

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΙΣΙΑΚΗ**  
**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**Προσεγγίσεις στο θέμα των Συγχωνεύσεων και των**  
**Εξαγορών**

**ΣΤΑΥΡΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΣ**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2014**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

**UNIVERSITY OF PIRAEUS**  
**DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN**  
**ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY**

**Mergers and Acquisitions - Approach**

**STAUROU NIKOLAOS**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements of the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy.

**Piraeus, September 2014**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

*Αφιέρωση*

*Στην Οικογένεια μου*

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## Ευχαριστίες

Ευχαριστώ θερμά όλους τους καθηγητές μου για τις γνώσεις που μου μετέδωσαν κατά τη διάρκεια των σπουδών μου. Ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου που είναι πάντα δίπλα μου και σε όλους τους φίλους που μου συμπαραστάθηκαν.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



# Προσεγγίσεις στο θέμα των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών

**Σημαντικοί όροι:** Συγχωνεύσεις, Εξαγορές

## Περίληψη

Τα τελευταία χρόνια, στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης, της αυξανόμενης ενοποίησης των αγορών, έχουν αλλάξει οι κανόνες του παιχνιδιού στις διεθνείς επιχειρήσεις. Για να πετύχει στην παγκόσμια αγορά μια επιχείρηση θα πρέπει να αναμένει την αλλαγή και όχι να αντιδρά σε αυτήν. Επομένως, οι συμμαχίες μεταξύ των επιχειρήσεων πρέπει να θεωρούνται απαραίτητες. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης των δραστηριοτήτων. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνιστούν τα τελευταία χρόνια ως μια λύση στην οποία καταλήγουν επιχειρήσεις προκειμένου να πετύχουν τους στόχους τους.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό της παρουσίαση της πολιτικής των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το περιεχόμενο της συγκεκριμένης μελέτης επιμερίζεται στις παρακάτω ενότητες. Πιο συγκεκριμένα, στο κεφάλαιο ένα και το κεφάλαιο δύο προσεγγίζεται θεωρητικά το ζήτημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με τη βοήθεια εννοιών και ορισμών. Στο κεφάλαιο τρία γίνεται αναφορά για το ζήτημα των συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Στο κεφάλαιο τέσσερα παρουσιάζεται το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει στην Ελλάδα, στο κεφάλαιο πέντε εξετάζεται η στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών και τέλος στο κεφάλαιο έξι μελετώνται περιπτώσεις εταιριών που έχουν προβεί σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# Mergers and Acquisitions - Approach

**Keywords:** Mergers, Acquisitions

## Abstract

In recent years, in the context of globalization, the increasing integration of markets, have changed the rules of the game in international business. To succeed in the global market a company should be expected to change rather than react to it. Therefore, alliances among firms should be considered necessary. Mergers and acquisitions are forms of business strategy related to phases of development, integration and expansion of activities. Mergers and acquisitions comprise an important solution helping companies to accomplish their goals.

This study aims to present the policy of mergers and acquisitions. The content of this study has been shared in the following sections. More specifically, in chapter one and chapter two mergers and acquisitions are theoretically approached with the help of concepts and definitions. Chapter three refers to the issue of mergers and acquisitions both in Greece and abroad. Chapter four presents the legislative frameworks in Greece, the chapters five examines the strategy of mergers and acquisitions and finally have been studied cases for companies that have made acquisitions or mergers.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# Περιεχόμενα

Περίληψη

Abstract

Κατάλογος Πινάκων

Κατάλογος Διαγραμμάτων

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

Εισαγωγή

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

- 2.1 Ιστορική Ανασκόπηση των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών
- 2.2 Ορισμός Επιχείρησης
- 2.3 Ορισμός και είδη των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών
- 2.4 Θεωρίες που εξηγούν τους λόγους των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών
- 2.5 Κίνητρα που ωθούν στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές
- 2.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:       Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό

- 3.1 Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές στην Ελλάδα
- 3.2 Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Διεθνώς

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Νομοθετικό πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα**

- 4.1 Το Ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών
- 4.2 Στάδια διαδικασιών συγχωνεύσεων βάσει του Κ.Ν. 2190/20, όπως ισχύει με το Π.Δ 498/87
- 4.3 Νόμος 2190/20 – Συγχώνευση Ανωνύμων Εταιριών
- 4.4 Νόμος 1297/72 Περί Συγχωνεύσεων

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Στρατηγική Ανάπτυξης μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών**

- 5.1 Λόγοι πραγματοποίησης στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών
- 5.2 Οι λόγοι που μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία την Συγχώνευση ή την Εξαγορά μιας επιχείρησης
- 5.3 Στάδια εξασφάλισης επιτυχίας μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο**

- 6.1 Εμπειρικές Έρευνες για τις αποδόσεις αγοραζουσών εταιρειών

Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στον κλάδο των τροφίμων.

Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Τηλεπικοινωνίες.

Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην παγκόσμια φαρμακοβιομηχανία.

## **6.2** Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές στην Ελλάδα για το 2014

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συμπεράσματα**

### **Βιβλιογραφία**

## Κατάλογος Πινάκων

**Πίνακας 6.1** Οι μεγαλύτερες εξαγορές και συγχωνεύσεις στην  
φαρμακοβιομηχανία

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## Κατάλογος Διαγραμμάτων

- Διάγραμμα 3.1** Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2013
- Διάγραμμα 3.2** Συγχωνεύσεις και Εξαγορές από το 2008 έως το 2013
- Διάγραμμα 6.1** Συγχωνεύσεις από Εισηγμένες Εταιρείες στο ΧΑΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Εισαγωγή

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και ο διεθνής ανταγωνισμός έχουν οδηγήσει τα τελευταία χρόνια σε σημαντική αύξηση των επιχειρηματικών αναδιοργανώσεων, κυρίως μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές (Mergers and Acquisitions) είναι πράξεις τεράστιας σημασίας και αξίας, οι οποίες λαμβάνουν χώρα με την ένωση δύο ή και περισσότερων εταιρειών, ώστε να πραγματοποιηθούν συγκεκριμένοι στρατηγικοί στόχοι, τόσο για τις ίδιες, όσο και για τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (μέτοχοι, εργαζόμενοι, managers και κυβερνήσεις). Οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές πολλές φορές αντιμετωπίζονται ως κάτι το αναπόφευκτο μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού. Αποτελούν τη βασική μέθοδο με την οποία μια επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει νέους πόρους και να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της στην διεθνή αγορά.<sup>1</sup> Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, που κυριαρχείται από την επανάσταση, κυρίως στους τομείς των επικοινωνιών και της πληροφορικής και από την αξία της γνώσης ως ακρογωνιαίος λίθος ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές.

Στην παρούσα μελέτη, θα παρουσιάσουμε μια γενική ιστορική αναδρομή των Συγχωνεύσεων και εξαγορών και θα αναφέρουμε τους παράγοντες που ωθούν τις επιχειρήσεις στις Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές. Στην συνέχεια, θα κάνουμε αναφορά στα βασικά νομοθετήματα και θα παρουσιάσουμε παραδείγματα συγχωνεύσεων και τις εξαγορών στην Ελλάδα.

---

<sup>1</sup> Μαντάρης, Ι. (2008) “Management Επιχειρήσεων και Οργανισμών”, Εκδόσεις Γκιούρδας, Αθήνα

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

### 2.1 Ιστορική ανασκόπηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές επιχειρήσεων. Πολλές από τις δημοσιευμένες μελέτες παρέχουν εμπειρικά ευρήματα σχετικά με την επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών κυρίως στις τιμές των μετοχών, τόσο των αγοραζουσών επιχειρήσεων όσο και των αγοραζόμενων επιχειρήσεων, όταν συμμετέχουν με επιτυχία σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Ιστορικά έχει παρατηρηθεί ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έρχονται κατά κύματα (merge waves). Συγκεκριμένα στις Η.Π.Α έχουν ιστορία πάνω από 100 έτη, στο Ηνωμένο Βασίλειο φαίνεται να ξεκίνησαν την δεκαετία του 1960, ενώ στις υπόλοιπες χώρες τις της Ε.Ε, εμφανίστηκαν κατά την δεκαετία του 1990. Η εμφάνιση των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ένα φαινόμενο που μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες όπως είναι: οι αναδιαρθρώσεις σε κλάδους, οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις, ή αντιθέτως οι απορυθμίσεις και η φιλελευθεροποίηση των αγορών και η γενικότερη μακροοικονομική κατάσταση.

Το 1969 ο Gort<sup>2</sup> ανέπτυξε (από μακροοικονομική πλευρά) μια θεωρία της διατάραξης των αγορών για να εξηγήσει τα κύματα των συγχωνεύσεων. Τα κύματα των συγχωνεύσεων συμβαίνουν, όταν υπάρχει μια αύξηση στη γενική οικονομική δραστηριότητα που προκαλεί μια ανισορροπία (disequilibrium) στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, επομένως πολύ επενδυτές αποκτούν πολύ πιο θετικές προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση από άλλους, αποτιμώντας υψηλότερα κάποιες επιχειρήσεις που γίνονται στόχος εξαγοράς. Όταν κάποιες επιχειρήσεις αγοράζουν άλλες, τότε κάποιιοι άλλοι ανταγωνιστές ακολουθούν επειδή φοβούνται μην βρεθούν ουραγοί των εξελίξεων. Έτσι καταλήγουν στην αύξηση της δραστηριότητας των Σ&Ε. Η συγκεκριμένη θεωρία εξηγεί τη συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ των κυμάτων των συγχωνεύσεων και εξαγορών και της ανόδου του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των κεφαλαιαγορών στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

---

<sup>2</sup> Gort (1969),

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι ασυνήθιστα έντονοι περίοδοι δραστηριοτήτων συγχώνευσης και απόκτησης. Έχουν υπάρξει πέντε περίοδοι από την έναρξη του εικοστού αιώνα. Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι τα ανωτέρω κύματα συμπίπτουν με τις περιόδους οικονομικής ανόδου και λόγω των χρηματιστηριακών ευφοριών.

Τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α είναι πέντε και αρχίζουν από το 1890 μέχρι και σήμερα. Η πρώτη περίοδος από το 1890 έως το 1905 αφορά τη δημιουργία των μεγάλων μονοπωλίων (π.χ. Eastman Kodak, American Tobacco κ.λ.π). Η περίοδος αυτή οδήγησε στη δημιουργία μονοπωλίων. Η δεύτερη περίοδος έχει σχέση με τα δεκαετία του 1920 και αφορά τη δημιουργία των ολιγοπωλίων και κάθετη ολοκλήρωση (αυστηρή αντιμονοπωλιακή νομοθεσία Clayton Act, διάσπαση της Standard Oil). Τέλος, η τρίτη περίοδος (δεκαετία 1960) έχει σχέση με την ανάπτυξη των conglomerates (τάση για επέκταση των επιχειρήσεων σε ασυσχέτιστες δραστηριότητες λόγω της αυστηρής αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας).

Το τέταρτο και πέμπτο κύμα καλύπτει την χρονική περίοδο από το 1980 έως και το 2000. Το τέταρτο κύμα καλύπτει τα έτη μέχρι το 1987 και χαρακτηρίζεται από εχθρικές εξαγορές και αποσχίσεις τμημάτων ή κλάδων των επιχειρήσεων και απαρτίζουν σχεδόν το 30% της δραστηριότητας των εξαγορών. Το οικονομικό μέγεθος των συγχωνεύσεων κατά την περίοδο αυτή αυξάνεται, ενώ ταυτόχρονα καταγράφεται το πρώτο κύμα διασυνοριακών συγχωνεύσεων, κυρίως μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου, Γαλλίας και Αμερικής. Το πέμπτο κύμα χαρακτηρίστηκε ως η εντονότερη περίοδος συγχωνεύσεων και εξαγορών και καλύπτει την δεκαετία του 1990. Κύρια χαρακτηριστικά του ήταν οι εξαγορές που είχαν ως σκοπό την επίτευξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, η αναδιάρθρωση κλάδων που ήταν σε φάση ωριμότητας (τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανίες), η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο) και η επικράτηση της αρχής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων σε χώρες όπως είναι οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα έτη 1999 – 2000, η ευρωπαϊκή συγχωνευτική δραστηριότητα εισήλθε στη πιο ώριμη φάση της, μέσα στα πλαίσια λειτουργίας της Κοινής Αγοράς και της σταδιακής παγκοσμιοποίησης των οικονομιών.

Την παραπάνω περίοδο:<sup>3</sup>

- Η συνολική αξία των συγχωνεύσεων σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο πενταπλασιάστηκε, ο συνολικός αριθμός αυξήθηκε κατά τρεις φορές και το μέγεθος διπλασιάστηκε.
- Οι «κοινοτικές» συγχωνεύσεις ανήλθαν από 11,9% το 1991 επί του συνόλου των Ευρωπαϊκών συγχωνεύσεων σε 14,9% το 2000, ενώ οι «διεθνείς» από 14,5% σε 24,1%, αντίστοιχα.
- Από το 1994 και μετά, οι εξαγορές αλλοδαπών εταιριών από εταιρείες εγκαταστημένες στην Ε.Ε. αυξήθηκαν κατά τέσσερις φορές, καταδεικνύοντας πλέον την πλήρη προσαρμογή των Ευρωπαϊκών εταιριών στις νέες συνθήκες του διεθνούς ανταγωνισμού.

Στο διάστημα αυτό, η συμμετοχή της Ελλάδας στην συγχωνευτική δραστηριότητα ανέρχεται σε 1,12% επί του συνόλου, με το Ηνωμένο Βασίλειο να κρατάει την πρώτη θέση με ποσοστό 31,39% και να ακολουθούν με υψηλά ποσοστά η Γερμανία, η Γαλλία και η Ολλανδία.

## 2.2 Ορισμός επιχείρησης

Όσον αφορά την έννοια της επιχείρησης έχουν δοθεί διάφοροι ορισμοί από τους συγγραφείς. Όπως αναφέρει ο Γεωργιάδης<sup>4</sup>, η επιχείρηση είναι ένα σύνολο μέσων κάθε φύσης, κεφαλαίων, ενσωμάτων και ασωμάτων αγαθών, τα οποία τίθενται σε ενέργεια από μια ομάδα ανθρώπων, για την επίτευξη ορισμένου σκοπού. Επομένως, η επιχείρηση είναι ένα σύνολο συντελεστών παραγωγής που συγκεντρώνονται κάτω από την εξουσία κάποιου ατόμου στοχεύοντας στην επίτευξη χρηματικού εισοδήματος μέσω της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών. Πολλοί αναφέρουν την επιχείρηση ως την οικονομική μονάδα, που λειτουργεί, μέσα υπό την κεφαλαιοκρατική αγορά, την αυτοτελή και υπεύθυνη οργάνωση παραγωγικών και διαχείριση συναλλαγών με τις οποίες τελικά επιδιώκει την πραγματοποίηση του μέγιστου δυνατού κέρδους.

<sup>3</sup> “European Economy – Mergers and Acquisitions”, Supplement A, Economy Trends, No 12, European Commissions, December 2001.

<sup>4</sup> Γεωργιάδης, Οικονομική των Επιχειρήσεων.



Ανεξάρτητα από τους ορισμούς που έχουν δοθεί για την επιχείρηση, τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι τα ακόλουθα<sup>5</sup>:

- Η επιχείρηση είναι μια οικονομική μονάδα που απαιτεί οπωσδήποτε μόνιμο συνδυασμό συντελεστών παραγωγής
- Η επιχείρηση είναι οικονομικά αυτοτελής, νομικά αυτόνομη, διοικητικά αυθύπαρκτη και οικονομικά ποριστική
- Η επιχείρηση παράγει για άγνωστο καταναλωτικό κοινό
- Η επιχείρηση γεννήθηκε και δρα μέσα σε ένα κοινωνικό-οικονομικό περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από την αποτίμηση σε χρήμα και αυτών ακόμη των χρηματοοικονομικά ασταθών παραγόντων και γενικά την κερδοσκοπία.

### 2.3 Ορισμός και Είδη των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών

Συγχώνευση ή Εξαγορά είναι η ένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων υπό ενιαία βούληση. Σύμφωνα με τον Scott (1997)<sup>6</sup> «Συγχώνευση είναι η απορρόφηση μιας εταιρείας από μια άλλη. Ένας συνδυασμός από δύο ή περισσότερες εταιρείες στον οποίο η προκύπτουσα εταιρεία διατηρεί την ταυτότητα της αποκτούσας εταιρείας». Η συγχώνευση είναι ένας εκούσιος και μόνιμος συνδυασμός επιχειρήσεων όπου μια ή περισσότερες επιχειρήσεις συνενώνουν τις λειτουργίες και την ταυτότητά τους με εκείνες κάποιας άλλης και στο εξής λειτουργούν με μια ενιαία επωνυμία και για το συμφέρον του νεοπαγούς σχήματος.

Στόχος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι η δημιουργία προστιθέμενης αξίας στον νέο οργανισμό. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θεωρούνται από τα βασικά εργαλεία αναδιοργάνωσης των επιχειρήσεων. Το ελληνικό νομικό πλαίσιο (Ν.2190/1920) θεωρεί ότι:

- Συγχώνευση (Merger): είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό και Παθητικό) της απορροφώμενης επιχείρησης μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση. Η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου

---

<sup>5</sup> Γεωργιάδης, Οικονομική των Επιχειρήσεων

<sup>6</sup> Scott (1997),

(λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται), ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

- Εξαγορά (Acquisition): είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή ολόκληρης της επιχείρησης, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης η οποία συνεχίζει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτό τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρεία της εξαγοράζουσας.

Από πλευρά νομικής οντότητας οι έννοιες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών διακρίνονται σε<sup>7</sup>:

- Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption), όπου στη αποκτούσα εταιρεία περιέχονται όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, συνεχίζει όμως να διατηρεί το όνομα και την οντότητά της. Μετά από την συγχώνευση η αποκτημένη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως ξεχωριστή επιχειρησιακή οντότητα.
- Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας (merger by consolidation), όπου στην περίπτωση αυτή πραγματοποιείται η δημιουργία μιας εξ' ολοκλήρου νέας εταιρείας, στην οποία περιλαμβάνονται και η αποκτούσα και η εξαγοραζόμενη εταιρεία παύοντας όμως και οι δύο την προηγούμενη νομική τους ύπαρξη.
- Συγχώνευση με εξαγορά (merger by acquisition), όπου μια εταιρεία αποκτά μια άλλη για μετρητά, μετοχές κ.λ.π., αλλά η εξαγοραζόμενη εταιρεία εξακολουθεί να υφίσταται ως νομική οντότητα.

Επιπλέον σύμφωνα με τους Adelaja et al (1999), αναγνωρίζονται οι παρακάτω έννοιες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών:<sup>8</sup>

- Συγχώνευση με απορρόφηση (Merger): Αναφέρεται στην συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών, όπου η εταιρεία αγοραστής απορροφά το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρείας στόχου.

---

<sup>7</sup> Παζάρσκη, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π. και Δρογαλάς, Γ. (2007) “Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση: Μια λογιστική θεώρηση”, Διοικητική ενημέρωση.

<sup>8</sup> Adelaja et al (1999),

- Συγχώνευση (Consolidation): Στην περίπτωση αυτή οι δύο εταιρείες συνενώνονται και δημιουργείται μια νέα οντότητα. Οι μέτοχοι, τόσο του αγοραστή όσο και του στόχου, λαμβάνουν μετοχές της νέας εταιρείας.
- Εξαγορά μετοχικού κεφαλαίου (Acquisition of stock): Ο αγοραστής κάνει προσφορά για την εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών της εταιρείας στόχου, με αποτέλεσμα να του παρέχει πλειοψηφική ισχύ στο Δ.Σ. της εταιρείας.
- Εξαγορά ενεργητικού (Acquisition of Assets): Ο αγοραστής αποκτά όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ή τα περισσότερα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι αυτή παύει να υπάρχει.

### **Κατηγοριοποίηση των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών:**

Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Η επιχειρησιακή αυτή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή ένας συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (conglomerates).

- Στην κάθετη ολοκλήρωση αντικείμενο συγχώνευσης είναι οι επιχειρήσεις που συναντώνται σε προηγούμενα ή μεταγενέστερα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας του αγοραστή. Στόχος είναι η καθετοποίηση της παραγωγής, ώστε να διευκολυνθεί ο έλεγχος των καναλιών διανομής πρώτων υλών και τελικών αγαθών.
- Στην οριζόντια ολοκλήρωση έχουμε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, δηλαδή έχουν το ίδιο επίπεδο παραγωγής. Σκοπός είναι η κυριαρχία στην αγορά.
- Τέλος, όσον αφορά τον συνδυασμό ετερόκλητων δραστηριοτήτων (conglomerates) σκοπός είναι η κάλυψη σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεων που προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους.

Εκτός από τους παραπάνω τρόπους για να διαχωρίσουμε τις εξαγορές είναι σύμφωνα με τη φύση τους, εάν είναι φιλική ή όχι, σε σχέση με το management της επιχείρησης<sup>9</sup>:

---

<sup>9</sup> Πασιούρας κ.α., 2006,

- Στην φιλική εξαγορά το management της επιχείρησης “καλωσορίζει” τον αγοραστή, αποδέχεται τη διαδικασία, προτρέπει το Δ.Σ. και τους μετόχους να πράξουν το ίδιο και συντομεύει τις διαπραγματεύσεις.
- Στην εχθρικά εξαγορά το management της επιχείρησης αντιτίθεται στην εξαγορά και προτρέπει τους μετόχους να ακολουθήσουν την ίδια κατεύθυνση. Μια τέτοια εξαγορά έχει άμεσο αντίκτυπο στο management της επιχείρησης, το οποίο στις περισσότερες περιπτώσεις προσπαθεί να αμυνθεί σε τέτοιου είδους εξαγορές.

## 2.4 Θεωρίες που εξηγούν τους λόγους των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν από καιρό την δημοφιλέστερη στρατηγική των επιχειρήσεων και αντιπροσωπεύουν μια σημαντική λύση για την στρατηγική του επέκταση. Στην βιβλιογραφία υπάρχουν θεωρίες που μας δίνουν μια εικόνα για αίτια που οδηγούν στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι θεωρίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν στις παρακάτω ομάδες<sup>10</sup>:

- i. Τις Οικονομικές Θεωρίες (Economic Theories) που υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι κυρίως οικονομικά. Κάποιες θεωρίες είναι οι ακόλουθες:
  - Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης αλλά και ταυτόχρονα τον πλούτο των μετόχων
  - Ασυμμετρία πληροφόρησης
  - Θεωρία οικονομικών διαταράξεων
  - Θεωρία παιγνίων
- ii. Τις Διοικητικές Θεωρίες (Managerial Theories), οι οποίες βασίζονται στις απόψεις των Winter (1967), Marris (1964), Galbraith (1967), σχετικά με την κατάσταση που επικρατεί σε αγορές στις οποίες δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός ώστε οι διοικήσεις των εταιριών να επιδιώκουν στόχους αύξησης μεγέθους αντί για αύξηση των κερδών.

<sup>10</sup> Κυριαζής Δ., 2007, “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”

- iii. Τις Χρηματοοικονομικές Θεωρίες (Finance Theories), είναι ένας συνδυασμός διοικητικών θεωριών και νεοκλασικών υπό την έννοια, ότι ο ρόλος της μεγιστοποίησης των κερδών, υπό τους περιορισμούς που θέτει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, το αναλαμβάνει η ίδια η αγορά χρησιμοποιώντας το μηχανισμό των εξαγορών και τέλος
- iv. Τις Στρατηγικές Θεωρίες (Strategic Theories) οι οποίες είναι αλληλένδετες με τις οικονομικές θεωρίες (αύξηση αποτελεσματικότητας μέσω συνεργιών και αύξηση δύναμης στην αγορά).
- v. Τις Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών (Organisational and Behavioural Theories). Η προσέγγιση αυτή αντιμετωπίζει τις διαδικασίες διοικητικών αποφάσεων εντός ενός οργανισμού, ως μη απόλυτα ορθολογικές που είναι ευάλωτες σε μια ποικιλία πιέσεων, πολιτικού χαρακτήρα.

## 2.5 Κίνητρα που ωθούν στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Οι περισσότερες μελέτες εστιάζουν σε κύριο βαθμό στα κίνητρα που οδηγούν επιχειρήσεις σε συγχώνευσης ή εξαγορές. Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται μερικά από τα βασικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγκέντρωση με εξαγορά ή συγχώνευση. Τα κυριότερα κίνητρα είναι τα ακόλουθα:<sup>11</sup>

- Η δημιουργία και αξιοποίηση λειτουργικών συνεργιών ανάμεσα στις επιχειρήσεις, με συνέπεια την εξοικονόμηση κόστους και την εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακος ή/και οικονομικών φάσματος (διασφάλιση μικρότερου κόστους παραγωγής με προσθήκη συναφών – συμπληρωματικών παραγωγικών διαδικασιών ή δικτύων διανομής)
- Η δημιουργία και αξιοποίηση χρηματοδοτικών συνεργιών, λόγω μεγαλύτερου μεγέθους, βελτίωσης της αξιοπιστίας του συνόλου των επιχειρήσεων, καλύτερης πρόσβασης σε κεφάλαια
- Η αντικατάσταση μιας μη αποτελεσματικής διοίκησης, με στόχο την εξυγίανση και ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρείας και ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή την μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι σύνηθες

<sup>11</sup> Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις.

στις λεγόμενες «εχθρικές» εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

- Η ενίσχυση της δύναμης της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην εθνική ή/και στη διεθνή αγορά, με στόχο τον περιορισμό του ανταγωνισμού και πρόσθετα, ολιγοπωλιακά κέρδη.
- Προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, με στόχο να αυξήσουν το κύρος και τις αμοιβές τους ή να διατηρήσουν τα προνόμια τους. Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, όπου κεντρικό κριτήριο είναι η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων και της συνολικής χρηματοοικονομικής αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης ή του ομίλου της, το κίνητρο αυτό δεν εξυπηρετεί απαραίτητα τα συμφέροντα των μετόχων.

Πως όμως επιλέγεται η προς εξαγορά ή συγχώνευση επιχείρηση? Μεταξύ των παραγόντων που επηρεάζουν την επιλογή αυτή είναι:

- Η αξία της περιουσίας και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων της προς εξαγορά επιχείρησης
- Η τιμή της μετοχής της προς εξαγορά επιχείρησης
- Το πλήθος των μετόχων της προς εξαγορά επιχείρησης. Σε μια επιχείρηση με μικρό αριθμό βασικών μετόχων οι οποίοι αγωνιούν να πωλήσουν τις μετοχές τους, θα είναι εύκολο να γίνει η εξαγορά και αντίστροφα.
- Το «όνομα» του μανάτζμεντ της προς εξαγορά επιχείρησης και το εάν το υφιστάμενο μανάτζμεντ θα συστήσει στους μετόχους να αποδεχτούν ή να απορρίψουν μια προσφορά για εξαγορά.
- Οι μακροπρόθεσμες προοπτικές της προς εξαγορά επιχείρησης. Μια εταιρεία που αντιμετωπίζει βραχυχρόνια οικονομικά προβλήματα θα πληρώνει μικρό μέρισμα και συνεπώς η αγοραία τιμή των μετοχών της θα μειωθεί. Παρόλα αυτά η επιχείρηση μπορεί στην ουσία να είναι υγιής και συνεπώς να αποτελεί μια καλή ευκαιρία για εξαγορά.

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

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

## **2.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών**

Αναλυτικότερα τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές είναι τα ακόλουθα:

- Η δυνατότητα δημιουργίας και αξιοποίησης οικονομιών κλίμακας και σκοπού.
- Η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value).
- Η αντιμετώπιση του έντονου ανταγωνισμού. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών από το νεοϊδρυθέντα όμιλο υψηλής ποιότητας και σε προσιτές τιμές. Απόρροια των παραπάνω είναι η μείωση κόστους

- Η δυνατότητα γρήγορης μεγέθυνσης και αύξησης του μεριδίου μιας επιχείρησης στην αγορά και η αύξηση της αποδοτικότητας μέσω ενίσχυσης της κερδοφορίας επί των ιδίων κεφαλαίων.
- Η μείωση της πιθανότητας χρεοκοπίας της εταιρείας μέσω της διασποράς των κινδύνων σε ένα ευρύτερο φάσμα δραστηριοτήτων. Επίσης, η αντιμετώπιση προβλημάτων φορολογικής φύσεως π.χ. η μεταφορά ζημιών παρελθουσών χρήσεων στην νεοδημιουργηθείσα επιχείρηση.
- Η επιθυμία για ενασχόληση με νέες τεχνολογίες και μεθόδους μανάτζμεντ, ειδικότερα σε κλάδους υψηλού κινδύνου.

Όσον αφορά τα μειονεκτήματα αλλά και τα προβλήματα που μπορεί να παρουσιάζουν οι συγχωνεύσεις και οι των εξαγορές είναι τα παρακάτω:

- Η επιλογή της τεχνικής των συγχωνεύσεων των εξαγορών ενδέχεται να αποδεχτεί οικονομικά μη ορθή, ιδίως στην περίπτωση που πραγματοποιείται προς εξυπηρέτηση συμφερόντων διευθυντικών στελεχών.
- Στην περίπτωση που η εγχώρια αγορά είναι ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική δεν εμφανίζονται σημαντικά περιθώρια απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά. Επίσης, οι συνθήκες της αγοράς μπορεί να αλλάξουν ξαφνικά μετά από μια εξαγορά που κόστισε πολλά χρήματα.
- Σημαντικό μειονέκτημα είναι το υψηλό κοινωνικό κόστος που επιφέρουν, αφού σε πολλές περιπτώσεις παρατηρείται μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιείται με απολύσεις προσωπικού. Εκτός του κοινωνικού κόστους, και το διοικητικό και το διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό και πολλές φορές δεν λαμβάνεται υπόψιν.
- Η αύξηση μεγέθους μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές οικονομίες κλίμακας παρά σε αύξηση της αποτελεσματικότητας, αφού αυξάνεται η γραφειοκρατία και οι εσωτερικές επικοινωνίες γίνονται πιο δύσκολες.



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις τόσο στην Ελλάδα όσο και στο Εξωτερικό.

#### 3.1 Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές στην Ελλάδα

Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία επιτυγχάνονται μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Στην Ελλάδα, η εμφάνιση του φαινομένου αυτού καθυστέρησε σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές άρχισαν να πραγματοποιούνται κατά τα μέσα της δεκαετίας του 1980 (Λουρή 1998)<sup>12</sup>. Η μελέτη της Λουρή αποτελεί μια από τις πρώτες μελέτες των χαρακτηριστικών του φαινομένου των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη χώρα μας.

Η πρώτη σημαντική άνθηση των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε εθνικό επίπεδο παρατηρήθηκε στις αρχές της δεκαετίας τους 1990. Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, η τάση αυτή φάνηκε να ανακόπτεται με τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων να βαίνει ολοένα μειούμενος, ενώ στο τέλος της δεκαετίας η τάση αυτή άλλαξε ριζικά και παρατηρήθηκε το πρώτο μεγάλο κύμα εξαγορών. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλλε κυρίως η άνθηση που γνώρισε η ελληνική κεφαλαιαγορά το 1998 και το 1999. Την περίοδο εκείνη οι ελληνικές επιχειρήσεις είχαν την δυνατότητα να αντλήσουν υψηλά για τα ελληνικά δεδομένα επενδυτικά κεφάλαια, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εσωτερικό και εξωτερικό και να τις βοηθήσουν να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Η αύξηση του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών, τα τελευταία χρόνια δείχνει ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν πλέον αντιληφθεί ότι η δράση τους ξεφεύγει πλέον από τα στενά ελληνικά όρια και σύντομα θα δεχθεί ανταγωνιστική πίεση από το εξωτερικό. Η δυναμική της ελληνικής αγοράς αναμφίβολα δεν έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης και προόδου που μπορεί να εμφανίσει στον τομέα των συγχωνεύσεων και

---

<sup>12</sup>Louri, H (1998), “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελληνική Οικονομία, 1987-93, Μελέτες Οικονομικής Πολιτικής, том. 3, σελ. 75-96”.

των εξαγορών. Όσον αφορά την χώρα μας, πολλές φορές τα προηγούμενα χρόνια, οι όποιες κινήσεις για συγχωνεύσεις και εξαγορές έρχονταν αντιμέτωπες με την ανυπαρξία ενός δοκιμασμένου θεσμικού πλαισίου ρύθμισης των σχετικών αυτών διαδικασιών, κυρίως στις περιπτώσεις των επιθετικών εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο ρόλος του κράτους στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι βαρυσήμαντος όχι μόνο στη ρύθμιση του κανονιστικού πλαισίου, αλλά και στην παροχή κινήτρων ή αντικινήτρων αντίστοιχα στις επιχειρήσεις. Η ύπαρξη των κινήτρων προς αυτήν την κατεύθυνση συνδέεται με την έννοια της εγχώριας αγοράς η οποία υποχωρεί σταδιακά, αναδεικνύοντας σε κυρίαρχο οικονομικό και πολιτισμικό πρωταγωνιστή μια ενωμένη και ενιαία ευρωπαϊκή ή παγκόσμια αγορά.

Για παράδειγμα, όσον αφορά το εγχώριο τραπεζικό σύστημα οι μεγάλες αλλαγές ξεκίνησαν το 2012 και συνεχίζονται μέχρι σήμερα. Πρωταγωνιστές ήταν η Τράπεζα Πειραιώς και η Alpha Bank. Ειδικότερα, στα τέλη Ιουλίου 2012, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε το «υγιές» τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας. Αργότερα η Τράπεζα υπέγραψε συμφωνία με τη Societe Generale για την απόκτηση του συνολικού ποσοστού συμμετοχής (99%) της τελευταίας στη Γενική Τράπεζα, που είχε ιδρυθεί το 1937. Τον Μάρτιο του 2013, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τις τραπεζικές δραστηριότητες στην Ελλάδα της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank και της Ελληνικής Τράπεζας και λίγο αργότερα τη Millennium Bank. Όλες οι τράπεζες που απέκτησε η Τράπεζα Πειραιώς θα απορροφήθηκαν μέχρι το τέλος του 2013. Τον Φεβρουάριο του 2013, η Alpha Bank αποκτά το σύνολο των μετοχών της Εμπορικής Τραπεζικής, που είχε ιδρυθεί το 1907 και στα τέλη του ίδιου έτους ολοκλήρωσε τη νομική της συγχώνευση.

Επίσης, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος μέσα στο 2013 συμφώνησε να εξαγοραστεί η Εθνική Πανγαία Α.Ε.Ε.Α.Π. από την Invel Real Estate II BV και BSG Real Estate Limited.

Όσον αφορά άλλες Ελληνικές εταιρίες ενδεικτικά αναφέρουμε: Η Aradsat έχει συμφωνήσει να εξαγοράσει το 99,05% της Hellas Sat από το ΟΤΕ. Η Emma Delta Ltd έχει συμφωνήσει να εξαγοράσει το 33% του Οργανισμού Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου Α.Ε. (ΟΠΑΠ) από το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου. Ο Όμιλος Θεοχαράκης απέκτησε το 100% της PGA Ελλάς του διανομέα της Renault και της Dacia στην Ελλάδα. Η DONSKOU TABAK JSC απέκτησε το 50,36% της ελληνικής καπνοβιομηχανίας ΣΕΚΑΠ και τέλος η Fairfax Financial

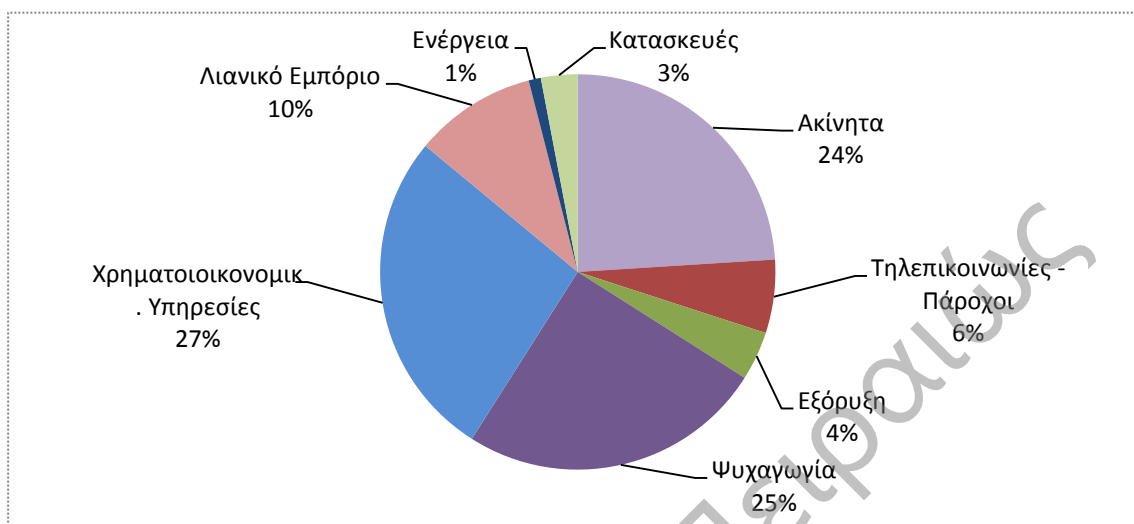
Holdings Limited συμφώνησε να εξαγοράσει τα δικαιώματα της Eurobank στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Eurobank Properties A.E.E.A.Π. αυξάνοντας το ποσοστό συμμετοχής της από ποσοστό 19% σε 42%.

### **Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2013<sup>13</sup>**

Το ενδιαφέρον των επενδυτών για επενδύσεις στη χώρα έχει αρχίσει να αναθερμαίνεται και εκτιμάται ότι ο αριθμός των συμφωνιών που θα πραγματοποιηθούν τα επόμενα χρόνια αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ 100 - 150, ανέφερε ο εντεταλμένος σύμβουλος της εταιρείας PwC, Κώστας Μητρόπουλος, προσθέτοντας ότι οι επενδυτικές κινήσεις θα είναι κυρίως ενδοομιλικές και τα αποτελέσματα θα φανούν μετά το 2015. Σύμφωνα με όσα ανέφερε ο ίδιος, στο πλαίσιο παρουσίασης έρευνας της PwC, το γεγονός ότι μέσα σε εξαιρετικά δύσκολες οικονομικές συγκυρίες οι ελληνικές επιχειρήσεις κατόρθωσαν να προσελκύσουν σχεδόν 6,2 δισ. ευρώ επιβεβαιώνει ότι η ελληνική αγορά έχει τις προοπτικές και τη δυνατότητα να προσελκύσει σημαντικές ξένες επενδύσεις. Δεκαπέντε συναλλαγές εξαγορών και συγχωνεύσεων (E&S) αξίας 3,3 δισ. ευρώ ολοκληρώθηκαν στην Ελλάδα το 2013, σε περιβάλλον έντονης και συνεχούς ύφεσης, όπως προκύπτει από τα συμπεράσματα μελέτης της PwC. Ο ρυθμός και η αξία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, μειώνεται συνεχώς από το 2008 έως το 2012, ενώ το 2013 αρχίζει να ανακάμπτει. Η μέση αξία συναλλαγών το 2013 διαμορφώθηκε στα 257 εκατ. ευρώ, υψηλότερη σε σχέση με το 2012. Το 2013 η πλειοψηφία των συναλλαγών αφορά αναδιάρθρωση τραπεζών και ιδιωτικοποιήσεις. Αναλυτικότερα, δύο από τις συναλλαγές της Τράπεζας Πειραιώς αφορούν την εκτεταμένη αναδιάρθρωση που πραγματοποιήθηκε στον τραπεζικό κλάδο αξίας 924 εκατ. ευρώ (εξαγορά της Millenium και Κυπριακών τραπεζών), δύο από τις συναλλαγές αφορούν Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία αξίας 612 εκατ. ευρώ (Eurobank Properties και Εθνική Πανγαία), δύο από τις συναλλαγές αποτελούν ιδιωτικοποιήσεις αξίας 842 εκατ. ευρώ και αφορούν και οι δύο τον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών (ΟΠΑΠ, Ελληνικά λαχεία) και δύο συναλλαγές αφορούν τον κλάδο ενέργειας (York Capital - ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ και Third Point-Ενεργειακή Αιγαίου). Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα 3.1, μια σειρά από σημαντικές Συγχωνεύσεις και

<sup>13</sup> [http://www.express.gr/news/finance/752285oz\\_20140618752285.php3](http://www.express.gr/news/finance/752285oz_20140618752285.php3)

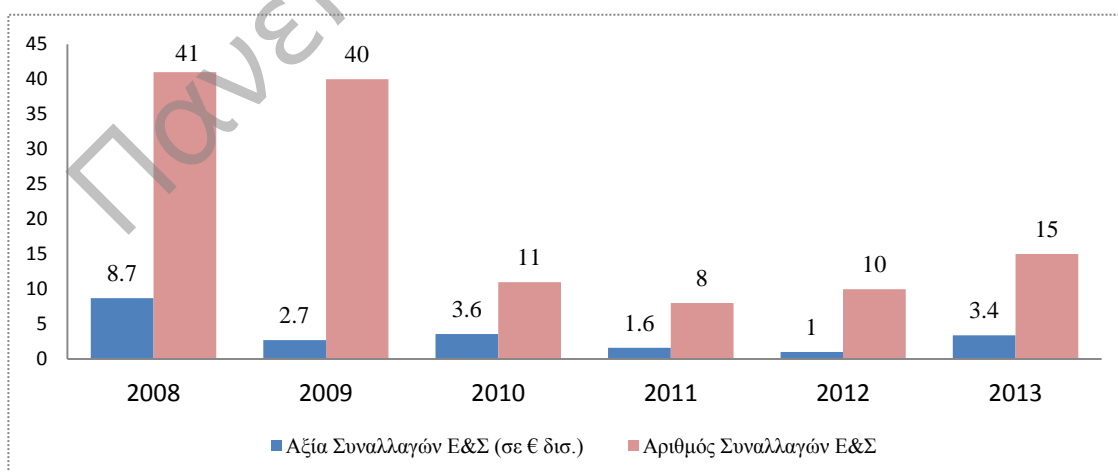
Εξαγορές αξίας 3.3 δις. ολοκληρώθηκαν εντός του 2013 σε περιβάλλον ύφεσης. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου και οι ιδιωτικοποιήσεις αποτέλεσαν τους κυριότερους μοχλούς Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.



**Διάγραμμα 3.1: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2013 (αξία συναλλαγών)**

Πηγή: PwC

Στο διάγραμμα 3.2 φαίνεται η πορεία των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών από το 2008 έως 2013. Ο αριθμός και η αξία τους μειώθηκε από το 2008 ενώ το 2013 φαίνεται να αρχίζει να ανακάμπτει. Η μέση αξία των συναλλαγών το 2013 είναι υψηλότερη από τα χαμηλά επίπεδα του 2012.



**Διάγραμμα 3.2: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές από το 2008 έως το 2013**

Πηγή: PwC

### 3.2 Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές Διεθνώς

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων, στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις). Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον πέντε κύματα συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ, την περίοδο 1895 - 1904, την περίοδο 1922 - 1929, την περίοδο 1940 - 1947, την περίοδο της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Τα κύματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών. Στην Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς, η ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του πιστωτικού συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Σύμφωνα με εκτιμήσεις αναλυτών, το τελευταίο κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων παγκοσμίως και ιδιαίτερα στην Αμερική αγγίζει το ανώτερο σημείο του.

#### **Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Διεθνώς από το 2012 έως και σήμερα<sup>14</sup>**

Την ολοένα αυξανόμενη σημασία των εξαγορών και συγχωνεύσεων για την επίτευξη ανάπτυξης τονίζει η έρευνα International Business Report της Grant Thornton, για το 2014. Υπάρχει μία σαφής παραδοχή από τις 12.500 επιχειρήσεις, που συμμετείχαν στην έρευνα ότι οι εξαγορές είναι απαραίτητες, για να υποστηρίξουν τις υφιστάμενες δραστηριότητές τους. Την στιγμή που πολλές επιχειρήσεις λειτούργησαν συγκρατημένα, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, η έρευνα αποκαλύπτει ότι πλέον οι επιχειρήσεις δεν σκέφτονται απλά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, αλλά συνδυάζουν ενεργά χρηματοοικονομικούς και διαχειριστικούς πόρους, με σκοπό τις εξαγορές. «Αυτή η νέα οπτική συνδυάζεται με υποψήφιους πωλητές που εισέρχονται

<sup>14</sup> <http://www.fortunegreece.com/article/pagkosmia-drastiriotita-exagoron-ke-sigchonefseon/>

στην αγορά. Τώρα που η αγορά κινείται, οι δυναμικές επιχειρήσεις πρέπει να διαμορφώσουν τη στρατηγική τους για εξαγορές και συγχωνεύσεις, να κατανοήσουν τις ευκαιρίες και τους κινδύνους στην παγκόσμια αγορά και να αναλάβουν δράση, για να οδηγηθούν στο επόμενο στάδιο της ανάπτυξης», επισημαίνεται στην έρευνα. Περίπου το 40% των επιχειρήσεων, παγκοσμίως, που έλαβε μέρος στην έρευνα, ανέφερε ότι εξετάζει την πραγματοποίηση μία ή περισσότερων εξαγορών, μέσα στο 2013, ενώ το 20% αυτών εξετάζει περισσότερες από πέντε εξαγορές.

Οι ΗΠΑ βρίσκονται στην κορυφή της δραστηριότητας εξαγορών και συγχωνεύσεων, με το 54% των συμμετεχόντων να εξετάζουν σοβαρά τουλάχιστον μία εξαγορά, το 2013. Το 14% των γερμανικών επιχειρήσεων, που συμμετείχε στην έρευνα, δήλωσε ότι σκέφτηκε σοβαρά περισσότερες από πέντε πιθανές εξαγορές ή συγχωνεύσεις, το 2013. Αντίθετα, το ποσοστό των κινεζικών επιχειρήσεων που εξετάζουν σοβαρά τις εξαγορές έπεσε σημαντικά μέσα στο 2013 σε σχέση με το 2012. Το ενδιαφέρον για διασυνοριακή δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών παραμένει σταθερά στο 39% φέτος, αλλά υψηλότερα από το 33% που σημειώθηκε δύο χρόνια πριν. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις στη Βόρεια Αμερική σε ποσοστό 49% (11 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από πέρυσι) είναι πολύ πιο πιθανό να αναζητήσουν εξαγορές στο εξωτερικό. Στην Ιαπωνία, επίσης, οι επιχειρήσεις είναι πλέον πιθανότερο να αναζητήσουν διασυνοριακή δραστηριότητα, υποστηριζόμενες από την ενίσχυση του γιεν. Αντιθέτως, το ενδιαφέρον των επιχειρηματιών στην Ευρώπη για εξαγορές εκτός συνόρων εξασθένησε κάπως κατά τους τελευταίους 12 μήνες, πέφτοντας κατά 7 μονάδες, στο 35%. Υπήρξε μία ακόμη πιο δραματική πτώση στην Κίνα, όπου 19% λιγότερες επιχειρήσεις εξετάζουν τώρα συναλλαγές στο εξωτερικό, παρόλο που το συνολικό ποσοστό παραμένει σχετικά υψηλά στο 29%. Εκτός από την υφιστάμενη ενεργή αγορά, μέσα στα επόμενα τρία χρόνια, αυξάνονται και οι προσδοκίες για στρατηγικές αποφάσεις που αφορούν εξαγορές και συγχωνεύσεις. Πράγματι, το 31% των επιχειρήσεων, παγκοσμίως, δήλωσε ότι είχε σχέδια για αναζήτηση ευκαιριών για εξαγορές & συγχωνεύσεις, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ποσοστό μεγαλύτερο από το 28% που σημειώθηκε πέρυσι. Η IBR δείχνει ότι το 31% των επιχειρήσεων, παγκοσμίως, σχεδιάζει να αναπτυχθεί, μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, μέσα στα επόμενα τρία χρόνια, πάνω από το 28% που σημειώθηκε το 2012. Όμως, το ποσοστό αυτό ανεβαίνει στο 55%, σε ό,τι αφορά στις δυναμικές επιχειρήσεις και το μοτίβο αυτό επαναλαμβάνεται σε όλες τις περιοχές. Ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι μόνο το

19% των επιχειρήσεων στις χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα) αναμένει να αναπτυχθεί, μέσω εξαγορών & συγχωνεύσεων, κατά τα επόμενα τρία χρόνια, ποσοστό χαμηλότερο από το 27% την ίδια εποχή πέρυσι. Αντιθέτως, στις χώρες G7 οι προοπτικές αυξήθηκαν από το 29% στο 36%, την ίδια περίοδο.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Νομοθετικό Πλαίσιο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα

#### 4.1. Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Με βάση το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο υπάρχουν τρεις τρόποι συγχώνευσης<sup>15</sup>:

1. Με απορρόφηση εταιρίας (απορροφώμενη) από την απορροφώσα
2. Με λύση των συγχωνευόμενων εταιρειών και σύσταση νέας εταιρίας
3. Εξαγορά μιας εταιρίας (ή περισσότερων) από την άλλη ανώνυμη εταιρία.

Όταν η συγχώνευση πραγματοποιείται με απορρόφηση ή σύσταση νέας εταιρίας, τότε οι μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρίας λαμβάνουν ως αντίτιμο μετοχές της απορροφώσας βάσει μια σχέση ανταλλαγής που προσδιορίζεται από εκτίμηση της επιτροπής του άρθρου 9 του Κ.Ν. 2190/1920. Στην συγχώνευση η εταιρία που αποκτά τον έλεγχο της άλλης εταιρίας λέγεται απορροφώσα ενώ η εταιρεία που απορροφάται λέγεται απορροφώμενη. Η απορροφώμενη εταιρία λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται και τα περιουσιακά στοιχεία της μεταβιβάζονται στην απορροφώσα, η οποία εκδίδει νέες μετοχές που αποδίδονται στους μετόχους της απορροφώμενης. Επομένως, η απορροφώσα πρέπει να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να καλύψει τις νέες μετοχές που εκδίδονται βάσει μια προσδιορισμένης σχέσης ανταλλαγής, ώστε να αποδοθούν στους μετόχους της απορροφώμενης. Το ανώτατο όριο της συνολικής ονομαστικής αξίας των νέων εκδιδόμενων μετοχών πρέπει να ισούται με την καθαρή θέση της εισφερόμενης περιουσίας της απορροφώμενης.

#### **Βασικοί Νόμοι που διέπουν τις συγχωνεύσεις:**

Οι διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων είναι:

---

<sup>15</sup> Κυριαζής Δ., 2007, “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”

- i. Τα άρθρα 68 – 80 του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα με το Π.Δ. 498/87 (προσαρμογή του ημεδαπού δικαίου στην Τρίτη Οδηγία της ΕΟΚ), τα οποία αφορούν μόνο συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιριών.
- ii. Το Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν.2166/93, που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιωνδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.
- iii. Τα άρθρα 54 – 55 του Ν. 3190/55 για συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε, είτε με απορρόφηση από μια Ε.Π.Ε άλλης ή άλλων Ε.Π.Ε.
- iv. Το άρθρο 16 του Ν. 2515/97 όπως ισχύει σήμερα, που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων
- v. Το άρθρο 9 του Ν. 2992/2002 για την παροχή φορολογικών κινήτρων στις συγχωνευόμενες εταιρείες
- vi. Το άρθρο 29 του Ν. 3091/2002 που ρυθμίζει την απόσβεση της υπεραξίας εξαγοράς, προκειμένου για τις επιχειρήσεις που προέβησαν σε απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διατάξεις των Ν. 2166/93 και Ν. 2515/97.

#### **4.2 Στάδια διαδικασιών συγχωνεύσεων βάσει του Κ.Ν. 2190/20, όπως ισχύει με το Π.Δ 498/87<sup>16</sup>**

Σύμφωνα με το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο υπάρχουν επτά στάδια διαδικασιών:

1. Κατάρτιση εγγράφου Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων και εκθέσεων των Δ.Σ των συγχωνευμένων εταιρειών επί του σχεδίου. Το περιεχόμενο του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων ορίζεται από το άρθρο 69 του Κ.Ν. 2190/20. Το Σχέδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεων και οι εκθέσεις του Δ.Σ υποβάλλονται σε δημοσιότητα 2 μήνες νωρίτερα από την ημερομηνία των Γενικών Συνελεύσεων που θα αποφασίσει τη συγχώνευση.
2. Εκτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των συγχωνευμένων εταιρειών από Ορκωτούς Ελεγκτές και σύνταξη σχετικής έκθεσης.

---

<sup>16</sup> Κυριαζής Δ., 2007, “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”

3. Δημοσίευση περίληψης σχετικά με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεων σε ημερήσια οικονομική εφημερίδα και παροχή εγγυήσεων στους πιστωτές των συγχωνευόμενων εταιριών.
4. Πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχωνεύσεων και την οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών.
5. Έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων από τις Γ.Σ. των συγχωνευόμενων εταιριών.
6. Έγκριση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχωνεύσεων από τον Υπουργό Εμπορίου και Ανάπτυξης και δημοσιότητα της συγχώνευσης.

Η απορροφώμενη εταιρεία παύει να υφίσταται ως νομικό πρόσωπο, οι μέτοχοι της απορροφώμενης καθίστανται μέτοχοι της απορρόφησης. Τα αποτελέσματα της απορροφημένης, μεταφέρονται στα λογιστικά βιβλία της απορρόφησης η οποία γίνεται καθολικός διάδοχος όλων των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων της απορροφημένης. Μέσα σε 10 μέρες από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών η απορροφώμενη εταιρεία υποβάλλει στην αρμόδια Δ.Ο.Υ δήλωση διακοπής δραστηριότητας εισοδήματος και προβαίνει στην ακύρωση των βιβλίων και στοιχείων από το τμήμα Κ.Β.Σ.

#### **4.3 Νόμος 2190/20 - Συγχώνευση Ανωνύμων Εταιριών**

Σύμφωνα με το Άρθρο 68, η συγχώνευση ανώνυμων εταιριών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρίας:

1. Συγχώνευση με απορρόφηση είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους 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 εταιριών, και

αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

2. Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρεία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρεία και, ενδεχομένως, 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 λυόμενων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.

#### **4.4 Νόμος 1297/72 Περί Συγχωνεύσεων<sup>17</sup>**

Το 1972 θεσπίστηκε ο νόμος 1297 με ισχύ τόσο για τις ελληνικές εταιρίες όσο και για τις θυγατρικές ξένων. Οι διατάξεις του Ν.Δ. 1297/72 είναι δυνατόν να εφαρμοστούν στην συγχώνευση ή μετατροπή οποιασδήποτε νομικής μορφής (ατομικής και εταιρικής) σε Α.Ε., καθώς και στην συγχώνευση ή μετατροπή επιχείρησης, οποιασδήποτε νομικής μορφής πλην Α.Ε., σε Ε.Π.Ε.. Επίσης, υπάρχει η δυνατότητα να εφαρμοστούν στη συγχώνευση βιομηχανικής ή βιοτεχνικής επιχείρησης οποιασδήποτε νομικής μορφής πλην Α.Ε., με σκοπό την ίδρυση βιομηχανικής ή βιοτεχνικής προσωπικής εταιρίας ή Ε.Π.Ε. Αρχικά οι διατάξεις του νομοθετικού διατάγματος ίσχυαν για συγχώνευση ή μετατροπή που θα ολοκληρώνονταν μέχρι την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1975. Η ισχύς των διατάξεων όμως παρατάθηκε πολλές φορές λόγω της σημασίας τους. Με τις διατάξεις της παρ.1 του άρθρου 79 του Ν. 3746/ 2009, η προθεσμία ισχύς τους παρατάθηκε ως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2011.

Το 1993, η κυβέρνηση εισήγαγε το νόμο 2166 ο οποίος δεν ίσχυε μόνο όταν οι επιχειρήσεις συγχωνεύονται αλλά και όταν μια Ε.Π.Ε ή Α.Ε εξαγόραζε μια άλλη εταιρία, όταν μια Α.Ε εξαγόραζε τμήματα τα οποία αποσχίζονταν από μια άλλα Α.Ε

<sup>17</sup> Βασιλείου Ευθυμιάδης (2010), “Φορολογικά Κίνητρα για Συγχώνευση Επιχειρήσεων” Epsilon 7

και όταν μια Α.Ε εξαγόραζε τμήματα μιας άλλης Α.Ε η οποία διασπάτε. Οι εταιρείες καλούνται να επιλέγουν ποιους από τους δύο νόμους θα επιλέξουν να εφαρμόσουν, αλλά δεν μπορούν να αξιώσουν οφέλη και από τους δύο.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### Στρατηγική Ανάπτυξης μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

#### 5.1 Λόγοι πραγματοποίησης στρατηγικής ανάπτυξης μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μια στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι ποικίλοι, με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να αποδώσουμε την πραγματοποίησή τους σε ένα μόνο παράγοντα.

Οι αιτίες πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι<sup>18</sup>:

1. Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας

Αυτές προκύπτουν από το αυξανόμενο μέγεθός της νέας επιχείρησης. Η μείωση του κόστους είναι μια συνεργεία η οποία είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα επιτευχθεί σε μια εξαγορά, γι' αυτό και αποτελεί συνήθως τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν για παράδειγμα στην διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά των πρώτων υλών ή στον τομέα της παραγωγής. Η μείωση αυτή του κόστους λόγω των οικονομιών κλίμακας είναι συνήθως πολύ υψηλή, όταν η αγοράστρια και εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκουν στον ίδιο κλάδο (οριζόντια εξαγορά) και στην ίδια χώρα.

2. Εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος

Αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων από την επιχείρηση. Αυτά απορρέουν από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση, στο όλο σύστημα, των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα την μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη των μεσαζόντων.

---

<sup>18</sup> Παπαδάκης Β., 2002, “Στρατηγική των Επιχειρήσεων , Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία”, Εκδόσεις Μπένου



3. Συνδυασμός και αλληλοσυμπλήρωση πόρων

Οι πόροι έχουν να κάνουν από τις πρώτες ύλες μέχρι το διοικητικό προσωπικό. Η επιχείρηση μπορεί από την αρχή να θέλει να εξαγοράσει την επιχείρηση-στόχο για να εκμεταλλευθεί κάποια προτερήματα της, όπως είναι η πρόσβαση της σε φθηνές πρώτες ύλες, το δίκτυο διανομής της, αλλά ακόμα και τα ικανά στελέχη της.

4. Αύξηση μεριδίου αγοράς

Σχεδόν πάντα αυξάνεται και η δύναμη της επιχείρησης, λόγω του μεγαλύτερου μεγέθους της καινούργιας. Αυτό της επιτρέπει να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της, στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό και να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη. Από την άλλη μεριά, η αύξηση της δύναμης στην αγορά μιας επιχείρησης την διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες καθώς επίσης και να πραγματοποιήσει εξαγορές και συγχωνεύσεις από θέση ισχύος. Η επιχείρηση τοποθετείται καλύτερα στον κλάδο και αυξάνει την δύναμη της σε σχέση με τους προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές, είναι ικανότερη να εμποδίσει την είσοδο νέων ανταγωνιστών καθώς επίσης και να αντιμετωπίσει τα υποκατάστατα προϊόντα.

5. Υπέρβαση εμποδίων εισόδου

Εμπόδια μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα αγορά. Για παράδειγμα η είσοδος τους μπορεί να απαιτεί μεγάλα ποσά επένδυσης για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων τους για να μπορέσουν να πετύχουν οικονομίες κλίμακας και να προσφέρουν τα προϊόντα σε ανταγωνιστική τιμή. Η θέση της επιχείρησης είναι ακόμα πιο δύσκολη αν υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός και έτσι μια εξαγορά ή συγχώνευση θα της παράσχει όχι μόνο την γνώση της αγοράς και των προτιμήσεων των εγχωρίων καταναλωτών αλλά επίσης ένα ήδη επαρκές εγκατεστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης στόχου. Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και λόγω κρατικών παρεμβάσεων τόσο οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις.

6. Αύξηση της δυναμικής της αγοράς

Η εξαγορά μιας επιχείρησης είναι πολύ καλύτερος τρόπος για να επεκταθεί δυναμικά μια επιχείρηση παρά να αναπτύξει καινούργια γραμμή προϊόντων. Η κατάργηση πολλών ρυθμιστικών περιορισμών αλλά και οι τεχνολογικές εξελίξεις ανάγκασαν πολλές επιχειρήσεις να προβούν σε συγχωνεύσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις αλλαγές, διατηρώντας την δυναμική τους. Παράλληλα μια επιχείρηση μπορεί μέσω της εξαγοράς να ορίσει μια δραστηριότητα ή να κατακτήσει μια αγορά που τα όρια της δεν έχουν ακόμα διαμορφωθεί.

7. Μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων

Είναι γνωστό ότι μια καινοτομία ή διαφοροποίηση της παραγωγής χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη σε μια επιχείρηση. Κατά συνέπεια ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό τα στελέχη προτιμούν να πληρώσουν υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης έτσι ώστε να αποφύγουν το ρίσκο μιας από την αρχή δημιουργίας προϊόντος και τους κινδύνους που αυτή συνεπάγεται. Είναι δυνατόν να ισχυρισθεί κάποιος ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν την ανάγκη της επιχείρησης για καινοτομία. Και αυτό γιατί πολλές φορές η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δεν διατίθεται εύκολα να επενδύσει για την ανάπτυξη νέου προϊόντος. Η εναλλακτική στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων είναι για την επιχείρηση πιο ακίνδυνη.

8. Αύξηση διαφοροποίησης

Είναι γνωστό ότι όταν μια επιχείρηση θέλει να διαφοροποιήσει κατά πολύ την παραγωγή της εισερχόμενη σε άγνωστες για αυτήν αγορές, συναντά πολλές δυσκολίες, κυρίως επειδή τα στελέχη δεν έχουν γνώση των αγορών αυτών. Η εξαγορά λοιπόν μιας επιχείρησης που είναι χρόνια εγκατεστημένη στην αγορά αυτή αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης είτε όσο αφορά σχετικούς είτε άσχετους κλάδους παραγωγής. Η πρόσβαση της στην ίδια υπάρχουσα γνώση των στελεχών αλλά και στην παραγωγική διαδικασία της εταιρίας – στόχου, στην οποία θέλουν να επεκταθούν, αποτελεί για την επιχείρηση-αγοραστή ένα πρόσθετο πλεονέκτημα.

9. Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού

Με το να επεκταθεί μια επιχείρηση σε άλλες σχετικές και μη αγορές, μπορεί να μειώσει την εξάρτηση της από την αγορά στην οποία προηγουμένως απευθυνόταν και όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να ήταν έντονος.

10. Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας επιχείρησης – στόχου

Πολλές φορές η επιχείρηση – αγοραστής μπορεί να διαθέτει διοικητικές και άλλες ικανότητες αρκετές για να βελτιώσουν θεαματικά την απόδοση της επιχείρησης – στόχου.

11. Μείωση υπερβάλλουσας ρευστότητας επιχείρησης – αγοραστή

Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση θα προβεί σε μια εξαγορά, αν κρίνει ότι έτσι θα αυξήσει την αποδοτικότητα της

12. Διοικητική αλαζονεία

Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν μια αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι οι ίδιοι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις – στόχους. Πράγματι η αλαζονεία είναι ορισμένες φορές ο κύριος λόγος εμπλοκής σε εξαγορές και συγχωνεύσεις

## **5.2 Οι λόγοι που μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία την συγχώνευση ή την εξαγορά μια επιχείρησης**

Πολλές φορές υπάρχουν ορισμένες στρατηγικές ανάπτυξης που δεν είναι πάντα ομαλές. Όταν μια επιχείρηση εξετάζει την απόφαση εφαρμογής στρατηγικής ανάπτυξης μέσω συγχωνεύσεων ή εξαγορών συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης – στόχου κατά την οποία αποτιμά τα οφέλη που θα της αποφέρει μια τέτοια κίνηση και τα κόστη που θα δημιουργηθούν. Κάποιες φορές όμως, αυτή η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής αφού ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων βρίσκεται προ εκπλήξεων μετά την εξαγορά ή συγχώνευση,

ανακαλύπτοντας ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε τα κόστη που θα απέρρεαν.

Σύμφωνα με τους Fritzsos A.et.al, (2000), εάν το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της ανακοίνωσης μιας συμφωνίας συγχώνευσης ή εξαγοράς και της ολοκλήρωσης των διαδικασιών ενοποίησης διευρύνεται πολύ περισσότερο από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί, αυτό έχει ιδιαίτερα αρνητικό αντίκτυπο επί της αποτελεσματικής πραγματοποίησης της συγχώνευσης, λόγω της επίδρασής της σε κάποια κρίσιμα μέτωπα. Τα μέτωπα αυτά είναι:

- Αύξηση του κόστους κεφαλαίου: Όσο πιο αργά δημιουργηθεί ο νέος οργανισμός, τόσο πιο αργά θα επιτευχθούν και οι συνέργειες. Για την εξαγορά ή την συγχώνευση όμως δεσμεύτηκαν κεφάλαια που πρέπει να αρχίσουν μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα να αποδίδουν. Καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση συνεργειών συνεπάγονται μείωση της πραγματικής αξίας τους, δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει κόστος ευκαιρίας.
- Κόστος μειωμένης παραγωγικότητας των εργαζομένων: Η περίοδος μέχρι και την ενοποίηση είναι για τους εργαζομένους ένα χρονικό διάστημα άγχους και φόβου πως τα κεκτημένα τους μπορεί να χαθούν. Κάτω από αυτή την πίεση είναι δυνατό να αποχωρήσουν οι εργαζόμενοι – κλειδιά, εάν βρουν αλλού εργασία.
- Απώλεια σημαντικών προμηθευτών και πελατών: Αβεβαιότητα αισθάνονται και οι προμηθευτές αλλά και οι πελάτες της επιχείρησης. Οι προμηθευτές αναρωτιούνται εάν θα εξακολουθούν να έχουν εμπορική συνεργασία και με την νέα επιχείρηση και εάν οι όροι της θα είναι οι ίδιοι. Εξετάζουν και το ενδεχόμενο συνεργασίας με άλλους πελάτες για να μην βρεθούν προδυσάρεστων εκπλήξεων, αν η νέα επιχείρηση τους ζητήσει την διακοπή της συνεργασίας τους.
- Αβεβαιότητα των μετόχων: η παράταση της περιόδου ενοποίησης αποτελεί ένδειξη αδυναμίας της επιχείρησης που εξαγοράζεται να ενεργήσει σύμφωνα με το πρόγραμμα.
- Υπερβολικό χρέος: Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει κάποια άλλη είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει, ιδιαίτερα αν είναι πεπεισμένη ότι αυτή η κίνηση θα της αποφέρει μεγάλο όφελος. Όμως

συνήθως είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου των οικονομικών της επιχείρησης που εξαγοράζεται, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της, για την απόφασή τους, η επιχείρηση πριν το κλείσιμο της συμφωνίας βρίσκεται σε μια θέση όπου δεν γνωρίζεται την ακριβή αξία που έχει η επιχείρηση – στόχος.

- **Ρόλος στελεχών: Προβλήματα για την επιχείρηση** μπορεί να δημιουργηθούν και κατά την πορεία των διαπραγματεύσεων για εξαγορές ή συγχωνεύσεις. Τα προβλήματα αυτά, ενώ δεν είναι έντονα ή ακόμα και εμφανή αρχικά, είναι δυνατόν αργότερα να ενταθούν και να οδηγήσουν σε αποτυχία. Όπως είναι φυσικό κυρίαρχο ρόλο στις διαπραγματεύσεις έχουν τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή. Βασικό ρόλο όμως έχει και ένα πλήθος άλλων ατόμων με διάφορες ειδικότητες είτε από την ίδια την εταιρία είτε ανεξάρτητα από αυτήν. Τα εν λόγω άτομα που συνήθως δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ μεταξύ τους, καλούνται να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψή τους για την επικείμενη απόφαση που πρέπει να ληφθεί από την επιχείρηση σε πολύ σύντομο χρόνο. Τα στελέχη δίνουν πολύ μεγάλη έμφαση στην διαδικασία διαπραγμάτευσης ώστε να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. Κατά συνέπεια η ανάλυση τους ενδέχεται να μην έχει συνοχή και να αγνοούνται κάποια άλλα θέματα που προκύπτουν από την εξαγορά ή συγχώνευση. Η έλλειψη συνοχής οφείλεται στο ότι κάθε στέλεχος μελετά από την δική του οπτική γωνία την ελκυστικότητα της εξαγοράς και συγχώνευσης και δεν προσπαθεί να την αντιμετωπίσει ως σύνολο. Κάτω από αυτό το σκεπτικό συχνά συγκεντρώνονται πολλές απόψεις που αφορούν διαφορετικούς τομείς της επιχείρησης και όχι μια σφαιρική ανάλυση όπως θα ήταν αναγκαίο.

### **5.3 Στάδια εξασφάλισης επιτυχίας μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Στην συγκεκριμένη ενότητα θα ερευνήσουμε τα στάδια που θα πρέπει να ακολουθήσει η επιχείρηση – αγοραστής προκειμένου να αποφύγει τα προβλήματα κατά την

διάρκεια σχεδιασμού και εφαρμογής μιας στρατηγικής συγχώνευσης. Τα στάδια αυτά είναι:

- Έλεγχος: Ο έλεγχος είναι πολύ σημαντικός για μια επιχείρηση που αποφασίζει να αναπτυχθεί μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εταιρία εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης δηλαδή αποτιμά τα οφέλη και τα κόστη από την εξαγορά ή συγχώνευση. Σε αυτή την διαδικασία επικεντρώνεται η προσοχή της προκειμένου να μπορέσει να αποφύγει προβλήματα και να σημειώσει επιτυχία στην προσπάθεια της. Η διαδικασία ελέγχου πρέπει να ξεκινά από την στιγμή που η επιχείρηση θέτει επί τάπητος την ανάγκη επέκτασης και ανάπτυξης. Επιπλέον, οδηγεί σε μια πιο ρεαλιστική εκτίμηση των προβλημάτων της εξαγοράς ή συγχώνευσης, ιδιαίτερα όσον αφορά την ενοποίηση των δύο επιχειρήσεων. Και τέλος μειώνει το ρίσκο από μια εξαγορά ή συγχώνευση με προβληματικές επιχειρήσεις.
- Διευκόλυνση διαδικασίας ενοποίησης:
  - i. Ο ρόλος της κουλτούρας: Μια επιχείρηση που επιλέγει να κάνει μια εξαγορά ή συγχώνευση αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την ενοποιητική διαδικασία. Τα προβλήματα αυτά συνήθως πηγάζουν από την έλλειψη συμβατότητας στο είδος της εταιρικής κουλτούρας, που χαρακτηρίζει τις δυο επιχειρήσεις. Σύμφωνα με μελέτη αναφορικά με την εταιρική κουλτούρα είναι αναγκαίο να κατανοήσουμε ότι η εταιρική κουλτούρα πριν να προσπαθήσει να την μεταβάλλει. Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν από μια εξαγορά ή συγχώνευση μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται.
  - ii. Είδη ενοποίησης: Η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται από το είδος της εξαγοράς ή συγχώνευσης που πρόκειται να πραγματοποιηθεί και τις επιπτώσεις που θα έχει στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου. Οι ενοποιήσεις είναι συνήθως τριών ειδών: α) ανοικτή συγχώνευση όπου η επιχείρηση δεν σκοπεύει να μεταβάλλει τον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης – στόχου και συνεπώς δεν τίθεται θέμα αλλαγής της κουλτούρας της, β) συνεργατικές ενοποιήσεις όπου η επιχείρηση – αγοραστής αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση –

στόχο όσον αφορά τον τρόπο λειτουργίας τους, όσο και την κουλτούρα και γ) επανασχεδιαστικές ενοποιήσεις όπου η επιχείρηση – αγοραστής επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια αναδιάρθρωση στην λειτουργία και κατ' επέκταση στην κουλτούρα της επιχείρησης – στόχου, ώστε να την προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις.

- iii. Η ύπαρξη διαφορετικής κουλτούρας μεταξύ των δυο επιχειρήσεων που συγχωνεύονται αποτελεί πρόβλημα και απαιτεί ενοποίηση της κουλτούρας. Αν οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους αυτός που εξαγοράζει έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε εξαγορά ή συγχώνευση κατά το παρελθόν και η εταιρική του κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτή της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης. Αν αντίθετα, οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους, η εξαγορά γίνεται λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη και τις οποίες ο αυτός που εξαγοράζει θέλει να εκμεταλλευθεί και οι εργαζόμενοι της εταιρίας – στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησης του ή είναι εχθρικοί έναντι του , και ένα υψηλός βαθμός αυτονομίας θα ήταν προτιμότερος.
- iv. Αντιμετώπιση των εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου: Αυτή είναι μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία των εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε το προσωπικό της επιχείρησης – στόχου να παραμείνει ευχαριστημένο και μετά την εξαγορά ή συγχώνευση. Οι ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν είναι πολλές. Δεσπόζουσας σημασίας είναι οι αρχικές ενέργειες που θα πραγματοποιηθούν μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς ή συγχώνευσης καθώς αυτές δημιουργούν τα πρώτα μηνύματα και μπορούν να ανυψώσουν το ηθικό των εργαζομένων της επιχείρησης – στόχου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

#### 6.1 Εμπειρικές Έρευνες για τις αποδόσεις αγοραζουσών εταιρειών

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτενώς με την επίδραση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στην μετοχή τόσο των αγοραζουσών επιχειρήσεων όσο και των αγοραζόμενων επιχειρήσεων όταν φυσικά συμμετέχουν με επιτυχία σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Οι μελέτες έχουν δείξει ότι για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν θεωρείται πάντοτε «καλή είδηση» η ανακοίνωση της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Οι εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν την επίδραση στις αγοράζουσες επιχειρήσεις διακρίνονται ανάλογα με τον τρόπο που πραγματοποιείται η αναδιάρθρωση της επιχείρησης σε απλή συγχώνευση, σε εξαγορά με δημόσια προσφορά και σε συγχώνευση και εξαγορά με δημόσια προσφορά.

**Απλή συγχώνευση:** Ο Asquith (1983), αναφέρει ότι οι μετοχές των αγοραζουσών εταιρειών πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις. Οι Jensen και Ruback (1983), αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων δεν πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης έκτακτες αποδόσεις. Οι Franks και Harris (1989), μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις έπειτα από συγχωνεύσεις σε δύο διαφορετικές αγορές των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου και αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης αρνητικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά των ΗΠΑ πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις.

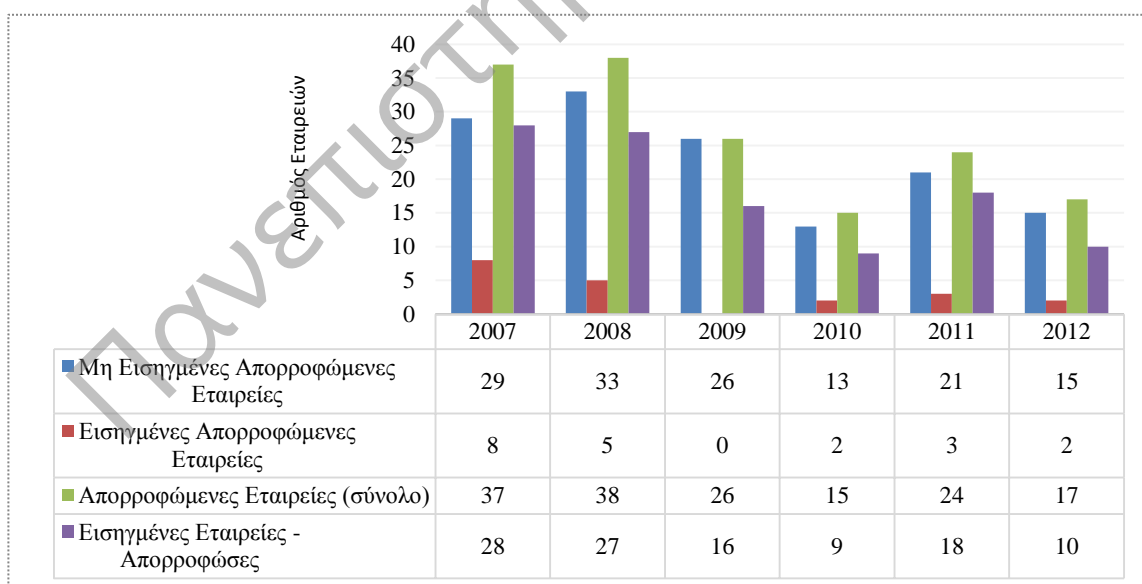
**Εξαγορές με δημόσια προσφορά:** Οι Dodd και Ruback (1983) και Jensen και Ruback (1983), αναφέρουν ότι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ αντίθετα οι Eckbo και Langhor (1989), αναφέρουν ότι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης αρνητικές έκτακτες αποδόσεις.

Επιπλέον, οι Franks και Harris (1989), μελέτησαν τις έκτακτες αποδόσεις από συγχωνεύσεις σε στις αγορές των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου και αναφέρουν ότι οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις, ενώ οι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων στην αγορά των ΗΠΑ, επίσης πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις.

**Συγχωνεύσεις και Εξαγορές που πραγματοποιούνται με δημόσια προσφορά:** Ο Travlos (1984) και οι Franks και Harris (1989) παρατήρησε ότι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις. Επίσης, οι Franks, Harris και Titman (1989), αναφέρουν ότι μετοχές των αγοραζουσών επιχειρήσεων πραγματοποιούν κατά την περίοδο ανακοίνωσης θετικές έκτακτες αποδόσεις, οι οποίες είναι αρκετά σημαντικές.

Στο παρακάτω διάγραμμα 6.1, παρουσιάζονται οι συγχωνεύσεις που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2007 έως και το 2012.

**Διάγραμμα 6.1: Συγχωνεύσεις από Εισηγμένες Εταιρείες στο ΧΑΑ**



**Διάγραμμα 6.1: Συγχωνεύσεις από Εισηγμένες Εταιρείες στο ΧΑΑ**

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2012

## **Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στο τραπεζικό σύστημα.**

Τα τελευταία χρόνια, λόγω της παγκοσμιοποίησης, που οδήγησε στη κατάργηση μιας σειράς περιορισμών που αφορούσε το χρηματοπιστωτικό σύστημα στις αναπτυγμένες χώρες δημιούργησε τις απαραίτητες προϋποθέσεις για τη λειτουργία σύνθετων χρηματοοικονομικών ομίλων, επικεφαλής των οποίων είναι τα τραπεζικά ιδρύματα. Ο τραπεζικός κλάδος έχει γνωρίσει την τελευταία εικοσαετία μια σημαντική τάση για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η τάση αυτή οφείλεται σύμφωνα με την τραπεζική θεωρία σε διάφορους λόγους, όπως για παράδειγμα η βελτιστοποίηση του κόστους, η αυξημένη δύναμη στην αγορά, η δυνατότητα για μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου, αλλά και λόγοι που έχουν να κάνουν με την εταιρική διακυβέρνηση και τη «δημιουργία αυτοκρατορίας» από πλευράς των διευθυνόντων συμβούλων του κάθε οργανισμού. Προκειμένου οι τράπεζες να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες που δημιουργούνται είχε σαν αποτέλεσμα να οδηγηθεί ο τραπεζικός κλάδος σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Όσον αφορά την Ελληνική τραπεζική αγορά ιδιαίτερη σημασία δόθηκε στην λιανική τραπεζική. Αυτό αποδεικνύεται από το γεγονός ότι οι περισσότερες νέες τράπεζες που ξεκίνησαν την λειτουργία τους στην Ελληνική επικράτεια είχαν σαν πρωταρχικό στόχο την προσφορά προϊόντων του Retail Banking. Η κυρίαρχη τάση που υπήρξε ήταν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές να οδηγήσουν στην δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων που μπορούν να ανταγωνιστούν σε διεθνές επίπεδο.

### **Η περίπτωση της Εθνικής Τράπεζας**

Οι κινήσεις της Εθνικής Τράπεζας στον τομέα και εξαγορών και συγχωνεύσεων στην εγχώρια τραπεζική αγορά στη διάρκεια της τελευταίας 20ετίας περιορίζονται καθαρά σε κινήσεις "εσωτερικών υποθέσεων", που σε κάθε περίπτωση ενδυνάμωσαν την ηγετική της θέση. Το 1998 η Εθνική Τράπεζα απορρόφησε την Κτηματική Τράπεζα, η οποία το 1997 είχε συγχωνευθεί με την Εθνική Στεγαστική. Οι δυο αυτές τράπεζες (και κυρίως η Κτηματική) είχαν τον έλεγχο της "στεγαστικής πίστης" καθώς και ισχυρό δίκτυο καταστημάτων. Το 2002 η Εθνική τράπεζα απορρόφησε την ΕΤΕΒΑ. Αξίζει να αναφερθούν και οι δύο αποτυχημένες προσπάθειες συγχώνευσης της Εθνικής με την Alpha Bank, που στόχο είχαν τη δημιουργία της μεγαλύτερης τράπεζας όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και σε ολόκληρη τη νοτιοανατολική Ευρώπη. Η πρώτη

απόπειρα συγχώνευσης Εθνικής – Alpha, πραγματοποιήθηκε το 2001 με το "διαζύγιο" να έρχεται λίγο μετά την αναλυτική παρουσίαση όλων των επιμέρους πτυχών της, ενώ η δεύτερη προσπάθεια έγινε μια δεκαετία αργότερα, το 2011, με τη συμφωνία επίσης να διαλύεται όταν οι διαδικασίες είχαν φθάσει σε προχωρημένο στάδιο. Στο χώρο της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, πέρα από την εξαγορά τραπεζών (ή ίδρυση θυγατρικών) σε όλες σχεδόν τις χώρες της βαλκανικής, πρέπει να τονιστεί η εξαγορά από την Εθνική μεγάλης τράπεζας στην Τουρκία, της Finansbank, το 2006.

### **Η περίπτωση της Alpha Bank**

Η Alpha Bank που έχει τις ρίζες της στον εμπορικό οίκο Ι. Φ. Κωστοπούλου, ο οποίος μετά τη δημιουργία του το 1879 στην Καλαμάτα ανέπτυξε και τραπεζικές δραστηριότητες, είναι η δεύτερη σε μέγεθος τράπεζα στην Ελλάδα, με πρωτεύουσα παρουσία στις βασικές αγορές του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα και ιδιαίτερα σημαντική παρουσία στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης καθώς και στο Λονδίνο. Μεταξύ των σημαντικών συγκριτικών πλεονεκτημάτων της συμπεριλαμβάνονται το εκτεταμένο και εκσυγχρονισμένο δίκτυο καταστημάτων της, η πελατειακή βάση τόσο στον τομέα των ιδιωτών όσο και στους τομείς των επιχειρήσεων και των θεσμικών επενδυτών, το πολύ ισχυρό εμπορικό σήμα και το υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας της.

Η Alpha Bank δραστηριοποιείται σε ένα πολύ ευρύ φάσμα του χρηματοοικονομικού τομέα, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Στην προσπάθεια εξάπλωσης των δραστηριοτήτων του και ενδυνάμωσης της θέσης του στην αγορά ο όμιλος εφαρμόζει μια διττή επεκτατική πολιτική. Το ένα σκέλος αφορά τη δημιουργία νέων εταιρειών στενά συνδεδεμένων με την τράπεζα και οργανωμένων σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, όπου με υψηλού επιπέδου εξειδικευμένο προσωπικό στοχεύει να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των πελατών, ιδιωτών και επιχειρήσεων, και να δραστηριοποιείται αποτελεσματικά στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Το άλλο σκέλος της στρατηγικής μεγέθυνσης του ομίλου αφορά τις στρατηγικές συγχωνεύσεις και εξαγορές ομοειδών επιχειρήσεων.

Ο πρόεδρος της Alpha Bank Γιάννης Κωστόπουλος, από τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, είχε πει ότι στην Ελλάδα θα παραμείνουν "δυόμιση" τράπεζες, θέλοντας

έτσι να δώσει έμφαση στις εξαγορές και συγχωνεύσεις που θα ακολουθούσαν με στόχο τη δημιουργία ισχυρών σχημάτων.

Οι σημαντικότερες κινήσεις της Alpha Bank στο χώρο των συγχωνεύσεων και εξαγορών συνοπτικά είναι οι ακόλουθες: Εξαγόρασε το 75% της Lombard Natwest, η οποία από την 1.10.98 λειτουργεί με την επωνυμία Alpha Τράπεζα Limited. Επίσης, μέσα στο 1998 δημιουργήθηκε η Alpha Ασφαλιστική από συγχώνευση της Ελληνοβρετανικής και της Εμπορικής Ασφαλιστικής. Το Μάρτιο του 1999 αποφασίστηκε η εξαγορά του 51% της Ιονικής και Λαϊκής Τράπεζας. Η συγχώνευση των δύο ομίλων ολοκληρώθηκε στις 25/4/2000 και έτσι προέκυψε το νέο τραπεζικό σχήμα με την επωνυμία Alpha Bank. Το Δεκέμβριο του 1999 ολοκλήρωσε την εξαγορά της Kreditna Banka AD - Skorje, ιδιωτικής τράπεζας των Σκοπίων, που έδωσε τη δυνατότητα στον όμιλο δραστηριοποίησης σε όλη τη Βαλκανική, μέσω των Alpha Bank Romania και των υποκαταστημάτων στην Βουλγαρία και στην Αλβανία.

### **Η περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς<sup>19</sup>**

Με έδρα στην Αθήνα, παρουσία σε 10 χώρες και περίπου 22 χιλιάδες εργαζόμενους, ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς παρέχει ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών σε περίπου 7 εκατ πελάτες. Το συνολικό ενεργητικό του Ομίλου φτάνει τα €89 δισ, τα δάνεια μετά από προβλέψεις τα €59 δισ και καταθέσεις τα €55 δισ στις 31 Μαρτίου, 2014.

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα, ενώ το διάστημα 1975 - 1991 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε έχει παρουσιάσει μεγάλη ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων, ενώ σήμερα κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά με μερίδια αγοράς 30% στα δάνεια και 29% στις καταθέσεις. Παράλληλα με την οργανική της ανάπτυξη κατά τις δεκαετίες του 1990 και 2000, η Τράπεζα Πειραιώς υλοποίησε μία σειρά στρατηγικών κινήσεων, με σκοπό την εδραίωσή της στην εγχώρια αγορά. Έτσι, το 1998 προχώρησε στην απορρόφηση των εργασιών της Chase Manhattan στην Ελλάδα, στην εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας - Θράκης και της μικρής εξειδικευμένης Τράπεζας Credit Lyonnais

<sup>19</sup> <http://www.piraeusbankgroup.com/el/group-profile/brief-profile>

Hellas, ενώ στις αρχές του 1999 στην απόκτηση του ελέγχου της Τράπεζας Χίου και στην απορρόφηση των εργασιών της National Westminster Bank PLC στην Ελλάδα. Τον Ιούνιο του 2000 πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας - Θράκης και Χίου. Το 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBAbank, ενώ η απορρόφησης της ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003. Το 2005, ο Όμιλος Τράπεζας Πειραιώς υλοποιώντας στρατηγική επέκτασής του στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και Ανατολικής Μεσογείου, προχώρησε στην εξαγορά της βουλγαρικής Τράπεζας Eurobank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Bulgaria), ενισχύοντας την εκεί 12χρονη παρουσία του Ομίλου, ενώ το Μάρτιο 2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των καταστημάτων της Τράπεζας Πειραιώς στη Βουλγαρία με την Eurobank. Επίσης, το 2005, εισήλθε στη σερβική αγορά με την εξαγορά της Atlas Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Beograd), αλλά και στην αιγυπτιακή αγορά με την εξαγορά της Egyptian Commercial Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank Egypt). Τέλος, εντός του 2007, ο Όμιλος Πειραιώς διεύρυνε τη διεθνή παρουσία του στην Ουκρανία με την εξαγορά της International Commerce Bank (μετονομάστηκε σε Piraeus Bank ICB), και στην Κύπρο με την ίδρυση της Τράπεζας Πειραιώς Κύπρου και τη συμφωνία εξαγοράς του δικτύου της Arab Bank Κύπρου.

Το 2012, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε το "υγιές" τμήμα της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος (επιλεγμένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού) και τη Γενική Τράπεζα. Το Μάρτιο του 2013, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τις τραπεζικές δραστηριότητες στην Ελλάδα της Τράπεζας Κύπρου, της Cyprus Popular Bank και της Ελληνικής Τράπεζας. Τον Ιούνιο 2013, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τη Millennium Bank Ελλάδας. Οι συναλλαγές αυτές συνιστούν σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, διαδικασία στην οποία η Τράπεζα Πειραιώς έχει συμμετάσχει από την πρώτη στιγμή ως βασικός πυλώνας.

Τον Ιούνιο του 2013, η Τράπεζα Πειραιώς ολοκλήρωσε τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης μετά την εφαρμογή του PSI, επιτυγχάνοντας την υψηλότερη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα μεταξύ των ελληνικών συστημικών τραπεζών, τόσο σε απόλυτους όσο και σε σχετικούς όρους. Τον Απρίλιο 2014 η Τράπεζα ολοκλήρωσε με επιτυχία αύξηση κεφαλαίου ύψους € 1,75 δισ, με την έκδοση των νέων κοινών μετοχών και την καταβολή μετρητών με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των

παλαιών μετόχων. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν στο εξωτερικό σε θεσμικούς και άλλους ειδικούς επενδυτές μέσω διαδικασίας βιβλίου προσφορών καθώς και στην Ελλάδα μέσω δημόσιας προσφοράς προς επενδυτές, καταγράφοντας θετική ανταπόκριση, γεγονός που αποδεικνύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις προοπτικές της Τράπεζας Πειραιώς και κατ' επέκταση του ελληνικού τραπεζικού κλάδου. Η πρόσφατη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ενισχύει περαιτέρω τους ήδη υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου, με το δείκτη κεφαλαίου κοινών μετοχών Κατηγορίας I (Common Equity Tier-1) στο επίπεδο του 14,5% σύμφωνα με το νέο πλαίσιο της Βασιλείας III..

Σήμερα η Τράπεζα έχει ήδη ενσωματώσει πλήρως στα συστήματά της, την πρώην ATEbank και τις εγχώριες δραστηριότητες των δικτύων της Τράπεζας Κύπρου, CPB και Ελληνικής Τράπεζας, και Millennium Bank Ελλάδας και αναμένεται να ολοκληρώσει την απορρόφηση της Γενικής στο τέλος του 2014, παρέχοντας στους πελάτες ολοκληρωμένη τραπεζική εξυπηρέτηση.

## **Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στον κλάδο των τροφίμων.**

### **Η περίπτωση της VIVARTIA<sup>20</sup>**

Η Vivartia ενσωματώνει πολύχρονη ιστορία και πλούσια κληρονομιά. Ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 2006 και σήμερα δραστηριοποιείται στον κλάδο Γαλακτοκομικών και Ποτών μέσω της ΔΕΛΤΑ ΤΡΟΦΙΜΑ Α.Ε., στον Κλάδο Υπηρεσιών Εστίασης και Ψυχαγωγίας μέσω των GOODY'S Α.Ε. και EVEREST Α.Ε. και στον Κλάδο Καταψυγμένων Τροφίμων μέσω της ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Συγκεκριμένα:

Το 1952 Ο Αριστείδης Δασκαλόπουλος ιδρύει στην Αθήνα την ΔΕΛΤΑ, μια οικογενειακή επιχείρηση παραγωγής και διάθεσης γαλακτοκομικών προϊόντων. Η εταιρεία απασχολεί 20 υπαλλήλους και διαθέτει 10 αυτοκίνητα που μοιράζουν γάλα και γιαούρτι. Από τότε μέχρι σήμερα, μέσα από μια συνεχή και ασταμάτητη πορεία εξέλιξης, τα προϊόντα ΔΕΛΤΑ έχουν κυριαρχήσει στην αγορά γαλακτοκομικών προϊόντων.

Το 1965: Η ΔΕΛΤΑ μεταφέρεται στην περιοχή των σημερινών εγκαταστάσεων του Ταύρου και εκεί εγκαθίσταται η μονάδα παστερίωσης του γάλακτος σε πλαστικά μπουκάλια που αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες επενδύσεις της εποχής ενώ τέσσερα χρόνια αργότερα, το 1969 η πρώτη γραμμή καταψυγμένων φρούτων και λαχανικών γεννιέται στην Ελλάδα με το όνομα ΕΒΙΕ ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ Α.Ε (Μπάρμπα-Στάθης)  
Το 1987: Η ΔΕΛΤΑ πρωτοπορεί χρησιμοποιώντας τη χάρτινη συσκευασία για το Φρέσκο Γάλα, και εφαρμόζει πρώτη στην Ελλάδα την ομογενοποίηση και δυο χρόνια αργότερα (1989) η ΔΕΛΤΑ εισέρχεται δυναμικά και στην αγορά των χυμών μικρής διάρκειας. Το 1990: Γίνεται απόσχιση του κλάδου καταψυγμένων τροφίμων καθώς πραγματοποιείται η σύσταση της εταιρίας Μπάρμπα Στάθης Α.Ε. και ένα χρόνο μετά (1991) η εταιρία Μπάρμπα Στάθης Α.Ε. εισάγεται στο Χ.Α.Α. Την ίδια χρονιά δημιουργείται ο Όμιλος Goody's και σχηματίζεται σταδιακά με τη συμμετοχή βασικών μετόχων της εταιρείας σε άλλες συμπληρωματικές επιχειρήσεις. Χρονιά ορόσημο, με την έλευση του πολυεθνικού ανταγωνισμού, για την περαιτέρω πορεία

---

<sup>20</sup> [www.vivartia.gr](http://www.vivartia.gr)



της Goody's. Το 1994: Η ΔΕΛΤΑ Α.Ε. αγοράζει την πλειοψηφία των μετοχών της Μπάρμπα Στάθης Α.Ε. και εγκαινιάζει το νέο, πλήρως αυτοματοποιημένο εργοστάσιο γιαούρτης στον Αγ. Στέφανο ενώ η Goody's εισέρχεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και παράλληλα λειτουργεί το πρώτο κατάστημα της αλυσίδας Flocafe, το δεύτερο σήμα της Goody's, το οποίο χαρακτηρίζεται από τη μεγάλη ποικιλία καφέ, με 27 διαφορετικά είδη. Ένα χρόνο αργότερα (1995) πραγματοποιείται η συγχώνευση της Μπάρμπα Α.Ε. με τη FROZA Α.Ε. (θυγατρική της ΔΕΛΤΑ Α.Ε.) με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη. Το 1997: Πραγματοποιείται η επέκταση εκτός συνόρων Ελλάδας, με τη λειτουργία των πρώτων εστιατορίων Goody's στην Κύπρο και στη Βουλγαρία. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 η Γενική Τροφίμων – Μπάρμπα Στάθης Α.Ε. εξαγοράζει την πλειοψηφία των μετοχών της ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΗΣ ΣΦΟΛΙΑΤΑΣ Το 2000: Η ΔΕΛΤΑ μετατρέπεται σε εταιρία χαρτοφυλακίου, τη ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. ενώ το τμήμα τροφίμων και το τμήμα παγωτού ανεξαρτητοποιούνται ως αυτόνομες εταιρίες με τις επωνυμίες ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Ε. και ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ Α.Ε. αντίστοιχα. Την ίδια χρονιά η ΔΕΛΤΑ χάνει τον Ιδρυτή και Πρόεδρό της Αριστείδη Δασκαλόπουλο και τη θέση του αναλαμβάνει ο υιός του Δημήτρης Δασκαλόπουλος ενώ η ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών εξαγοράζει τη Goody's και την εντάσσει στον Όμιλο ΔΕΛΤΑ. Την ίδια χρονιά δημιουργείται, σε συνεργασία με την HELLENIC CATERING του ομίλου GOODY'S, η εταιρία GREENFOOD Α.Ε. με σκοπό την παραγωγή νωπών λαχανικών. Το 2002: Σε συνεργασία με την Ομοσπονδία Σωματείων/Ιδρυμάτων «Μαζί για το παιδί» θεσμοθετείται η κοινωνική δραστηριότητα της Goody's με το πρόγραμμα «ARGOODAKI» εκφράζοντας έμπρακτα την αγάπη και την υποστήριξή της στο «παιδί σε ανάγκη». Την ίδια χρονιά ως αποτέλεσμα της ευρωπαϊκής της αναγνώρισης η Goody's κερδίζει το βραβείο «Hamburger Foodservice Preis» τη σημαντικότερη διάκριση της Ευρώπης στο χώρο των αλυσίδων εστιατορίων. Βραβεύεται για την ξεχωριστή πορεία και λειτουργία της από την ίδρυσή της, για την πρωτοπορία των προϊόντων και των συστημάτων εστίασης και την ηγετική της θέση στην ελληνική αγορά. Το 2005: Η Goody's βραβεύεται ως η μεγαλύτερη Ελληνική μάρκα στα βραβεία «superbrands», αποτελώντας ένα από τα πλέον αναγνωρίσιμα σήματα στην Ελλάδα και μια από τις πρώτες ελληνικές εταιρείες με παρουσία στο εξωτερικό. Το 2006: Ιδρύεται η Vivartia μετά από συγχώνευση με απορρόφηση των εταιριών ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ, CHIPITA INTERNATIONAL, GOODY'S και ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε Τον Ιούλιο του 2007:

Η MARFIN INVESTMENT GROUP A.E. αποκτά το 34% της VIVARTIA A.B.E.E., φτάνοντας το Δεκέμβριο του 2011 το 86%. Σήμερα, η MIG κατέχει ποσοστό άνω του 91% της VIVARTIA. Εξαγορά της Κυπριακής γαλακτοβιομηχανίας CHRISTIS DAIRIES PUBLIC LTD Εξαγορά της Βουλγαρικής γαλακτοβιομηχανίας UNITED MILK COMPANY AD Ανταλλαγή του 49% της θυγατρικής του κλάδου καταψυγμένων τροφίμων ΑΛΕΣΙΣ A.B.E.E. με το 49% της εταιρίας Μ. ΑΡΑΜΠΙΑΤΖΗΣ – ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΖΥΜΗ A.E. Το 2008: Στρατηγική συνεργασία του επιχειρηματία κ. Φρέρη με την ίδρυση της ΑΛΚΜΗΝΗ CATERING A.E. (η VIVARTIA A.B.E.E. συμμετέχει με 51%) Εξαγορά από την ΑΛΚΜΗΝΗ CATERING A.E. του 100% της EVEREST A.E. και του 75% της OLYMPIC CATERING A.E. Το 2009: Εξαγορά του 49% της EVEREST A.E. από τον κ. Φρέρη Δημιουργία της VIVARTIA (CYPRUS) LTD με την απορρόφηση της CHRISTIES DAIRIES από την CHARALAMBIDES DAIRIES. Το 2010: Απόσχιση των δραστηριοτήτων της VIVARTIA A.B.E.E και εισφορά των κλάδων: Γαλακτοκομικών & ποτών στη θυγατρική ΔΕΛΤΑ ΤΡΟΦΙΜΑ A.E., Εστίασης & ψυχαγωγίας στη θυγατρική GOODY'S A.E., Καταψυγμένων Τροφίμων στη θυγατρική ΜΠΑΡΜΠΙΑ ΣΤΑΘΗΣ A.B.E.E. και Αρτοποιίας & ζαχαρωδών στη θυγατρική CHIPITA A.E. Πώληση του Ομίλου CHIPITA (Αρτοποιίας και ζαχαρωδών) Εξαγορά του 14,8% της ΜΕΒΓΑΛ και υπογραφή προσυμφώνου για την εξαγορά επιπρόσθετου 43% της ΜΕΒΓΑΛ από τη ΔΕΛΤΑ ΤΡΟΦΙΜΑ A.E.

## **Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στις Τηλεπικοινωνίες**

Η τηλεπικοινωνιακή αγορά της Ελλάδας από την πλήρη απελευθέρωσή της το 2001 μέχρι και σήμερα έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον δεκάδων επενδυτών. Ένας όμως νέος κύκλος συγχωνεύσεων ετοιμάζεται να ξεκινήσει στην αγορά παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών. Ο έντονος ανταγωνισμός και η συρρίκνωση της αγοράς οδηγούν σε συνένωση δυνάμεων. Ήδη η αγορά έχει συρρικνωθεί σημαντικά με πολλές εταιρείες να έχουν βάλει «λουκέτο» και πολλές άλλες να έχουν απορροφηθεί - συγχωνευτεί, ενώ σύντομα αναμένεται και νέος κύκλος συγκέντρωσης που θα δημιουργήσουν ένα νέο τηλεπικοινωνιακό τοπίο στη χώρα μας. Τα τελευταία χρόνια η πορεία της τηλεπικοινωνιακής αγοράς είναι έντονα πτωτική, γεγονός που δεν οφείλεται μόνο στην οικονομική κρίση, αλλά και στον έντονο ανταγωνισμό μεταξύ των εταιρειών.

Οι εντυπωσιακές προσφορές τόσο στη σταθερή όσο και στην κινητή τηλεφωνία «δοκιμάζουν» τις εταιρείες και άλλες επωφελούνται από την προσέλκυση νέων πελατών, ενώ άλλες δεν αντέχουν τις μεγάλες απώλειες και σταματούν τη λειτουργία τους. Στο πλαίσιο αυτό, στη σταθερή τηλεφωνία υπάρχουν αυτή τη στιγμή αρκετά ανοικτά μέτωπα όσον αφορά το κομμάτι των συγχωνεύσεων και των εξαγορών.

### **Forthnet**

Η Forthnet είναι η εταιρεία που τραβά τα βλέμματα της αγοράς, δεδομένου ότι στη μετοχική σύνθεσή της υπάρχουν δύο εκ των βασικών ανταγωνιστών της: η Wind Ελλάς έχει το 33% και η Vodafone Ελλάδος το 6,51%. Βέβαια, κύρια μέτοχος της Forthnet είναι η Emirates Inter-national Telecommunications (EIT) από το Ντουμπάι, ο οποίος είναι και ο κύριος με 44%. Παρά το γεγονός ότι τις πρώτες εβδομάδες του 2014 υπήρχαν πληροφορίες ότι Wind και Vodafone είχαν ξεκινήσει τις επαφές με την EIT για το μέλλον της Forthnet, μέχρι στιγμής, δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια εξέλιξη επιβεβαιώνοντας όσους πιστεύουν ότι το συγκεκριμένο σίριαλ θα διαρκέσει αρκετούς μήνες. Επίσης, η Forthnet είναι η εταιρεία που ενισχύει περισσότερο από τους υπόλοιπους παρόχους σταθερής τηλεφωνίας τη συνδρομητική βάση της. Σύμφωνα με πληροφορίες, το α' τρίμηνο του 2014 έκλεισε με τη Forthnet να κερδίζει τη μερίδα του λέοντος από τις νέες συνδέσεις του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (33.000 από τις 41.000) με αποτέλεσμα οι συνδέσεις μέσω

αδεσμοποίητου τοπικού βρόχου (LLU) της εταιρείας να έχουν φθάσει τις 630.000. Σε απόσταση βρίσκεται η hellas online με περίπου 525.000 συνδέσεις LLU (από 519.000 στο τέλος του 2013), ενώ ακόμη πιο πίσω είναι η Wind Ελλάς με 433.000 (από 429.000) και η Cyta που έφθασε στις 315.000 (από 313.000).

Εξελίξεις αναμένονται, όμως, και στην hellas online, καθώς ο βασικός μέτοχος της, η Intracom Holdings, βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις με τη Vodafone. Η τελευταία ελέγχει το 18,5% της hellas online με την Intracom Holdings να έχει το 57,3% και την World Equities Investment Holdings, να κατέχει το 15,5%. Οι πληροφορίες φέρουν τη Vodafone να είναι πολύ κοντά στη συμφωνία για την απόκτηση συνολικά του 100% της hellas online έναντι ενός ποσού της τάξεως των 80 εκατ. ευρώ.

Ενδιαφέρον υπάρχει και για το μέλλον της Cyta Ελλάδος. Ο λόγος είναι πως η κυπριακή κυβέρνηση έχει αποφασίσει να προχωρήσει στην αποκρατικοποίηση της μητρικής εταιρείας, δηλαδή της Cyta. Απλώς, η διαδικασία αυτή δεν αναμένεται να ολοκληρωθεί πριν από το 2015, οπότε και θα δούμε τι μέλλει γενέσθαι με την ελληνική θυγατρική, η οποία σύντομα αναμένεται να ξεκινήσει την παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας, λειτουργώντας ως εικονικός ιδιωτικός πάροχος.

#### **Εκτιμήσεις:**

Οι εκτιμήσεις στα τέλη του 2013 έκαναν λόγο για χαμηλά ποσοστά πτώσης όσον αφορά την κινητή τηλεφωνία. Η διοίκηση του ΟΤΕ εκτιμά ότι η ελληνική αγορά κινητής τηλεφωνίας θα παρουσιάσει πτώση της τάξεως του 5% έως 8% το 2014 όσον αφορά τα έσοδα από υπηρεσίες. Το ποσοστό αυτό είναι σαφώς μικρότερο από το -18% του 2013. Ωστόσο θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αγορά την τελευταία επταετία έχει παρουσιάσει μείωση της τάξεως πάνω από 50% όσον αφορά στα έσοδα από υπηρεσίες. Από την πτώση δεν έχει «γλιτώσει» ούτε η αγορά της σταθερής τηλεφωνίας, καθώς παρατηρητές της αγοράς αναμένουν ότι η μείωση το 2014 σε επίπεδο εσόδων και κερδοφορίας θα κινηθεί σε επίπεδα της τάξεως του 8%, ποσοστό διόλου ευκαταφρόνητο.

## Παραδείγματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην παγκόσμια φαρμακοβιομηχανία<sup>21</sup>

Στον «πυρετό» των deals βρίσκεται ο κλάδος της φαρμακοβιομηχανίας, που διαδραμάτισε κρίσιμο ρόλο στο να ξεπεράσει η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων διεθνώς από την αρχή του έτους το 1 τρισ. δολ. ήδη από τον Απρίλιο, για πρώτη φορά από το 2007. Από τον Ιανουάριο, έχουν ανακοινωθεί δυνητικές συμφωνίες ύψους 153 δισ. δολαρίων. Από αυτές ξεχωρίζουν:

- Το «στενό μαρκάρισμα» της βρετανικής AstraZeneca από την αμερικανική Pfizer .Ο «γάμος» των δυο εταιρειών θα δημιουργούσε τη μεγαλύτερη φαρμακοβιομηχανία στον κόσμο, θα αποτελούσε τη μεγαλύτερη εξαγορά βρετανικής εταιρείας από ξένη και φυσικά το ακριβότερο deal στον κλάδο, σπάζοντας το ρεκόρ που κατείχε η Pfizer από το 1999, όταν εξαγόρασε την Warner Lambert έναντι 90 δισ. δολ.
- Η συμφωνία ανταλλαγής περιουσιακών στοιχείων (της βρετανικής GSK με την ελβετική Novartis, ύψους 20 δισ. δολαρίων, δια της οποίας η GSK πωλεί στους Ελβετούς τον κλάδο εμβολίων (εξαιρουμένων των αντιγριπικών) και παίρνει ως «αντάλλαγμα» τη μονάδα παραγωγής αντικαρκινικών φαρμάκων της Novartis, με τις δυο εταιρείες να σχηματίζουν κοινοπραξία στον κλάδο καταναλωτικών προϊόντων υγείας. Η απόφαση των δύο κολοσσών να εστιάσουν σε αυτό που μπορούν να κάνουν καλύτερα αλλά και η δημιουργία της κοινοπραξίας αφήνουν περιθώρια για στενότερη συνεργασία στο μέλλον.
- Η πρόταση εχθρικής εξαγοράς της канаδικής Valeant για την Allergan (γνωστή για το Botox) ύψους 45 δισ. δολαρίων, που αποτελεί την κορωνίδα της επιθετικής στρατηγικής της Valeant που έχει προχωρήσει σε πληθώρα εξαγορών τα τελευταία χρόνια (με τελευταία αυτή της κατασκευάστριας φακών επαφής Bausch & Lomb πέρυσι), εκτοξεύοντας τη χρηματιστηριακή της αξία από 3 δισ. δολ. το 2010 σε πάνω από 50 δισ. δολ. Έχει ως στόχο να καταστεί

<sup>21</sup> <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26520&subid=2&pubid=113266642>

μία από τις πέντε κορυφαίες φαρμακοβιομηχανίες του κόσμου από πλευράς κεφαλαιοποίησης έως το 2016.



Πίνακας 6.1: Οι μεγαλύτερες εξαγορές και συγχωνεύσεις στην φαρμακοβιομηχανία

Πηγή: Reuters

Όλα αυτά αποτελούν μόνο την κορυφή του παγόβουνου αφού στον «χάρτη» υπάρχουν και άλλες μεγάλες συμφωνίες, όπως η κυοφορούμενη πώληση της μονάδας καταναλωτικών προϊόντων υγείας της Merck στη βρετανική Reckitt Benckiser έναντι 13 δισ. δολ. και η εξαγορά της Forest Labs από την κορυφαία εταιρεία γενεσίων Actavis έναντι 25 δισ. δολ. Εάν σε αυτά προσθέσει κανείς τη δεδηλωμένη πρόθεση ακόμα δύο κολοσσών, της γερμανικής Bayer και της γαλλικής Sanofi να προχωρήσουν σε εξαγορές, ώστε η πρώτη να υλοποιήσει τον στόχο της να καταστεί κορυφαίος παίκτης παγκοσμίως στα μη συνταγογραφούμενα φάρμακα και η δεύτερη να ενισχύσει τη θέση της στις αναδυόμενες αγορές, τα καταναλωτικά προϊόντα υγείας και τα προϊόντα για ζώα, τότε καθίσταται σαφές ότι ο κλάδος βρίσκεται σε φάση ριζικών ανακατατάξεων.

Αυτό που πυροδοτεί όλη αυτήν τη δραστηριότητα είναι η προσπάθεια των φαρμακοβιομηχανιών να αξιοποιήσουν την υψηλή ρευστότητά τους για να αντιμετωπίσουν τις πιέσεις που προέρχονται από μια σειρά παραγόντων όπως είναι:

- Η λήξη των πατέντων σε δημοφιλή φάρμακα που συνεπάγεται μείωση των πωλήσεων επ' ωφελεία των εταιρειών παραγωγής γενοσήμων (οι οποίες με τη σειρά τους προχωρούν σε deals για να ενισχύσουν τη θέση τους, όπως φάνηκε από το deal Actavis-Sun Laboratories, αλλά και την αποτυχημένη απόπειρα του αμερικανικού κολοσσού των γενοσήμων Mylan να εξαγοράσει τη σουηδική Meda).
- Οι πιέσεις κυβερνήσεων και ασφαλιστικών φορέων διεθνώς για μειωμένες τιμές φαρμάκων, με φόντο τη γενικότερη τάση για περικοπές κρατικών δαπανών, που «πριμοδοτεί» και την αυξημένη χρήση των γενοσήμων, όπως δείχνει και η εμπειρία της Ελλάδας.
- Την αύξηση του κόστους της παραγωγής νέων φαρμάκων που σε πολλές περιπτώσεις καθιστά συμφερότερη την εξαγορά «έτοιμων» χαρτοφυλακίων προϊόντων.

Ειδικά για τις αμερικανικές φαρμακοβιομηχανίες, ένας από τους λόγους πίσω από τη δίψα τους για deals (και ιδίως στην Ευρώπη) είναι η αποφυγή της “τσιμπίδας” της εφορίας. Η Pfizer, για παράδειγμα, έχει συγκεντρώσει περί τα 70 δισ. δολάρια σε κέρδη από ξένες θυγατρικές, τα οποία εάν επαναπατρίζονταν στις ΗΠΑ θα φορολογούνταν σημαντικά. Δεν είναι τυχαίο ότι σε περίπτωση που οι συνομιλίες με την AstraZeneca τελεσφόρησουν, η Pfizer έχει ήδη προαναγγείλει ότι η φορολογική έδρα του νέου ομίλου θα είναι στη Βρετανία που έχει χαμηλότερους συντελεστές για τις επιχειρήσεις από ό,τι οι ΗΠΑ. Σύμφωνα με τη Citigroup, στο στόχαστρο μεγάλων ομίλων από τις ΗΠΑ θα μπορούσαν να βρεθούν εταιρείες όπως η βρετανική Shire, η ελβετική Actelion και η βελγική UCB. Υπάρχουν πάντως και «παίκτες» όπως η δανέζικη Novo-Nordisk (κορυφαία παραγωγός ινσουλίνης στον κόσμο) που δήλωσε ότι δεν θα ακολουθήσει την τάση συγκέντρωσης του κλάδου, παρότι αυτό ίσως αποδειχθεί επιλογή υψηλού κόστους.

## 6.2 Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές για το 2014<sup>22</sup>

Σύμφωνα με έρευνα της PwC υποστηρίζεται ότι το 2013 πραγματοποιήθηκαν 15 συγχωνεύσεις και των εξαγορές στις οποίες συμμετείχαν ελληνικές εταιρίες, αξίας 3.3 δις. ευρώ. Ωστόσο, κινητήριο μοχλό δεν αποτέλεσε η ιδιωτική αγορά, αλλά οι αναδιαρθρώσεις των τραπεζών και οι ιδιωτικοποιήσεις που προώθησε η ελληνική κυβέρνηση υπό τις μνημονιακές δεσμεύσεις. Μάλιστα, τρεις από τις απορροφήσεις τραπεζικών μετοχών από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, βρέθηκαν στο Top-20 των μεγαλύτερων συναλλαγών σε Εξαγορές & Συγχωνεύσεις σε όλη την Ευρώπη (από τους διεθνείς οίκους αναλύσεων, η μεταβίβαση των μετοχών των ελληνικών τραπεζών στο ΤΧΣ για τη διάσωσή τους υπολογίζονται ως κανονικά "deals"). Επιπλέον, μεγάλες ελληνικές εταιρίες εξέδωσαν 6 συνολικά διεθνή ομόλογα, συγκεντρώνοντας περί τα 2,9 δις. ευρώ, με επιτόκια κυμαινόμενα από 2,4% έως 9,8% και αποδόσεις εν γένει χαμηλότερες από εκείνες των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Στις εταιρίες αυτές συμπεριλαμβάνεται και η Coca-Cola HBC παρότι είχε μεταφέρει την έδρα της στην Ελβετία πριν την έκδοση του ομολόγου, καθώς έχει ελληνική "καταγωγή" και προκειμένου να αποτυπωθεί η διαφορά στις αποδόσεις που έλαβαν οι εταιρίες με έδρα στην Ελλάδα και η Coca-Cola HBC, με το παγκόσμιο brand που φέρει.

Εξετάζοντας το μακροοικονομικό περιβάλλον, η μελέτη της PwC υποστηρίζει ότι σήμερα ο δημόσιος τομέας και η οικονομία βρίσκονται σε πορεία ανάκαμψης, αποκαθιστώντας την εμπιστοσύνη στην Ελλάδα. "Τα δημοσιονομικά μεγέθη έχουν βελτιωθεί σημαντικά με την επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις βρίσκονται σε εξέλιξη και αρκετές έχουν ήδη ολοκληρωθεί. Η εφαρμογή του μεσοπρόθεσμου προγράμματος σταθερότητας έχει συμβάλει στην ενίσχυση των προσδοκιών των αγορών, βελτιώνοντας τη ρευστότητα και γενικότερα τις επικρατούσες αντιλήψεις", αναφέρεται.

Αναλύοντας συγκριτικά τις Σ&Ε στην περίοδο 2008-2013, η μελέτη της PwC καταδεικνύει ότι ο αριθμός και η αξία τους μειώνεται συνεχώς από το 2008 έως το 2012, αλλά το 2013 εμφανίζεται να ανακάμπτει. Η μέση αξία των συναλλαγών το

<sup>22</sup> [http://www.express.gr/news/finance/752285oz\\_20140618752285.php3](http://www.express.gr/news/finance/752285oz_20140618752285.php3)



2013 είναι υψηλότερη από τα χαμηλά επίπεδα του 2012 και προσεγγίζει τα επίπεδα του 2010. Όσον αφορά στη μελλοντική δυναμική των Ε&Σ από το 2014 και μετά, σύμφωνα με την PwC, ο αριθμός και την αξία των Ε&Σ θα αυξηθούν με:

- την σταδιακή αποχώρηση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από τις ελληνικές συστημικές τράπεζες
- τις αναδιρθρώσεις εταιρικών δανείων
- την εισροή ιδίων κεφαλαίων στις εταιρείες
- τις ιδιωτικοποιήσεις κρατικών εταιρειών
- την ανάπτυξη της δημόσιας ακίνητης περιουσίας
- τις πωλήσεις μη βασικών περιουσιακών στοιχείων και μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) από τις συστημικές τράπεζες

Από το 2014 και μετά ο αριθμός των συγχωνεύσεων και των εξαγορών αναμένεται ότι θα αυξηθεί με την σταδιακή αποχώρηση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από τις ελληνικές συστημικές τράπεζες, τις αναδιρθρώσεις εταιρικών δανείων, την εισροή ιδίων κεφαλαίων στις εταιρείες, τις ιδιωτικοποιήσεις κρατικών εταιρειών, την ανάπτυξη της δημόσιας ακίνητης περιουσίας και τις πωλήσεις μη βασικών περιουσιακών στοιχείων και μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) από τις συστημικές τράπεζες. Στην αγορά μεσαίας κεφαλαιοποίησης οι ευκαιρίες αφορούν εταιρείες με υγιείς ταμειακές ροές και θετικές προοπτικές, αλλά και εταιρείες που χρήζουν αναδιάρθρωσης χρέους. Στον κλάδο του τουρισμού, περίπου 500 ξενοδοχειακές επιχειρήσεις χρειάζονται αναχρηματοδότηση, ενώ υπάρχουν ευκαιρίες ανάπτυξης νέων ξενοδοχειακών ακινήτων. Στις υποδομές συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιηθούν στο χώρο της παραγωγής ενέργειας, των ενεργειακών διασυνδέσεων και των μεταφορών (αεροδρόμια, λιμάνια, αυτοκινητοδρόμους). Επίσης, στον τραπεζικό χώρο οι ευκαιρίες για Ε&Σ βρίσκονται στην πώληση μη τραπεζικών δραστηριοτήτων και μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs). Στο πρώτο εξάμηνο του 2014 έχουν κλείσει επτά συμφωνίες συνολικού ύψους 3,4 δισ. ευρώ από τις οποίες τρεις ύψους 1,8 δισ. ευρώ υπόκεινται σε έγκριση. Ειδικότερα έχουν ολοκληρωθεί: Η εξαγορά της Praktiker από την Fairfax Financial Holdings, η συμφωνία της Oaktree Capital με την Σάνη ΑΕ για νέα αλυσίδα πολυτελών ξενοδοχείων στην Ελλάδα, η εξαγορά της ΜΕΒΓΑΛ ΑΕ από την ΔΕΛΤΑ Τρόφιμα ΑΕ, η απόκτηση του 100% της ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΕ από την Lamda Development (υπόκειται σε έγκριση), η απόκτηση μέσω διαγωνισμού του 66% της

ΔΕΣΦΑ ΑΕ από την κρατική εταιρεία πετρελαίου του Αζερμπαϊτζάν Socar (υπόκειται σε έγκριση), καθώς και η εξαγορά του 90% της Astir Palace ΑΕ στη Βουλιαγμένη από την Jermyn Street Real Estate Fund IV. Επίσης, η Eurobank Ergasias ΑΕ κατάφερε να συγκεντρώσει 1,4 δισ. ευρώ νέα κεφάλαια από στρατηγικούς επενδυτές. Εντός του 2014, αναμένεται να ολοκληρωθούν η παραχώρηση τοπικών αεροδρομίων, μαρινών και μικρών λιμανιών σε επενδυτικά σχήματα, η ιδιωτικοποίηση της ΕΥΑΘ, του ΟΛΘ και του ΟΛΠ, καθώς και η πώληση στρατηγικού ποσοστού του ΑΔΜΗΕ από τη ΔΕΗ. Όσον αφορά στην έκδοση ομολόγων, η Τράπεζα Πειραιώς συγκέντρωσε 500 εκατ. ευρώ, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος 750 εκατ. ευρώ, ενώ εκτιμάται ότι οι εταιρείες του FTSE-25 μπορεί να συγκεντρώσουν περί τα 2,5 δισ. Ευρώ.

Σύμφωνα με άλλη έρευνα της Ernst & Young υπάρχουν θετικές προοπτικές για συγχωνεύσεις και εξαγορές μετά από χρόνια στασιμότητας. Το 35% των στελεχών σχεδιάζει εξαγορές το 2014 σε σχέση με 25% πριν ένα χρόνο. Οι ωριμες αγορές κινούν την ανάκαμψη, ενώ αυξάνεται η εμπιστοσύνη και στις αναδυόμενες αγορές. Η οικονομική εμπιστοσύνη βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα διατήρησης, υπάρχει διαθεσιμότητα πιστώσεων και μετρητών για συμφωνίες και φυσικά σαφής πρόθεση για μεγαλύτερες συμφωνίες. Σχεδόν το 70% των στελεχών επιχειρήσεων παγκοσμίως αναμένουν αύξηση συμφωνιών για συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά τη διάρκεια των επόμενων 12 μηνών. Το βελτιωμένο κλίμα ως προς τις συμφωνίες συγχωνεύσεις και εξαγορές πηγάζει από την διαρκώς αυξημένη οικονομική εμπιστοσύνη, η οποία βελτιώθηκε εντυπωσιακά κατά τη διάρκεια των τελευταίων 12 μηνών. Το 65% αναμένει ότι η παγκόσμια οικονομία θα βελτιωθεί, σε σύγκριση με μόλις 22% πριν από ένα χρόνο. Η ανάπτυξη είναι πλέον μια παγκόσμια διαπίστωση καθώς σχεδόν το 60% των επιχειρήσεων δηλώνουν ότι σχεδιάζουν να επιταχύνουν τις αναπτυξιακές στρατηγικές τους κατά τους επόμενους 12 μήνες. Η Pip McCrostie, EY's Global Vice-Chair, Transaction Advisory Services, σημειώνει: «Ιστορικά, οι μεγαλύτερες συγχωνεύσεις και εξαγορές κατά κανόνα δεν χρηματοδοτούνται με μετρητά, καθώς η πειθαρχημένη χρήση της μόχλευσης εξασφαλίζει στις εταιρείες πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές, που τους επιτρέπει να εμπλακούν σε σχετικά μεγάλες συμφωνίες. Η αυξημένη χρήση της μόχλευσης φανερώνει επίσης την επιθυμία για μεγαλύτερες συμφωνίες, για την αντιμετώπιση των αναπτυξιακών αναγκών, και σηματοδοτεί επίσης μια τάση προς μεγαλύτερες συμφωνίες».

Η ανάκαμψη των συγχωνεύσεις και εξαγορές στηρίζεται στις ώριμες αγορές, ενώ παράλληλα αναπτύσσεται περαιτέρω το ενδιαφέρον των αναδυόμενων αγορών. Σύμφωνα με την έκθεση, η προσοχή επιστρέφει στις ώριμες αγορές με το 58% των κορυφαίων επιχειρήσεων να διαθέτουν σημαντικά επενδυτικά κεφάλαια στις ανεπτυγμένες αγορές προκειμένου να αποκτήσουν ενδιαφέρουσες επιλογές ασφαλούς ανάπτυξης. Οι οικονομίες, όπως των ΗΠΑ, της Κίνας, της Ιαπωνίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας και της Γαλλίας αναμένεται να βρίσκονται μεταξύ των δυναμικών αγοραστών, ενώ ώριμες αγορές όπως των ΗΠΑ, του Καναδά, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Γερμανίας συγκαταλέγονται επίσης μεταξύ των επιλεγμένων προορισμών των επενδυτών. Οι τομείς στους οποίους προβλέπεται να πραγματοποιηθούν οι περισσότερες συμφωνίες είναι η υγεία, το πετρέλαιο και φυσικό αέριο, η αυτοκινητοβιομηχανία, τα καταναλωτικά προϊόντα, η αυτοκινητοβιομηχανία και η τεχνολογία. Μετατόπιση της έμφασης στις ισχυρές συμφωνίες καθώς οι επενδύσεις βρίσκονται σε υψηλή θέση στη διαχείριση κεφαλαίου. Το βελτιωμένο κλίμα ως προς τις συμφωνίες συγχωνεύσεων και εξαγορών πηγάζει από τη διαρκώς αυξημένη οικονομική εμπιστοσύνη, η οποία βελτιώθηκε εντυπωσιακά κατά τη διάρκεια των τελευταίων 12 μηνών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη είχε σαν στόχο την παρουσίαση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών επιχειρήσεων. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές είναι μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης των δραστηριοτήτων. Η ανάλυσή μας έδειξε ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δημιουργούν επιπλέον αξία την οποία μοιράζονται οι αγοράζουσες και οι αγοραζόμενες επιχειρήσεις και ο βασικός στόχος είναι η προσπάθεια ανάπτυξης και εξέλιξης σε μια ανταγωνιστική αγορά. Οι επιχειρήσεις τείνουν όλο και πιο πολύ στην πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων με στόχο την ενίσχυση της δύναμης τους και της κυριαρχίας τους. Όλο και περισσότερες επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια, όντας επηρεασμένες από το έντονο ανταγωνιστικό κλίμα, διεθνές και εθνικό, τείνουν να εξαγοράζουν και να συγχωνεύονται με άλλες εταιρίες με στόχο την ισχυροποίηση τους στην αγορά.

Η εμφάνιση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων ευνοήθηκε σημαντικά και από την νομοθεσία η οποία διευκόλυνε τις διαδικασίες και απλοποίησε τις καταστάσεις. Όσον αφορά τα φορολογικά κίνητρα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι Ελληνικές Κυβερνήσεις τα τελευταία τριάντα χρόνια, χορήγησαν δυο σειρές φορολογικών κινήτρων με το Ν.Δ.1297/1972 και το Ν. 2166/1993.

Τα τελευταία δύο χρόνια οι προοπτικές στο ζήτημα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι θετικές μετά από χρόνια στασιμότητας. Σύμφωνα με μελέτες, η οικονομική εμπιστοσύνη βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα διείσδυσης και χαρακτηριστικό της εποχής είναι η έμφαση σε ισχυρές συμφωνίες καθώς οι επενδύσεις βρίσκονται σε υψηλή θέση στη διαχείριση κεφαλαίου. Πλέον η διάθεση για επενδύσεις έχει αυξηθεί πολύ περισσότερο, ενώ η πρόθεση για διατήρηση του κεφαλαίου έχει μειωθεί κατά το ήμισυ.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

## Ελληνική

1. Βασιλείου Ευθυμιάδης (2010), “Φορολογικά Κίνητρα για Συγχώνευση Επιχειρήσεων”
2. Βασιλική Ν. Γεωργακοπούλου, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις.
3. Γεωργιάδης, Οικονομική των Επιχειρήσεων
4. Κυριαζής Δ. (2007), “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές”, Εκδόσεις Κωνσταντίνου Σμπίλια και Σια Ο.Ε., “Πανεπιστημιακό”
5. Louiri, H (1998), “Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελληνική Οικονομία, 1987-93, Μελέτες Οικονομικής Πολιτικής
6. Μαντάρης, Ι. (2008), “Management Επιχειρήσεων και Οργανισμών”, Εκδόσεις Γκιούρδας, Αθήνα
7. Παζάρσκης, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π. και Δρογαλάς, Γ. (2007), “Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση: Μια λογιστική θεώρηση”, Διοικητική ενημέρωση
8. Παπαδάκης Β., 2002, “Στρατηγική των Επιχειρήσεων , Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία”, Εκδόσεις Μπένου
9. Πασιούρας κ.α., 2006
10. Ευάγγελος Περάκης, «Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας»

## Βιβλιογραφία

1. Adelaja et al (1999),
2. European Economy – Mergers and Acquisitions, Supplement A, Economy Trends, No 12, European Commissions, December 2001.
3. Franks J., Harris R., and Titman S. (1989), “The postmerger share-price performance of acquiring firms”, Journal of Financial Economics, 29, pp 81-96
4. Franks J. and Harris R., “Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985”, 23, pp 195-224
5. Gort (1969),
6. Scott (1997),

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Διαδικτυακοί Τόποι

1. [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
2. [www.xrhma.gr](http://www.xrhma.gr)
3. [www.taxheaven.gr](http://www.taxheaven.gr)
4. [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)
5. [www.otoe.gr](http://www.otoe.gr)
6. [www.legal-ap.com](http://www.legal-ap.com)
7. [http://www.express.gr/news/finance/752285oz\\_20140618752285.php3](http://www.express.gr/news/finance/752285oz_20140618752285.php3)
8. [www.pwc.gr](http://www.pwc.gr)
9. <http://www.piraeusbankgroup.com/el/group-profile/brief-profile>
10. <http://www.fortunegreece.com/article/pagkosmia-drastinotita-exagoron-ke-sigchonefseon/>
11. <http://www.piraeusbankgroup.com/el/group-profile/brief-profile>
12. [www.vivartia.gr](http://www.vivartia.gr)
13. <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26520&subid=2&pubid=113266642>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς