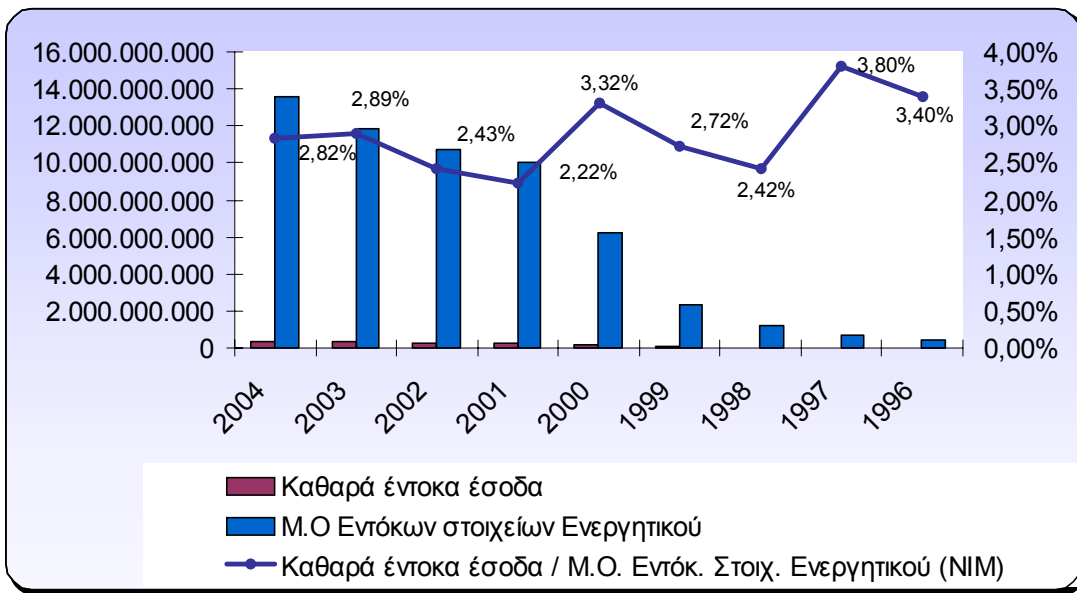
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Καθαρά ένοκα έσοδα	382.817	341.760	260.392	222.998	207.559	62.757	29.963	25.532	14.529
Ταμείο & διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα	1.019.535	725.503	542.687	1.006.221	1.120.667	493.643	230.626	74.389	63.181
Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων	327.156	235.107	553.245	828.385	1.268.304	504.250	174.198	116.017	327.156
Απαιτήσεις κατά πελατών	11.946.083	10.027.440	7.083.238	5.841.776	4.506.175	1.483.819	771.549	427.880	275.283
Ομολογίες & άλλα κρατικά αξιόγραφα	1.080.211	1.755.401	2.746.051	2.854.793	2.627.837	516.013	439.377	238.930	70.892
Ένοκα στοιχεία Ενεργητικού	14.372.985	12.743.451	10.925.220	10.531.175	9.522.983	2.997.726	1.615.751	857.215	486.162
Μ.Ο. Εντόκων στοιχείων Ενεργητικού	13.558.218	11.834.335	10.728.198	10.027.079	6.260.354	2.306.738	1.236.483	671.688	427.749
Καθαρά ένοκα έσοδα / Μ.Ο. Εντόκ. Στοιχείων Ενεργ. (NIM)	2,82%	2,89%	2,43%	2,22%	3,32%	2,72%	2,42%	3,80%	3,40%
Μ.Ο. Ενεργητικού	14.881.583	13.259.793	12.095.837	11.240.893	7.646.777	3.221.544	1.452.262	744.813	480.905
Καθαρά ένοκα έσοδα / Μ.Ο Ενεργ. (NIM)	2,57%	2,58%	2,15%	1,98%	2,71%	1,95%	2,06%	3,43%	2,57%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank





7.6.3. ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

► Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ο εν λόγω δείκτης παρουσιάζει το ποσοστό των συνολικών υπό διαχείριση κεφαλαίων μιας τράπεζας που προέρχεται από τις καταθέσεις της. Ορίζεται ως το πηλίκο :

$$\frac{\text{Υποχρεώσεις προς πελάτες}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Πρέπει να αναφερθεί ότι στις καταθέσεις συμπεριλαμβάνονται και οι «πράξεις προσωρινής εκχώρησης χρεογράφων», δηλαδή τα repos.

Ο δείκτης αυτός με εξαίρεση τα έτη 1999 και 2003 είναι σταθερός, ενώ μετά την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων, το σύνολο των αποταμιευτικών πόρων που προσέλκυσε η Τράπεζα υπό μορφή καταθέσεων αυξήθηκε κατά 17% (2001) και 17,3% (2004).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Καταθέσεις προς Σύνολο Ενεργητικού

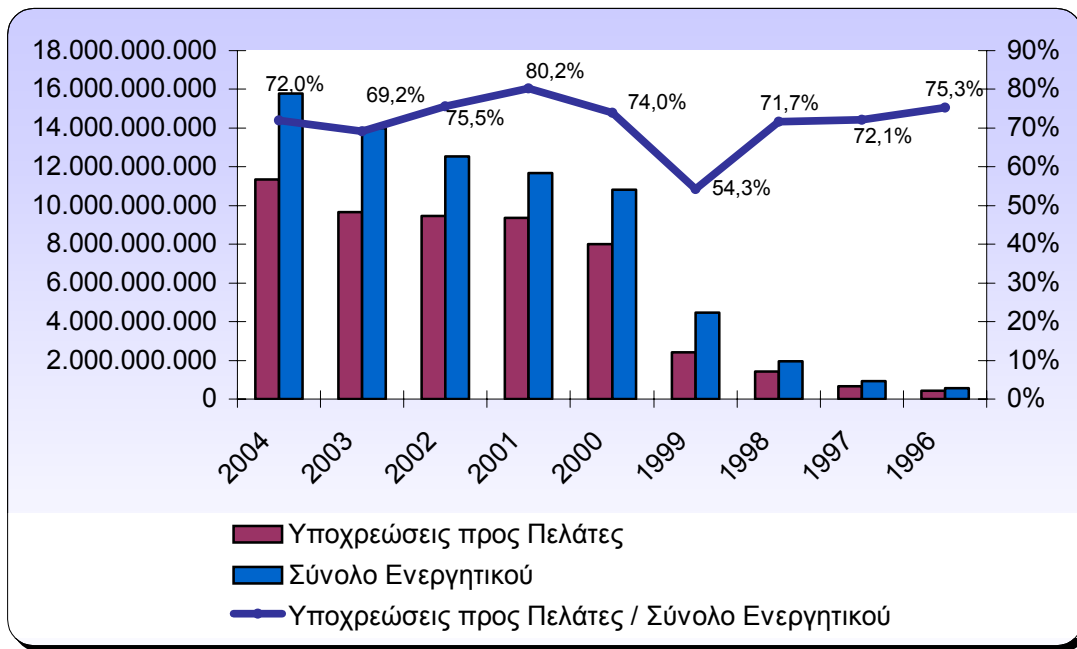
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Καταθέσεις	11.355.302	9.677.523	9.462.931	9.355.511	8.001.435	2.431.323	1.410.986	675.933	416.376
Σύνολο Ενεργητικού	15.771.422	13.991.743	12.527.842	11.663.831	10.817.954	4.475.599	1.967.488	937.035	552.590
Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού	72,0%	69,2%	75,5%	80,2%	74,0%	54,3%	71,7%	72,1%	75,3%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank



► Χορηγήσεις / Καταθέσεις

Καθώς αυτός ο δείκτης παρουσιάζει το ποσοστό των δανείων μιας τράπεζας που χρηματοδοτείται από τις καταθέσεις που έχει προσελκύσει, αποτελεί ένα μέτρο της ικανότητας της διοίκησης της τράπεζας να διοχετεύσει αυτούς τους πόρους σε χορηγήσεις, που είναι και ο κύριος τρόπος για τη δημιουργία εσόδων. Ορίζεται ως το πηλίκο :

$$\frac{\text{Απαιτήσεις κατά πελατών (προ προβλέψεων)}}{\text{Υποχρεώσεις προς πελάτες}}$$

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει διαχρονικά μία ανοδική πορεία, η αύξησή του όμως είναι αξιοσημείωτη με τη συγχώνευση με την ETBA bank. Η αύξηση των χορηγήσεων κατά 21,3% και 41,6% αντίστοιχα κατά τα έτη 2002 και 2003, έναντι των υπολοίπων στοιχείων του ενεργητικού είχε ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση των εντόκων στοιχείων του ενεργητικού και την ενίσχυση των περισσότερων αποδοτικών τοποθετήσεων.

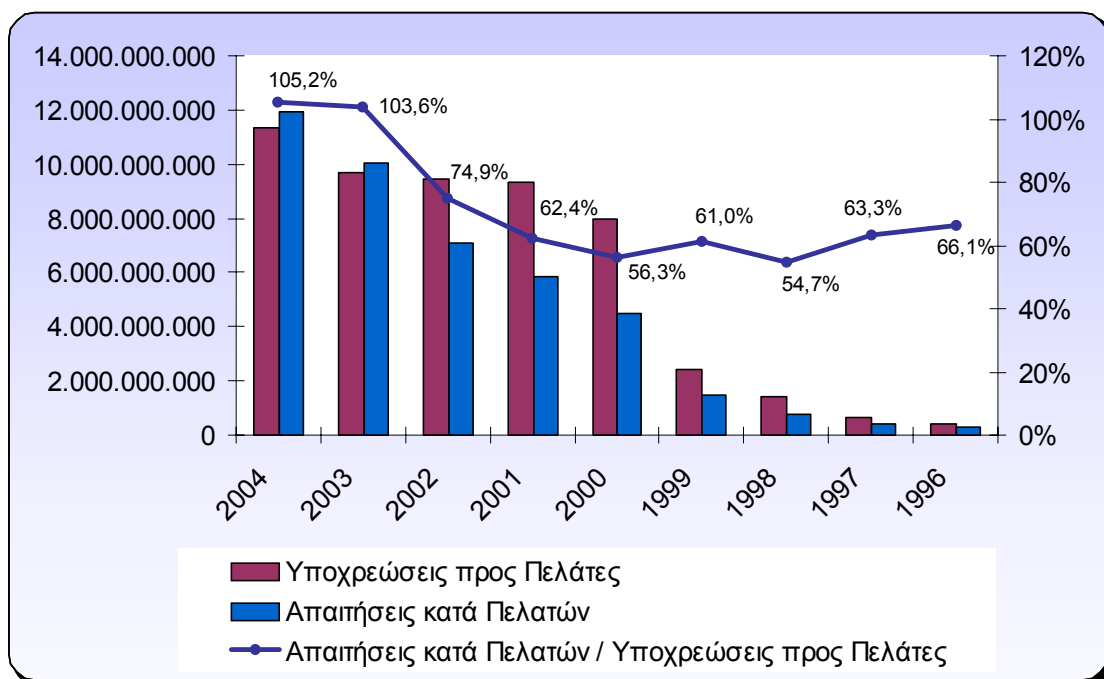


ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Χορηγήσεις (πριν από προβλέψεις) προς Καταθέσεις

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Χορηγήσεις	11.946.083	10.027.440	7.083.238	5.841.776	4.506.175	1.483.819	771.549	427.880	275.283
Καταθέσεις	11.355.302	9.677.523	9.462.931	9.355.511	8.001.435	2.431.323	1.410.986	675.933	416.376
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	105,2%	103,6%	74,9%	62,4%	56,3%	61,0%	54,7%	63,3%	66,1%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



7.6.4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

► Προβλέψεις για Μη Εξυπηρετούμενα Δάνεια / Χορηγήσεις

Ο δείκτης των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις προς το σύνολο των χορηγήσεων καταδεικνύει το ποσοστό των δανείων που έχουν δοθεί και καλύπτεται από τις προβλέψεις για επισφάλειες που έχουν σχηματιστεί. Είναι, εν μέρει, ένας δείκτης που μετρά τον κίνδυνο αθέτησης υποχρέωσης από μέρους ενός οφειλέτη, να αποπληρώσει μέρος ή σύνολο των οφειλών του ή με άλλα λόγια, αξιολογεί την ικανότητα της τράπεζας να διαχειρίζεται κατάλληλα τον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος σχετίζεται με μια από τις κύριες δραστηριότητές της. Ορίζεται ως το πηλίκο:

$$\frac{\text{Προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες}}{\text{Απαιτήσεις κατά πελατών}}$$



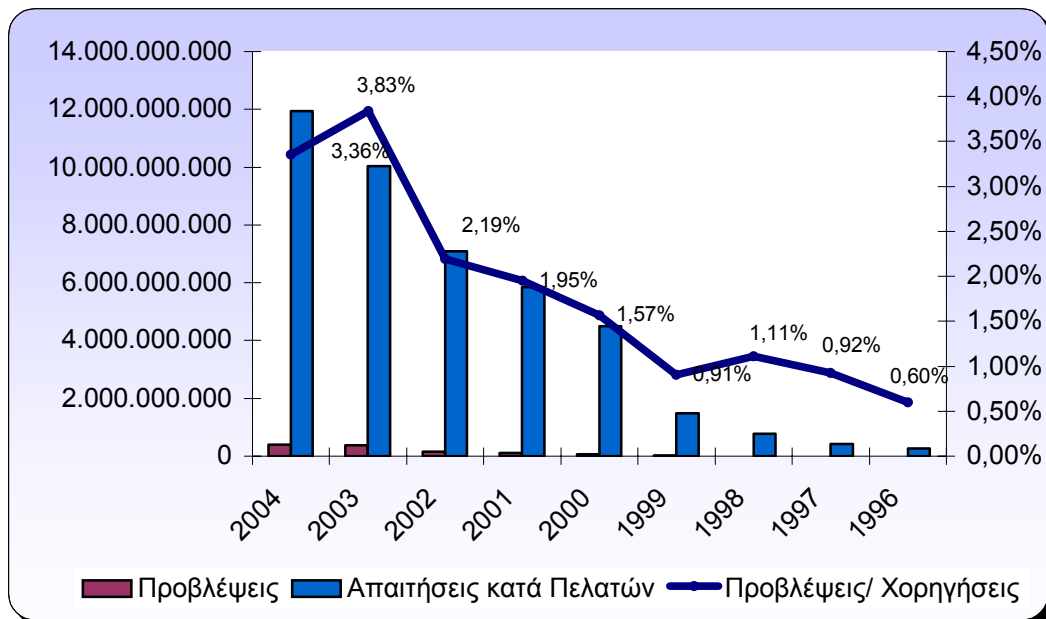
Στα πλαίσια βελτίωσης της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου, ο δείκτης αυτός αυξάνεται διαχρονικά και πιο έντονα τα έτη ολοκλήρωσης των συγχωνεύσεων. Το 2003 ειδικότερα, σχηματίστηκαν προβλέψεις οι οποίες υπερκάλυψαν το σύνολο των επισφαλών δανείων, όπως και τις προβλέψεις που απαιτούνται με βάση την Πράξη Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2513/2003 καθώς ένα σημαντικό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων προερχόταν από το χαρτοφυλάκιο της ETBA.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Προβλέψεις προς Χορηγήσεις

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Προβλέψεις	400.936	384.483	155.207	114.175	70.745	13.450	8.588	3.946	1.639
Χορηγήσεις	11.946.083	10.027.440	7.083.238	5.841.776	4.506.175	1.483.819	771.549	427.880	275.283
Προβλέψεις/ Χορηγήσεις/	3,36%	3,83%	2,19%	1,95%	1,57%	0,91%	1,11%	0,92%	0,60%

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων για το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων της Τράπεζας, θα μπορούσε να αναφερθεί χαρακτηριστικά ότι για τον όμιλο, ο βαθμός κάλυψης των μη εξυπηρετούμενων δανείων από τις σωρευτικές προβλέψεις είναι για το 2000 68,7%, το 2001 105,5%, το 2002 84,6%, το 2003 94,8% και το 2004 85,3%. Αντίστοιχα, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων ως ποσοστό των χορηγήσεων είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικό αφού κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.



Ενδεικτικά, σημειώνεται ότι το 2000 ήταν 2,7%, το 2001 2%, το 2002 4,23%, το 2003 3,98% και το 2004 3,91%. Τα μεγέθη αυτά για τα έτη 2003 και 2004, χωρίς τις χορηγήσεις της ETBA διαμορφώνονται σε 2,5% και 2,67% αντίστοιχα.

7.6.5. ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ

▶ Δαπάνες Προσωπικού / Εργαζόμενο

Ο δείκτης αυτός προσπαθεί να απεικονίσει τα έξοδα που δεν σχετίζονται άμεσα με τις πωλήσεις των τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών όπως είναι τα διοικητικά έξοδα με την αποτελεσματικότερη διαχείριση του ανθρωπίνου δυναμικού μίας επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς οι τράπεζες στα πλαίσια της λειτουργικής αναδιάρθρωσής τους, ιδίως μετά από μία συγχώνευση, προβαίνουν σε μείωση του προσωπικού ή σε περικοπές των δαπανών που το αφορούν. Υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$\frac{\text{Δαπάνες προσωπικού}}{\text{Μ.Ο. απασχολούμενου προσωπικού}}$$

Καθώς ο αριθμός των υπαλλήλων στο πιστωτικό ίδρυμα μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του έτους, κρίνεται σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος των υπαλλήλων στην αρχή και στο τέλος του έτους.

Όπως προκύπτει από το ακόλουθο διάγραμμα, η εντυπωσιακή αύξηση του προσωπικού της Τράπεζας Πειραιώς (243%) μετά την ενσωμάτωση 1.417 ατόμων της Μακεδονίας-Θράκης και 772 ατόμων της Τράπεζας Χίου, οδήγησε σε μία αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση των δαπανών προσωπικού (266,3%) σε μία προσπάθεια εναρμόνισης του επιπέδου αμοιβών και λοιπών δαπανών (λ.χ. έξοδα για ιατροφαρμακευτική περίθαλψη, εργοδοτικές εισφορές εκτός των ταμείων κυρίας ασφάλισης) για όλο το προσωπικό. Επίσης, η ενσωμάτωση του προσωπικού της ETBA και η παράλληλη επιτυχής υλοποίηση προγράμματος εθελουσίας εξόδου, προκειμένου να διευκολυνθεί μέρος του προσωπικού να αποχωρήσει από την ενεργό υπηρεσία με ελκυστικούς όρους για τους ενδιαφερόμενους αλλά και επωφελείς για την ίδια την Τράπεζα (93 άτομα το 2004, 124 αρχές 2005) συνέβαλε ώστε ενώ οι δαπάνες προσωπικού ανά εργαζόμενο αυξήθηκαν κατά 7,1 %, ο δείκτης να μειωθεί κατά 2,4%.

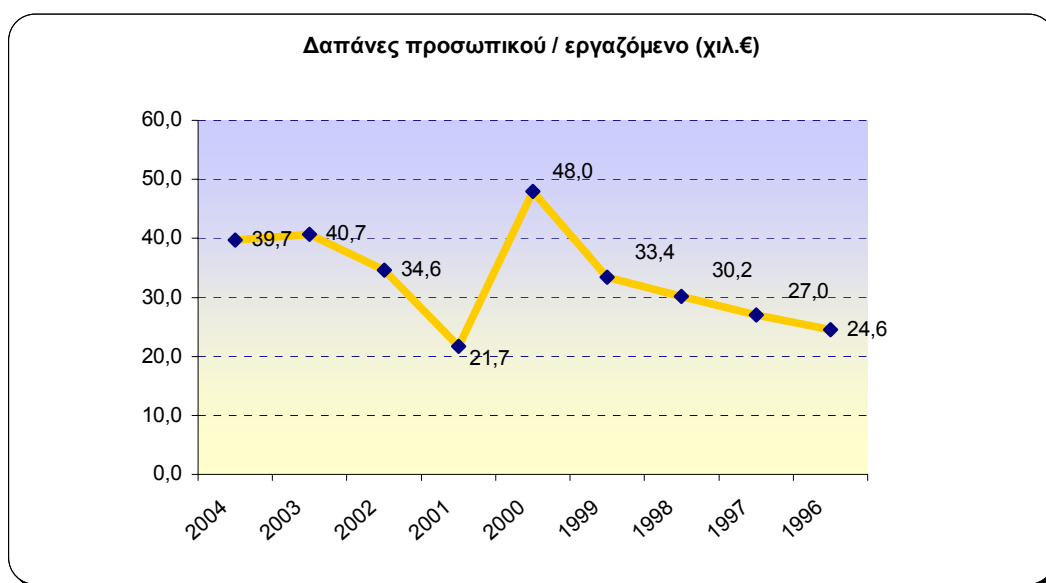


ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Δαπάνες Προσωπικού ανά Εργαζόμενο

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Δαπάνες Προσωπικού	162.579	151.809	122.157	77.769	111.080	30.324	20.992	15.997	12.830
Απασχολούμενο Προσωπικό	4.191	3.996	3.466	3.587	3.584	1.045	770	622	561
Μ.Ο. Προσωπικού	4.094	3.731	3.527	3.586	2.315	908	696	592	523
Δαπάνες Προσωπικού / Εργαζόμενο	39,7	40,7	34,6	21,7	48,0	33,4	30,2	27,0	24,6

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς



► Σύνολο Καθαρών Εσόδων / Εργαζόμενο

Ο δείκτης αυτός προσπαθεί να απεικονίσει την εισφορά κάθε υπαλλήλου στη δημιουργία των εσόδων που εισρέουν από τις δραστηριότητες της τράπεζας δηλαδή τις πωλήσεις των τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς δείχνει κατά πόσο το εργατικό δυναμικό της Τράπεζας αποτελεί παράγοντα υψηλής προστιθέμενης αξίας, δηλαδή κατά πόσο το ανθρώπινο δυναμικό της είναι προσανατολισμένο στο αποτέλεσμα και χαρακτηρίζεται από εργατικότητα.

Καθαρά έντοκα έσοδα + καθαρά έσοδα προμηθειών + Έσοδα από τίτλους + Αποτελέσματα
χρηματοοικονομικών πράξεων + Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης

Μ.Ο. απασχολούμενου προσωπικού



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

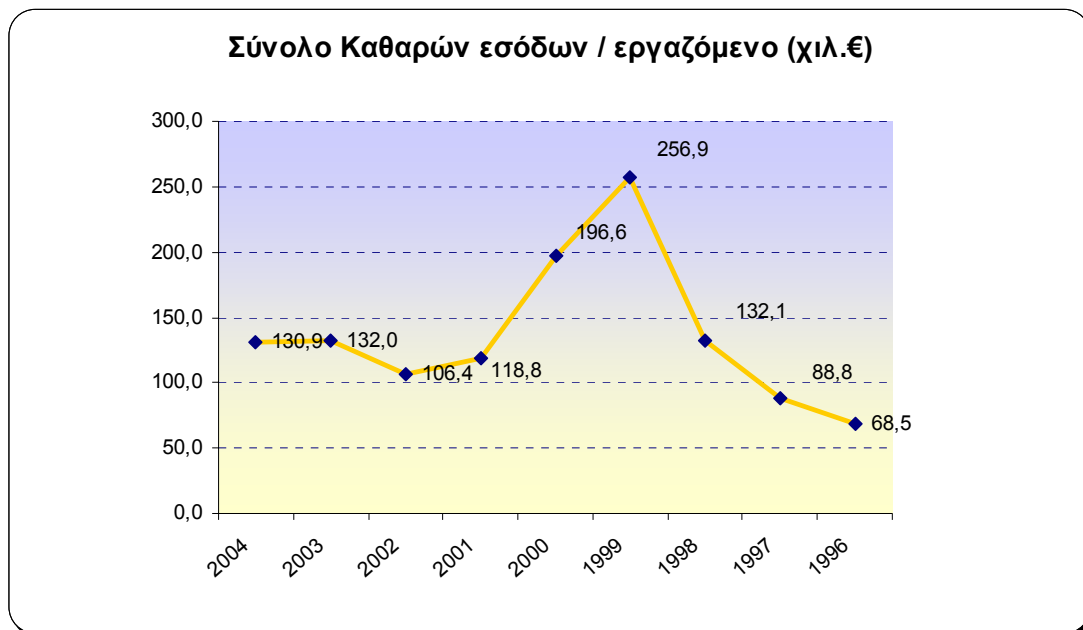
Όπως προκύπτει από το ακόλουθο διάγραμμα, η πλήρης ενσωμάτωση του προσωπικού των απορροφούμενων τραπεζών συνέβαλε ώστε ο δείκτης των καθαρών εσόδων ανά εργαζόμενο στην περίπτωση της συγχώνευσης με τις Τράπεζες Μακεδονίας-Θράκης και Χίου να μειώνεται έντονα μέχρι και το 2002, ενώ μετά τη συγχώνευση με την ETBA, ο συγκεκριμένος δείκτης αρχίζει να ανακάμπτει.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9: Σύνολο Καθαρών Εσόδων ανά Εργαζόμενο

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Καθαρά έσοδα	535.880	492.378	375.272	425.968	454.965	233.148	91.947	52.507	35.803
Απασχολούμενο Προσωπικό	4.191	3.996	3.466	3.587	3.584	1.045	770	622	561
Μ.Ο. Προσωπικού	4.094	3.731	3.527	3.586	2.315	908	696	592	523
Καθαρά έσοδα / Εργαζόμενο	130,9	132,0	106,4	118,8	196,6	256,9	132,1	88,8	68,5

Πηγή: Δημοσιευμένοι Ισολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς





7.6.6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ

Στα πλαίσια υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων και άμεσης συσχέτισής τους με το βαθμό ανάληψης κινδύνων, σύμφωνα με το νέο κανονιστικό πλαίσιο της Επιτροπής Βασιλείας και τις σχετικές διατάξεις της Τράπεζας της Ελλάδος, τα πιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένα να υπολογίζουν και να δημοσιεύουν τους συντελεστές κεφαλαιακής επάρκειάς τους, με σκοπό την εγγύηση της εύρυθμης λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και την προστασία των πελατών τους. Η Τράπεζα της Ελλάδος επιβάλλει ένα κατώτερο όριο για το συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας 8%. Συνοπτικά, πρέπει να αναφερθεί ότι ο συντελεστής αυτός δίνεται από το λόγο των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού, τα οποία είναι σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο τους. Τα στοιχεία των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων είναι χωρισμένα στα βασικά (Tier 1) και στα συμπληρωματικά (Tier 2).

Λόγω ανεπαρκούς πρόσβασης σε λεπτομερή στοιχεία, στην παρούσα εργασία, ο συντελεστής αυτός παρατίθεται για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, όπως αναφέρεται στις ετήσιες εκθέσεις ενώ σημειώνεται ότι ο Όμιλος Πειραιώς έχει εκδώσει μόνο βασικά κεφάλαια. Όπως διαπιστώνεται, ο δείκτης διαχρονικά έχει διατηρηθεί σε επίπεδα πάνω από 8%. Η συνένωση των τριών τραπεζών κατά το 2000 οδήγησε σε μείωση του δείκτη κατά 7,8 ποσοστιαίες μονάδες ενώ το 2003 σε 0,3 ποσοστιαίες μονάδες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10: Συντελεστής Κεφαλαιακής Επάρκειας

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
13,1%	10,8%	11,1%	8,3%	12,4%	20,02%	11,81%	17,52%	15,69%



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank

Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται συνοπτικά όλοι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που έχουν υπολογιστεί ανωτέρω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11: Συνοπτικός Πίνακας Αποτελεσμάτων

ΔΕΙΚΤΕΣ	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ									
1 ROavA	1,53 %	1,63%	0,5%	0,62%	2,12%	2,87%	2,51%	2,04%	1,61%
2 ROavE	17,46%	19,65%	6,86%	7,14%	14,21%	12,88%	19,95%	17,08%	16,42%
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ									
3 Κόστος / Έσοδα	66,0%	67,2%	72,8%	54,2%	53,9%	32,4%	48,7%	59,2%	67,8%
4 Καθαρό Περιθώριο Επιτοκίου	2,82%	2,89%	2,43%	2,22%	3,32%	2,72%	2,42%	3,80%	3,40%
ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ									
5 Καταθέσεις / Σύνολο Ενεργητικού	72,0%	69,2%	75,5%	80,2%	74,0%	54,3%	71,7%	72,1%	75,3%
6 Χορηγήσεις/ Καταθέσεις	105,2%	103,6%	74,9%	62,4%	56,3%	61,0%	54,7%	63,3%	66,1%
ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ									
7 Προβλέψεις / Χορηγήσεις	3,36%	3,83%	2,19%	1,95%	1,57%	0,91%	1,11%	0,92%	0,60%
ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ (σε χιλ. €)									
8 Δαπάνες προσωπικού/ εργαζόμενο	39,7	40,7	34,6	21,7	48,0	33,4	30,2	27,0	24,6
9 Καθαρά έσοδα/ εργαζόμενο	130,9	132,0	106,4	118,8	196,6	256,9	132,1	88,8	68,5
10 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ	13,1%	10,8%	11,1%	8,3%	12,4%	20,02%	11,81%	17,52%	15,69%

Δείκτης με παρανομαστή ο Μέσος Όρος Εντόκων Στοιχείων Ενεργητικού



7.7. Εξέλιξη της Τιμής της Μετοχής

Οι μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1918 όπου και διαπραγματεύονται μέχρι και σήμερα, χωρίς διακοπή. Η παρακολούθηση της εξέλιξης της τιμής και της απόδοσης της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς μέσα από τα δύο διαγράμματα που ακολουθούν, παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς η προσφορά υψηλών αποδόσεων στους μετόχους της Τράπεζας θα πρέπει να συμβαδίζει με την αποτελεσματικότητα, την αποδοτικότητα και την κερδοφορία της, όπως αποτυπώνεται σε κάποιους βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες. Ωστόσο, σε καμία περίπτωση δεν επιχειρείται η αξιολόγηση της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την ανακοίνωση της πρόθεσης εξαγοράς ή της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης της Τράπεζας Πειραιώς είτε με τις Τράπεζες Μακεδονίας-Θράκης και Χίου είτε με την ETBA bank.

Το 1996 οι τιμές στο Χ.Α.Α. παρά τις ενδιάμεσες διακυμάνσεις, παρέμειναν σχεδόν στάσιμες με την τιμή της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς να κυμαίνεται γύρω στο € 1,38. Κατά την περίοδο Ιανουαρίου - Μαΐου 1997, η χρηματιστηριακή ανάκαμψη αποτελεί γεγονός. Η τιμή της μετοχής το διάστημα αυτό αυξάνεται κατά 157%. Η ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου ανακόπτεται μετά τη νομισματική και συναλλαγματική κρίση στο τέλος του Οκτωβρίου 1997 που οδήγησε στην απότομη αύξηση των επιτοκίων. Το 1998, έτος συνέχισης και επιτάχυνσης της χρηματιστηριακής ανάκαμψης, η σημαντική ενίσχυση μέσα στην αγορά της θέσης της Τράπεζας Πειραιώς από την εξαγορά σημαντικού πακέτου της Μακεδονίας-Θράκης επέδρασε άμεσα από τον Μάιο στην πορεία της μετοχής της πρώτης. Η αύξηση της τιμής της μετοχής στο διάστημα 01.01.1998 – 01.01.1999 εκτιμάται σε 475%. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού για μελλοντική βελτίωση όλων των μεγεθών της Τράπεζας Πειραιώς προεξοφλούνταν με την ενίσχυση / ανατίμηση της μετοχικής της αξίας. Το 1999 η πολύ μεγάλη πλέον διείσδυση του χρηματιστηρίου στην ελληνική κοινωνία ως αποτέλεσμα της βελτίωσης των μακροοικονομικών δεικτών της Ελληνικής Οικονομίας και των θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων των εισηγμένων εταιρειών γίνεται σαφώς αντιληπτή στην αύξηση του Γενικού Δείκτη αλλά και στην αύξηση της τιμής της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς, ιδίως το πρώτο τετράμηνο του έτους. Από το 2000 έως και το 2002, στα πλαίσια διόρθωσης των υπέρμετρων τιμών των μετοχών του Χ.Α.Α., η τιμή της μετοχής της Τράπεζας ακολουθεί την αρνητική τάση του συνολικού τραπεζικού δείκτη, η οποία ωστόσο είναι μικρότερη της πτώσης του Γενικού Δείκτη.



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

Το Μάιο 2003 εμφανίζονται ξανά τα σημάδια ανάκαμψης του ελληνικού χρηματιστηρίου και έκτοτε η τιμή της μετοχής έχει, σε γενικές γραμμές, μια θετική πορεία και σε αρκετές περιπτώσεις πιο πάνω από εκείνη του Γ. Δ. του Χ.Α.

Στα δύο διαγράμματα που ακολουθούν απεικονίζεται πρωτίστως η εξέλιξη της τιμής της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς από 01.01.1996 έως 01.01.2005 ενώ στη συνέχεια εμφανίζεται η μηνιαία απόδοση της τιμής συγκριτικά με τις αντίστοιχες του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Τραπεζών. Και στα δύο διαγράμματα σημειώνονται κάποιες σημαντικές χρονικές στιγμές.



**Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank**



**Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank**



8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ένα πλήθος θεωριών έχει αναπτυχθεί και διαπραγματεύεται τα κίνητρα που ωθούν τις τράπεζες σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ο πιο δημοφιλής λόγος είναι οι λειτουργικές συνέργιες (π.χ. οικονομίες κλίμακος, μείωση κόστους, διαφορετική διοικητική αποτελεσματικότητα) και χρηματοοικονομικές συνέργιες (π.χ. αυξημένη δανειοληπτική ικανότητα, αχρησιμοποίητες φορολογικές απαλλαγές). Κατ' επέκταση, αναρίθμητες μελέτες επιχειρούν να αποδείξουν κατά πόσο αυτές οι στρατηγικές κινήσεις δημιουργούν οικονομικά οφέλη στους μετόχους των συνενωμένων επιχειρήσεων. Τα εμπειρικά ευρήματα είναι ανάμεικτα ενώ διαπιστώνεται μια δυσκολία απομόνωσης εκείνων των μεταβλητών που παίζουν καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία ή στην αποτυχία μίας συγχώνευσης. Σε κάθε περίπτωση, οι αναλυτές τονίζουν ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να διερευνούν την αγορά πριν επιλέξουν τον κατάλληλο εταιρικό στόχο και στη συνέχεια να σχεδιάζουν επιμελώς την ολοκλήρωση της συγχώνευσης καθώς αποδεικνύεται μια επίπονη και προκλητική διαδικασία, για την οποία απαιτείται η πλήρης εκμετάλλευση όλων των συντελεστών. Παρ' ότι τα χαρακτηριστικά των εξαγορασθέντων επιχειρήσεων είναι γνωστά, τα υποδείγματα πρόβλεψης των εξαγορών έχουν ασθενή μόνο προβλεπτική ικανότητα και τα χαρτοφυλάκια πιθανών υποψηφίων εξαγοραζομένων εταιρειών που καταρτίζονται με βάση υποδείγματα πρόβλεψης εξαγορών δεν κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις από ότι το χαρτοφυλάκιο αγοράς⁴⁶.

Σε γενικές γραμμές, η διεθνής βιβλιογραφία συντείνει στα ακόλουθα πορίσματα:

- υψηλές μη-κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς παρουσιάζονται όταν το επενδυτικό κοινό πιστεύει ότι η συνένωση των επιχειρήσεων θα έχει θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα κόστους και κερδών των τραπεζών.
- οι εξαγοράζουσες τράπεζες εμφανίζουν συνήθως χαμηλότερες υπερκανονικές αποδόσεις από εκείνες των εξαγοραζομένων.
- συγκριτικά με τις τράπεζες του κλάδου, οι τράπεζες που προκύπτουν από τη συγχώνευση αποδίδουν καλύτερα από πριν. Και πάλι οι αγοράζουσες επιχειρήσεις είτε καρπούνται μικρά οφέλη είτε ακόμη πραγματοποιούν και ζημιές ενώ οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις «απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος».

⁴⁶ TRAVLOS G. NICKOLAOS, "Sources of gain from domestic and international acquisitions", Corporate Finance Review, November/December 1996 (Σημειώσεις Μαθήματος «Χρηματοοικονομική II» Καθηγήτη Τσαγκαράκη Νικόλαου)



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

- ⇒ οι συγχωνεύσεις μακροπρόθεσμα κρίνονται επιτυχημένες όταν οι δείκτες αποτελεσματικότητας της απορροφώμενης τράπεζας δεν είναι καλοί, συγκριτικά με της απορροφώσας, η διάρθρωση των εσόδων τους είναι παρόμοια και η καταβολή του τιμήματος εξαγοράς δε γίνεται αποκλειστικά με μετρητά.
- ⇒ οι εξαγοράζουσες τράπεζες πρέπει να στοχεύουν σε τράπεζες με συγκριτικά μικρά μεγέθη αλλά δυναμικά αναπτυσσόμενες.

Μελετώντας την περίπτωση της συγχώνευσης της Τράπεζας Πειραιώς με την ETBA bank, μίας κρατικής τράπεζας με επενδυτικό και όχι εμπορικό ή λιανικό προσανατολισμό, αλλά και γενικότερα την πορεία της πρώτης μετά την πραγματοποίηση μιας πλειάδας στρατηγικών κινήσεων, διαπιστώνονται τα ακόλουθα:

- ⇒ Η κερδοφορία της Τράπεζας διαχρονικά βελτιώνεται με εξαίρεση τα έτη 2001 και 2002, η μείωση της οποίας οφείλεται στις δυσμενείς εθνικές χρηματιστηριακές συγκυρίες.
- ⇒ Η αποτελεσματικότητα κόστους μετά την απορρόφηση των Τραπεζών Μακεδονίας-Θράκης και Χίου παρουσιάζει μία απότομη αύξηση, η οποία στη συνέχεια σταθεροποιείται. Η συνένωση των τραπεζών με διαφορετική ποιότητα χαρτοφυλακίου και επενδυτική στρατηγική ήταν αναμενόμενο να δημιουργήσει πτώση στην απόδοση της τράπεζας Πειραιώς (Altunbas Ibanez, 2004) παρά την επιδίωξη οικονομιών κλίμακας και την επίσπευση των συνενώσεων.
- ⇒ Οι αποδοτικές τοποθετήσεις της Τράπεζας μετά την απορρόφηση της ETBA αυξάνονται ως αποτέλεσμα της ευρύτερης αξιοποίησης σε μεγαλύτερη πελατειακή βάση του συγκριτικού πλεονεκτήματος που είχε η ETBA στους τομείς της μακροπρόθεσμης πίστης, της επενδυτικής τραπεζικής, της διαχείρισης κοινοτικών πόρων και της ανάπτυξης βιομηχανικών περιοχών.
- ⇒ Αν και η Τράπεζα Πειραιώς επιδίωξε τον περιορισμό των δαπανών προσωπικού (ιδίως τα διάφορα επιδόματα) και προσπάθησε να μειώσει τον αριθμό των εργαζομένων μετά τις συγχωνεύσεις, η βελτίωση των δεικτών παραγωγικότητας δεν είναι αξιοσημείωτη.
- ⇒ Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας σταδιακά βελτιώνεται.

Σήμερα, οι οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις δείχνουν ότι η χρηματοοικονομική αναδιοργάνωση πρέπει να μεταβάλλεται και να προσαρμόζεται ανάλογα με τις τάσεις. Σε έρευνα της KPMG με τηλεφωνικές συνεντεύξεις 190 στελεχών σε 186 ιδιωτικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο κατά το πρώτο δίμηνο του 2004, το ένα τρίτο



Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών : Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ETBA bank

αυτών συμπεριλαμβάνουν στη στρατηγική τους για την επόμενη τριετία την επιθυμία εξαγοράς μίας άλλης επιχείρησης⁴⁷. Αν και οι περισσότερες συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ήρθαν στο προσκήνιο την δεκαετία του 1990, είναι σημαντικό να γίνει σαφές ότι η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής κίνησης εξαρτάται κάθε φορά από το οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον και το εγχείρημα που το πιστωτικό ίδρυμα έχει να αντιμετωπίσει.

⁴⁷ “Asset Management M & A Activity Heating Up, One-Third of Private Banks Seeking Acquisitions”, Money Management Executive, June 14, 2004



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Άρθρα

- 1) ALTUNBAS YENER, MOLYNEUX PHILIP AND THORNTON JOHN, “Big-Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications”, *Economica* (1997) 64, 317-29
- 2) ALTUNBAS YENER & IBANEZ DAVID MARQUES, “Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe. The Role of Strategic Similarities”, Working Paper Series, October 2004, No.398
- 3) BEITEL PATRICK, SCHIERECK DIRK, WAHRENBURG MARK, “Explaining M & A Success in European Banks”, *European Financial Management*, Vol. 10, No.1, 2004, 109-139
- 4) CORNETT M. MARCIA, TEHRANIAN HASSAN, “Changes in corporate performance associated with bank acquisitions”, *Journal of Financial Economics* 31, 1992, 211-234 North-Holland
- 5) DELONG L. GAYLE, “Focusing versus diversifying bank mergers: analysis of market reaction and long-term performance”, (January 2001)
- 6) HALKOS E. GEORGE, SALAMOURIS S. DIMITRIOS, “Efficiency measurement of the Greek commercial banks with the use of financial ratiosQ a data envelopment analysis approach”, *Management Accounting Research* 15 (2004), p.p. 201-224
- 7) HEALY M. PAUL, PALEPU G. KRISHNA & RUBACK S. RICHARD, “Does corporate performance improve after mergers”, *Journal of Financial Economics* 31 (1992) 135-175, North-Holland
- 8) MCGOWAN LEE AND MICHELLE CINI, “Discretion and Politicization in EU Competition Policy: The Case of Merger Control”, *Governance: An International Journal of Policy and Administration*, Vol.12, No2, April 1999 (pp. 175-200)
- 9) MADISON TOM, ROTH GREG, SAPOROSCHENKO ANDY, “Bank Mergers and Insider Nontrading”, *The Financial Review* 39 (2004) p.p. 223-224
- 10) PERISTIANI STAVROS, “Do mergers improve the X-Efficiency and Scale Efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 29, No.3, (August 1997)
- 11) PILLOFF J. STEVEN, “Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions”, *Journal of Money, Credit and Banking*, August 1996, Vol.28, No.3, pp.294-310



- 12) RHOADES A. STEPHEN, "The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers", *Journal of Banking and Finance*, 1998, Vol.22, pp.273-291
- 13) SHERMAN H. DAVID, RUPERT J. TIMOTHY, "Do bank mergers have hidden or foregone value? Realized and unrealized operating synergies in one bank merger", *European Journal of Operational Research* 168 (2006) 253-268
- 14) TRAVLOS G. NICKOLAOS, "Sources of gain from domestic and international acquisitions", *Corporate Finance Review*, November/December 1996 (Σημειώσεις Μαθήματος «Χρηματοοικονομική II» Επικ. Καθηγητή Τσαγκαράκη Νικόλαου)
- 15) ΠΡΩΤΟΠΑΠΑΣ Γ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ, ΤΡΑΥΛΟΣ Γ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ, ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ Β. ΝΙΚΟΛΑΟΣ, «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: επίδραση στην χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων», *Περιοδικό ΣΠΟΥΔΑΙ*, Τόμος 53 (2003)/ Τεύχος 4, σελ.80-104
- 16) ΤΡΑΥΛΟΣ Γ., «Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές», Ιανουάριος 2001

Βιβλία

- 17) BREALY A. RICHARD, MYERS C. STEWART, "Principles of Corporate Finance", 7th Edition, 2003, McGraw-Hill Higher Education
- 18) DEPAMPHILIS DONALD, "Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions", 2001, Academic Press
- 19) GAUGHAN A. PATRICK, "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings", 3rd Edition, 2002, John Wiley & sons, INC., New York
- 20) HAWAWINI A. GABRIEL, SWARY ITZHAK, "Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry, 1990, Elsevier Science Publishers B.V.
- 21) SUDARSANAM P.SUDI, "The Essence of Mergers And Acquisitions", 1995, Prentice Hall Europe
- 22) SUDARSANAM P.SUDI, "Creating Value from Mergers And Acquisitions, The Challenges, An Integrated and International Perspective", 2003, Prentice Hall International UK Limited
- 23) ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Μ. ΒΑΣΙΛΗΣ, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, Τόμος Α΄ :Θεωρία», 4^η Έκδοση, 2002, Εκδόσεις Ε. ΜΠΕΝΟΥ



24) ΣΑΚΚΕΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ, «Συγχωνεύσεις- Διασπάσεις- Εξαγορές- Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, από άποψη νομική, φορολογική, λογιστική», 2001, Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ

Διπλωματικές Εργασίες

25) ΑΝΘΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ, «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον Τραπεζικό Κλάδο», 2000

26) ΖΟΥΤΣΟΥ ΡΟΥΛΑ «Mergers in Greece: Evaluation of the Mergers related performance of Greek Companies, Accounting Based Methodology” , 2001

27) ΚΑΡΥΤΙΝΟΥ ΕΛΛΗ, «Συγχωνεύσεις και εξαγορές στον Τραπεζικό Κλάδο», 2003

28) ΚΑΣΣΑΝΗ ΠΗΝΕΛΟΠΗ, «Συγχώνευση EFG Eurobank A.E.& Εργασίας A.E.», 2004

29) ΜΗΝΑΪΔΗ ΔΗΜΗΤΡΑ, «Μορφές Επιχειρηματικής Αναδιάρθρωσης (spin-offs, sell-offs, equity carve-outs, tracking stocks, LBO's)», 2004

30) ΜΠΑΜΠΑΝΑΣ Ε. ΦΩΤΙΟΣ, «Αποτίμηση Επιχειρήσεων (Η περίπτωση της ΟΤΕ Leasing)», 2003

31) ΠΑΝΑΓΟΠΟΥΛΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ, «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Χρηματοοικονομικών Οργανισμών, 2002

32) ΤΣΙΓΑΛΙΔΗΣ ΗΛΙΑΣ, «Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές στην Ελλάδα και η Επίδρασή τους στον Πλούτο των Μετόχων», 2003

Τύπος

33) Εφημερίδα «Η ΝΑΥΤΕΡΜΠΟΡΙΚΗ»

34) Εφημερίδα «ΤΟ ΒΗΜΑ»

Λοιπά

35) ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ Χ.Α. (Δεκέμβριος 2003)

36) Ετήσιες Εκθέσεις Τράπεζας Πειραιώς 1995 – 2004

37) Ετήσια Έκθεση ETBA bank 2002

38) Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 4ο Τρίμηνο 2004

39) Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 24, Ιανουάριος 2005

40) Ιστοσελίδα Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών

41) Ιστοσελίδα Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού

42) Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Τεύχος 93, Μάρτιος 2005



**Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Τραπεζών :
Συγχώνευση Τράπεζας Πειραιώς και ΕΤΒΑ bank**

- 43) Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 22, Ιανουάριος 2004,
- 44) Οικονομικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος, Τεύχος 24, Ιανουάριος 2005
- 45) Report on EU Banking Structure, European Central Bank, November 2004