



## **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

## **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ**

Γεωργία Σ. Μπούτρη (ΜΔΕ 1001)  
Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Τσαγκαράκης, Καθηγητής Πανεπιστημίου  
Πειραιώς

Πειραιάς, 2014

*Αφιερώνεται στους αγαπημένους μου γονείς*

# ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Γεωργία Σ. Μπούτρη

Σημαντικοί όροι: Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, τραπεζικός κλάδος, αξιολόγηση με αριθμοδείκτες

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο όρος Συγχωνεύσεις & Εξαγορές (Σ&Ε) περιγράφει την αγορά, πώληση και συνένωση εταιρειών, των θυγατρικών τους αλλά και των περιουσιακών τους στοιχείων. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές διευκολύνουν και συμβάλλουν στην ανάγκη των επιχειρήσεων για ανάπτυξη, εξέλιξη και συμμόρφωση με τις ανάγκες της αγοράς και τις απαιτήσεις των μετόχων. Όλες οι συμμετέχουσες πλευρές οφείλουν να σχεδιάσουν λεπτομερώς κάθε στοιχείο της Συγχώνευσης από πλευράς αξίας, όρων, χρονικής στιγμής πραγματοποίησης της Συγχώνευσης, δομής και άλλων βασικών παραμέτρων αν επιθυμούν να λάβουν άριστα αποτελέσματα.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής είναι η αξιολόγηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων με βάση τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία και η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ορθότητα της απόφασης πραγματοποίησης της Συγχώνευσης. Αναλυτικότερα, για την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας μελετήθηκε η περίπτωση της Marfin Egnatia Bank μέσω της ανάλυσης χρηματοοικονομικών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, ρευστότητας, αποδοτικότητας-κερδοφορίας, επενδυτικής δραστηριότητας, ποιότητας Ενεργητικού. Υπολογίστηκαν δεκαέξι αριθμοδείκτες τόσο για τις τράπεζες Λαϊκή, Εγνατία και Marfin για το έτος προ Συγχώνευσης, όσο και για την προκύπτουσα Marfin Egnatia Bank κατά το έτος που ακολούθησε τη Συγχώνευση. Μέσω ανάλυσης των αποτελεσμάτων της έρευνας έγινε προσπάθεια διερεύνησης της αναγκαιότητας της Συγχώνευσης αλλά και των πιθανών ωφελειών σε επίπεδο στρατηγικής ανάπτυξης.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

*Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Νικόλαο Τσαγκαράκη για τη σημαντικότερη συμβολή του στην εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας, την απεριόριστη υπομονή του καθώς και για τις πολύτιμες συμβουλές του.*

*Επίσης, ευχαριστώ τους γονείς μου για την αμέριστη στήριξη που έδειξαν καθ'όλη τη διάρκεια των σπουδών μου. Η εμπιστοσύνη τους μου δίνει πάντα δύναμη να προχωρήσω.*

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ & ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2-1: ΔΟΜΗ ΕΦΟΔΙΑΣΤΙΚΗΣ ΑΛΥΣΙΔΑΣ .....	2
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2-1: ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΜΕ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΜΕ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	5
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2-1: ΧΡΟΝΙΚΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ PROXY CONTESTS .....	9
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4-1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ ΚΑΙ ΤΟ ΙΔΑΝΙΚΟ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	16
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4-1: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΘΕΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ .....	17
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4-2: ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΩΝ ΠΗΓΩΝ .....	18
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5-1: ΠΟΣΟΣΤΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΩΝ-ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΩΝ Σ&Ε .....	23
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5-1: ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	25
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2-1: Σ&Ε ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ .....	42
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3-1: ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	44
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3-1: ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΕΞ' ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ .....	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3-2: ΛΟΙΠΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	46
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3-3: ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΜΕΛΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΔΕΔΕΜΕΝΩΝ ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ Ε.Ε.Τ. ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΩΝ, ΥΠΑΛΛΗΛΩΝ & Α.Τ.Μ. ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2012 .....	47
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4-1: ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΟΜΙΛΩΝ .....	49
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2-1: ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ Σ&Ε .....	63
ΕΙΚΟΝΑ 6.1-1: ΛΟΓΟΤΥΠΙΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ .....	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4-1: ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ ΣΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΑΠΕΥΘΥΝΕΤΑΙ Η ΠΡΟΤΑΣΗ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ .....	82
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6-1: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ROA .....	88
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6-2: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ .....	94

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b>	<b>3</b>
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b>	<b>I</b>
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ &amp; ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>II</b>
<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b>	<b>1</b>
<b>1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ &amp; ΕΞΑΓΟΡΩΝ</b>	<b>1</b>
1.1. ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	1
1.2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΚΤΗΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ	5
1.3. ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Σ&Ε	10
1.4. ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ Σ&Ε	15
1.5. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε	22
1.6. ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ	30
1.7. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε ΤΡΑΠΕΖΩΝ	32
1.8. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε ΤΡΑΠΕΖΩΝ	35
<b>2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ</b>	<b>38</b>
2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ	38
2.2. ΟΙ Σ&Ε ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ	41
2.3. ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΗΜΕΡΑ	44
2.3.1. ΦΟΡΕΙΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	44
2.3.2. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	47
2.4. ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	47
2.4.1. ΛΟΓΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ	48
2.4.2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ	48
2.4.3. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	48

<b>3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ</b>	<b>50</b>
3.1. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ Σ&Ε	50
3.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΝΟΜΟΘΕΤΗΜΑΤΑ	51
3.3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ	57
<b>4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ Σ&amp;Ε</b>	<b>58</b>
4.1. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ Σ&Ε	58
4.2. ΔΥΝΑΜΕΙΣ & ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	61
<b>5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ</b>	<b>64</b>
<b>6. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΣΚΟΠΙΑ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ MARFIN EGNATIA BANK</b>	<b>70</b>
6.1. ΧΡΟΝΟΓΡΑΦΗΜΑ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	70
6.1.1. MARFIN BANK	71
6.1.2. ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	72
6.1.3. ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	75
6.2. MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	76
6.3. ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	78
6.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	81
6.5. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	84
6.6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	85
<b>7. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>95</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>97</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>102</b>

---

## 1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ & ΕΞΑΓΟΡΩΝ

---

Μια από τις πιο σημαντικές αποφάσεις που καλείται να λάβει το Διοικητικό Συμβούλιο μιας επιχείρησης είναι μια πια πιθανή Συγχώνευση ή Εξαγορά. Η μεγάλη αβεβαιότητα που ενέχει μια τέτοια απόφαση καθώς και οι δραματικές εξελίξεις που επιφέρει στην κουλτούρα της εταιρείας, στο ανθρώπινο δυναμικό αλλά και σε ολόκληρο τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται καθιστά τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές δημοφιλές ζήτημα και πάντα επίκαιρο. Στο παρόν κεφάλαιο, πρόκειται να αναλυθούν βασικές έννοιες που αφορούν στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, να καταγραφούν τα κίνητρα, οι λόγοι και οι τρόποι πραγματοποίησής τους αλλά και οι τακτικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις για να αποφύγουν την Εξαγορά. Επιπλέον, πρόκειται να αναλυθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους για τον υπό εξέταση τραπεζικό κλάδο.

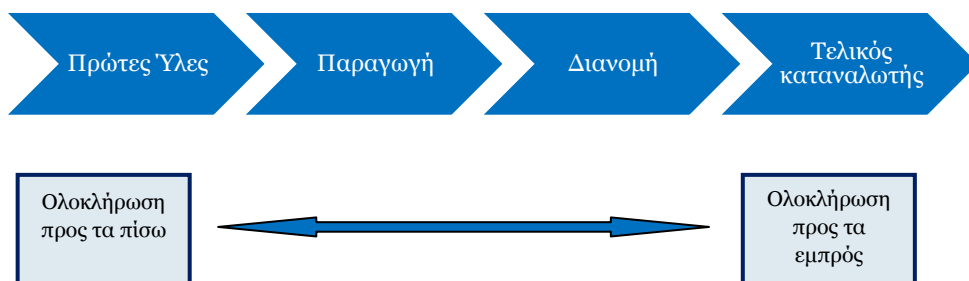
### 1.1. ΕΙΔΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Η σημαντικότερη διάκριση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών γίνεται με βάση τη νομική υπόστασή τους και τον τρόπο πραγματοποίησής τους. Στην πράξη, οι δυο έννοιες χρησιμοποιούνται για να δηλώσουν τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κάτω από την ίδια διοίκηση. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, από εδώ και στο εξής Σ&Ε, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με διάφορους τρόπους είτε με βάση το βαθμό ολοκλήρωσης, είτε με βάση τη στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας καθώς και με διάφορους άλλους τρόπους που θα αναλυθούν εκτενέστερα παρακάτω.

- **Διάκριση με βάση τον κλάδο δραστηριότητας των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων**, οι Σ&Ε διακρίνονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες αναλόγως της συσχέτισης των δραστηριοτήτων της εξαγοραζόμενης επιχείρησης με τις δραστηριότητες της Εξαγοράζουσας.



- Οριζόντια Ολοκλήρωση (horizontal integration), είναι ο όρος που περιγράφει την Εξαγορά ή τη Συγχώνευση επιχειρήσεων που βρίσκονται στο ίδιο στάδιο της αλυσίδας αξίας. Σε αυτή την περίπτωση, οι επιχειρήσεις μπορεί να είναι είτε άμεσα ανταγωνιστικές ή να εστιάζουν σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς. Αποτελεί ένα είδος εξωτερικής ανάπτυξης της επιχείρησης και προτιμάται συχνά από τις εταιρείες καθώς με αυτό τον τρόπο αφ' ενός χρησιμοποιούν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, αφ' ετέρου μειώνουν το συνολικό αριθμό των ανταγωνιστών. Παράδειγμα τέτοιου είδους στρατηγικής στην ελληνική πραγματικότητα, αποτελεί η Εξαγορά της Τράπεζας Μακεδονίας – Θράκης από την Τράπεζα Πειραιώς για την εκμετάλλευση του δικτύου καταστημάτων της πρώτης στη Βόρεια Ελλάδα.<sup>1</sup> Συνήθως, οι οριζόντιες Σ&Ε είναι χαμηλού κινδύνου, ενώ συχνά αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία και με τον όρο «τακτικές Σ&Ε».<sup>2</sup>
- Κάθετη Ολοκλήρωση ή καθετοποίηση (vertical integration), όπου μια επιχείρηση εισέρχεται σε στάδια της παραγωγικής διαδικασίας πριν ή μετά από το στάδιο στο οποίο δραστηριοποιείται. Όταν η καθετοποίηση γίνεται ένα στάδιο πριν από το στάδιο στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ονομάζεται «καθετοποίηση προς τα πίσω» (backward vertical integration). Όταν το παραγωγικό στάδιο προστίθεται μετά από το στάδιο στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, ονομάζεται «καθετοποίηση προς τα εμπρός» (forward vertical integration).<sup>3</sup> Πρόκειται δηλαδή, για Συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που έχουν σχέση πελάτη – προμηθευτή. Αυτή η στρατηγική ακολουθείται ώστε να επιτευχθεί μείωση κόστους, καλύτερη ποιότητα του παραγόμενου προϊόντος ή της παρεχόμενης υπηρεσίας ή να υπάρξει ευκολότερη πρόσβαση σε πελάτες.



Διάγραμμα 1.2-1: Δομή Εφοδιαστικής Αλυσίδας

<sup>1</sup> Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2006

<sup>2</sup> Kitching, J. (1967). Why do mergers miscarry?, Harvard Business Review, 45(6), 84–101

<sup>3</sup> Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2006

- Συσχετισμένες Σ&Ε (Related ή concentric mergers)<sup>4</sup>, αν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο που παρουσιάζει δυνατότητες ανάπτυξης τότε είναι πολύ λογικό να επιχειρήσει εξωτερική ανάπτυξη στην ίδια ή σε σχετική αγορά. Η Συσχετισμένη Συγχώνευση ή Εξαγορά αφορά ουσιαστικά επιχειρήσεις που είναι «συγγενικές» στην πράξη ή στη φύση των δραστηριοτήτων τους, περιλαμβάνει δηλαδή συσχετισμένες επιχειρήσεις, όχι όμως παραγωγούς του ίδιου προϊόντος όπως η οριζόντια Συγχώνευση, ούτε όμως εταιρείες με σχέση παραγωγού-προμηθευτή όπως η κάθετη Συγχώνευση.
  - Ασυσχετίστες Σ&Ε (unrelated or conglomerate mergers), ονομάζονται οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται μεταξύ επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Περιλαμβάνουν επέκταση σε νέες δραστηριότητες, επέκταση σε νέες αγορές ή σε νέα προϊόντα. Σίγουρα αυτή η στρατηγική εμπεριέχει μεγαλύτερους κινδύνους αλλά αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη. Ακολουθείται συνήθως όταν οι επιχειρήσεις αντιλαμβάνονται ότι ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιούνται είναι μη ελκυστικός. Με τον τρόπο αυτό, μειώνεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος που ενέχει η δραστηριοποίηση σε ένα μόνο επιχειρηματικό κλάδο.
- **Διάκριση με βάση τη διάθεση των διοικήσεων των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων,**
    - Φιλικές Σ&Ε (friendly M&A's), στις οποίες η διοίκηση της «επιχείρησης – στόχου» δίνει τη συγκατάθεση της για Συγχώνευση ή Εξαγορά από μια άλλη επιχείρηση. Στην περίπτωση της φιλικής Εξαγοράς γίνεται μια προσφορά μετοχών ή μετρητών από την Εξαγοράζουσα επιχείρηση, έπειτα το Διοικητικό Συμβούλιο της «επιχείρησης – στόχου» αποδέχεται δημοσίως τους όρους της Εξαγοράς αφού βέβαια αυτοί γίνουν αποδεκτοί από τους μετόχους και τις ρυθμιστικές αρχές.<sup>5</sup> Οι φιλικές Εξαγορές συνήθως προτιμώνται και από τις δύο πλευρές καθώς η Εξαγοράζουσα καταβάλλει μικρότερο αντίτιμο και η εξαγοραζόμενη έχει μια ομαλότερη μετάβαση στο νέο επιχειρηματικό σχήμα. Σύμφωνα με έρευνες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας η πλειοψηφία των τραπεζικών ιδρυμάτων ανά την Ευρώπη προτιμά αυτού του είδους την Εξαγορά.
    - Εχθρικές Σ&Ε (hostile M&A's), στην περίπτωση αυτή συνήθως έχει προηγηθεί μια πρόταση φιλικής Εξαγοράς από την Εξαγοράζουσα αλλά η διοίκηση της

---

<sup>4</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>5</sup> Definition of friendly takeover, Investopedia

«επιχείρησης – στόχος» έχει αρνηθεί. Η επιθετική Εξαγορά πραγματοποιείται είτε μέσω της αγοράς μετοχών της εξαγοραζόμενης στο Χρηματιστήριο, είτε μέσω δημόσιας προσφοράς (tender offer) δηλαδή, άμεσης Εξαγοράς των μεριδίων των μετόχων της επιχείρησης έως ότου συγκεντρωθεί το 51% των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Ο βασικός λόγος για τον οποίο συνήθως προηγείται μια πρόταση φιλικής Εξαγοράς είναι ότι οι εχθρικές Εξαγορές κοστίζουν περισσότερο στην Εξαγοράζουσα καθώς συνήθως η τελική συμφωνία επιτυγχάνεται όταν η τιμή προσφοράς είναι αρκετά υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή αγοράς των μετοχών. Στα πλαίσια της προσπάθειας της «επιχείρησης – στόχου» να καθυστερήσει ή να αποτρέψει τη διαδικασία της Εξαγοράς χρησιμοποιεί αμυντικές τακτικές οι οποίες θα αναλυθούν στη συνέχεια αυτής της εργασίας.

- **Διάκριση με βάση τη μέθοδο χρηματοδότησης<sup>6</sup>**, αναφέρεται στις εσωτερικές ή εξωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίου με στόχο τη χρηματοδότηση της Συγχώνευσης ή Εξαγοράς. Η μέθοδος χρηματοδότησης είναι πολύ σημαντική διότι καθορίζει το ποσό που είναι διατεθειμένη να προσφέρει η Εξαγοράζουσα εταιρεία. Το είδος της χρηματοδότησης που είναι διαθέσιμο στην Εξαγοράζουσα επηρεάζεται από σημαντικούς εσωτερικούς παράγοντες όπως το μέγεθος της εταιρείας, τον ισολογισμό της αλλά και εξωτερικούς όπως οι αγορές και οι μακροοικονομικές συνθήκες.
  - Εξαγορές με χρηματικά ανταλλάγματα (cash on hand), αυτό το είδος Εξαγοράς αναφέρεται σε στρατηγικούς αγοραστές οι οποίοι χρησιμοποιούν τα πλεονάζοντα χρηματικά ποσά του ισολογισμού τους για χρηματοδότηση εξαγορών.
  - Χρηματοδότηση Εξαγοράς μέσω δανεισμού (debt financing), αναφέρεται στην έκδοση νέου χρέους για τη μερική ή ολική χρηματοδότηση μιας Εξαγοράς. Στις βασικές πηγές δανεισμού συγκαταλέγονται τα ληξιπρόθεσμα δάνεια, ομόλογα κ.α.
  - Χρηματοδότηση Εξαγοράς με ανταλλαγή μετοχών (equity financing), αναφέρεται στη χρήση μετοχών της Εξαγοράζουσας ως αντάλλαγμα για την Εξαγορά. Αν και ακριβότερη μέθοδος από τις προηγούμενες είναι πολύ συνηθισμένη στις Σ&Ε, ιδιαίτερα στις μεγάλου μεγέθους δημόσιες συναλλαγές.

---

<sup>6</sup> Investment Banking, Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl, Wiley Publications, 2013

**Πίνακας 1.2-1:Περίληψη διαφορών μεταξύ εξαγορών με δανειοδότηση και με ανταλλαγή μετοχών**

Πηγή: Joshua Rosenbaum, J. P. (2013). *Investment Banking*. Wiley

Πλεονεκτήματα για την Εξαγοράζουσα		
	Εξαγορά με δανεισμό	Εξαγορά με ανταλλαγή μετοχών
Αύξηση Κερδών ανά Μετοχή	<input checked="" type="checkbox"/>	
Κόστος Κεφαλαίου	<input checked="" type="checkbox"/>	
Φοροαπαλλαγή	<input checked="" type="checkbox"/>	
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	<input checked="" type="checkbox"/>	
Μη υποχρεωτικές πληρωμές σε μετρητά		<input checked="" type="checkbox"/>
Έλλειψη συμβολαίων		<input checked="" type="checkbox"/>
Αξιολόγηση φερεγγυότητας		<input checked="" type="checkbox"/>
Ευελιξία Ισολογισμού		<input checked="" type="checkbox"/>

## 1.2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΚΤΗΣΗΣ ΕΛΕΓΧΟΥ

- **Συγχώνευση (Merger)**, ως Συγχώνευση ορίζεται η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών και έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας νέας οικονομικής μονάδας, ενός νέου νομικού προσώπου. Η ενοποίηση πραγματοποιείται μέσω της λύσης αλλά όχι εκκαθάρισης των επιχειρήσεων και της μεταβίβασης του συνόλου της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό) με βάση την προκαθορισμένη σχέση ανταλλαγής μετοχών. Για νομικούς λόγους υπάρχουν διαφοροποιήσεις στον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιούνται οι Συγχωνεύσεις, όμως σε κάθε περίπτωση έχουν στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα, Συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο με τους ακόλουθους τρόπους:

- **Συγχώνευση μέσω απορρόφησης**, κατά την οποία μια ή περισσότερες εταιρείες (target companies) μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους στην προϋπάρχουσα απορροφούσα επιχείρηση (acquiring company) έναντι ανταλλάγματος. Το ανάλλαγμα ορίζεται είτε ως μετοχές εκδιδόμενες από το νέο επιχειρηματικό σχήμα ή ως καταβολή κάποιου χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών. Κατ' αυτό τον τρόπο, το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούσας αυξάνεται κατά το ποσό της καθαρής θέσης της απορροφούμενης εταιρείας. Για αυτό το ποσό η απορροφούσα εταιρεία εκδίδει ανάλογο αριθμό νέων μετοχών τις οποίες διανέμει στους μετόχους της απορροφούμενης με αναλογία που προβλέπει η Σύμβαση Συγχώνευσης. Για την πραγματοποίηση της Συγχώνευσης απαιτείται η έγκριση των Γενικών Συνελεύσεων όλων των εταιρειών.<sup>7</sup> Οι απορροφούμενες λύνονται χωρίς εκκαθάριση και παύουν να υπάρχουν ως νομικά πρόσωπα.
  - **Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας**, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία των απορροφούμενων επιχειρήσεων, οι οποίες λύνονται χωρίς εκκαθάριση μεταβιβάζονται σε μια νέα εταιρεία που συνίσταται για αυτό το σκοπό.
  - **Απορρόφηση Ανώνυμης εταιρείας από άλλη Ανώνυμη εταιρεία που κατέχει το 100% των μετοχών της**, στην ουσία πρόκειται για μια πιο απλουστευμένη μορφή της Συγχώνευσης με απορρόφηση. Σε αυτή την περίπτωση, τα στοιχεία Ενεργητικού και Υποχρεώσεων της απορροφούμενης εταιρείας μεταφέρονται στον ισολογισμό της απορροφούσας. Η απορροφούσα εταιρεία δεν αυξάνει το κεφάλαιο της, επομένως δεν εκδίδονται νέες μετοχές.
- **Εξαγορά (Acquisition)**, ως Εξαγορά ορίζεται μια επιχειρηματική πράξη κατά την οποία μια εταιρεία αγοράζει μέρος των μεριδίων ιδιοκτησίας ή όλη την «επιχείρηση – στόχο», με σκοπό να λάβει τον έλεγχο της εταιρείας αυτής. Στην πρώτη περίπτωση, η «επιχείρηση – στόχος» εξακολουθεί να υφίσταται, αλλά δεν λαμβάνει μέρος στη λήψη αποφάσεων και δεν έχει διοικητική επιρροή. Στην περίπτωση πλήρους Εξαγοράς της «επιχείρησης – στόχου», μέσω απόκτησης του συνόλου των μετοχών της, η επιχείρηση παύει να υφίσταται. Συνήθως, η

---

<sup>7</sup> Τσαγκαράκης Νικόλαος, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Πανεπιστήμιο Πειραιώς 2010

Εξαγορά αποτελεί μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης μιας επιχείρησης και πραγματοποιείται με ανταλλαγή μετρητών, με την απόκτηση μετοχών της Εξαγοράζουσας εταιρείας ή συνδυασμό και των δυο.

Οι όροι «Συγχώνευση» και «Εξαγορά» συναντώνται πολύ συχνά στη διεθνή βιβλιογραφία και κατά καιρούς έχουν δοθεί πολλοί διαφορετικοί ορισμοί. Αυτό συμβαίνει είτε επειδή το θέμα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών εξετάζεται από διαφορετική σκοπιά -για παράδειγμα από τη διοικητική πλευρά, την πλευρά της εταιρικής ταυτότητας, την οργανωτική πλευρά- είτε επειδή συχνά στη βιβλιογραφία τόσο η συνένωση όσο και η Εξαγορά μιας επιχείρησης περιγράφονται με τον όρο «Συγχώνευση». Παρόλα αυτά, όπως έγινε σαφές και από τους ορισμούς, οι δύο αυτοί όροι δεν είναι ταυτόσημοι εφόσον διαφοροποιούνται ουσιαστικά και από πλευράς νομικής μορφής της συναλλαγής. Ο όρος Συγχώνευση παραπέμπει σε μια φιλικότερη συνένωση εταιρειών που πολλές φορές είναι ιδίου μεγέθους από την άλλη πλευρά, ο όρος «Εξαγορά» υποδηλώνει την εμπλοκή συνήθως εταιρειών διαφορετικού μεγέθους. Επίσης, διαφοροποιούνται ως προς την εμπλοκή των παλαιότερων ιδιοκτητών στη διοίκηση της εταιρείας, στο «δικαίωμα λόγου» το οποίο υφίσταται στις Συγχωνεύσεις αλλά όχι στις Εξαγορές.<sup>8</sup>

- **Εξαγορά με Δανεισμό (Leveraged Buyout ή LBO)**, μια μικρή ομάδα επενδυτών αποκτά μια εταιρεία από μια συναλλαγή χρηματοδοτούμενη μέσω δανεισμού και την αποσύρει από το Χρηματιστήριο. Το δάνειο εξυπηρετείται από τις λειτουργίες της απορροφημένης εταιρείας και συχνά από την πώληση περιουσιακών της στοιχείων. Σε γενικές γραμμές, η διοίκηση της επιχείρησης παραμένει η ίδια και αποζημιώνεται με επιδόματα. Απώτερος σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι η συνεχής λειτουργία της απορροφημένης εταιρείας για κάποια χρόνια έως ότου ανέλθει η αξία της και η μετέπειτα εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο ως μια ισχυρότερη εταιρεία. Σε άλλες περιπτώσεις, η Εξαγοράζουσα εταιρεία μεταπωλεί τμήματα της επιχείρησης σε άλλες εταιρείες με σκοπό τη σύναψη συνεργιών. Σε κάθε περίπτωση, αυτή η διαδικασία πραγματοποιείται σε αναμονή μεγάλου κέρδους αλλά το εγγενές ρίσκο που προκύπτει από το δανεισμό δεν είναι αμελητέο.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup>Samuels, J., Wilkes, M. and Brayshaw R. (1999) «Financial Management & Decision Making», International Thomson Business Press, London.

<sup>9</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

- **Εξαγορά από Στελέχη (Management Buyout)**, μια Εξαγορά με δανεισμό που οργανώνεται και τίθεται σε εφαρμογή από την παρούσα Διοίκηση της επιχείρησης. Συχνά, για την πραγματοποίηση της απαιτείται ένας «χορηγός» που προσφέρει στήριξη για την εύρεση των κεφαλαίων και πρόσβαση σε δανειακή χρηματοδότηση μέσω εδραιωμένων σχέσεων με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η κινητήρια δύναμη αυτής της διαδικασίας είναι η πεποίθηση των στελεχών ότι έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν περισσότερη αξία για την επιχείρηση από ότι οι τρέχοντες ιδιοκτήτες. Η Εξαγορά από Στελέχη καταφέρνει να εξαλείψει τη διάσταση απόψεων μεταξύ της Διοίκησης και του Διοικητικού Συμβουλίου - μετόχων καθώς μετά την επιτυχή έκβαση της διαδικασίας οι ιδιοκτήτες θα λαμβάνουν εξ' ολοκλήρου τις διοικητικές αποφάσεις.<sup>10</sup>
- **Δημόσια Προσφορά (tender offer)**, η μέθοδος απόκτησης ελέγχου μιας επιχείρησης μέσω δημόσιας προσφοράς για αγορά μέρους των μετοχών της επιχείρησης σε μια προκαθορισμένη τιμή συνήθως σε μετρητά και με μια υπερτίμηση (premium). Η εταιρεία που προβαίνει σε δημόσια προσφορά συνήθως θέλει να αποκτήσει λειτουργικό έλεγχο πάνω στην επιχείρηση και δεν ικανοποιείται από το ρόλο του επενδυτή. Σε αρκετές περιπτώσεις, μια δημόσια προσφορά ακολουθείται από Συγχώνευση. Για να γίνει μια τέτοιου είδους προσφορά η διοίκηση της Εξαγοράζουσας συνήθως αισθάνεται σιγουριά πως η απορροφούμενη εταιρεία θα υποστηρίξει την πρόταση ή τουλάχιστον δε θα την απορρίψει εξ' αρχής. Η αποφυγή μιας πιθανής εναντίωσης της εξαγοραζόμενης στη δημόσια προσφορά είναι ζωτικής σημασίας καθώς επιτρέπει την πραγματοποίηση της δημόσιας προσφοράς με χαμηλότερη τιμή ανά μετοχή. Σε γενικές γραμμές, η δημόσια προσφορά θεωρείται μια λιγότερο ακριβή εναλλακτική για την πραγματοποίηση μιας Εξαγοράς.<sup>11</sup> Με βάση έρευνες που έχουν διενεργηθεί στο παρελθόν έχει εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η Εξαγορά με δημόσια προσφορά αποφέρει μη αναμενόμενα κέρδη στους μετόχους τόσο της Εξαγοράστριας αλλά και της απορροφούμενης εταιρείας. Αυτό το συμπέρασμα συνάδει με την υπόθεση που θέλει τις δημόσιες προσφορές να είναι μια ακόμη προσπάθεια εκμετάλλευσης των πόρων της εξαγοραζόμενης μέσω μιας διαφορετικής λειτουργικής στρατηγικής.<sup>12</sup>

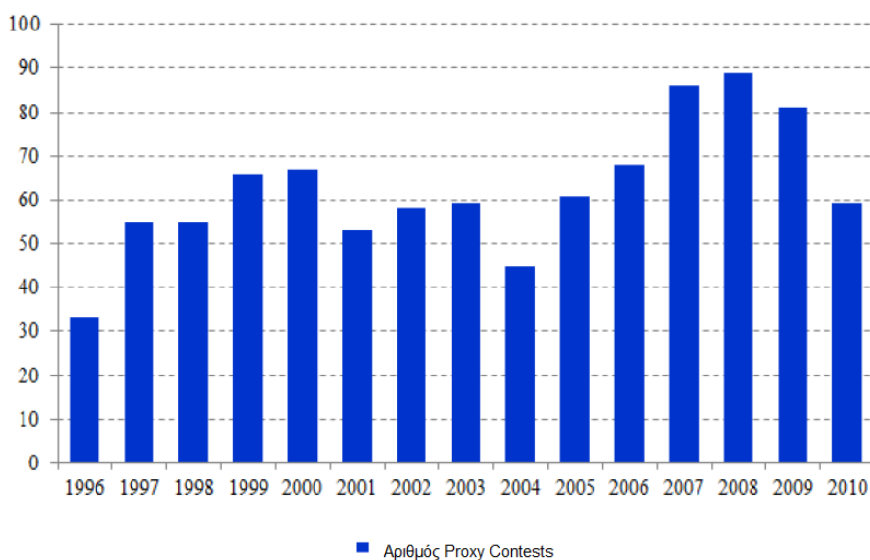
---

<sup>10</sup> (Rosenbaum & Pearl, 2013)

<sup>11</sup> (Fleischer Jr. & Mundheim, 1967)

<sup>12</sup> (Bradley, Desai, & Kim, 1983)

- **Υποστήριξη μετόχων στη Γενική Συνέλευση (proxy contest)**, πρόκειται για μια τακτική απόκτησης ελέγχου του Διοικητικού Συμβουλίου. Η Εξαγοράστρια εταιρεία προσπαθεί να πείσει τα αναποφάσιστα μέλη της Γενικής Συνέλευσης να χρησιμοποιήσουν το δικαίωμα ψήφου με εξουσιοδότηση, με στόχο να αντικατασταθούν τα υπάρχοντα μέλη της Γενικής Συνέλευσης. Η νέα σύνθεση της Γενικής Συνέλευσης αναμένεται να είναι θετικά προσκείμενη στις προτάσεις της Εξαγοράστριας εταιρείας. Πολλές φορές, ακόμα και η απλή αναφορά ως εναλλακτική τακτική της ψηφοφορίας με εξουσιοδότηση (proxy fight) είναι αρκετή για να πείσει την τρέχουσα Γενική Συνέλευση να λάβει σοβαρά υπόψη τις προτάσεις της Εξαγοράστριας και να διαπραγματευθεί μια πιθανή μελλοντική Συγχώνευση.<sup>13</sup>



Διάγραμμα 1.2-1: Χρονική Κατανομή των Proxy Contests

Πηγή: (Fos & Tsoutsoura, 2013)

<sup>13</sup> (Proxy Contest, 2012)



### 1.3. ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Σ&Ε

Τα κίνητρα για την πραγματοποίηση μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς είναι ποικίλα και κυρίως αποσκοπούν στη μεγέθυνση μιας επιχείρησης, στη βελτίωση των προϊόντων ή υπηρεσιών της, στην ανάπτυξη της επιχειρηματικής της δράσης. Τις περισσότερες φορές η απόφαση των Σ&Ε λαμβάνεται με τη λογική της φθηνότερης και ασφαλέστερης λύσης για ανάπτυξη. Οι περισσότερες επιχειρήσεις θεωρούν πολύ ευκολότερη αλλά και λιγότερο δαπανηρή και χρονοβόρα την Εξαγορά μιας επιχείρησης που ήδη δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο, διαθέτει πελατειακή βάση, οργάνωση και έτοιμα κανάλια διανομής. Οι πιο επιτυχημένες Εξαγορές περιλαμβάνουν ενσωμάτωση της νέας επιχείρησης σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα και χωρίς αποδιοργάνωση της υπάρχουσας εταιρείας. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται μερικά από τα βασικότερα κίνητρα πραγματοποίησης των Σ&Ε.

- **Συνεργία (synergy)**, το βασικότερο κίνητρο για τις περισσότερες συνεργίες είναι η αύξηση της αξίας και η επίτευξη καλύτερων αποτελεσμάτων της νέας εταιρείας όπως αυτή δημιουργείται μετά από τη ΣήΕ δύο ή περισσότερων εταιρειών. Τότε, οι Σ&Ε θεωρούνται ευεργετικές για τους μετόχους. Οι συνεργίες μπορούν να φανούν ακόμα πιο ωφέλιμες για τις επιχειρήσεις όταν αφορούν εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Η πιθανότητα ύπαρξης συνεργιών από μια Σ&Ε επηρεάζει αισθητά και την τιμή Εξαγοράς. Στις περιπτώσεις ανταγωνιστικών προσφορών Εξαγοράς, οι υποψήφιοι αγοραστές που αναμένουν δημιουργία σημαντικών συνεργιών από την Εξαγορά είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μεγαλύτερο αντάλλαγμα για την πραγματοποίηση της. Οι επιτυχημένες Εξαγορές συνήθως υποστηρίζονται από εσωτερικές επιχειρηματικές ομάδες που επιλέγουν τη στρατηγική ανάπτυξης με στόχο να αναγνωρίζουν και να ποσοτικοποιούν τα οφέλη από τις πιθανές συνεργίες. Η συνεργία από μια Εξαγορά ορίζεται ως η αξία της επιχείρησης που προκύπτει μείον την αξία των δύο επιχειρήσεων ως ξεχωριστές οντότητες. Δηλαδή,

$$\text{Συνεργία} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Όπου,

$V_{AB}$  = η αξία της νέας προκύπτουσας επιχείρησης

$V_A$  = η αξία της Εξαγοράζουσας

$V_B$  = η αξία της εξαγοραζόμενης

Η Εξαγοράστρια εταιρεία οφείλει να υπογραμμίζει την ύπαρξη συνεργιών από τη μελλοντική Εξαγορά καθώς έτσι καθιστά ευκολότερη την προσέλκυση επενδυτών.<sup>14</sup>

Συνεργατικά αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν από τις εξής πηγές:

- Συνεργία κόστους (Cost synergy)<sup>15</sup>, από πλευράς κόστους οι παραδοσιακές συνεργίες περιλαμβάνουν μείωση προσωπικού, ενοποίηση αλληλεπικαλυπτόμενων εγκαταστάσεων και τη δυνατότητα αγοράς των απαιτούμενων πρώτων υλών σε καλύτερες τιμές λόγω της αυξημένης αγοραστικής ικανότητας. Σε γενικές γραμμές, οι συνεργίες κόστους επιτυγχάνονται μέσα από:
  - *Λειτουργικές Οικονομίες κλίμακας (operating economies)*<sup>16</sup>, που είναι αποτέλεσμα οικονομιών κλίμακας των επιμέρους τμημάτων της επιχείρησης όπως για παράδειγμα ο τομέας Διοίκησης, Παραγωγής, Μάρκετινγκ, Διανομής κ.α. Η επίτευξη οικονομιών λειτουργίας βέβαια, προϋποθέτει τη μείωση προσωπικού καθώς όπως είναι αναμενόμενο μια επιχείρηση δε χρειάζεται δύο Λογιστήρια ή δύο διαφορετικά Πληροφοριακά Συστήματα. Επιπλέον, περιλαμβάνεται και η παύση λειτουργίας υπεράριθμων εγκαταστάσεων.
  - *Χρηματοοικονομικές Οικονομίες κλίμακας (financial economies)*<sup>17</sup>, το αυξημένο μέγεθος της επιχείρησης καθιστά δυνατό τον επιμερισμό των σταθερών εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης στα ήδη υπάρχοντα αλλά και στα νέα προϊόντα της. Με λίγα λόγια, οι συνεργίες κόστους επιτρέπουν μέσω των οικονομιών κλίμακας τη μείωση της τιμής ανά προϊόν. Επίσης, ένας ακόμη τρόπος μείωσης της τιμής ανά προϊόν είναι η εκμετάλλευση των οικονομιών φάσματος (economies of scope), οι οποίες προκύπτουν από την καθετοποίηση της παραγωγής.<sup>18</sup>
  - *Φορολογικά Οφέλη (tax effects)*,<sup>19</sup> προκύπτουν στην περίπτωση που η εταιρεία, η οποία δημιουργείται μετά από την Εξαγορά πληρώνει λιγότερους φόρους από αυτούς που θα κατέβαλαν οι απορροφημένες εταιρείες χωριστά.

<sup>14</sup> (Rosenbaum & Pearl, 2013)

<sup>15</sup> (Rosenbaum & Pearl, 2013)

<sup>16</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>17</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>18</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

<sup>19</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

- Συνεργία Εσόδων (revenue synergy)<sup>20</sup>, αναφέρεται στις διευρυμένες ευκαιρίες αύξησης πωλήσεων που προκύπτουν από τη συνεργασία των επιχειρήσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιου είδους συνεργίας είναι η ικανότητα της Εξαγοράστριας να προωθεί τα νέα προϊόντα μέσα από τα δικά της κανάλια διανομής χωρίς να «κανιβαλίζει» τα προϊόντα της «εταιρείας – στόχου» αλλά ούτε και τα δικά της. Συνήθως οι συνεργίες εσόδων έχουν πιο κερδοσκοπικό χαρακτήρα από τις συνεργίες κόστους, για το λόγο αυτό αντιμετωπίζονται με μεγαλύτερη επιφυλακτικότητα κατά την αποτίμηση αλλά και την ανάλυση των Σ&Ε.
  - Αποτελεσματική Διοίκηση (differential efficiency), αν υποθέσουμε ότι η Διοίκηση της μιας επιχείρησης ακολουθεί ορθότερη στρατηγική, διαθέτει καλύτερη οργανωτική δομή, διαχειρίζεται καλύτερα την παραγωγική διαδικασία και γενικότερα είναι πιο αποδοτική, τότε αναμένεται ότι μέσω της Συγχώνευσης θα γίνει πιο παραγωγική και η τέως πιο αδύναμη εταιρεία καθώς θα γίνει σωστότερη διαχείριση των περιουσιακών της στοιχείων και των δυνατοτήτων της από τη νέα Διοίκηση.<sup>21</sup>
  - Αυξημένη Επιρροή στην Αγορά (increased market power), αυτού του είδους η συνεργία προκύπτει κυρίως στις περιπτώσεις ΣήΕ μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Όπως είναι φυσικό, από τις συνεργασίες μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου μειώνεται αισθητά ο ανταγωνισμός και ενδυναμώνεται η επιρροή της νέας επιχείρησης στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται. Παρόλα αυτά, οι Σ&Ε που πραγματοποιούνται αποκλειστικά και μόνο με στόχο την αύξηση της επιρροής τους στην αγορά είναι ανεπιθύμητες και σε πολλές περιπτώσεις παράνομες.<sup>22</sup>
- **Προσωπικό Συμφέρον των Στελεχών (Managers' Personal Incentives)**, σε πολλές περιπτώσεις Σ&Ε τα κίνητρα για τη λήψη της απόφασης δε στηρίζονται στην επιδίωξη των επιχειρήσεων για μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά σε προσωπικές επιδιώξεις και φιλοδοξίες των ανώτατων στελεχών. Πολλές φορές, η Διοίκηση μιας επιχείρησης επιθυμεί τη μεγέθυνση της επιχείρησης διότι θα αυξήσει τις μισθολογικές της αποδοχές ή επειδή θα αυξήσει την επιρροή της. Μάλιστα, σχετικές έρευνες έχουν αποδείξει ότι συχνά οι οικονομικές απολαβές των ανώτερων στελεχών δε συνδέονται με τα κέρδη

---

<sup>20</sup> (Rosenbaum & Pearl, 2013)

<sup>21</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>22</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

της επιχείρησης αλλά κυρίως με το μέγεθός της. Η συγκεκριμένη τακτική περιγράφεται από τη θεωρία που πρώτος διατύπωσε ο Mueller (1969) και είναι ευρύτερα γνωστή ως «Χτίσιμο Αυτοκρατορίας» (empire building). Στη διερεύνηση των κινήτρων των διοικητικών στελεχών βασίζεται μια σειρά από άλλες διοικητικές θεωρίες, οι οποίες καλούνται να περιγράψουν τα κίνητρα των Σ&Ε που δεν πηγάζουν από ορθολογικές αποφάσεις που έχουν αποκλειστικό στόχο την ευημερία των μετόχων.<sup>23</sup> Η βασικότερη από αυτές τις θεωρίες είναι η θεωρία της Διοικητικής Αλαζονείας (Managerial Hybris) που υποστηρίζει πως τα στελέχη επιδιώκουν Σ&Ε διότι υπερεκτιμούν τις διοικητικές τους ικανότητες και θεωρούν ότι οι ίδιοι είναι σε θέση να φέρουν καλύτερα αποτελέσματα από την τρέχουσα Διοίκηση της «εταιρείας – στόχου» και να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης.<sup>24</sup> Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις λειτουργούν με βάση ένα οργανωτικό σχήμα που δε θα επέτρεπε στην ανώτερη διοίκηση να προβεί σε μια κίνηση στρατηγικής σημασίας αν αυτή δεν ήταν ορθολογική, απόλυτα αιτιολογημένη και βασισμένη σε κίνητρα υπέρ της επιχείρησης και των μετόχων ως σύνολο.

- **Υπέρβαση εμποδίων εισόδου**, η επιθυμία μιας επιχείρησης για ανάπτυξη σε νέες αγορές πολύ συχνά μπορεί να καθυστερήσει ή και να τερματιστεί από εμπόδια όλων των ειδών. Τέτοιου είδους επεκτάσεις απαιτούν άντληση μεγάλων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση νέων εγκαταστάσεων, τη διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων, την αγορά εξοπλισμού ή την εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού. Επιπλέον, κάθε προσπάθεια επέκτασης σε νέα αγορά θα πρέπει να περιλαμβάνει και ένα σχέδιο αντιμετώπισης του υψηλού ανταγωνισμού που επικρατεί στους περισσότερους κλάδους. Από την άλλη πλευρά, η διαφοροποίηση σε άλλες αγορές ή άλλα προϊόντα αποτελεί μια πολύ ορθή στρατηγική για την αντιμετώπιση των κινδύνων που ενέχει η δραστηριοποίηση σε ένα μόνο κλάδο. Επομένως, ο καλύτερος τρόπος για την αντιμετώπιση των εμποδίων εισόδου είναι μέσω Σ&Ε. Μια εταιρεία που δραστηριοποιείται ήδη σε ένα χώρο προσφέρει γνώση της αγοράς, εγκατεστημένο δίκτυο διανομής αλλά κυρίως μια εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της «εταιρείας – στόχου» (brand loyalty). Όσο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι Σ&Ε θα αποτελούν διέξοδο για τις επιχειρήσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα

<sup>23</sup> (Παζάρσκη, Αλεξανδράκης, & Μαντζάρης, Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης, 2010)

<sup>24</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

υπερβάσης εμποδίων μέσω Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο αποτελεί η περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς, η οποία το 1998 εξαγόρασε την αμερικανική τράπεζα Marathon Bank στην προσπάθειά της να εκμεταλλευτεί το ευρύ δίκτυο καταστημάτων της στην Αμερική, εξυπηρετώντας με αυτό τον τρόπο ένα μεγάλο τμήμα της ελληνικής κοινότητας στην Astoria και στο City.<sup>25</sup>

- **Λήψη ελέγχου επιχείρησης<sup>26</sup>**, αυτό το κίνητρο Σ&Ε διατυπώθηκε πρώτη φορά από τον Manne το 1965 και αναφέρεται στην υπόθεση μιας επιχείρησης με χαμηλή αξία λόγω κακής διοίκησης. Η κακή κατάσταση στην οποία έχει περιέλθει μια επιχείρηση εύκολα γίνεται αντιληπτή από τους εν δυνάμει αγοραστές, οι οποίοι άμεσα Εξαγοράζουν την επιχείρηση και αντικαθιστούν την ανεπαρκή διοίκηση. Στην περίπτωση αυτή λοιπόν, η αγορά φροντίζει και αντικαθιστά τις διοικήσεις που δε λειτουργούν με βάση το συμφέρον των μετόχων ή που απλά δείχνουν σημάδια ανικανότητας. Απώτερος σκοπός αυτής της τακτικής είναι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης μετά από την Εξαγορά της εταιρείας και την αντικατάσταση της Διοίκησης. Αν βέβαια η νέα διεύθυνση αποδειχθεί κατώτερη των προσδοκιών της Εξαγοράστριας τότε, θα προκύψει μείωση της αξίας της επιχείρησης. Πολλοί μελετητές έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι το κίνητρο της πιθανής απόκτησης ελέγχου λειτουργεί περισσότερο ως εκφοβιστικός μηχανισμός για καλύτερη απόδοση της διοίκησης.
- **Αξία στοιχείων Ενεργητικού**, κάποιιοι μελετητές ειδικοί στο θέμα των Σ&Ε υπολογίζουν την αξία των στοιχείων του Ενεργητικού γνωστή ευρύτερα με τον αγγλικό όρο *breakup value*. Συγκεκριμένα, ορίζεται ως η αξία των επιμέρους τμημάτων της επιχείρησης αν ήταν δυνατό να πωληθούν χωριστά. Στην περίπτωση που η αξία της μεμονωμένης πώλησης των τμημάτων είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αγοραία αξία της επιχείρησης τότε η εταιρεία αυτή κρίνεται από τους ειδικούς των Σ&Ε ως κατάλληλος στόχος Εξαγοράς. Μετά από την ολοκλήρωση της διαδικασίας Εξαγοράς, η νέα διοίκηση θα την πουλήσει τμηματικά ώστε να έχει κέρδος.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

<sup>26</sup> (Motis, February 2007)

<sup>27</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

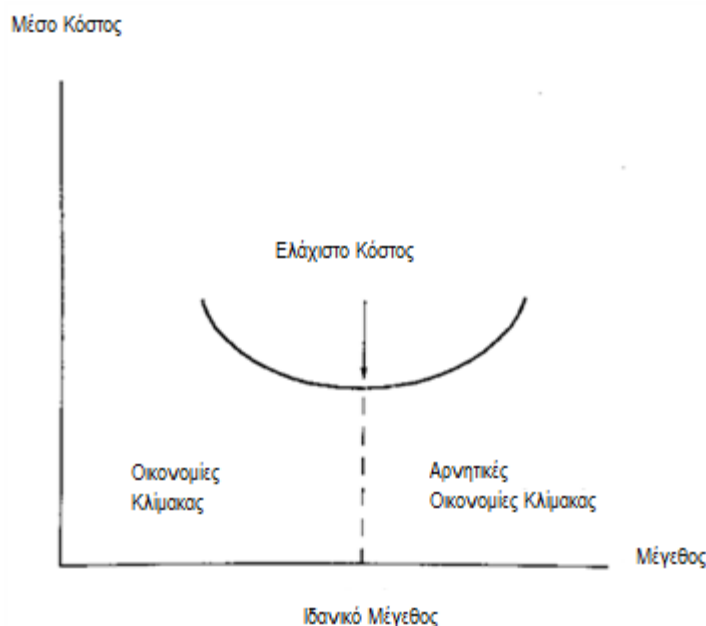
#### 1.4. ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ Σ&Ε

Η απόφαση της ΣήΕ μιας επιχείρησης είναι από τις πιο σημαντικές που καλείται να πάρει η διοίκηση και αυτό γιατί ενέχει πολλούς κινδύνους, επηρεάζει τα συμφέροντα πολλών ατόμων και από την πρώτη στιγμή της υλοποίησης της στρατηγικής απόφασης μεταβάλλεται η δομή της επιχείρησης, η σύνθεση του ανθρώπινου δυναμικού αλλά και η ίδια η αξία της επιχείρησης. Οι λόγοι πραγματοποίησης των Σ&Ε μπορούν να αναζητηθούν σε ενδο-επιχειρησιακούς αλλά και εξωτερικούς παράγοντες, οι οποίοι όμως συνδέονται με ισχυρούς δεσμούς. Οι εσωτερικοί παράγοντες αφορούν κυρίως εσωτερικά ζητήματα της επιχείρησης όπως για παράδειγμα οι στρατηγικές διαφοροποίησης που ακολουθούνται είτε εξαιτίας του φόβου υπερεξειδίκευσης της επιχείρησης, της ανάγκης για αύξηση του μεγέθους της εταιρείας κ.α. Από την άλλη οι εξωτερικοί παράγοντες συνδέονται, σύμφωνα με την εμπειρία των προηγούμενων Σ&Ε, με τις επικρατούσες ή επικείμενες μακροοικονομικές συνθήκες, τα κυβερνητικά μέτρα κ.α. Χαρακτηριστικό παράδειγμα εξωτερικού παράγοντα που οδηγεί σε Σ&Ε είναι η ευνοϊκή φορολογία.<sup>28</sup> Η νέα δυναμική που προσφέρει μια ΣήΕ στην εξέλιξη των εμπλεκόμενων μερών είναι τόσο μεγάλη, που ενώ συνήθως πραγματοποιείται με το σκοπό της μεγιστοποίησης των κερδών μέσω της δραστηριοποίησης σε νέες αγορές, της ευκολότερης πρόσβασης στους απαραίτητους πόρους πολλές φορές οδηγεί σε μη αναμενόμενα καταστροφικά αποτελέσματα λόγω κακής οργάνωσης της στρατηγικής ανάπτυξης. Οι λόγοι που οδηγούν μια επιχείρηση στις Σ&Ε είναι πολλοί αλλά κάποιες φορές όχι ευνόητοι. Πιο κάτω θα γίνει μια καταγραφή των πιο συνηθισμένων από αυτούς.

- **Οικονομίες κλίμακας (Economies of scale)**, αποτελούν προτεραιότητα των επιχειρήσεων και για το λόγο αυτό προσπαθούν να τις επιτύχουν αυξάνοντας το μέγεθός τους μέσω Σ&Ε. Όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση αυξάνεται η δυνατότητα να μειώσει το ανά μονάδα κόστος καθώς εκμεταλλεύεται πλήρως τη δυναμικότητά της και επιμερίζει τα σταθερά της έξοδα σε περισσότερες μονάδες προϊόντος. Επιτυγχάνονται συνήθως μέσω οριζόντιων και ασυσχέτιστων Σ&Ε που στόχο έχουν τη μείωση του κόστους.

---

<sup>28</sup> (Katsos & Lekakis, 1991)



**Διάγραμμα 1.4-1: Οικονομίες Κλίμακας και το Ιδανικό Μέγεθος της Επιχείρησης**

Πηγή: (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002)

- Οικονομίες κάθετης ολοκλήρωσης (Economies of vertical integration)**, προκύπτουν μέσω της μείωσης των λειτουργικών εξόδων από την επέκταση σε άλλα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας είτε προς τα εμπρός είτε προς τα πίσω. Πριν την ενοποίηση συνήθως υπάρχουν αρκετοί προμηθευτές ή διανομείς που συντηρούν τον ανταγωνισμό, αλλά μετά τη Συγχώνευση μπορούν όλοι να ενοποιηθούν σε έναν περισσότερο αποτελεσματικό προμηθευτή ή διανομέα. Έτσι, μέσω της κάθετης ολοκλήρωσης μειώνεται το κόστος λόγω της αύξησης της αποτελεσματικότητας. Παρόλα αυτά, οι επιχειρήσεις οφείλουν να είναι προσεκτικές πριν λάβουν τέτοιες αποφάσεις καθώς η υπερβάλλουσα ολοκλήρωση μπορεί τελικά να επιφέρει αύξηση κόστους.<sup>29</sup> Οι βασικότεροι λόγοι για την επίτευξη οικονομιών κάθετης ολοκλήρωσης είναι οι εξής:<sup>30</sup>
  - Η αγορά ενέχει αυξημένους κινδύνους.

<sup>29</sup> (Τσαγκαράκης, 2010)

<sup>30</sup> (Stuckey & White, 1993)

- Οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στα παρακείμενα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας έχουν μεγαλύτερη αγοραστική δύναμη από τις εταιρείες του σταδίου δραστηριοποίησης.
- Η ολοκλήρωση θα δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για την άρση εμποδίων εισόδου.
- Ο κλάδος είναι ακόμα νέος και χρειάζεται ολοκλήρωση προς τα εμπρός για να αναπτυχθεί, είτε ο κλάδος υποχωρεί και εταιρείες σε άλλα στάδια της παραγωγής εγκαταλείπουν.

#### Πίνακας 1.4-1: Κριτήρια πραγματοποίησης κάθετης ολοκλήρωσης

Πηγή: (Stuckey & White, 1993)

<b>ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΘΕΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ</b>			
<b>Κόστος Διευθέτησης</b>	<b>Κόστος Διεξαγωγής</b>	<b>Κίνδυνος Διεξαγωγής</b>	<b>Αποτελεσματικότητα Συντονισμού</b>
Κεφάλαιο (π.χ. εξοπλισμός, Εξαγορές)	Συγκέντρωση πληροφοριών και επεξεργασία	Πιθανότητα παράλογων μεταβολών στις τιμές	Επίπεδα αποθεμάτων
Ανάπτυξη συστημάτων	Νομικό κόστος	Κατάσχεση λόγω υποθήκης προμηθειών ή καταστημάτων	Απόδοση παράδοσης
Εκπαίδευση	Πωλήσεις και Αγορές	Απομόνωση από την αγορά (π.χ. τεχνολογικές αλλαγές, νέα προϊόντα)	Αξιοποίηση δυνατοτήτων
			Ποιότητα

- **Συνδυασμός συμπληρωματικών πηγών**, πολλές φορές οι Σ&Ε αποβλέπουν στην αλληλοσυμπλήρωση πόρων και στο συνδυασμό τους. Στην έννοια των πόρων μπορεί να περιλαμβάνονται από το διοικητικό προσωπικό έως και τις πρώτες ύλες. Αυτό σημαίνει πρακτικά ότι μπορεί να συγχωνευθούν επιχειρήσεις που διαθέτουν ανεπτυγμένο τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης με επιχειρήσεις που διαθέτουν αποδοτικό Μάρκετινγκ ή Πωλήσεις. Πολύ συχνά η επιχείρηση - αγοραστής έχει εντοπίσει πριν τη Σ&Ε την υπεροχή της εξαγοραζόμενης σε κάποιο σημείο και επιθυμεί να την Εξαγοράσει

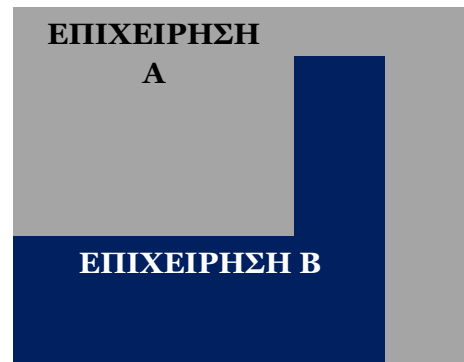


αποκλειστικά για να εκμεταλλευθεί προς όφελός της είτε τις φθηνές πρώτες ύλες, τα κανάλια διανομής ή ακόμα και τα ικανά στελέχη της.<sup>31</sup> Επομένως, η ΣήΕ έχει ως αποτέλεσμα η κάθε επιχείρηση να αποκτά αυτό που της λείπει από την άλλη επιχείρηση και αλληλοσυμπληρούμενες να βελτιώνουν τα κέρδη.

Επιχειρήσεις πριν τη Σ ή Ε



Επιχείρηση μετά τη Σ ή Ε



**Διάγραμμα 1.4-2: Συνδυασμός Συμπληρωματικών Πηγών**

Πηγή: (Τσαγκαράκης, 2010)

- **Συγχωνεύσεις για τη χρησιμοποίηση κεφαλαίων που πλεονάζουν**, οι Σ&Ε αποτελούν μια συνηθισμένη εναλλακτική για τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να ακολουθήσουν στρατηγική ανάπτυξης, πολλές φορές μάλιστα η επιλογή αυτή αποτελεί μονόδρομο αν η επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο που είναι

<sup>31</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

ανεπτυγμένος και υπάρχουν ελάχιστες επενδύσεις με θετική ΚΠΑ. Τότε, η Εξαγορά θα αποτελεί μια καλή λύση για αξιοποίηση των πλεονάζοντων κεφαλαίων. Επομένως, η εύρεση μιας εταιρείας που επιθυμεί την άντληση κεφαλαίων και έχει προοπτικές ανάπτυξης είναι ιδανικός στόχος Εξαγοράς για την εταιρεία με τα πλεονάζοντα κεφάλαια. Από την άλλη πλευρά, για τις εταιρείες που εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία που μόλις περιγράφηκε, ίσως η καλύτερη εναλλακτική είναι η καταβολή υψηλών μερισμάτων.<sup>32</sup>

- **Αχρησιμοποίητα φορολογικά οφέλη (tax shields)**, τα φορολογικά οφέλη έχουν κινητοποιήσει πολλές Σ&Ε. Σύμφωνα με το Ν.Δ 1297/72 και τα άρθρα 1-5 ν.2166/93, η υπεραξία που προκύπτει από τη Συγχώνευση των επιχειρήσεων, η οποία διαπιστώνεται με απογραφή των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος κατά το χρόνο της Συγχώνευσης. Η υπεραξία εμφανίζεται σε λογαριασμό τάξεως και φορολογείται κατά το χρόνο διάλυσης της επιχείρησης (συγχωνεύουσης ή της νέας εταιρείας). Ισχύει τόσο για τα πάγια όσο και για τα εμπορεύσιμα στοιχεία. Μερικές από τις φορολογικές απαλλαγές που καρπώνονται οι επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε Σ&Ε είναι οι παρακάτω:

- Απαλλαγή από το φόρο μεταβίβασης των εισφερόμενων ακινήτων
- Απαλλαγή της συμβάσεως περί Συγχωνεύσεως από κάθε φόρο ή τέλος υπέρ του Δημοσίου και εισφοράς υπέρ τρίτων
- Αναστολή της φορολόγησης των αφορολόγητων κρατήσεων που έχουν δημιουργήσει οι συγχωνευόμενες εταιρείες
- Μεταβίβαση ζημιών στον ισολογισμό της απορροφούσας και συμψηφισμό με τα κέρδη της απορροφούσας<sup>33</sup>

Για παράδειγμα, μια εταιρεία που ανήκει στην υψηλότερη κλίμακα φορολογικών αποδόσεων μπορεί να συγχωνευθεί με μια εταιρεία που έχει αθροιστικά φορολογικές ζημιές. Επίσης, οι Σ&Ε χρησιμοποιούνται ως μέσο μείωσης της φορολογίας καθώς χρησιμοποιούν τα πλεονάζοντα κεφάλαια. Μια επιχείρηση που έχει κεφάλαια προς επένδυση αλλά μειωμένες επενδυτικές ευκαιρίες στον κλάδο της έχει τις εξής εναλλακτικές, να αποδώσει μερίσμα, να επενδύσει σε άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, να επαναγοράσει τις μετοχές της ή να Εξαγοράσει μια εταιρεία. Στην πρώτη περίπτωση, της απόδοσης μερίσματος, οι

---

<sup>32</sup> (Τσαγκαράκης, 2010)

<sup>33</sup> (Τσαγκαράκης, 2010)

μέτοχοι θα έπρεπε να αποδώσουν άμεσα φόρο, τα αξιόγραφα αποτελούν μια καλή λύση αλλά δεν αποδίδουν όσο θα επιθυμούσαν οι μέτοχοι. Η επαναγορά μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε υπεραξία για τους μετόχους που πωλούν. Παρόλα αυτά, η καλύτερη λύση είναι η χρήση του πλεονάζοντος κεφαλαίου για την Εξαγορά μιας άλλης εταιρείας καθώς αποφεύγονται όλα τα παραπάνω προβλήματα. Αυτό είναι και το κίνητρο πίσω από πολλές Εξαγορές. Σε πολλές περιπτώσεις βέβαια, το φορολογικό όφελος που προκύπτει από μια Εξαγορά είναι μικρότερο από το αναμενόμενο, με αποτέλεσμα οι Εξαγορές που γίνονται αποκλειστικά για φορολογικούς λόγους να θεωρούνται επιζήμιες για τον πλούτο των μετόχων.<sup>34</sup>

- **Εξάλειψη Αναποτελεσματικότητας (βελτίωση Διοίκησης)**, η κακή διοίκηση μιας επιχείρησης με προοπτικές ανάπτυξης, μέσω της λανθασμένης διαχείρισης πόρων και κεφαλαίων και των ανεκμετάλλεωτων ευκαιριών περιορίζουν τη δυναμική της και την καθιστούν εύκολο στόχο Εξαγοράς. Η ανάληψη της Διοίκησης από κάποια άλλη πλευρά συνήθως οδηγεί άμεσα στη δημιουργία αξίας και αυτό το γεγονός με τη σειρά του αποτελεί κίνητρο Εξαγοράς. Μια υγιής επιχείρηση που διοικείται σωστά επιθυμεί την ανάληψη της διοίκησης μιας κακώς διαχειριζόμενης εταιρείας διότι αναμένει μέσω της σωστής εκμετάλλευσης των πόρων και των ορθότερων διοικητικών αποφάσεων, τη δημιουργία αξίας. Ουσιαστικά, αυτό το είδος Εξαγοράς αποτελεί τρόπο βελτίωσης της Διοίκησης παρά προσπάθεια εξασφάλισης κέρδους.
- **Διαφοροποίηση (diversification)**, ορίζεται η στρατηγική μιας επιχείρησης να εισέλθει σε κλάδο σχετικό ή πολλές φορές και εντελώς διαφορετικό από αυτόν στον οποίο δραστηριοποιείται. Η στρατηγική αυτή μειώνει το ρίσκο της επιχείρησης γιατί διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο της. Από την άλλη πλευρά, της εξασφαλίζει ευκολότερη μετάβαση στο νέο κλάδο τόσο λόγω των γνώσεων του προσωπικού της εξαγοραζόμενης επιχείρησης για το αντικείμενο δραστηριότητας αλλά και λόγω της υπέρβασης τυχόν εμποδίων εισόδου, των έτοιμων καναλιών διανομής, της τεχνογνωσίας, των εγκαταστάσεων κ.α. Οι επιχειρήσεις επιπλέον, καταφέρνουν να ξεπεράσουν την εποχικότητα των πωλήσεων και τις επιρροές από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης.<sup>35</sup> Σύμφωνα με κάποιες μελέτες, η διαφοροποίηση μέσω ομοκεντρικών ή και διαγώνιων Σ&Ε είναι ένας ασφαλής τρόπος εξάλειψης του μη συστηματικού

<sup>34</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>35</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

κινδύνου και έχει θετική συσχέτιση με την αποδοτικότητα και την κερδοφορία.<sup>36</sup> Από την άλλη πλευρά, οι L. Fisher και J. Lorie έλεγξαν την αποτελεσματικότητα της διαφοροποίησης μεταξύ των κλάδων και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν είναι αποτελεσματικότερη από την απλή διαφοροποίηση.<sup>37</sup> Παρόμοια άποψη έχουν για το θέμα και οι Ross et al. οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η διαφοροποίηση δεν είναι ικανή να δημιουργήσει αύξηση στην αξία της επιχείρησης. Εάν οι μέτοχοι επιθυμούν να αποφύγουν το μη συστηματικό κίνδυνο μπορούν να το πράξουν επενδύοντας σε διαφορετικές επιχειρήσεις. Η εταιρεία όμως δεν ευνοεί απαραίτητα τους μετόχους της με τη διαφοροποίηση μέσω Σ&Ε.<sup>38</sup>

- **Αύξηση των κερδών ανά μετοχή**, ο λόγος των κερδών ανα μετοχή (earnings per share) αποτελεί ένα δείκτη κερδοφορίας της επιχείρησης που υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή (EPS)} = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα (Net Income)}}{\text{Συνολικό Αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Αντιπροσωπεύει το τμήμα των κερδών μιας επιχείρησης μετά από την αφαίρεση των φόρων και μερισμάτων προνομιούχων μετοχών, που αναλογεί σε κάθε κοινή μετοχή. Τα Κέρδη ανά Μετοχή αποτελούν μια μέθοδο εκτίμησης της αποδοτικότητας ανά μονάδα ιδιοκτησίας των μετόχων και αποτελούν κινητήρια δύναμη για τον καθορισμό της τιμής της μετοχής. Επιπλέον, χρησιμοποιείται ως παρονομαστής για τον υπολογισμό του λόγου Τιμής / Κέρδη (Price / Earnings ratio), ο οποίος αποτελεί ένα τρόπο υπολογισμού του ποσού που θα επιθυμούσαν να πληρώσουν οι επενδυτές για τα ανά μετοχή καθαρά κέρδη. Οι προοπτικές ανάπτυξης μιας επιχείρησης επηρεάζονται από τα ιστορικά στοιχεία αλλά και τις μελλοντικές προσδοκίες χρηματοοικονομικής απόδοσης. Οι επενδυτές είναι σε θέση να διακρίνουν αν η ανάπτυξη μιας επιχείρησης είναι οργανική ή αν οφείλεται αποκλειστικά στη Συγχώνευση. Ο συγκεκριμένος δείκτης (P/E ratio) παρουσιάζει υψηλότερες τιμές στις επιχειρήσεις με υψηλή ανάπτυξη, παρόλα αυτά οι τιμές που λαμβάνει δεν είναι απαραίτητα ενδεικτικές της αξίας της επιχείρησης. Ασφαλέστερος τρόπος εξαγωγής συμπερασμάτων

<sup>36</sup> (Παζάρσκη, Αλεξανδράκης, & Μαντζάρης, Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης, 2010)

<sup>37</sup> (Φίλιπας, 2009)

<sup>38</sup> (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002)

μέσω αυτού του δείκτη θα ήταν η σύγκριση του με τις τιμές που λαμβάνει ο κλάδος.

- **Αγορά στοιχείων Ενεργητικού**, πολλές φορές οι επιχειρήσεις προσεγγίζονται ως στόχοι Εξαγοράς γιατί το κόστος αντικατάστασης των στοιχείων του Ενεργητικού είναι υψηλότερο από την αγοραία αξία τους.<sup>39</sup>
- **Αύξηση μεγέθους**, αυτή η τακτική των επιχειρήσεων έχει χαρακτηριστεί από ερευνητές ως αμυντική. Αν η επιχείρηση κρίνει ότι η «επιχείρηση – στόχος» μπορεί να απορροφηθεί από ανταγωνιστική εταιρεία και έχει καταλήξει στο συμπέρασμα ότι μια ΣήΕ θα την ευνοούσε μέσω της δημιουργίας συνεργιών, τότε θα προβεί σε ΣήΕ προκειμένου να αποτρέψει τη δημιουργία ενός νέου ανταγωνιστικού σχήματος. Επιπλέον, η αύξηση του μεγέθους της την καθιστά μελλοντικά δυσκολότερο στόχο Εξαγοράς από άλλες επιχειρήσεις και επίσης μειώνει τους ισχυρούς ανταγωνιστές. Οι αμυντικές τακτικές θεωρούνται από κάποιους «απάντηση» της αγοράς στις εξωγενείς αλλαγές όπως για παράδειγμα, η εξέλιξη της τεχνολογίας η οποία δημιουργεί κατάλληλες συνθήκες για καινοτομία.<sup>40</sup>

### 1.5. ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Σ&Ε<sup>41</sup>

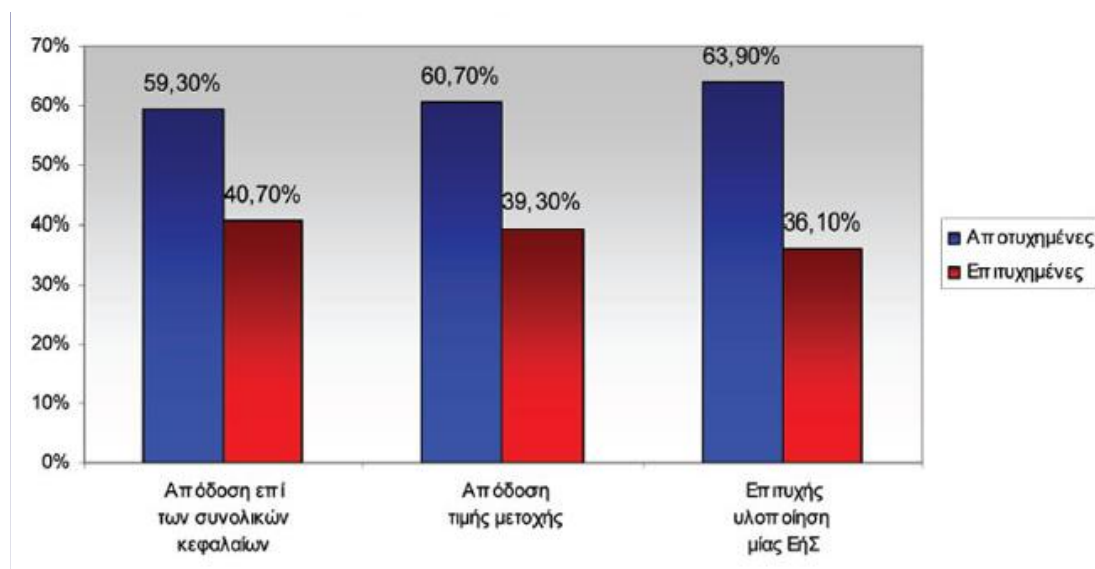
«Η διαρκής αύξηση των Σ&Ε τα τελευταία χρόνια τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς τις καθιστά παγκόσμιο επιχειρηματικό φαινόμενο με αποτέλεσμα να ωθήσει πολλούς ερευνητές να εξετάσουν τόσο τα ποσοστά αποτυχίας τους όσο και τους λόγους αποτυχίας. Σύμφωνα με έρευνες λοιπόν, που διεξήχθησαν από το Εργαστήριο Επιχειρηματικής Στρατηγικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και αφορούσαν δείγμα 108 εταιρειών που προέβησαν σε Σ&Ε την περίοδο 1997-2004, το 59% των εταιρειών είδε τη σχετική του απόδοση (απόδοση επί των συνολικών κεφαλαίων) να φθίνει δύο έτη μετά την Σ&Ε σε σύγκριση με τα δύο προηγούμενα έτη πριν από την Σ&Ε. Το αποτέλεσμα της παραπάνω έρευνας ήρθε απλά να επιβεβαιώσει τα διεθνή στοιχεία που θέλουν τις Σ&Ε να αποτυγχάνουν να υλοποιήσουν τους αρχικούς τους

<sup>39</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>40</sup> (Motis, February 2007)

<sup>41</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Η ελληνική εμπειρία, 2009)

στόχους κατά ποσοστό 50% - 75%. Παρακάτω παρουσιάζονται και διαγραμματικά τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας όπως δημοσιεύτηκαν στο περιοδικό Επιστημονικό Μάρκετινγκ.



**Διάγραμμα 1.5-1: Ποσοστά Επιτυχημένων-Αποτυχημένων Σ&Ε**



Πηγή: (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Η ελληνική εμπειρία, 2009)

Πιο αναλυτικά, οι λόγοι αποτυχίας των Σ&Ε είναι αρκετοί και σε κάποιες περιπτώσεις επιδρούν περισσότεροι από ένας.

- Ανεπαρκής Αξιολόγηση – Υπερεκτίμηση Προσδοκώμενων Συνεργιών,** όταν μια επιχείρηση εξετάζει μια Σ&Ε συνήθως εισέρχεται σε μια διαδικασία ελέγχου της επιχείρησης – στόχου. Συχνά όμως, η διαδικασία αποδεικνύεται ανεπαρκής αφού μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων μετά τη ΣήΕ ανακαλύπτει ότι υπερεκτίμησε τα οφέλη που θα αποκόμιζε ή υποεκτίμησε το κόστος που θα απέρρευε. Σε μια διαδικασία πώλησης μιας επιχείρησης οι μεθοδολογίες θεωρητικής αποτίμησης τελικά, ελέγχονται κατά τη διάρκεια της συναλλαγής με βάση το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο μελλοντικός αγοραστής (βλέπε Πίνακας 1.5-1: Υπόδειγμα Αποτίμησης) Ένας από τους βασικότερους λόγους που μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω ΣήΕ είναι η πιθανότητα να επιτευχθούν ένα ή περισσότερα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Για να πραγματοποιηθεί αυτό η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίσει την ύπαρξη συνεργίας. Η συνεργία αφορά την επίτευξη απόδοσης

μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις, αν λειτουργούσαν ξεχωριστά. Ωστόσο, η εκτίμηση των ωφελειών μπορεί να αποδειχθεί λανθασμένη. Η προβλεπόμενη αύξηση των εσόδων φαίνεται να παρουσιάζει τρομακτική δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά είναι πέραν του ελέγχου του μάνατζμεντ. Η πελατεία της εξαγορασθείσας εταιρείας για παράδειγμα, μπορεί να αντιδρά διαφορετικά σε διαφορετικές τιμές και χαρακτηριστικά προϊόντων. Ομοίως, οι ανταγωνιστές είναι πιθανό να μειώσουν τις τιμές τους ή να προχωρήσουν και αυτοί σε ΣήΕ έτσι ώστε να ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες του ανταγωνισμού. Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο κίνδυνος μια ΣήΕ να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθος τους τις καταστήσει ευάλωτες σε Εξαγορές. Συχνά, η αναίτια Εξαγορά και η ανεπαρκής αξιολόγηση των εξαγοραζόμενων εταιρειών όχι μόνο δεν αποφέρει συνεργίες, αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος. Είναι φανερό ότι υπάρχουν αρκετές δυσκολίες στην ακριβή εκτίμηση ύπαρξης συνεργίας και του οφέλους που ενδεχομένως θα αποφέρει. Ένας ακόμη λόγος αποτυχίας μιας ΣήΕ πηγάζει από το ενδεχόμενο ύπαρξης συνεργίας που όμως τα στελέχη αδυνατούν να αντιληφθούν και συνεπώς δεν είναι σε θέση να κατευθύνουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ώστε να την επιτύχουν.

**Πίνακας 1.5-1: Υπόδειγμα Αποτίμησης**

ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ				➡	ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΤΙΜΗ
Συγκριτική Ανάλυση Εταιρειών	Ανάλυση Προηγούμενων Συναλλαγών	Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών	Ανάλυση Εξαγορών με Δανεισμό (LBO)	➡	Διαδικασία πώλησης Σ&Ε
<b>ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>Αποτίμηση με βάση τους πολλαπλασιαστές συναλλαγών των ομοειδών επιχειρήσεων</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Αποτίμηση με βάση τους πολλαπλασιαστές που πληρώνονταν για Σ&amp;Ε ομοειδών επιχειρήσεων στο παρελθόν</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Αποτίμηση με βάση την παρούσα αξία των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Αποτίμηση με βάση την αναμενόμενη τιμή που θα πλήρωνε κάποιος χορηγός</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Καθορίζει την τιμή που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο αγοραστής</li> </ul>
<b>ΣΥΝΗΘΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΞΙΑ</b>					
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Απόδοση και αποτελέσματα κλάδου</li> <li>Απόδοση εταιρείας                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Μέγεθος, περιθώρια και αναπτυξιακό προφίλ</li> <li>Ιστορική και αναμενόμενη χρηματοοικονομική απόδοση</li> </ul> </li> <li>Θέση της Εταιρείας                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Μερίδιο Αγοράς</li> <li>Δυνατότητα Διαφοροποίησης προϊόντων/υπηρεσιών</li> <li>Ποιότητα Διοίκησης</li> </ul> </li> <li>Γενικές οικονομικές συνθήκες αγοράς</li> </ul>			
<b>ΜΟΝΑΔΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΞΙΑ</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>Συγκριτική Απόδοση με ομοειδείς εταιρείες</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Συνθήκες αγοράς για Σ&amp;Ε</li> <li>Επίπεδα συνεργιών</li> <li>Λεπτομέρειες συγκεκριμένης ΣήΕ</li> <li>Premium που καταβάλλεται για απόκτηση ελέγχου</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Κόστος Κεφαλαίου</li> <li>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</li> <li>Τελική Αξία</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Συνθήκες πιστωτικής αγοράς</li> <li>Ελεύθερες Ταμειακές Ροές</li> <li>Δυνατότητες Μόχλευσης</li> <li>Αποπληρωμή Χρέους</li> <li>Κόστος Κεφαλαίου</li> <li>Απαιτούμενες Αποδόσεις</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Λεπτομέρειες Διαδικασίας (π.χ. δημοπρασία ή διαπραγματεύσιμη πώληση, αριθμός εμπλεκόμενων μερών κ.α.).</li> <li>Είδος Αγοραστή (π.χ. στρατηγικός αγοραστής ή χορηγός, δυνατότητα/διάθεση να πληρώσει κ.α.).</li> <li>Pro forma επιπτώσεις για τον Αγοραστή (π.χ. χρηματοοικονομικά αποτελέσματα κ.α)</li> </ul>

Πηγή: (Rosenbaum & Pearl, 2013)



- **Δυσκολίες Ενοποίησης – Ο Ανθρώπινος Παράγων**, ένας ακόμη λόγος αποτυχίας των Σ&Ε είναι η αδυναμία γρήγορης και επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων, δηλαδή της ένωσης δυο διαφορετικών ειδών εταιρικής κουλτούρας, χρηματοοικονομικών συστημάτων και συστημάτων ελέγχου, καθώς και η προσπάθεια δημιουργίας αποτελεσματικής συνεργασίας μεταξύ των διοικητικών στελεχών των επιχειρήσεων. Πρόκειται για μια διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα. Εκτός από την περίπτωση που οι επιχειρήσεις αποδεικνύονται μη συμβατές, ως προς τη στρατηγική που ακολουθούν, έμφαση δίνεται στην περίπτωση όπου ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία. Όταν γίνεται αναφορά σε ανθρώπινο παράγοντα, περιλαμβάνεται το ανθρώπινο δυναμικό των επιχειρήσεων και η εταιρική κουλτούρα που το διακρίνει. Με τον όρο εταιρική κουλτούρα υπονοείται το σύνολο των συμβόλων, αξιών, ιδεολογιών και υποθέσεων που λειτουργούν συχνά ασυνείδητα, ώστε να καθοδηγούν και να διαμορφώνουν την ατομική και την εταιρική συμπεριφορά. Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας ΣήΕ, είναι και ο παράγων που συχνά αγνοείται. Οι δυσάρεστες συνέπειες απαντώνται κατά τη μεταβατική περίοδο μετά την οριστικοποίηση της συμφωνίας και είναι δυνατό να οδηγήσουν μια, κατά τα άλλα πολλά υποσχόμενη, ΣήΕ σε αποτυχία. Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας επικρατεί αβεβαιότητα, αφού δε γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. Για παράδειγμα, το 1998, η Εξαγορά της Αμερικανικής Bankers Trust από τη γερμανική Deutsche Bank, δημιούργησε ένα τραπεζικό κολοσσό από τον οποίο θα χάνονταν όμως 5500 θέσεις εργασίας. Η αβεβαιότητα αυτή οδηγεί σε πτώση ηθικού, άγχος, αύξηση απουσιών από την εργασία και μείωση παραγωγικότητας. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν οι εταιρείες που συγχωνεύονται ήταν σκληροί ανταγωνιστές με αποτέλεσμα, οι εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας εταιρείας να νοιώθουν ηττημένοι, φοβισμένοι και συχνά προδομένοι, καθώς επίσης στο γεγονός ότι δε γνωρίζουν ποιός είναι ο ρόλος τους στη νέα εταιρεία, σε ποιόν θα αναφέρονται καθώς επίσης και πώς θα ταιριάξουν οι προσωπικοί και οι επαγγελματικοί τους στόχοι στην κουλτούρα του νέου οργανισμού. Όσον αφορά τα υψηλά ιστάμενα στελέχη, μειώνεται η αίσθηση του καθήκοντος τους και η διάθεση συνεργασίας με τα στελέχη της επιχείρησης - αγοραστή, λόγω του ότι βρίσκονται αντιμέτωπα με την αλλαγή του τρόπου που λειτουργούσαν ως εκείνη τη στιγμή και μετέωρα,

σε σχέση με τις αρμοδιότητες που θα έχουν στο εξής, εν όψει της επικείμενης αναδιάρθρωσης των λειτουργιών της «επιχείρησης – στόχου». Ορισμένες φορές, τα στελέχη αυτά όπως εξάλλου και εργαζόμενοι της εξαγορασθείσας φοβούνται πως διαγράφονται τα προηγούμενα επιτεύγματά τους και θα πρέπει από την αρχή να αποδείξουν την αξία τους. Επιπλέον, συχνά οι εργαζόμενοι στην «επιχείρηση – στόχο» είναι προκατειλημμένοι έναντι της Εξαγοράζουσας και τείνουν να παρεξηγούν και να απορρίπτουν τις αντιλήψεις της, σχετικά με τους στόχους και τους σκοπούς της ΣήΕ. Οι ασάφειες και η αβεβαιότητα που επικρατούν πυροδοτούν μια σύγκρουση των δύο ειδών κουλτούρας και διαμάχες για το ποιά θα επικρατήσει. Η σύγκρουση έγκειται κυρίως στο διαφορετικό τρόπο σκέψης που διακρίνει την κάθε επιχείρηση και στη δυσκολία του να βρει κάποια άλλη επιχείρηση που να τον μοιράζεται. Τέλος, στις διασυννοριακές Σ&Ε προκύπτει το πρόβλημα της διαφοράς της εθνικής κουλτούρας. Διαφορές εντοπίζονται στον τρόπο διεξαγωγής της εργασίας, στη δύναμη των πελατών και των προμηθευτών. Συνεπώς, η ασυμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας μπορεί να είναι ένας λόγος αποτυχίας μιας ΣήΕ. Για παράδειγμα, η πώληση της Τράπεζας Αθηνών στον κορεατικό όμιλο Hanwa, κατά τη διάρκεια των αποκρατικοποιήσεων, την περίοδο 1991 - 1993, όχι μόνο δεν οδήγησε στην ανάπτυξη της τράπεζας, αλλά επιδείνωσε τις εγγενείς αδυναμίες της. Συγκεκριμένα, η διοίκηση και γενικότερα η επιχειρηματική φιλοσοφία, που ακολούθησε ο κορεατικός όμιλος, μπορεί να έχουν αποδειχθεί για τις αγορές της Ασίας αποτελεσματικές, αλλά δεν πέτυχαν στην ελληνική πραγματικότητα.»

- **Αρνητικές επιπτώσεις της καθυστέρησης ενοποίησης**, για την επιτυχή πραγματοποίηση μιας ΣήΕ είναι σημαντικό το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή της ανακοίνωσης της έως την ολοκλήρωση των διαδικασιών να μην υπερβεί κατά πολύ τις αρχικές προβλέψεις. Κάθε καθυστέρηση της διαδικασίας έχει επιπτώσεις όχι μόνο σε χρόνο αλλά και σε κόστος. Πιο συγκεκριμένα, προκύπτουν καθυστερήσεις στην επίτευξη συνεργιών, με αποτέλεσμα τα κεφάλαια που επενδύθηκαν για την πραγματοποίηση της ΣήΕ να χάνουν την αξία τους λόγω της επίδρασης του κόστους ευκαιρίας. Επιπλέον, οι καθυστερήσεις επιτρέπουν στους ανταγωνιστές να αναπτύξουν στρατηγική και να ενισχύσουν τη θέση τους καθώς η προσοχή της Εξαγοράστριας είναι στραμμένη στις διαδικασίες της Συγχώνευσης. Αποκτούν τα χρονικά περιθώρια να προσεγγίσουν τους πελάτες της Εξαγοράστριας, οι οποίοι όπως είναι φυσικό βιώνουν ανασφάλεια ως προς τη συνέχιση της συνεργασίας τους με τη νέα

εταιρεία που προκύπτει από τη ΣήΕ καθώς και για τους όρους αυτής της συνεργασίας. Επιπρόσθετα, οι προμηθευτές φροντίζουν να έρθουν σε επαφή και με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου ώστε να αποφύγουν τυχόν προβλήματα που θα προέκυπταν από την απότομη διακοπή συνεργασίας με την Εξαγοράστρια. Καθόλου αμελητέα δεν είναι βέβαια και η αντίδραση των μετόχων, οι οποίοι εκλαμβάνουν τις καθυστερήσεις της διαδικασίας της ΣήΕ ως αδυναμία και έλλειψη οργάνωσης και ελέγχου της Εξαγοράστριας. Η ανακοίνωση μιας ΣήΕ όπως είναι επόμενο, δεν είναι δυνατό να αφήσει ανεπηρέαστο και το προσωπικό μιας επιχείρησης. Οι εργαζόμενοι λόγω των συνεχών καθυστερήσεων ολοκλήρωσης της ΣήΕ είναι πιθανό να αποχωρήσουν από την επιχείρηση από το φόβο απώλειας της εργασίας τους ή των κεκτημένων τους.

- **Υπερβολικό Χρέος**, η πραγματοποίηση μιας ΣήΕ απαιτεί υψηλά χρηματικά ποσά από την πλευρά της Εξαγοράστριας και αυτό πολλές φορές μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία. Ο ελλιπής έλεγχος των οικονομικών στοιχείων της «επιχείρησης – στόχου», η υπερβολική αυτοπεποίθηση της Διοίκησης της Εξαγοράστριας και πολλοί ακόμα παράγοντες, είναι πιθανό να οδηγήσουν σε διαστρεβλωμένη εικόνα της προς Εξαγορά επιχείρησης και να υπάρξουν καταστροφικά αποτελέσματα για τα εμπλεκόμενα στη ΣήΕ μέρη. Στη συνέχεια, αναλύονται μερικοί τρόποι που είναι πιθανό να οδηγήσουν σε μια αποτυχημένη ΣήΕ λόγω υπερβολικού χρέους. Στην περίπτωση που η «επιχείρηση – στόχος» είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο συνήθως βλέπει τη μετοχή της να ανεβαίνει σε αξία κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης της ΣήΕ και των διαπραγματεύσεων. Με στόχο την επιτυχία της ΣήΕ, η Εξαγοράστρια επιχείρηση μπαίνει στη διαδικασία να διαθέσει υψηλή υπεραξία στους μετόχους της με αποτέλεσμα να αυξάνει τα έξοδα. Καταστροφικά αποτελέσματα μπορεί επίσης να έχει και για τις δύο εταιρείες ο υπερβολικός δανεισμός για την πραγματοποίηση της ΣήΕ ιδίως όταν πραγματοποιείται μέσω ομολόγων με υψηλό επιτόκιο ή μέσω χρηματοδότησης της ΣήΕ με ίδια κεφάλαια που όμως αρχικά προορίζονταν για άλλους σκοπούς. Προκειμένου όλες οι παραπάνω ενέργειες να έχουν θετικά αποτελέσματα είναι απαραίτητο η αξία της «επιχείρησης – στόχος» μετά την Εξαγορά να έχει αυξηθεί τουλάχιστον κατά το ποσοστό της υπεραξίας που πλήρωσε η Εξαγοράστρια ή τα κέρδη από τη ΣήΕ να είναι ικανά να αποπληρώσουν το χρέος του δανεισμού. Μάλιστα, μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως οι ΣήΕ που περιλαμβάνουν πληρωμή υψηλής υπεραξίας,

ακόμα και σε βάθος χρόνου τείνουν να συσσωρεύουν χρέος για την Εξαγοράστρια επιχείρηση.

- **Ρόλος Στελεχών**, ένας υποεκτιμημένος παράγων των ΣήΕ είναι ο ρόλος των στελεχών στην πορεία των διαπραγματεύσεων. Η διαπραγμάτευση μιας ΣήΕ απαιτεί τη συνύπαρξη πολλών διαφορετικών προσωπικοτήτων που εκτιμούν τις καταστάσεις και επεξεργάζονται τα δεδομένα με πολύ διαφορετικό τρόπο. Το γεγονός μάλιστα, ότι δεν έχουν συνεργαστεί στο παρελθόν καθιστά τη μεταξύ τους συνεννόηση ακόμα πιο δύσκολη. Κάθε στέλεχος εκφράζει την άποψη του σχετικά με τη ΣήΕ με βάση την εμπειρία του και τον τομέα εξειδίκευσης του, αυτό συχνά οδηγεί σε μια εξονυχιστική ανάλυση των επιμέρους τμημάτων της επιχείρησης και όχι στη σφαιρική ανάλυση της κατάστασης. Επιπλέον, επιδρά σε μεγάλο βαθμό και η αβεβαιότητα των στελεχών για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης αλλά και τη θέση τους σε αυτή. Ορισμένοι παράγοντες που επιδρούν σε μεγάλο βαθμό στην πορεία της ΣήΕ και μπορεί να οδηγήσουν σε αρνητικά αποτελέσματα είναι για παράδειγμα, η διαρροή πληροφοριών σχετικά με τη ΣήΕ όπου για την αποφυγή της άμεσης αντίδρασης των ανταγωνιστών η επιχείρηση προβαίνει σε άμεση ολοκλήρωση της συμφωνίας χωρίς πολλές φορές να έχει εξετάσει όλα τις πλευρές του θέματος. Μια περίπτωση με παρόμοια αποτελέσματα είναι η προώθηση των προσωπικών συμφερόντων των στελεχών. Ορισμένοι εργαζόμενοι στην επιχείρηση θεωρούν ότι θα ευνοηθούν προσωπικά από την ολοκλήρωση της ΣήΕ, με αποτέλεσμα να επισπεύδουν κατά το δυνατόν τις διαδικασίες ολοκλήρωσης της. Βέβαια, προβλήματα από τις σχέσεις μεταξύ των στελεχών προκύπτουν ακόμα και μετά την ολοκλήρωση της ΣήΕ και αφορούν κυρίως την ανάληψη των ανώτερων διοικητικών θέσεων στο νέο επιχειρηματικό σχήμα. Δεδομένης της άποψης ότι το μέγεθος της επιχείρησης είναι άμεσα συνδεδεμένο με το γόητρο των ανώτερων στελεχών, η Διοίκηση της επιχείρησης είναι πιθανό να προωθεί τη ΣήΕ μόνο για να μεγαλώσει το μέγεθος της εταιρείας και σε κάποιες περιπτώσεις είναι διατεθειμένη να πληρώσει ακόμη και μεγαλύτερο αντίτιμο από αυτό που αξίζει η «επιχείρηση – στόχος», προκειμένου να το επιτύχει.

## 1.6. ΑΜΥΝΤΙΚΕΣ ΤΑΚΤΙΚΕΣ

Όταν η διοίκηση μιας επιχείρησης δεν είναι σε θέση να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της είναι πιθανό να προσελκύσει άλλες επιχειρήσεις που έχουν ως στόχο να πάρουν υπό την έλεγχό τους την εταιρεία και να αντικαταστήσουν την υπάρχουσα διοίκηση. Για το λόγο αυτό υπάρχουν κάποιες διαδικασίες που συχνά ακολουθούνται από την «εταιρεία – στόχο» ώστε να αποφύγει ή να καθυστερήσει κατά το δυνατό την επικείμενη εχθρική Εξαγορά. Οι πιο συνήθεις τρόποι είναι οι εξής:

- **Λευκός Ιππότης (white knight)**, με τον όρο αυτό περιγράφεται μια τρίτη εταιρεία η οποία καλείται να Εξαγοράσει ή να συγχωνευθεί με την «εταιρεία – στόχο» και να τη διασώσει από μια ανεπιθύμητη Συγχώνευση με το Μαύρο Ιππότη (black knight), όπως αποκαλείται συνήθως στην ορολογία των εχθρικών Εξαγορών η Εξαγοράστρια εταιρεία.<sup>42</sup> Παρά το γεγονός ότι η εταιρεία και στις δυο περιπτώσεις χάνει την ανεξαρτησία της, ο Λευκός Ιππότης της επιτρέπει να διατηρήσει το ίδιο Διοικητικό Συμβούλιο και οι μέτοχοι αποζημιώνονται με ευνοϊκότερους όρους.<sup>43</sup>
- **Κώνειο (poison pill)**, οι μέτοχοι της «επιχείρησης – στόχου» εξασκούν το δικαίωμα να αγοράσουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών της εξαγορασθείσας εταιρείας σε πολύ χαμηλή τιμή στην περίπτωση που μια άλλη επιχείρηση αποκτήσει ένα συγκεκριμένο ποσοστό των μετοχών. Επομένως, μέσω αυτής της τακτικής οι υπόλοιποι μέτοχοι της εταιρείας υποβιβάζουν την τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα να την καθιστούν μη ελκυστική. Για το λόγο αυτό, τέτοιου είδους Εξαγορά ονομάζεται «κώνειο» καθώς αν τελικά καταστεί επιτυχής, η Εξαγοράζουσα εταιρεία καταλήγει σε μια πολύ ακριβή και δύσκολη Εξαγορά.<sup>44</sup>
- **Απόκρουση καρχαριών (shark repellent)**, μια ακόμη αμυντική τακτική των επιχειρήσεων που δεν επιθυμούν την Εξαγορά και προβαίνουν σε τροποποιήσεις του καταστατικού τους, οι οποίες τίθενται σε ισχύ από τη στιγμή που γίνεται η ανακοίνωση της Εξαγοράς.<sup>45</sup> Τέτοιου είδους τροποποίηση

---

<sup>42</sup> (Τσαγκαράκης, 2010)

<sup>43</sup> (Investopedia Definitions)

<sup>44</sup> (Ehrhardt & Brigham, 2011)

<sup>45</sup> Investopedia

θεωρείται για παράδειγμα, η αύξηση του απαιτούμενου αριθμού ψήφων για την έγκριση της προσφοράς Εξαγοράς.<sup>46</sup>

- **Χρυσό αλεξίπτωτο (golden parachute)**, αναφέρεται στους όρους που εμπεριέχονται στα συμβόλαια των ανώτερων στελεχών μιας επιχείρησης και προστατεύουν τους τελευταίους από απότομη διακοπή της εργασίας τους συνήθως λόγω Εξαγοράς. Περιλαμβάνουν γενναιόδωρες αποζημιώσεις, μετρητά και είναι πιθανό να καταστήσουν την Εξαγορά εξαιρετικά δαπανηρή.<sup>47</sup>
- **Άμυνα Πάκμαν (pac man defense)**, σε αυτή την περίπτωση η «εταιρεία – στόχος» προσπαθεί να Εξαγοράσει τον ίδιο τον υποψήφιο εξαγοραστή μέσω μιας αντιπροσφοράς<sup>48</sup>. Προκειμένου να «τρομοκρατήσει» την υποψήφια απορροφούσα επιχείρηση, η «εταιρεία – στόχος» χρησιμοποιεί όλα τα περιουσιακά της στοιχεία με σκοπό να αγοράσει όσο το δυνατόν περισσότερες μετοχές της Εξαγοράζουσας εταιρείας. Εκμεταλλεύεται με λίγα λόγια, την οικονομική εξασθένιση στην οποία έχει επέλθει η υποψήφια αγοράστρια εταιρεία κατά την περίοδο διαπραγματεύσεων και προετοιμασίας της Εξαγοράς.<sup>49</sup>
- **Πετράδια του στέμματος (crown jewels)**, η τακτική κατά την οποία η εξαγοραζόμενη εταιρεία εντοπίζει ποιά είναι τα πιο ελκυστικά περιουσιακά στοιχεία της για την Εξαγοράστρια και προχωρά σε πώλησή τους με στόχο να την αποθαρρύνει.<sup>50</sup>
- **Σκαντζόχοιρος (porcupine)**, μια ακόμα τακτική των επιχειρήσεων κατά την οποία μετά από συνεννόηση και συμφωνία με το δίκτυο προμηθευτών, πελατών και πιστωτών καθίσταται δυσκολότερη η ενσωμάτωση της νέας εταιρείας, όπως αυτή προκύπτει μετά από την Εξαγορά, στις δραστηριότητες του Εξαγοραστή.<sup>51</sup>
- **Εσωτερική Επαναγορά (Greenmail)**, τακτική άμυνας των επιχειρήσεων κατά την οποία η «εταιρεία – στόχος» μπαίνει στη διαδικασία να επαναγοράσει ένα

---

<sup>46</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

<sup>47</sup> Investopedia

<sup>48</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

<sup>49</sup> (Investopedia Definitions)

<sup>50</sup> (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002)

<sup>51</sup> (Παπαδάκης, Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 2002)

μεγάλο αριθμό μετοχών από την απορροφούσα σε πολύ υψηλότερη τιμή από την αγοραία ώστε να τερματίσει την προσπάθεια επιθετικής Εξαγοράς. Κάποιοι μέτοχοι υποστηρίζουν ότι η συγκεκριμένη τακτική δρα εναντίον των συμφερόντων τους όμως, σύμφωνα με κάποιους μελετητές μακροπρόθεσμα προσθέτει αξία στην επιχείρηση. Εφόσον, η εταιρεία δεν καλεί Λευκό Ιππότη καταφέρνει όμως να αποτρέψει την Εξαγορά, δίνει σε άλλους πιθανούς εξαγοραστές την εικόνα της αδύναμης επιχείρησης και ίσως να προσελκύσει πιο συμφέρουσες για την ίδια Σ&Ε μελλοντικά.<sup>52</sup>

Στο σημείο αυτό, έχοντας ήδη εξετάσει θεωρητικά τα κίνητρα πραγματοποίησης και τους λόγους αποτυχίας των Σ&Ε αναλύονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Σ&Ε για τον υπό εξέταση τραπεζικό κλάδο.

### 1.7. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε ΤΡΑΠΕΖΩΝ<sup>53</sup>

«Ένα από τα πρώτα ζητήματα που αξίζει ιδιαίτερη θεώρηση σε μια προτεινόμενη τραπεζική Συγχώνευση είναι να καθοριστεί η παρακίνηση για την υποδεικνυόμενη συνένωση. Το γεγονός ότι η Συγχώνευση θα συνεπάγεται μια μεγαλύτερη τράπεζα από ότι η κάθε μια από τις συγχωνευμένες δεν αποτελεί από μόνο του ισχυρό λόγο για να γίνει μια Συγχώνευση. Προκειμένου να δικαιολογηθεί μια Συγχώνευση θα πρέπει να υπάρχουν οπωσδήποτε προκαθορισμένοι και εξειδικευμένοι σκοποί. Επιγραμματικά παρακάτω αναφέρονται τα πλεονεκτήματα που αναλύθηκαν νωρίτερα και οδηγούν στην Σ&Ε των τραπεζών:

- Οικονομίες κλίμακας και σκοπού
- Φορολογικά οφέλη
- Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής Διοίκησης στο ευρύ ανταγωνιστικό περιβάλλον σε θέματα εξειδίκευσης και αντιμετώπιση του οξυμμένου ανταγωνισμού.
- Μείωση του κινδύνου με νέα εργαλεία χρηματοοικονομικής διαχείρισης κινδύνου.

<sup>52</sup> (Shleifer & Vishny, 1986)

<sup>53</sup> (Κυριαζόπουλος, Ζησόπουλος, & Σαργιαννίδης, 2009)

- Η εκμετάλλευση του συγκριτικού πλεονεκτήματος και απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης.
- Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετόχων.
- Διείσδυση σε νέες αγορές και εκμετάλλευση αυτών με περισσότερη ευκολία.
- Δημιουργία ενός δυνατού εμπορικού σήματος με προσφερόμενες υπηρεσίες και προϊόντα με ανταγωνιστικό κόστος και υψηλή προστιθέμενη αξία.
- Αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης.

Αναλυτικότερα, τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις Σ&Ε των τραπεζών είναι τα εξής:

- Η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value). Οι Σ&Ε προσδίδουν μια δυναμική στο νέο χρηματοοικονομικό όμιλο που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή είναι ακόμη μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδος της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.
- Η αντιμετώπιση του οξυνόμενου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και χαμηλότερα επιτόκια. Αυτά προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.

Η εξοικονόμηση κόστους μπορεί να ανέλθει στο 15% (Δυτική Ευρώπη και ΗΠΑ) και σε μερικές περιπτώσεις που οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται τα συγχωνευμένα πιστωτικά ιδρύματα είναι παρεμφερείς μέχρι και 25%.

- Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης αυξάνει τα κέρδη των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι τράπεζες διατηρούν ή αυξάνουν το περιθώριο των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων στην αγορά λιανικής (retail banking) ενώ αδυνατούν να κάνουν το ίδιο στην αγορά χονδρικής (wholesale banking) όπου οι πελάτες διαθέτουν εναλλακτικές λύσεις.
- Η ανάγκη δημιουργίας χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους μέσω Σ&Ε επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους. Η τηλεφωνική



τραπεζική (phone banking), η διαδικτυακή τραπεζική (internet banking) και η επιχειρησιακή τραπεζική (home banking) παρουσιάζουν μεγαλύτερες οικονομίες κλίμακας από το παραδοσιακό δίκτυο μέσω υποκαταστημάτων.

- Τα νέα εργαλεία χρηματοοικονομικής διαχείρισης κινδύνου, όπως τα παράγωγα προϊόντα και τα στοιχεία εκτός ισολογισμού που παρέχουν εγγυήσεις, εφαρμόζονται με αποτελεσματικότερο τρόπο από μεγάλου μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα.
- Η αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση του φαινομένου της αποδιαμεσολάβησης (disintermediation), δηλαδή η απευθείας σύνδεση καταθετών – δανειοληπτών εκτός τραπεζικού συστήματος. Οι τράπεζες δημιουργούν θυγατρικές εταιρίες οι οποίες μπορούν και προσφέρουν εναλλακτικά χρηματοδοτικά προϊόντα πέρα από τις παραδοσιακές χορηγήσεις δανείων. Οι Σ&Ε των θυγατρικών έχουν στόχο τη σχετικά επαναδιαμεσολάβηση (reintermediation), δηλαδή την εκ νέου παροχή όλου του φάσματος των υπηρεσιών μέσω τραπεζικών ομίλων.

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα δημιουργίας σύνθετων χρηματοοικονομικών ομίλων είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η αύξηση αυτή οφείλεται στις οικονομίες κλίμακας αλλά και στο γεγονός ότι η συμμετοχή των τραπεζών στην κεφαλαιαγορά αυξάνει τον ανταγωνισμό και έτσι μειώνει τις προμήθειες για την αναδοχή των τίτλων στο Χρηματιστήριο, τις προμήθειες των χρηματιστών καθώς και γενικότερα τα έξοδα συναλλαγής.

Τα συστήματα Τραπεζών Γενικών Συναλλαγών (Universal Banks), που δημιουργούνται από Σ&Ε, είναι αυτά που επιτυγχάνουν οικονομίες σκοπού, βελτιώνοντας έτσι την επιτυχία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι οικονομίες σκοπού επιτυγχάνονται κατά πολλούς τρόπους: Πρώτον, οι τράπεζες γενικών συναλλαγών μπορούν να συνδυάζουν τις ανάγκες των ήδη χρηματοδοτούμενων από αυτές ή των καταθετών τους, για έκδοση ή αγορά τίτλων, πολύ πιο εύκολα και αποτελεσματικά σε σχέση με τις επενδυτικές επιχειρήσεις. Δεύτερον, η παροχή των υπηρεσιών μπορεί να γίνει με πιο αποτελεσματικό τρόπο μέσα από τα εκτεταμένα δίκτυα διανομής των τραπεζών. Τρίτον, επειδή οι αποδόσεις των τραπεζικών υπηρεσιών και των εργασιών επί τίτλων παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση, παρουσιάζεται η δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και συνεπώς μείωσης του βαθμού κινδύνου των τραπεζών γενικών συναλλαγών.

Το πιο σημαντικό όμως πλεονέκτημα των τραπεζών γενικών συναλλαγών (Universal banks) έγκειται ίσως στην ευελιξία τους να προσαρμόζονται στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς. Ιδιαίτερα θα πρέπει να τονιστεί το ισχυρό συγκριτικό

πλεονέκτημα που έχουν οι τράπεζες γενικών συναλλαγών στην «τιτλοποίηση» (securitization) των εργασιών τους.

### 1.8. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Σ&Ε ΤΡΑΠΕΖΩΝ<sup>54</sup>

«Η απόφαση μιας ΣήΕ αποτελεί μια από τις δραστικότερες αλλαγές που μπορεί να συμβούν στο περιβάλλον μιας επιχείρησης καθώς επηρεάζει τα συμφέροντα πολλών μερών όχι πάντα με θετικό τρόπο. Πολλές φορές μάλιστα, τα μειονεκτήματα αντισταθμίζουν τη θετική επίδραση της ΣήΕ και τότε πρέπει να εξετασθεί σοβαρά η προοπτική μη πραγματοποίησης της. Μερικά από τα πιο σημαντικά και τακτικά εμφανιζόμενα μειονεκτήματα είναι τα ακόλουθα:

- Οι δυσκολίες στην εξοικείωση του προσωπικού των Συγχωνευμένων τραπεζών με τους νέους συνεργάτες, τις νέες διαδικασίες και τις νέες πολιτικές.
- Οι ζηλοτυπίες και ο εσωτερικός ανταγωνισμός, καθώς και οι προστριβές που συχνά συμβαίνουν ανάμεσα στο προσωπικό των τραπεζών που συγχωνεύθηκαν.
- Η απαλλαγή του πλεονάζοντος προσωπικού και του πλεονάζοντος εξοπλισμού, που μπορεί να συνεπάγεται η Συγχώνευση, πιθανόν να γίνει επιζήμια.
- Το πρόβλημα των υποκαταστημάτων ή άλλων εγκαταστάσεων που μπορεί να μη χρειάζονται μετά τη Συγχώνευση, αλλά που μπορεί να μην είναι δυνατόν να εκμισθωθούν ή να πωληθούν επικερδώς.
- Σε μερικές περιπτώσεις Συγχώνευσης θα απαιτηθούν νέα σήματα, γραφική ύλη, έντυπα κ.α. γεγονός που καθιστά αναγκαία μια επιπλέον σπατάλη των αποθεμάτων αναλώσιμων και ειδών εξοπλισμού που υπάρχουν.
- Η αβεβαιότητα του κατά πόσο η προτεινόμενη Συγχώνευση θα εγκριθεί από τις αρμόδιες Εποπτικές Αρχές (Τράπεζα της Ελλάδος και Επιτροπή Ανταγωνισμού για την Ελλάδα).
- Η αβεβαιότητα του κατά πόσο θα κρατηθεί όλη η υπάρχουσα δραστηριότητα των τραπεζών που συγχωνεύονται και κατά πόσο κάποιο ουσιώδες μέρος της

---

<sup>54</sup> (Παζάρσκη, Αλεξανδράκης, & Μαντζάρης, Εταιρικές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές: Κατηγοριοποίηση των Κινήτρων τους με βάση τη Θεωρία της Επιχείρησης, 2010)

επιθυμητής δραστηριότητας οποιοδήποτε από τις συγχωνευόμενες τράπεζες θα χαθεί σαν ένα παραπροϊόν της συνένωσης.

- Η πιθανότητα ότι η τράπεζα που θα δημιουργηθεί από τη Συγχώνευση μπορεί να έχει πλεονάζον προσωπικό σε ορισμένα τμήματα ή θέσεις. Για παράδειγμα, μπορεί να συμβεί ένας αναγκαίος διπλασιασμός ειδικών σε θέματα εκπαίδευσης προσωπικού ή σε θέματα αγορών συναλλάγματος.
- Μια τυχόν υπεραισιόδοξη πρόβλεψη για το ύψος της αποδοτικότητας ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της λειτουργίας των συγχωνευθεισών τραπεζών έχει ως αποτέλεσμα, η Εξαγοράστρια τράπεζα να πληρώνει υπερβολικό τίμημα για την εξαγοραζόμενη τράπεζα.
- Σε πολλές περιπτώσεις, η απόδοση της τιμής των μετοχών των τραπεζών που προέβησαν σε Εξαγορές άλλων τραπεζών υπολειπόταν του υπόλοιπου κλάδου.
- Οι μέτοχοι της τράπεζας που προέβη στην Εξαγορά κερδίζουν. Όμως οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας τράπεζας χάνουν.
- Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας.
- Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνεργίες είναι εφάπαξ περικοπές.
- Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής όπως η ενοποίηση της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των τραπεζών, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διάφορου τρόπου υπηρεσιακής ανέλιξης.
- Υψηλό κοινωνικό κόστος αφού συνήθως παρατηρείται μείωση της απασχόλησης με απολύσεις προσωπικού.

Πάντως από τη στιγμή που θα αποφασισθεί ότι τα πλεονεκτήματα της προτεινόμενης Συγχώνευσης υπερτερούν εμφανώς των πιθανών μειονεκτημάτων, είναι αναγκαίο να ετοιμασθούν οι όροι της Συγχώνευσης. Οι χρηματοοικονομικοί όροι της προτεινόμενης συμφωνίας θα είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, ο πλέον καθοριστικός παράγοντας εφόσον η πρόταση εγκριθεί από τους μετόχους των αντίστοιχων ιδρυμάτων. Παράλληλα με τους χρηματοοικονομικούς όρους της πρότασης μερικά άλλα ζητήματα που μπορεί να παρουσιάσουν δυσκολίες είναι:

- Ποιός θα είναι ο Γενικός Διευθυντής των συγχωνευμένων τραπεζών και ποιά θα είναι η σχετική ιεραρχική διάταξη και ο μισθός των άλλων ανώτερων στελεχών.

- Από ποιούς θα αποτελείται το Διοικητικό Συμβούλιο των συγχωνευμένων τραπεζών.
- Εάν οι πολιτικές των επιμέρους τραπεζών δεν ήταν ταυτόσημες ή παρόμοιες τι πολιτικές θα ακολουθηθούν στη νέα τράπεζα.
- Θα διατηρηθούν όλα τα ανώτερα στελέχη και οι όλοι οι υπάλληλοι των επιμέρους τραπεζών, άσχετα από το κατά πόσο αυτοί είναι αναγκαίοι και για πόσο χρονικό διάστημα ακόμη.
- Πώς θα εξισωθούν οι πρόσθετες παροχές, τυχόν προγράμματα εθελουσίας εξόδου, προγράμματα συμμετοχής στα κέρδη, ομαδική ασφάλεια ζωής κ.α.
- Πώς θα συμβιβασθούν διαφορές στα μισθολογικά κλιμάκια. Συνήθως οι μισθοί και τα πρόσθετα οφέλη πρέπει να αυξηθούν στο επίπεδο εκείνης της τράπεζας που έχει υψηλότερες παροχές. Τέτοιο παράδειγμα, είναι και μέχρι σήμερα οι διαφορές του προσωπικού της Κτηματικής και της Εθνικής Τράπεζας. Οι αμοιβές στο προσωπικό της Κτηματικής Τράπεζας ήταν και παραμένουν μεγαλύτερες αν και η Εξαγορά της έχει ολοκληρωθεί από το 1998.»

---

## 2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

---

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα επηρεάστηκε ιδιαίτερα από τις εξελίξεις που έλαβαν χώρα στο διεθνές τραπεζικό σύστημα. Με μια μικρή χρονική καθυστέρηση υιοθετήθηκε και στην Ελλάδα το κύμα των Σ&Ε που άλλαξαν τη δομή του τραπεζικού συστήματος όπως αυτό ήταν γνωστό μέχρι τότε. Στα πλαίσια αυτών των δομικών αλλαγών απελευθερώθηκε η αγορά, αυξήθηκε η προσφορά υπηρεσιών από τις τράπεζες και καταργήθηκαν κάποιοι περιορισμοί. Η είσοδος της χώρας στη ζώνη του Ευρώ αποτέλεσε ένα από τα σημαντικότερα κίνητρα αυτών των αλλαγών και επηρέασε όσο λίγα γεγονότα το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και το μέγεθος των ελληνικών τραπεζών τις τελευταίες δεκαετίες. Παρακάτω, πρόκειται να γίνει αναφορά στην ιστορική εξέλιξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, σε μερικές από τις σημαντικότερες Σ&Ε που έλαβαν χώρα και οδήγησαν τις μεγαλύτερες, αυτή τη στιγμή, ελληνικές τράπεζες στη σημερινή τους μορφή, καθώς και στη δομή του πιστωτικού συστήματος της χώρας.

### 2.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Η ιστορική εξέλιξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα μπορούσε να διαχωριστεί σε τέσσερις περιόδους.<sup>55</sup> Η πρώτη περίοδος συμπίπτει με την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος, το 1828 και εκτείνεται έως και το 1927, πρόκειται για μια περίοδο οικονομικού φιλελευθερισμού χωρίς κάποια συγκεκριμένη πολιτική στον πιστωτικό τομέα. Τότε, κατοχυρώνεται το δικαίωμα της Τράπεζας της Ελλάδος να ασκεί βασικές τραπεζικές λειτουργίες και ιδρύονται δύο κυβερνητικοί οργανισμοί, η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος και η Εθνική Κτηματική Τράπεζα Ελλάδος. Η επόμενη περίοδος εκτείνεται από το 1928 έως το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Τότε, πραγματοποιήθηκαν πολλές Σ&Ε και το μεγαλύτερο μέρος του τραπεζικού συστήματος περιήλθε υπό κρατικό έλεγχο. Κατά την τρίτη περίοδο, που διήρκεσε από το 1946 έως και το 1992, το τραπεζικό σύστημα λειτουργούσε υπό την έντονη κρατική παρέμβαση στα πλαίσια των

---

<sup>55</sup> (Μελάς, 2012)

σύγχρονων διεθνών αντιλήψεων της αναπτυξιακής οικονομικής πολιτικής. Ρυθμιστικά εμπόδια περιόριζαν την είσοδο νέων τραπεζών και σε συνδυασμό με την ενοποίηση των ιδρυμάτων υπό τον έλεγχο της κυβέρνησης δημιουργήθηκε ένα συγκεντρωτικό τραπεζικό σύστημα. Μέσω της Νομισματικής Επιτροπής καθορίζονταν οι όροι διάθεσης όλων των τραπεζικών προϊόντων, τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων. Μερικά ακόμη γεγονότα που επέδρασαν δραστικά στην εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος ήταν η εγκατάσταση μερικά χρόνια αργότερα, στην Ελλάδα υποκαταστημάτων αλλοδαπών τραπεζών εν όψει της ένταξης στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα και την κρατικοποίηση της μεγαλύτερης εκείνη την εποχή ελληνικής ιδιωτικής τράπεζας, της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος. Η τέταρτη περίοδος ξεκινάει από το 1992 με την υπογραφή της συνθήκης του Μάαστριχτ και εκτείνεται έως και σήμερα.<sup>56</sup>

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αναπτύχθηκε με αλματώδεις ρυθμούς τις τελευταίες δεκαετίες, γεγονός που οφείλεται κυρίως στη νομισματική ενοποίηση. Όπως αναφέρει και ο Αντζουλάτος (2011), «από τα τέλη της δεκαετίας του '70, το μεγάλο διεθνές «κύμα» της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και αποκανονικοποιήσεως (deregulation), μαζί με τις ταχύτατες τεχνολογικές εξελίξεις στη διαχείριση και την ανάλυση πληροφοριών, την πρόοδο στη χρηματοοικονομική θεωρία, τη χρηματοοικονομική καινοτομία, την παγκοσμιοποίηση και τον εκ του αποτελέσματος εντονότατο ανταγωνισμό, επηρέασαν πάρα πολύ και μετασημάτισαν τα χρηματοοικονομικά συστήματα σε όλο τον κόσμο. Στον τραπεζικό τομέα ιδιαίτερα, η στρατηγική απάντηση των τραπεζών στους κινδύνους και τις ευκαιρίες που δημιουργήθηκαν στο νέο και ταχύτατα μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αντικατοπτρίζεται στη μεγάλη μετατόπιση από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως, οι οποίες κερδίζουν επιτοκιακό εισόδημα (interest income), προς δραστηριότητες οι οποίες κερδίζουν μη - επιτοκιακό (non-interest income) εισόδημα.»<sup>57</sup> Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν εγκλωβισμένο σε ένα γραφειοκρατικό status quo κανονισμών που εμπόδιζαν την ανταγωνιστικότητα και την ανάπτυξη της αγοράς. Η πρόσφατη μεταστροφή του ελληνικού τραπεζικού κλάδου οφείλεται σε τρεις παράγοντες και αυτοί είναι η εναρμόνιση με τα Ευρωπαϊκά πρότυπα, ο ανταγωνισμός και η ιδιωτικοποίηση. Οι δομικές αλλαγές στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ξεκίνησαν στις αρχές της δεκαετίας του 1980, όταν ενισχύθηκε το δικαίωμα της Τράπεζας της Ελλάδος να ασκεί εν μέρει ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Το 1987 η Επιτροπή Καρατζά έθεσε τις βάσεις για την απελευθέρωση της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς και έτσι οι περισσότεροι

<sup>56</sup> (Μελάς, 2012), (Eichengreen & Gibson, 2001)

<sup>57</sup> (Αντζουλάτος, 2011)

περιορισμοί στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών και οργανισμών χαλάρωσαν στα μέσα της δεκαετίας του 1990. Από εκείνη την περίοδο και έπειτα, το τραπεζικό τοπίο στην Ελλάδα άλλαξε ταχύτατα και οι τράπεζες εισήλθαν σε μια περίοδο Σ&Ε. Το αποκορύφωμα αυτής της περιόδου σημειώθηκε στα τέλη της δεκαετίας του '90 μέχρι τις αρχές της δεκαετίας '00, όπου έλαβαν χώρα έντεκα Συγχωνεύσεις μεταξύ ελληνικών εμπορικών τραπεζών μόνο από το 1997 έως το 2002. Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες είχαν επεκταθεί στις τοπικές αγορές των Βαλκανίων κυρίως, και προωθούσαν στρατηγικές συνεργασίες με γνωστά διεθνή πιστωτικά ιδρύματα με στόχο να εκμεταλλευτούν τα αποτελέσματα των συνεργιών, να επεκτείνουν τα δίκτυα εξυπηρέτησης και να εξασφαλίσουν μια θέση στα μεγάλα διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα.<sup>58</sup> Θεωρητικά, μια ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά θα έπρεπε να δημιουργεί προοπτικές για κερδοφορία. Στην περίπτωση της Ελληνικής Τραπεζικής όμως, δεν ακολουθήθηκε αυτή η πορεία καθώς η μεγέθυνση της αγοράς ενέτεινε τον ανταγωνισμό. Τα ανώτατα όρια των επιτοκίων αυξήθηκαν και ο περιορισμός των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων των πιστωτικών ιδρυμάτων χαλάρωσε. Έτσι, σε σχεδόν μια δεκαετία, η Ελλάδα μετατράπηκε από περιοριστικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον σε απελευθερωμένη αγορά. Η Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση εντείνει ακόμη περισσότερο τον ανταγωνισμό καθώς επιτρέπει την ευκολότερη εγκατάσταση τραπεζών των υπόλοιπων χωρών – μελών στην Ελλάδα. Βέβαια, οι ξένες τράπεζες δεν είναι οι μόνες που δημιούργησαν ανταγωνισμό. Πλέον υπάρχουν πολλές εναλλακτικές επιλογές και χρηματοοικονομικά εργαλεία διαθέσιμα στους καταθέτες και η «άφιξη» του ευρώ, τον Ιανουάριο του 2001 επιταχύνει την αποδιαμεσολάβηση και την τιτλοποίηση συμβάλλοντας στην ανάπτυξη της αγοράς μετοχών και ομολόγων σε όλη την ήπειρο. Όμως, η πιο ρηξικέλυθη αλλαγή είναι η ιδιωτικοποίηση των ελληνικών κρατικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση ιδιωτικοποίησε τέσσερις μικρές τράπεζες το 1998 και τη μεγαλύτερη Ιονική Τράπεζα και 30% της Ελληνικής Τράπεζας Βιομηχανικής Ανάπτυξης (ΕΤΒΑ), το 1999 και ανακοίνωσε την πρόθεσή της να ιδιωτικοποιήσει και άλλες.<sup>59</sup>

Σύμφωνα με τους Σταϊκούρα και Ντελή, «οι βασικοί παράγοντες που συνέβαλαν, την τελευταία δεκαετία, στο μετασχηματισμό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και την προσαρμογή του στις συνθήκες που διαμορφώνονται στην ενοποιημένη ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική Αγορά είναι:

- Η Θεσμική Απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, με την κατάργηση των διοικητικών περιορισμών στις τιμές, τις ποσότητες και τη διάρθρωση του Πιστωτικού Τομέα.

<sup>58</sup> (Mylonidis & Kelnikola, 2005)

<sup>59</sup> (Eichengreen & Gibson, 2001)

- Η μεταβολή του Πλαισίου Κανόνων και εποπτείας των τραπεζών, με την απορύθμιση βασικών πτυχών λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος.
- Η ενίσχυση των ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και η επίτευξη μακροοικονομικής σταθερότητας, με την εμφάνιση και διατήρηση χαμηλών επιτοκίων, τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους.
- Η ταχεία τεχνολογική πρόοδος στον τομέα των επικοινωνιών και της Πληροφορικής, η αυξανόμενη ενοποίηση των διεθνών Αγορών χρήματος και Κεφαλαίου, καθώς και οι μεταβολές των αναγκών των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες.

Αυτές οι θεμελιώδεις δυνάμεις μεταμόρφωσαν τον χρηματοοικονομικό τομέα, διαμόρφωσαν το περιβάλλον λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα, ενώ επέδρασαν καθοριστικά στην ενίσχυση του επιπέδου Ανταγωνισμού της ελληνικής τραπεζικής Αγοράς.»<sup>60</sup>

## 2.2. ΟΙ Σ&Ε ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ

Οι Σ&Ε έχουν χρησιμοποιηθεί εδώ και χρόνια στον επιχειρηματικό κλάδο ως εργαλείο στρατηγικής ανάπτυξης και ενδυνάμωσης. Το κύμα των Σ&Ε που παρατηρήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη τις δεκαετίες του '80 και του '90 φαίνεται να μεταφέρθηκε και στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο στο τέλος της δεκαετίας του '90. Οι Σ&Ε εντός του τραπεζικού κλάδου της Ευρώπης ήταν τόσο διαδεδομένες ώστε πάνω από 150 συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν εκείνο το διάστημα. Μάλιστα, εκείνη την περίοδο άρχισαν να χρησιμοποιούνται και ως στρατηγικό εργαλείο ενάντια στην αβεβαιότητα και το αυξημένο ρίσκο. Σήμερα, παρατηρείται μια πτώση των Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο, σε αυτό συμβάλλει σε μεγάλο βαθμό η καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου αλλά όπως αναφέρει και η πρόσφατη έρευνα της PriceWaterhouse Coopers, επίσης αντανακλά τις ριζικές αλλαγές του οικονομικού και ρυθμιστικού περιβάλλοντος.<sup>61</sup> Το γεγονός ότι το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, η Τράπεζα της Ελλάδος και η κυβέρνηση ομόφωνα κατέληξαν στο ότι οι συστημικές τράπεζες πρέπει να είναι τέσσερις, δηλώνει ξεκάθαρα πως καταρρίπτονται τα σενάρια

<sup>60</sup> (Σταϊκούρας & Ντελής, 2006)

<sup>61</sup> (PwC: Η πτώση στις Σ&Ε τραπεζών ήρθε για να μείνει, 2013)



για νέες Συγχωνεύσεις.<sup>62</sup> Η κρίση του δημόσιου χρέους στην Ευρώπη θα συνεχίσει, καθ' όλη τη διάρκειά της, να επηρεάζει τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στον τραπεζικό τομέα. «Η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα που απορρέει από την Ευρωζώνη δυσχεραίνει την πρόβλεψη μελλοντικών απομειώσεων, τη συμφωνία για τις αποτιμήσεις, τη διευθέτηση χρηματοδότησης και την εξασφάλιση της έγκρισης των μετόχων. Η κρίση επηρεάζει επίσης σημαντικά την εμπιστοσύνη στις συναλλαγές, οδηγώντας σε ματαίωση των Σ&Ε. Σύμφωνα με τον Nick Page, Συνέταιρο συναλλαγών στην PwC: «Ο συνολικός αριθμός και η αξία των παγκόσμιων συναλλαγών Σ&Ε στο τραπεζικό τοπίο διέρχεται σταθερή μείωση τα τελευταία χρόνια. Οι τραπεζικές συμφωνίες αντικατόπτριζαν σταθερά την πλειονότητα των χρηματοοικονομικών συναλλαγών Σ&Ε την τελευταία δεκαετία. Η μείωση των Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα τα τρία τελευταία χρόνια – ή, αν αφαιρέσουμε τις συμφωνίες που αφορούν κυβερνητικές πρωτοβουλίες, την τελευταία πενταετία – δεν αποτελεί απλά μια καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Οι αλλαγές που πραγματοποιούνται θα είναι μόνιμες.»<sup>63</sup> Παρακάτω, καταγράφονται οι σημαντικότερες Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα και καθόρισαν τη δομή των τεσσάρων συστημικών τραπεζών (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Τράπεζα Πειραιώς, Alpha Bank, Eurobank).

**Πίνακας 2.2-1: Σ&Ε ελληνικού τραπεζικού κλάδου**

Πηγή: Ιστοσελίδες ελληνικών Τραπεζών

ΕΤΟΣ	ΕΞΑΓΟΡΑΣΤΡΙΑ	ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΜΕΝΗ
1953	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΘΗΝΩΝ
1994	ΕΥΡΩΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	EFG PRIVATE BANK
1997	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	CHASE MANHATTAN BANK
1997	EUROBANK	INTERBANK
1998	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΘΝΙΚΗ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε
1998	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ
1998	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑΣ CREDIT LYONNAIS HELLAS
1998	EFG EUROBANK Α.Ε	ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΘΗΝΩΝ
1998	EFG EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
1999	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΧΙΟΣBANK
1999	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	MARATHON BANK ΝΕΑΣ ΥΟΡΚΗΣ
1999	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	NATIONAL WESTMINSTER

<sup>62</sup> (Λεωτσάκος, 2013)

<sup>63</sup> (PwC: Η πτώση στις Σ&Ε τραπεζών ήρθε για να μείνει, 2013)

1999	EFG EUROBANK	ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΘΗΝΩΝ
2000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	PATER CREDIT BANK ΜΕΤΟΝΟΜΑΣΤΗΚΕ PIRAEUS BANK ROMANIA
2000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ
2000	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΘΡΑΚΗΣ
2000	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΟΝΟΜΑΣΤΗΚΕ ALPHA BANK
2002	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΕ
2002	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΕΤΒΑΒΑΝΚ
2003	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΕΤΒΑΒΑΝΚ
2003	EFG EUROBANK ERGASIAS	POST BANKA AD
2005	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΒΟΥΛΓΑΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK PIRAEUS BANK BULGARIA
2005	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ATLAS BANKA
2005	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	EGYPTIAN COMMERCIAL BANK
2006	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	FINANSBANK
2006	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ	VOJVODJANSKA BANKA
2006	EFG EUROBANK ERGASIAS	NACIONALNA STEDIONICA – BANKA
2006	EFG EUROBANK ERGASIAS	DZI BANK
2007	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	INTERNATIONAL COMMERCE BANK
2007	EFG EUROBANK ERGASIAS	TEKFENBANK
2007	EFG EUROBANK ERGASIAS	UNIVERSAL BANK
2012	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	CPB
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΚΥΠΡΟΥ
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	CYPRUS POPULAR BANK
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑ
2013	ALPHA BANK	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS A.E	ΝΕΟ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ
2013	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS A.E	ΝΕΑ PROTON BANK

### 2.3. ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΗΜΕΡΑ

Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον σημαντικότερο ρόλο κατέχουν τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία έχουν πλέον διευρυμένες δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, η δομή του ελληνικού πιστωτικού συστήματος έχει τη μορφή που παρουσιάζεται διαγραμματικά παρακάτω.



**Διάγραμμα 2.3-1: Δομή του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος**

#### 2.3.1. ΦΟΡΕΙΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ<sup>64</sup>

Η παγκοσμιοποιημένη τραπεζική αγορά αφήνει το περιθώριο στους Έλληνες συναλλασσόμενους να αναζητούν και να επιλέγουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και τους ανά τον κόσμο ανταποκριτές ή συνεργάτες τους. Οι πιο πρόσφατες σχετικές δημοσιεύσεις περιέχουν πίνακες και καταλόγους σύμφωνα με τους οποίους τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες προσφέρονται σήμερα στην Ελλάδα από 487, έναντι 466 το προηγούμενο έτος, πιστωτικούς οργανισμούς. Τους οργανισμούς αυτούς η ΤΤΕ ταξινομεί ως εξής:

<sup>64</sup> (Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2011 και το 2012, 2013)

- 52 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα εκ των οποίων:
  - 29 πιστωτικά ιδρύματα (16 εμπορικές και 13 συνεταιριστικές τράπεζες) που έχουν καταστατική έδρα στην Ελλάδα, έχουν αδειοδοτηθεί και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος και υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) σύμφωνα με τις διατάξεις του ν. 3601/2007.
  - 18 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και, επίσης, υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης (κοινοτικό διαβατήριο) του ν.3601/2007, εποπτευόμενα από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής των πιστωτικών ιδρυμάτων,
  - 4 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν έδρα εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς δεν υπάγονται στο καθεστώς της αμοιβαίας αναγνώρισης
  - 1 πιστωτικό ίδρυμα που έχει εξαιρεθεί από την εφαρμογή του ν. 3601/2007, δηλαδή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.
- 374 πιστωτικά ιδρύματα με έδρα σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ)<sup>65</sup>, που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες χωρίς επί τόπου παρουσία τους. (βλέπε Πίνακας 2.3-1: Πιστωτικά Ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ' αποστάσεως)
- 61 λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος (βλέπε Πίνακας 2.3-2: Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος)

---

<sup>65</sup> Ο ΕΟΧ περιλαμβάνει τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και τη Νορβηγία

**Πίνακας 2.3-1: Πιστωτικά Ιδρύματα που παρέχουν στην Ελλάδα υπηρεσίες εξ' αποστάσεως**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευομένων Ιδρυμάτων, Νοέμβριος 2012

Χώρα Προέλευσης	Αριθμός Ιδρυμάτων	Χώρα Προέλευσης	Αριθμός Ιδρυμάτων
Αυστρία	32 (28)	Λιχτενστάιν	5 (3)
Βέλγιο	6 (6)	Λετονία	1 (0)
Γαλλία	44 (40)	Λουξεμβούργο	38 (33)
Γερμανία	50 (46)	Μάλτα	7 (7)
Γιβραλτάρ	5 (6)	Νορβηγία	3 (2)
Δανία	4 (4)	Ολλανδία	26 (26)
Εσθονία	1 (1)	Ουγγαρία	2 (2)
Ην. Βασίλειο	81 (79)	Πολωνία	1 (1)
Ιρλανδία	30 (30)	Πορτογαλία	3 (3)
Ισλανδία	2 (1)	Σουηδία	3 (3)
Ισπανία	5 (6)	Τσεχία	1 (1)
Ιταλία	11 (8)	Φινλανδία	6 (7)
Κύπρος	7 (7)		
<b>ΣΥΝΟΛΟ: 374 (350)</b>			

**Πίνακας 2.3-2: Λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακες Εποπτευομένων Ιδρυμάτων, Νοέμβριος 2012

	Αριθμός Εταιρειών
Ανταλλακτήρια Συναλλάγματος	11 (10)
Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης	12 (12)
Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων	5 (5)
Εταιρείες Παροχής Πιστώσεων	4 (4)
Ιδρύματα Ηλεκτρονικού Χρήματος (χωρίς εγκατάσταση)	13 (11)
Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (χωρίς εγκατάσταση)	1 (2)
Ιδρύματα Πληρωμών	11 (7)
Αντιπρόσωποι/Υποκαταστήματα Ιδρυμάτων Πληρωμών του ΕΟΧ που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα	4 (3)
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>61 (54)</b>

### 2.3.2. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται ο αριθμός των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, το προσωπικό που απασχολούν συνολικά, ο αριθμός των Αυτόματων Μηχανημάτων Ανάληψης αλλά και ο αριθμός των υποκαταστημάτων τους.

**Πίνακας 2.3-3: Συγκεντρωτικά στοιχεία τραπεζών μελών και συνδεδεμένων μελών της Ε.Ε.Τ. Αριθμός τραπεζών, υποκαταστημάτων, υπαλλήλων & Α.Τ.Μ. Στοιχεία 2012**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο 2012

	<b>Τράπεζες</b>	<b>Υποκαταστήματα</b>	<b>Προσωπικό</b>	<b>Α.Τ.Μ.</b>
Μέλη	18	3448	54516	6655
Συνδεδεμένα Μέλη	4	5	229	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	22	3453	54745	6655

### 2.4. ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ<sup>66</sup>

Σε αυτό το σημείο παρουσιάζονται κάποιοι από τους δείκτες που θεωρούνται καθοριστικής σημασίας για την αποτύπωση της πορείας των τραπεζών, κρίνουν την αποδοτικότητά τους αλλά αντικατοπτρίζουν και το κατά πόσον θεωρούνται υγιείς και βιώσιμες.

<sup>66</sup> (Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2011 και το 2012, 2013)

#### 2.4.1. ΛΟΓΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις, τον Σεπτέμβριο του 2011, κυμάνθηκε στο 130,1% (116,8%, Δεκ. 2010) για τις τράπεζες και 132,7% (120,9%, Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους. Επιπλέον, παρατηρήθηκε εκροή καταθέσεων από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις συγκεκριμένα, 35 δισ. ευρώ συνολικά για το έτος 2011, επιπλέον των 40 δισ. ευρώ συνολικά για το έτος 2010.

#### 2.4.2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Σεπτεμβρίου του 2011, ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας και ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων διαμορφώθηκαν για τις τράπεζες στο 11,7% (13,9% Δεκ. 2010) και 10,7% (12,5% Δεκ. 2010) αντιστοίχως, για τους δε τραπεζικούς ομίλους στο 10,1% (12,3% Δεκ. 2010) και 9,2% (11,2% Δεκ. 2010) αντιστοίχως. Όσον αφορά τον Δείκτη Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1), αυτός διαμορφώθηκε στο 8,9% (10,6% Δεκ.2010) για τις τράπεζες και 8,2% (9,9% Δεκ. 2010) για τους τραπεζικούς ομίλους.

#### 2.4.3. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Παρά το γεγονός ότι τα λειτουργικά έξοδα υποχώρησαν κατά 7,1% στη διάρκεια του πρώτου εννεαμήνου του 2011 σε επίπεδο τραπεζών και 5,4% σε επίπεδο τραπεζικών ομίλων, το γεγονός αυτό είχε μικρή θετική επίδραση στα οργανικά αποτελέσματα του τραπεζικού κλάδου. Ωστόσο, λόγω των έντονων και αυξανόμενων πιέσεων που δέχτηκε ο κλάδος κατά τη διάρκεια του 2011 συμπεριλαμβανομένης και της

επιβάρυνσης της απομείωσης της αξίας των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου, οι τράπεζες εμφάνισαν ζημιές ύψους 7,4 δισ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 7,3 δισ. ευρώ. Οι πιέσεις παρέμειναν έντονες και τους πρώτους μήνες του 2012. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες βάσει των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων της περιόδου Ιανουαρίου-Μαρτίου 2012 εμφάνισαν ζημιές (μετά από φόρους) ύψους 808 εκατ. ευρώ και οι τραπεζικοί όμιλοι ζημιές ύψους 654 εκατ. Ευρώ.

**Πίνακας 2.4-1: Βασικοί Οικονομικοί Δείκτες των Ελληνικών Εμπορικών τραπεζών και ομίλων**

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2011-2012, Μάρτιος 2012

%	Τράπεζες		Τραπεζικοί όμιλοι	
	Δεκ. 2010	Σεπτ. 2011	Δεκ. 2010	Σεπτ. 2011
Λόγος δανείων προς καταθέσεις	116,8	130,1	120,9	132,7
Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (Δ.Κ.Ε.)	13,9	11,7	12,3	10,1
Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier 1)	12,5	10,7	11,2	9,2
Δείκτης Κύριων Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Core Tier 1)	10,6	8,9	9,9	8,2
	Ιαν.-Σεπτ.2010	Ιαν.-Σεπτ.2011	Ιαν.-Σεπτ.2010	Ιαν.-Σεπτ.2011
Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (μετά από φόρους)	-0,5	-2,1	-0,3	-1,9
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)	-8,6	-34,2	-3,8	-28,2
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	1,9	2	2,7	2,6
Δείκτης αποτελεσματικότητας	63,9	58,6	58,2	56,5



---

### 3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

---

Στο παρόν κεφάλαιο αναφέρονται τα νομοθετήματα στα οποία βασίζονται οι Σ&Ε στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο και περιγράφονται διεξοδικά οι διαδικασίες που πρέπει να προηγηθούν μιας Συγχώνευσης πιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, γίνεται αναφορά στις Διοικητικές Αρχές που εμπλέκονται στη διαδικασία των Συγχωνεύσεων και πιο συγκεκριμένα, στην Επιτροπή Ανταγωνισμού και τις αρμοδιότητες αυτής.

#### 3.1. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ Σ&Ε

Οι ραγδαίες εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό τοπίο επιτάσσουν δραστικές αλλαγές και στη δομή των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η επίτευξη οικονομιών κλίμακας, η εξειδίκευση του προσωπικού, η υιοθέτηση της νέας τεχνολογίας και του κόστους που ενέχει μπορούν να ικανοποιηθούν μόνο από πιστωτικά ιδρύματα μεγάλου μεγέθους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να επιδιώκουν Συγχωνεύσεις με στόχο την εκμετάλλευση κάθε πλεονεκτήματος που αυτές προσφέρουν.

«Έτσι, στην Ελλάδα μέσω του **v. 2243/1959** επιδιώχθηκε η αναγκαστική Συγχώνευση των τραπεζικών επιχειρήσεων, με στόχο την αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος να αποκτήσει ολιγοπωλιακή δομή. Στα πλαίσια του ίδιου νόμου διευκολύνθηκε και η Συγχώνευση των τραπεζικών ανώνυμων εταιρειών με ειδικές διατάξεις σε σχέση με το **v. 2190/1920**, ο οποίος διέπει το καθεστώς Συγχώνευσης των ανώνυμων εταιρειών. Πρόσφατα το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο τροποποιήθηκε με το **v. 2515/1997**, ο οποίος περιλαμβάνει σε συνάρτηση με τα οριζόμενα στο **v. 2076/1992** σειρά ευνοϊκών διατάξεων που έχουν εφαρμογή στη Συγχώνευση ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση και δεν έχουν ρητά εξαιρεθεί από τις κοινοτικές οδηγίες. Η πραγματοποίηση μιας Συγχώνευσης είναι δυνατό να επιτευχθεί είτε με απορρόφηση του ενός πιστωτικού ιδρύματος από το άλλο, είτε με τη σύσταση ενός νέου. Σε κάθε περίπτωση, το πιστωτικό ίδρυμα που προκύπτει από τη Συγχώνευση είναι καθολικός διάδοχος των συγχωνευομένων, όπως ρητά ορίζει ο τελευταίος νόμος. Με τη Συγχώνευση οι περιουσίες των εταιρειών που συμμετέχουν

συνενώνονται χωρίς προηγούμενη λύση και εκκαθάριση και χωρίς την τήρηση των κανόνων της ειδικής διαδοχής αλλά με διαδοχή οιονεί καθολική.»<sup>67</sup>

### 3.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΝΟΜΟΘΕΤΗΜΑΤΑ

Για τη διεκπεραίωση μιας ΣήΕ είναι απαραίτητη η εναρμόνιση με το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο. Για τη ΣήΕ πιστωτικών ιδρυμάτων η διαδικασία είναι αρκετά πιο πολύπλοκη καθώς πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι νόμοι που αφορούν σε ανώνυμες εταιρείες καθώς και οι φορολογικές διατάξεις για Συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών διαφορετικών κρατών-μελών. Πιο συγκεκριμένα, τα άρθρα που αφορούν και επηρεάζουν τις Συγχωνεύσεις τραπεζικών οργανισμών αναλύονται παρακάτω.

- Άρθρο 16 του Ν.2515/1997:

Αφορά στις Συγχωνεύσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων που πραγματοποιούνται είτε με σύσταση νέας εταιρείας είτε με απορρόφηση και αποκλείει τα πιστωτικά ιδρύματα που μνημονεύονται στο άρθρο 3 παρ.2 και 3 του Ν. 2076/1992 και στα πιστωτικά ιδρύματα που συνιστώνται και λειτουργούν με τη μορφή αμιγώς πιστωτικού συνεταιρισμού, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 1 του άρθρου 5 του Ν. 2076/1992.

- Τα άρθρα 68 και 69 του κ.ν 2190 περί Συγχωνεύσεων Ανώνυμων Εταιρειών

Στο άρθρο 68 του κ.ν. ορίζονται οι έννοιες «Συγχώνευση μέσω απορρόφησης» και «Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας» ως εξής:

«Η Συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρείας.

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

---

<sup>67</sup> (Παπαϊωάννου, 1998)

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

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύονται 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 λυομένων εταιρειών, και αθροιστικά με την αξία των μετοχών αυτών την αξία της καθαρής θέσης της εισφερόμενης περιουσίας αυτών των εταιρειών.»

Στο άρθρο 69 του ίδιου νόμου περιγράφονται η δομή και τα στοιχεία που οφείλει να περιλαμβάνει το σχέδιο σύμβασης Συγχώνευσης. Συγκεκριμένα αναφέρει τα παρακάτω:

«Το σχέδιο σύμβασης Συγχώνευσης περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

- α) Την ειδικότερη μορφή, την επωνυμία και την έδρα των εταιρειών που συγχωνεύονται, καθώς και τον αριθμό μητρώου τους.
- β) Τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών και, ενδεχομένως, το ύψος του χρηματικού ποσού μετρητών που προβλέπει το άρθρο 68.
- γ) Τις διατυπώσεις παράδοσης των νέων μετοχών που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία.
- δ) Την ημερομηνία από την οποία οι μετοχές, που παραδίδονται στους μετόχους της ή των απορροφούμενων εταιρειών, παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφούσας εταιρείας, καθώς και κάθε ειδικό όρο σχετικό με το δικαίωμα αυτό.
- ε) Την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της ή των απορροφούμενων εταιρειών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι γίνονται για λογαριασμό της απορροφούσας

εταιρείας και την τύχη των οικονομικών αποτελεσμάτων της ή των απορροφούμενων εταιρειών, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Συγχώνευσης όπως προβλέπεται στα άρθρα 74 και 75.

στ) Τα δικαιώματα που εξασφαλίζει η απορροφούσα εταιρεία στους μετόχους που έχουν ειδικά δικαιώματα στην ή στις απορροφούμενες εταιρείες, καθώς και στους κατόχους άλλων τίτλων, πλην μετόχων, ή τα μέτρα που προτείνονται γι' αυτούς.

ζ) Όλα τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που, ενδεχομένως παρέχονται στα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και στους τακτικούς ελεγκτές των συγχωνευομένων εταιρειών.

1. Το σχέδιο σύμβασης Συγχώνευσης υποβάλλεται στις διατυπώσεις δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 7β, από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, δύο τουλάχιστον μήνες πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της Γενικής Συνέλευσης, που καλείται να αποφασίσει για το σχέδιο αυτό.
  2. Το Διοικητικό Συμβούλιο κάθε μίας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, καταρτίζει επίσης λεπτομερή έκθεση, στην οποία επεξηγεί και δικαιολογεί από νομική και οικονομική άποψη, το σχέδιο σύμβασης Συγχώνευσης και ειδικότερα, τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών της ή των απορροφούμενων εταιρειών προς τις μετοχές που εκδίδει η απορροφούσα εταιρεία. Η έκθεση αυτή, που αναφέρει επίσης οποιοσδήποτε ειδικές δυσχέρειες που τυχόν εμφανίστηκαν ή θα εμφανιστούν κατά την εκτίμηση, καταχωρείται στο Μητρώο Ανωμόνων Εταιρειών και υποβάλλεται στη Γενική Συνέλευση.»
- Τέλος, μια Συγχώνευση πρέπει να πραγματοποιείται υπό τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 7 του Ν. 2578/1998 που επιβάλλει την «εναρμόνιση της Ελληνικής Νομοθεσίας με την υπ' αριθμόν 90/434/ΕΟΚ οδηγίας του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σχετικά με το κοινό φορολογικό καθεστώς για τις Συγχωνεύσεις, διασπάσεις, εισφορές Ενεργητικού και ανταλλαγές τίτλων που αφορούν εταιρείες διαφορετικών κρατών – μελών.»<sup>68</sup> Στα άρθρα 1-7 του Ν. 2578/1998 περιγράφεται ο σκοπός των διατάξεων, δίνονται ορισμοί των βασικών εννοιών όπως Συγχώνευση, διάσπαση, εισφορά ενεργητικού, ανταλλαγή τίτλων κ.α. Έπειτα, ορίζεται το φορολογικό καθεστώς των εισφερουσών εταιρειών ως εξής:

---

<sup>68</sup> (Εφημερίς της Κυβερνήσεως)

1. «Η υπεραξία που προκύπτει κατά τη Συγχώνευση, διάσπαση ή εισφορά ενεργητικού υπέρ της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος στην Ελλάδα κατά το χρόνο που λαμβάνουν χώρα οι ανωτέρω πράξεις, επιφυλασσομένων των διατάξεων της παραγράφου. Ως υπεραξία ορίζεται η θετική διαφορά μεταξύ της πραγματικής αξίας των μεταβιβαζόμενων στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας και της καθαρής λογιστικής αξίας τους, όπως οι αξίες αυτές προκύπτουν κατά τον ως άνω χρόνο. Σε περίπτωση κατά την οποία αρνητική διαφορά αυτή δεν εκπίπτει από τα ακαθάριστα έσοδα της εισφέρουσας ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας.

2. Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου δεν έχουν εφαρμογή όταν η ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία εισφέρει την ευρισκόμενη σε άλλη Χώρα - Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης μόνιμη εγκατάστασή της. Η προκύπτουσα στην περίπτωση αυτή υπεραξία φορολογείται στην Ελλάδα κατά το χρόνο που λαμβάνει χώρα η Συγχώνευση ή η διάσπαση ή η εισφορά του ενεργητικού και από τον προκύπτοντα φόρο αφαιρείται ο φόρος που θα είχε επιβληθεί στο Κράτος - Μέλος στο οποίο ευρίσκεται η εισφερόμενη μόνιμη εγκατάσταση, αν δεν ίσχυαν οι διατάξεις της 90/434/ΕΟΚ Οδηγίας. Ο εκπιπτόμενος σύμφωνα με τα πιο πάνω φόρος δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό του φόρου που αναλογεί στην Ελλάδα για το ίδιο ποσό υπεραξίας.

3. Οι διατάξεις της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου εφαρμόζονται ανάλογα και επί εισφοράς μόνιμης εγκατάστασης στην Ελλάδα από αλλοδαπή εταιρεία Χώρας - Μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε λήπτρια εταιρεία η οποία ανήκει σε άλλη Χώρα - Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας.

4. Οι αφορολόγητες εκπτώσεις και αποθεματικά που έχουν σχηματισθεί από την εισφέρουσα ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία ή από την ευρισκόμενη στην Ελλάδα μόνιμη εγκατάσταση αλλοδαπής εταιρείας Κράτους - Μέλους της Ένωσης, δεν υπόκεινται σε φορολογία κατά το χρόνο της Συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς του ενεργητικού στο όνομα της εισφέρουσας ημεδαπής εταιρείας ή της μόνιμης εγκατάστασης, με την προϋπόθεση ότι μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσιες σε ειδικούς λογαριασμούς στα βιβλία

της λήπτριας μόνιμης εγκατάστασης ή της ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας, κατά περίπτωση.

Σε περίπτωση μη τήρησης της προϋπόθεσης αυτής, οι αφορολόγητες εκπτώσεις και αποθεματικά φορολογούνται στο όνομα της λήπτριας μόνιμης εγκατάστασης ή ημεδαπής εταιρείας κατά το χρόνο της Συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς ενεργητικού, σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν κατά το χρόνο αυτόν.»

Στη συνέχεια, περιγράφεται το φορολογικό καθεστώς που άπτεται των ληπτριών εταιρειών:

1. «Η αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία φορολογείται για την υπεραξία που προκύπτει από τις πράξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του παρόντος, οι οποίες λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα: α) όταν παύσει να υφίσταται η μόνιμη εγκατάσταση της αλλοδαπής εταιρείας. β) κατά το χρόνο που αναλαμβάνεται ή εξάγεται στην αλλοδαπή η εν λόγω υπεραξία και γ) όταν πιστώνεται με αυτή η ευρισκόμενη στην αλλοδαπή έδρα.

2. Σε περίπτωση μεταβίβασης ή μεταφοράς εκτός Ελλάδας από την αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία περιουσιακού στοιχείου που απέκτησε συνεπεία της Συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς του ενεργητικού, φορολογείται η υπεραξία που αντιστοιχεί σε αυτό και η οποία δεν είχε υπαχθεί σε φορολογία, σύμφωνα με το άρθρο 3.

3. Η αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία υποχρεούται να υπολογίζει τις αποσβέσεις επί των εισφερθέντων στη μόνιμη εγκατάσταση της περιουσιακών στοιχείων με τους ίδιους όρους που θα υπολόγιζε αυτές η εισφέρουσα εταιρεία αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η Συγχώνευση ή η διάσπαση ή η εισφορά του ενεργητικού. Σε περίπτωση υπολογισμού αποσβέσεων σε μεγαλύτερη αξία (υπεραξία) εφαρμόζονται οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου.

4. Όταν συνεπεία των πράξεων που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του παρόντος η αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία καθίσταται καθολική διάδοχος της εισφέρουσας εταιρείας, τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις της τελευταίας, που απορρέουν από την υπαγωγή της σε ημεδαπούς αναπτυξιακούς νόμους, κατά

το μέρος που δεν τα άσκησε και δεν τις εκπλήρωσε κατά περίπτωση πριν από τις παρακάτω πράξεις, ισχύουν για την αλλοδαπή λήπτρια εταιρεία.

5. Οι διατάξεις των παραγράφων 1 - 4 του άρθρου αυτού εφαρμόζονται ανάλογα και όταν η λήπτρια εταιρεία είναι ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία.

6. Η υπεραξία που δημιουργείται υπέρ της αλλοδαπής ή ημεδαπής ανώνυμης λήπτριας εταιρείας κατά τη Συγχώνευση, διάσπαση ή εισφορά ενεργητικού, η οποία οφείλεται στην ακύρωση της συμμετοχής της στο κεφάλαιο της εισφέρουσας εταιρείας, δεν υπόκειται σε φόρο εισοδήματος στην Ελλάδα κατά το χρόνο που λαμβάνουν χώρα οι ανωτέρω πράξεις, υπό την προϋπόθεση ότι η εν λόγω συμμετοχή της ανέρχεται σε ποσοστό μεγαλύτερο του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%).

7. Οι διατάξεις της παραγράφου 2 αυτού του άρθρου εφαρμόζονται ανάλογα και για την υπεραξία της προηγούμενης παραγράφου.»

Δεν παραλείπεται βέβαια, η καταγραφή των επιπτώσεων που έχει στην πορεία της Συγχώνευσης η διαπίστωση της πραγματοποίησης με δόλο.

1. «Εφόσον διαπιστωθεί ότι η πράξη της Συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς ενεργητικού ή της ανταλλαγής τίτλων είχε ως κύριο στόχο ή ως έναν από τους κύριους στόχους τη φορολογική απάτη ή τη φοροδιαφυγή, οι φορολογικές απαλλαγές που είχαν παρασχεθεί κατ' εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 3, 4 και 5 μέχρι του χρόνου πραγματοποίησης της ως άνω διοικητικής επαλήθευσης, αίρονται από το χρόνο κατά τον οποίο πραγματοποιήθηκε η Συγχώνευση ή η διάσπαση ή η εισφορά ενεργητικού.

2. Το γεγονός ότι η παραπάνω πράξη της Συγχώνευσης ή της διάσπασης ή της εισφοράς ενεργητικού ή της ανταλλαγής τίτλων δεν πραγματοποιήθηκε για οικονομικά βιώσιμους λόγους, όπως είναι η αναδιάρθρωση ή ορθολογικότερη οργάνωση των δραστηριοτήτων των εταιρειών που ενέχονται σε αυτή την πράξη δύναται να αποτελέσει τεκμήριο ότι κύριος ή ένας από τους κύριους στόχους αυτής της πράξης ήταν η φορολογική απάτη ή η φοροδιαφυγή.»

### 3.3. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

«Η προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού αποτελεί τον πυρήνα του σύγχρονου δικαίου της αγοράς και της οικονομικής δημόσιας τάξης. Η απελευθέρωση της αγοράς από τις κάθε είδους κρατικές παρεμβάσεις και η δημιουργία μηχανισμών προάσπισης του αγαθού του ελεύθερου ανταγωνισμού αποτέλεσε κεντρική επιλογή και ταυτόχρονα επιταγή κατ'αρχήν, κοινοτική. Στην Ελλάδα, το δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού απέκτησε νομοθετικό πλαίσιο με τη θέσπιση του Ν. 703/1977. Ρυθμίσεις για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων δεν περιελήφθησαν αρχικά στο νόμο αυτό εξαιτίας αφ'ενός του αντίστοιχου κενού την εποχή εκείνη στην κοινοτική νομοθεσία, αφ'ετέρου της τάσης ενίσχυσης της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων. Το πρόβλημα των δυσμενών επιπτώσεων των συγκεντρώσεων στον ελεύθερο ανταγωνισμό αντιμετωπίστηκε νομοθετικά με την τροποποίηση που επέφεραν στον παραπάνω νόμο οι Ν. 1934 και 2000/1991, η οποία υπήρξε και η απόρροια της θέσπισης του κοινοτικού κανονισμού 4064/1989. Με τον Ν.2296/1995 άλλαξε ο ρόλος της Επιτροπής Ανταγωνισμού με την αναβάθμιση της σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή με δικές της υπηρεσίες και καθιερώθηκε ο προληπτικός έλεγχος των σημαντικών σε μέγεθος συγκεντρώσεων.»<sup>69</sup>

Με το Ν. 2837/2000 επιχειρείται μια ριζικότερη αναμόρφωση του ρυθμιστικού πλαισίου προς την κατεύθυνση της αναβάθμισης της Επιτροπής Ανταγωνισμού και τελικά της αποτελεσματικότερης προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού. Επίσης, προβλέπεται η υποχρέωση γνωστοποίησης της συγκέντρωσης των επιχειρήσεων εντός ενός μηνός από την πραγματοποίησή τους στην Επιτροπή Ανταγωνισμού εφόσον το μερίδιο αγοράς των προϊόντων ή υπηρεσιών που αφορά αντιπροσωπεύει στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό τμήμα της, τουλάχιστον 35% του συνολικού κύκλου εργασιών που πραγματοποιείται με τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες που θεωρούνται ομοειδή από τον καταναλωτή ή όταν ο συνολικός κύκλος εργασιών όλων των επιχειρήσεων που συμμετέχουν ανέρχεται τουλάχιστον σε 150.000.000 ευρώ στην εθνική αγορά, με την πρόσθετη προϋπόθεση ότι τουλάχιστον δύο από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν καθεμία χωριστά, συνολικό κύκλο εργασιών ύψους άνω των 15.000.000 ευρώ, επίσης στην εθνική αγορά.

---

<sup>69</sup> (Παπαϊωάννου, 1998)



---

## 4. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ Σ&Ε

---

Η συνεχής πρόοδος της τεχνολογίας σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση και τον αυξημένο ανταγωνισμό έχουν οδηγήσει τις επιχειρήσεις σε μια διαρκή προσπάθεια διατήρησης της ανταγωνιστικότητας τους. Έτσι, παρατηρείται η τάση συνένωσης επιχειρήσεων με στόχο την ενίσχυση της αποδοτικότητας και των επιδόσεων. Πολύ συχνά, οι ερευνητές προσπαθούν να εξάγουν συμπεράσματα κατά πόσον οι Σ&Ε τελικά επηρεάζουν θετικά τον πλούτο των μετόχων και γενικότερα, προσπαθούν να προσδιορίσουν το ποσοστό επιτυχίας τους. Τα αποτελέσματα αυτών των μελετών ποικίλλουν, πολλές φορές μάλιστα αλληλοαναιρούνται.

Στο δεύτερο μέρος αυτής της εργασίας πρόκειται να αναλυθούν οι μέθοδοι αξιολόγησης των Σ&Ε σε θεωρητικό επίπεδο και στη συνέχεια να μελετηθεί μια περίπτωση Συγχώνευσης του ελληνικού τραπεζικού κλάδου με μια από αυτές τις μεθόδους.

### 4.1. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ Σ&Ε<sup>70</sup>

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν καταγραφεί πολλές διαφορετικές μέθοδοι αξιολόγησης της επιτυχίας ή αποτυχίας των Σ&Ε. Κάθε μια από αυτές τις προσεγγίσεις βασίζεται σε στοιχεία και θεωρίες διαφορετικών επιστημονικών κλάδων με αποτέλεσμα, τα συμπεράσματα που εξάγονται σε πολλές περιπτώσεις να διαφοροποιούνται.

«Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος επιχειρήσεων προς εξέταση, οι εφαρμοσμένες μεθοδολογίες διακρίνονται σε μελέτες περιπτώσεων επιχειρήσεων και σε μελέτες μεγάλου μεγέθους δείγματος επιχειρήσεων προς εξέταση που αποσκοπούν στην αποκομιδή ενός νέου ή γενικότερου συμπεράσματος για το εκάστοτε επιχειρηματικό γίνεσθαι.

---

<sup>70</sup> (Παζάρσκη, Καραγιώργος, Χριστοδούλου, & Δρογαλάς, 2007)

Στην πρώτη περίπτωση (μελέτες περιπτώσεων ή “case studies” ή, όπως διαφορετικά αναφέρονται στη διεθνή βιβλιογραφία, “clinical studies”), ένας μικρός αριθμός εξεταζόμενων επιχειρήσεων (μία ή το πολύ πέντε επιχειρήσεις), εξετάζονται με διάφορες γενικές μεθοδολογίες (όπως προτείνονται παρακάτω στην παρούσα), αλλά υπάρχει η επιπρόσθετη δυνατότητα λεπτομερέστερης γνώσης και αξιολόγησης με προσεκτικότερη μελέτη των ιδιαίτερων συνθηκών που οδήγησαν σε αυτές, πέρα από οικονομικά ιστορικά στοιχεία ή προσωπικές μεμονωμένες θεωρήσεις, που ενδεχομένως να μας οδηγεί και σε διαφορετικά εις βάθος συμπεράσματα και ερμηνείες απ’ ότι από αυτά αρχικά είχαν προκύψει, καθώς εξετάζονται επιπρόσθετες θεωρήσεις από στρατηγική και οργανωσιακή σκοπιά.

Στην δεύτερη περίπτωση, θεωρούμε ένα μεγάλο αριθμό εξεταζόμενων επιχειρήσεων που εξετάζονται με διάφορες γενικές μεθοδολογίες. Οι κυριότερες συνοψίζονται σε τρεις κατηγορίες: (i) μελέτες λογιστικής (“accounting studies”), (ii) μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (“event studies”), (iii) μελέτες με βάση δηλώσεις στελεχών επιχειρήσεων (“surveys of executives”). Από αυτές, οι δύο πρώτες βασίζονται περισσότερο στην αντικειμενική παρατήρηση και εξέταση πραγματικών δεδομένων και στοιχείων, ενώ η δεύτερη βασίζεται περισσότερο στην αποδοχή και εξέταση της υποκειμενικής αντίληψης ανθρώπινων χαρακτήρων. Στη συνέχεια, παρατίθενται αναλυτικά:

- **Μελέτες λογιστικής (“accounting studies”).** Η μεθοδολογία αυτή συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση καταγεγραμμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων και αναλύσεων (π.χ. ισολογισμών, αριθμοδεικτών, κτλ.) των Εξαγοράζουσων επιχειρήσεων πριν και μετά από μια πράξη Σ&Ε, ώστε να διερευνηθεί η μεταβολή της επιχειρησιακής τους επίδοσης. Αυτό που συνήθως μελετούν είναι μεταβολές στα καθαρά κέρδη, στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (“Return On Equity - ROE”, όπου  $ROE = \text{net income} / \text{equity}$ ), στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων (ή αλλιώς, στον συντελεστή απόδοσης λειτουργίας, σε αγγλική απόδοση “Return On Assets - ROA”, όπου  $ROA = \text{EBTDA} / \text{net assets}$ ), στα κέρδη ανά μετοχή (“Earnings Per Share - EPS”), στο βαθμό χρήσης δανειακών κεφαλαίων και στη ρευστότητα. Η εξέταση των στοιχείων μπορεί να γίνει είτε με καταγραφή και σύγκριση των πραγματικών στοιχείων με προβλέψεις υποθετικών στοιχείων της ίδιας επιχείρησης χωρίς την Σ&Ε (βλ. όπως παρακάτω και στην περίπτωση των “event studies”) είτε με σύγκριση των πεπραγμένων σε σχέση με την πορεία του κλάδου που ανήκει η

επιχείρηση ή την σημαντικότερη επιχείρηση του κλάδου ή το μέσο όρο των σημαντικότερων επιχειρήσεων - ανταγωνιστών του κλάδου (Νιάρχος, 2002). Τέλος, η όποια σύγκριση στοιχείων δύναται να γίνει και με σύγκριση δύο δειγμάτων επιχειρήσεων, επιχειρήσεις που έκαναν Σ&Ε και επιχειρήσεις που δεν έκαναν Σ&Ε, προς εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και με παρόμοια μεθοδολογία με αυτή της πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και επιχειρηματικής αποτυχίας.

- **Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (“event studies”).** Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται σε τέτοιου είδους μελέτες βασίζεται στην εκτίμηση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής από την ανακοίνωση διαφόρων εταιρικών πράξεων - γεγονότων (όπως π.χ. ανακοίνωση Σ&Ε, διάσπασης μετοχών, μερίσματος, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, κτλ.), ενώ στην παρούσα θα εξετάσουμε την περίπτωση μιας Σ&Ε. Ο υπολογισμός της αντίδρασης της τιμής της μετοχής υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης τιμής. Η τελευταία υπολογίζεται με διάφορους τρόπους, όπως βάση προηγούμενων ιστορικών δεδομένων (μέχρι τη Σ&Ε) της τιμής τη μετοχής, με βάση την απόδοση του γενικού δείκτη μιας χρηματιστηριακής αγοράς ή βάση του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (“Capital Asset Pricing Model - CAPM”). Η διαφορά μεταξύ πραγματικής και προσδοκώμενης τιμής δείχνει το μέγεθος της μεταβολής της τιμής της μετοχής, δηλαδή με άλλα λόγια δείχνει τη θετική ή αρνητική υπεραπόδοση που προκύπτει από την ανακοίνωση ενός εταιρικού γεγονότος (Σ&Ε στην περίπτωση μας). Το διάστημα που μελετώνται οι τιμές των μετοχών και οι αποδόσεις αυτών καθορίζεται για μια χρονική περίοδο κάποιων ημερών γύρω από την ανακοίνωση της εταιρικής πράξης (ημέρα 0). Το διάστημα αυτό ορίζεται ως περίοδος μελέτης (“event window”). Τέλος, από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 παρατηρείται μια καθολική εφαρμογή και χρήση της μελέτης ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων σε πολλές έρευνες, παρά τις όποιες ενστάσεις υπάρχουν ως προς τις αδυναμίες της.
- **Μελέτες με βάση δηλώσεις στελεχών επιχειρήσεων (“surveys of executives”).** Η μεθοδολογία αυτή συνίσταται και εφαρμόζεται με την εξέταση ανώτερων στελεχών επιχειρήσεων είτε μέσω συνεντεύξεων είτε μέσω ερωτηματολογίων. Στην περίπτωση αυτή, ο μελετητής είτε πρέπει να είναι αρκετά έμπειρος για να διαγνώσει με ευθυκρισία το είδος των απαντήσεων σε μια δομημένη κυρίως συνέντευξη που γίνεται σε ανώτερα στελέχη είτε να

δομήσει ένα ερωτηματολόγιο όπου θα δέχεται ρητές απαντήσεις στα ερωτήματα που θέτει χωρίς υπεκφυγές και πέρα από πάσης φύσεως αμφιβολίες, γιατί πολλές φορές τα ερωτηματολόγια αποστέλλονται μόνο σε έντυπη μορφή και δεν συμπληρώνονται παρουσία του συγγραφέα τους για να δίνει τις απαραίτητες διευκρινίσεις. Στη συνέχεια, τα όποια δεδομένα προκύπτουν, καταγράφονται, πραγματοποιείται μια στατιστική ανάλυση, από την οποία προκύπτουν τα τελικά αποτελέσματα.»

#### 4.2. ΔΥΝΑΜΕΙΣ & ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ<sup>71</sup>

«Εάν θελήσουμε να συγκρίνουμε την κάθε μία από αυτές τις τρεις μεθόδους ξεχωριστά και να παραθέσουμε για την κάθε μια τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά της θα μπορούσαμε να πούμε κατ' αρχήν για τις μελέτες λογιστικής (“accounting studies”) ότι ως πλεονεκτήματα τους είναι η αξιοπιστία που παρουσιάζουν, καθώς οι διάφορες χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν ελεγχθεί και βεβαιωθεί ως προς το περιεχόμενό τους, και η διατύπωση με σαφήνεια της επιχειρησιακής επίδοσης και πορείας που προκύπτει από αυτές και που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τους επενδυτές. Στις δε αδυναμίες τους συγκαταλέγονται η ενδεχόμενη πιθανότητα μη συγκρίσιμων δεδομένων διαχρονικά, καθώς μπορεί να αλλάξουν είτε οι επιχειρήσεις τις μεθόδους καταγραφής των αποτελεσμάτων τους είτε οι διάφορες κρατικές φορολογικές πρακτικές είτε ισχύουν διαφορετικά δεδομένα σε διακρατικό επίπεδο, το γεγονός ότι συχνά δεν εμπεριέχεται στις οικονομικές καταστάσεις η αξία διαφόρων ασώματων (άυλων) ακινητοποιήσεων (intangible assets) από την επιχείρηση που διαχρονικά τη δημιουργεί (π.χ. “Υπεραξία επιχείρησης - Goodwill”), το γεγονός επίσης ότι επηρεάζονται από την ύπαρξη κυρίως υψηλού πληθωρισμού και τέλος η πιθανότητα παράνομης αλλοίωσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων από τα στελέχη μιας επιχείρησης.

Από την άλλη, οι μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (“event studies”) παρουσιάζουν ως πλεονεκτήματα την άμεση μέτρηση της αξίας που δημιουργείται στους επενδυτές από τις μεταβολές της μετοχής και την άμεση αποτύπωση μελλοντικών προσδοκιών για μια επιχείρηση μέσω της μετοχής της, όπως την προεξοφλεί σήμερα η αγορά, χωρίς να παρέχεται δυνατότητα αλλοίωσης από κάποιο φυσικό πρόσωπο. Ως μειονεκτήματά τους είναι ότι οι μέθοδοι αυτοί αφενός,

<sup>71</sup> (Παζάρσκη, Καραγιώργος, Χριστοδούλου, & Δρογαλάς, 2007)

προϋποθέτουν σημαντικές παραδοχές για τη λειτουργία των εξεταζόμενων κεφαλαιαγορών, όπως αποτελεσματικότητα (efficiency), ορθολογικότητα (rationality), απουσία αγοραπωλησιών κερδοσκοπικού χαρακτήρα (arbitrage). Πέρα από μελέτες για τις αγγλοαμερικανικές κεφαλαιαγορές με τις οποίες αποδείχτηκε κατά ορισμένα χρονικά διαστήματα του παρελθόντος ότι στις συγκεκριμένες χρονικές περιόδους για τις εν λόγω κεφαλαιαγορές δεν συναντώνται τα μειονεκτήματα που αναφέραμε παραπάνω (Firth, 1977), δεν συναντώνται μελέτες που να το αποδεικνύουν για άλλες κεφαλαιαγορές σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Αν και το πρόβλημα της ταυτόχρονης ανακοίνωσης περισσότερων του ενός εταιρικού γεγονότος μπορεί να επιλυθεί μέσω του διαχωρισμού των διαφόρων εταιρικών γεγονότων, ώστε να προκύψει ένα καθαρό δείγμα (“uncontaminated sample”), είναι εύλογη η ύπαρξη της πιθανότητας επηρεασμού τιμών μετοχών από διάφορα απρόβλεπτα συμβάντα που διαταράσσουν την ηρεμία στην αγορά. Τέλος, οι μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (“event studies”) δεν κάνουν διάκριση ενός θετικού αποτελέσματος από δραστηριότητα Σ&Ε εάν προήλθε από πραγματικά οικονομικά κέρδη ή ανωμαλίες της εκάστοτε κεφαλαιαγοράς (Healy et al., 1992).

Ακόμα, οι μελέτες στελεχών (“surveys of executives”) έχουν ως πλεονεκτήματα ότι μπορεί να αποκαλύψουν ενδείξεις για αυξημένη επιχειρησιακή επίδοση που δεν έχει αποτυπωθεί ακόμα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή στην τιμή της μετοχής είτε να αποτυπώσουν συμπληρωματικά ή διάφορα άλλα δεδομένα για τις εν λόγω δραστηριότητες Σ&Ε που δεν έχουν δει το φως της δημοσιότητας στο βαθμό που έπρεπε. Ως αδυναμίες τους θεωρούνται ότι πάντα υπάρχει η πιθανότητα μη δήλωσης πραγματικού οικονομικού αποτελέσματος προς κάθε κατεύθυνση κατά προσωπική κρίση από κάποιο στέλεχος, το γεγονός ότι η ανάκληση ιστορικών στοιχείων από ορισμένους ανθρώπους συχνά μπορεί να μην είναι ορθή και ότι ο βαθμός ανταπόκρισης από τέτοιες μελέτες είναι συνήθως ιδιαίτερα χαμηλός, από 2% έως 15% του δείγματος, ενώ στην καλύτερη περίπτωση δεν θα μπορούσε να ξεπεράσει το 40%, γεγονός που δεν μας δίνει τη δυνατότητα να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα και γενικεύσεις για όλες τις επιχειρηματικές δραστηριότητες.»

Τέλος, όλα τα παραπάνω σχετικά με τις μεθοδολογίες εκτίμησης του τελικού αποτελέσματος, όπως εξετάστηκαν παραπάνω συνοψίζονται σχηματικά στο παρακάτω σχήμα:



**Διάγραμμα 4.2-1: Κατηγοριοποίηση των Μεθόδων Αξιολόγησης Σ&Ε**

Πηγή: (Παζάρσκη, Καραγιώργος, Χριστοδούλου, & Δρογαλάς, 2007)

## 5. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό πρόκειται να γίνει μια ανασκόπηση των αποτελεσμάτων των ερευνών που έχουν προηγηθεί και οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για τη μελέτη περίπτωσης της Συγχώνευσης των τραπεζών Marfin Bank, Εγνατία Τράπεζα και Λαϊκή Τράπεζα στα πλαίσια εκπόνησης της παρούσας εργασίας. Αποτελούν έρευνες που για την εξαγωγή συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκε κυρίως η λογιστική μέθοδος μέσω ανάλυσης αριθμοδεικτών.

Πολλοί ερευνητές στην προσπάθειά τους να διερευνήσουν την επίδοση των τραπεζικών ιδρυμάτων μετά από μια ΣήΕ χρησιμοποιούν τα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων για την εξαγωγή συμπερασμάτων μέσω υπολογισμού χρηματοοικονομικών δεικτών είτε ανάλυση συναρτήσεων κόστους ή κερδών. Το ζήτημα της αποδοτικότητας των Σ&Ε είναι τόσο περίπλοκο ώστε να μη μπορούν να εξαχθούν ομόφωνα αποτελέσματα σχετικά με την επίδρασή τους. Άλλοτε μια ΣήΕ εξετάζεται από πλευράς μείωσης κόστους, άλλοτε από πλευράς ανόδου κερδών.

Ο Rhoades (1997) θέλησε να εξετάσει την αποτελεσματικότητα των κερδών εννέα Συγχωνεύσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά κύριο λόγο στις αρχές της δεκαετίας του '90 και αναμένονταν να είναι κερδοφόρες. Όλες οι υπό εξέταση τράπεζες για να πραγματοποιήσουν τις Συγχωνεύσεις προέβησαν σε μειώσεις κόστους, όμως μόνο τέσσερις από τις εννέα βελτίωσαν ξεκάθαρα την αποτελεσματικότητα κόστους. Σημαντικό στοιχείο της παραπάνω μελέτης είναι η διαφοροποίηση μεταξύ μείωσης κόστους και βελτίωσης της αποτελεσματικότητας του κόστους. Στην πρώτη περίπτωση, μείωση κόστους προκύπτει πιθανότατα από τη μείωση του προσωπικού, μείωση υποκαταστημάτων, ενοποίηση της έδρας των επιχειρήσεων κ.α. Οι παραπάνω κινήσεις σίγουρα οδηγούν σε μείωση του κόστους αλλά δεν αποτελούν απαραίτητα παράγοντες βελτίωσης της αποδοτικότητας καθώς συμβάλλουν περισσότερο στη συρρίκνωση του μεγέθους της επιχείρησης παρά στην ανάπτυξή της. Επομένως η μείωση κόστους αποτελεί αναγκαία αλλά όχι επαρκή συνθήκη για τη βελτίωση της πορείας μιας εταιρείας. Μια βελτίωση της αποδοτικότητας απαιτεί το κόστος να μειωθεί περισσότερο από κάθε μείωση των περιουσιακών στοιχείων (εσόδων). Ένα ακόμη αποτέλεσμα της έρευνας είναι πως επτά από τις εννέα τράπεζες που πραγματοποίησαν Συγχώνευση παρουσίασαν σημαντική βελτίωση του δείκτη απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων ή συντελεστή απόδοσης λειτουργίας (Return on

Assets - ROA) σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου, γεγονός που δηλώνει αυξημένη κερδοφορία.<sup>72</sup>

Οι Resti και Siciliano επέλεξαν ένα δείγμα ιταλικών τραπεζών που συγχωνεύθηκαν την περίοδο 1992 - 1997 και μελέτησαν τις συνενώσεις τόσο με τη λογιστική μέθοδο όσο και με τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Στη συνέχεια, συνέκριναν τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων και εξήγαγαν συμπεράσματα για την πορεία των τραπεζών από μια διαφορετική σκοπιά και με πιο ολοκληρωμένο τρόπο. Παρατήρησαν λοιπόν, πως και με τις δύο μεθόδους διαφαίνεται βελτίωση της απόδοσης των τραπεζών μετά τη Συγχώνευση. Το παράδοξο είναι πως υπάρχει πολύ μικρή συσχέτιση μεταξύ της αντίδρασης της αγοράς μετά την ανακοίνωση της Συγχώνευσης και της πορείας του νέου τραπεζικού σχήματος με βάση τα λογιστικά στοιχεία. Η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της Συγχώνευσης είναι θετική τόσο για την απορροφώσα όσο και για την απορροφώμενη τράπεζα, διαφοροποιείται όμως σε σχέση με στοιχεία που προκύπτουν από άλλες έρευνες στο γεγονός ότι στον ιταλικό τραπεζικό κλάδο παρατηρείται θετικότερη αντίδραση για τον αγοραστή. Τα οικονομικά αποτελέσματα των απορροφηθισών τραπεζών είναι θετικά για τα τρία χρόνια που ακολουθούν της Συγχώνευσης, γεγονός που προκύπτει ως λογικό αποτέλεσμα του μικρού μεγέθους των απορροφηθισών τραπεζών του δείγματος. Αυτό σημαίνει ότι μια μικρότερη τράπεζα έχει πολλά περιθώρια βελτίωσης μέσω της εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας και σκοπού. Ένα ακόμη αξιοσημείωτο στοιχείο που προκύπτει από αυτή την έρευνα είναι πως η αντίδραση της αγοράς δεν παρουσιάζει βελτίωση στην περίπτωση που η εξαγοράζουσα τράπεζα είναι πιο αποτελεσματική από την τράπεζα – στόχο.<sup>73</sup>

Οι Weston και Mansinghka (1971) ασχολήθηκαν αποκλειστικά με τις ασυσχέτιστες ή αλλιώς διαγώνιες Συγχωνεύσεις. Συγκεκριμένα, έλαβαν δείγμα επιχειρήσεων που συμμετείχαν σε ΣήΕ κατά την περίοδο 1960 - 1968 αλλά και επιχειρήσεων που δε συμμετείχαν καθόλου σε Σ&Ε. Συγκρίνοντας την κερδοφορία των δειγμάτων κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που ενεπλάκησαν σε διαγώνιες Σ&Ε έχουν πολύ μεγαλύτερη ανάπτυξη. Επιπλέον, η αύξηση της τιμής αγοράς ανά μετοχή διατηρείται σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από τις υπόλοιπες εταιρείες. Ένα ακόμη χρήσιμο συμπέρασμα που εξάγεται από την έρευνα αφορά στην κερδοφορία

---

<sup>72</sup> (Rhoades, 1997)

<sup>73</sup> (Resti & Siciliano, 2000)



των υπό μελέτη επιχειρήσεων, η οποία πηγάζει από την αποτελεσματικότερη διαχείριση των δανειακών κεφαλαίων.<sup>74</sup>

Ο Vennet (1996) έλαβε δείγμα 492 Εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ τραπεζών κρατών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατά την περίοδο 1988 - 1993 και μελέτησε την αποδοτικότητά τους. Η παγκοσμιοποίηση, η αποδιαμεσολάβηση και άλλα γεγονότα της συγκεκριμένης περιόδου είχαν οδηγήσει το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα σε αναδιάρθρωση. Μάλιστα, τα έτη 1988 - 1992 αποκαλούνται το «φαινόμενο 1992» λόγω του μεγάλου αριθμού Εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν εκείνα τα χρόνια. Στη συγκεκριμένη ανάλυση, για πρώτη φορά εξετάστηκαν οριζόντιες τραπεζικές Συγχωνεύσεις εκείνης της περιόδου. Συγκεκριμένα, αναλύεται η αποδοτικότητα και η λειτουργική αποτελεσματικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Σύμφωνα με τη μελέτη του Vennet λοιπόν, από το δείγμα 422 εγχώριων και 70 διασυνοριακών Συγχωνεύσεων παρατηρήθηκε ότι στην πλειοψηφία των εγχώριων Συγχωνεύσεων τα κίνητρα της Διοίκησης τείνουν να επικρατούν, με αποτέλεσμα οι τράπεζες – στόχοι να παρουσιάζουν κατώτερες επιδόσεις. Όσον αφορά στις Εξαγορές, ούτε αυτές παρουσιάζουν κάποια ιδιαίτερη βελτίωση στην απόδοσή των τραπεζών και μοιάζουν να μην εκμεταλλεύονται επαρκώς τις συνεργίες. Επομένως, είναι εύκολο να εξαχθεί το συμπέρασμα πως οι εγχώριες Σ&Ε δεν υποστηρίζονται από τις θεωρίες απόδοσης. Ένα μη αναμενόμενο αποτέλεσμα είναι η έντονη επιρροή που φαίνεται να παρουσιάζουν οι διασυνοριακές Συγχωνεύσεις στα επίπεδα αποδοτικότητας των εξαγορασθέντων τραπεζών. Καθώς δεν πραγματοποιείται ουσιαστικός συνδυασμός των τραπεζών, είναι αποκλειστικά ρόλος της Εξαγοράστριας τράπεζας να καταφέρει να μεταβιβάσει τις ανώτερου επιπέδου διοικητικές τεχνικές της και την τεχνολογία της. Αυτό επιτυγχάνεται ευκολότερα μέσω της εγκατάστασης ενός τμήματος Διοίκησης στα πιο ουσιώδη τμήματα της εξαγορασθείσας τράπεζας. Με βάση αυτή τη μελέτη, είναι εμφανές, λόγω των εσόδων αλλά και των μεταβλητών κινδύνου, ότι οι διασυνοριακές Εξαγορές συνήθως συνοδεύονται από πιο επιθετικές τακτικές δανεισμού και χρηματοδότησης. Αυτό βέβαια, έχει ως αποτέλεσμα η αναβάθμιση της αποτελεσματικότητας, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, να μην οδηγεί σε αύξηση των κερδών. Επομένως, η Εξαγορά τραπεζών σε ξένες αγορές μπορεί να αποτελεί το έρεισμα για την ικανοποίηση του βασικού κινήτρου που δεν είναι άλλο από την παρουσία της σε μια αγορά με περιθώρια και ευκαιρίες ανάπτυξης.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> (Weston & Mansinghka, 1971)

<sup>75</sup> (Vennet, 1996)

Οι Healy et al. (1992), εξέτασαν τη λειτουργική επίδοση μετά τη Συγχώνευση 50 εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, την περίοδο 1979 - 1983. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές ορμώμενοι από την πεποίθηση ότι μέσω της απόδοσης της τιμής της μετοχής δεν είναι δυνατό να διερευνηθεί το κατά πόσο οι Σ&Ε δημιουργούν πραγματικά κέρδη αλλά ούτε και οι πηγές τους, χρησιμοποίησαν τη μελέτη ταμειακών ροών πριν και μετά τη Συγχώνευση και προσπάθησαν να αποδώσουν τις αλλαγές οι οποίες οφείλονται αποκλειστικά στη Συγχώνευση. Τα αποτελέσματα της έρευνας αποδεικνύουν πως οι συγχωνευθείσες εταιρείες παρουσιάζουν σημαντική βελτίωση των ταμειακών ροών μετά τη Συγχώνευση, η οποία πιθανότατα οφείλεται σε αύξηση της παραγωγικότητας των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου (δεδομένου ότι οι εταιρείες που αποτελούν το δείγμα της συγκεκριμένης έρευνας ανήκουν στο βιομηχανικό κλάδο). Αυτή η βελτίωση που παρουσιάζουν οι ταμειακές ροές δεν επιβάλλουν τίμημα στη μακροπρόθεσμη απόδοση της εταιρείας καθώς όλες οι εταιρείες του δείγματος διατήρησαν τις κεφαλαιουχικές τους δαπάνες και τις δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης στα ίδια επίπεδα με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Βέβαια, η αύξηση του δείκτη γενικής ρευστότητας πρέπει να τονιστεί ότι αφορά στα τρία τέταρτα περίπου του δείγματος των επιχειρήσεων, οι υπόλοιπες παρουσίασαν μείωση της ρευστότητάς τους. Επίσης, παρατηρείται μια ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της αύξησης των ταμειακών ροών μετά την Συγχώνευση και των αποδόσεων των μετοχών κατά την ανακοίνωση της Συγχώνευσης που υποδεικνύει ότι οι προσδοκίες για οικονομική βελτίωση διέπουν τις αναπροσαρμογές των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών. Τέλος, παρά τη βελτίωση του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας δεν παρατηρείται κάποια αύξηση του καθαρού κέρδους.<sup>76</sup>

Σύμφωνα με τους Sharma και Ho (2002), τα αποτελέσματα της μελέτης 36 Εξαγορών της Αυστραλιανής αγοράς μεταξύ των ετών 1986 - 1991 απέδειξαν πως η λειτουργική απόδοση των εταιρειών την περίοδο μετά την Εξαγορά δε βελτιώθηκε σημαντικά. Για την εκπόνηση της έρευνας μελετήθηκαν οι δείκτες ROE, ROA, δείκτης περιθωρίου κέρδους, Κέρδη ανά Μετοχή και έγινε εκτενής ανάλυση των ταμειακών ροών. Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο αυτής της έρευνας είναι η διαπίστωση ότι το είδος της Εξαγοράς (συσχετισμένη ή ασυσχέτιστη) αλλά και το είδος χρηματοδότησης (με μετρητά, με μετοχές ή συνδυασμός και των δύο) δεν επηρεάζουν σημαντικά την απόδοσή τους. Τα ίδια συμπεράσματα για την επιρροή επί της αποδόσεως εξαγονται και για το μέγεθος της Εξαγοράς ή την πληρωμή κάποιου premium. Επιπλέον, αν και τα αποτελέσματα της έρευνας δεν επιβεβαίωσαν τη θεωρία περί συνεργιών

---

<sup>76</sup> (Healy, Palepu, & Ruback, 1992)

συμφώνησαν με άλλες θεωρίες όπως της Διοικητικής Αλαζονείας ή του Διοικητικού Κινήτρου.<sup>77</sup>

Ο Kaplan (1992) διερευνά τη Συγχώνευση των εταιρειών Campeau με τις Federated Department Stores Inc. και Allied Stores Corporation, που οδήγησε την εταιρεία μόλις δύο χρόνια μετά την Εξαγορά να καταθέσει αίτηση για υπαγωγή σε πτωχευτικό κώδικα. Για το λόγο αυτό, έχει ψηφιστεί στη λίστα με τις χειρότερες Εξαγορές της δεκαετίας του '80. Η συγκεκριμένη μελέτη συγκρίνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων πριν και μετά την Εξαγορά από την Campeau με τον εξής τρόπο, υπολογίζει αρχικά τα περιουσιακά στοιχεία προ Εξαγοράς, έπειτα υπολογίζει τις προσωρινές ταμειακές ροές και τέλος τα περιουσιακά στοιχεία μετά την Εξαγορά. Τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν πως τα περιουσιακά στοιχεία υπό τη Διοίκηση της Campeau ξεπέρασαν την παλαιότερη αξία τους, γεγονός που υποδηλώνει πως μια Εξαγορά που θα μπορούσε να είναι επιτυχημένη αποτυγχάνει λόγω υπερβολικής δανειοδότησης και αδυναμίας εξυπηρέτησης των χρεών της. Αν η Campeau είχε χρηματοδοτήσει ένα μέρος της Εξαγοράς μέσω των Ιδίων Κεφαλαίων της, αυτά θα είχαν χάσει την αξία τους αλλά η εταιρεία δε θα είχε οδηγηθεί στη χρεωκοπία.<sup>78</sup>

Οι Kaplan και Weisbach (1992) εξέτασαν μεγάλες Εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1971 και 1982. Μέχρι το 1989 οι εταιρείες είχαν εκποιήσει το 44% των εταιρειών – στόχος. Συμφώνα με την κοινώς αποδεκτή πεποίθηση πως μια κίνηση εκποίησης της εταιρείας δηλώνει αποτυχία της Εξαγοράς, η μεγάλη συχνότητα εκποιήσεων της περιόδου έρχεται σε αντίθεση με τις μελέτες ανάλυσης γεγονότων που παρουσιάζουν τις Εξαγορές επιτυχημένες. Παρόλα αυτά, εξετάζοντας προσεκτικά τα λογιστικά αποτελέσματα οι ερευνητές παρατηρούν πως τα λογιστικά στοιχεία συμφωνούν με αυτά των υπόλοιπων ερευνών που πραγματοποιήθηκαν με τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων. Οι μισές από τις επιχειρήσεις του δείγματος παρουσίαζαν αρνητικά αποτελέσματα λόγω της διαφοράς που υπήρχε μεταξύ της τιμής αγοράς και πώλησης της εξαγοραζόμενης, αλλά είχαν θετική συσχέτιση μεταξύ της τιμής αγοράς και πώλησης σε σχέση με την αιτία πώλησης όπως αυτή παρουσιάστηκε από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης. Καταλήγουν πως μόνο το 34% έως 50% μπορούν να θεωρηθούν αποτυχημένες και συμπεραίνουν πως οι επιχειρήσεις οδηγούνται πολύ συχνά σε εκποίηση όχι απαραίτητα λόγω χαμηλών επιδόσεων.<sup>79</sup>

Ο Kusewitt (1985) σε μια από τις έρευνές του μελέτησε τους επτά σημαντικότερους και συχνότερους παράγοντες των στρατηγικών Εξαγοράς που επιδρούν στη

---

<sup>77</sup> (Sharma & Ho, 2002)

<sup>78</sup> (Kaplan, 1990)

<sup>79</sup> (Kaplan & Weisbach, 1992)

μακροπρόθεσμη οικονομική απόδοση των Εξαγοραστριών. Πιο συγκεκριμένα, μελέτησε μεμονωμένα αλλά και συνολικά το σχετικό μέγεθος των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, το ποσοστό Εξαγοράς, τη σχετικότητα των κλάδων δραστηριοποίησης των εταιρειών, τη χρονική στιγμή πραγματοποίησης της Εξαγοράς σε σχέση με τον κύκλο της αγοράς, το είδος ανταλλάγματος (μετρητά ή τίτλοι) που χρησιμοποιήθηκαν για την ολοκλήρωση της διαδικασίας, την κερδοφορία της Εξαγοράστριας πριν την Εξαγορά, την τιμή που πληρώθηκε. Για την εξέταση των παραγόντων που μόλις αναφέρθηκαν έλαβε δείγμα 138 ενεργών επιχειρήσεων που από το έτος 1967 έως το 1976 πραγματοποίησαν περίπου 3500 Εξαγορές. Τα αποτελέσματα της έρευνας απέδειξαν πως από τους επτά υπό εξέταση παράγοντες, οι έξι πράγματι επηρεάζουν την επίδοση των επιχειρήσεων είτε θετικά είτε αρνητικά εκτός από έναν, το αντίτιμο που πληρώθηκε για την Εξαγορά. Επίσης, η έρευνα απέδειξε πως ο δείκτης Return on Assets (ROA) είχε αρνητική συσχέτιση με την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης.

---

## 6. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΑΠΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΣΚΟΠΙΑ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ MARFIN EGNATIA BANK

---

Στο σημείο αυτό, πρόκειται να αναλυθεί η μοναδική τριπλή Συγχώνευση που έχει πραγματοποιηθεί στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο, αυτή της «Marfin Bank» με την «Εγνατία Τράπεζα» και τη δεύτερη μεγαλύτερη Κυπριακή τράπεζα, τη «Λαϊκή Τράπεζα». Από τη συνένωση αυτών των τραπεζικών ιδρυμάτων προέκυψε μια ενιαία τράπεζα, η «Marfin Egnatia Bank». Στο παρόν κεφάλαιο, αξιολογείται η αποδοτικότητα αυτής της Συγχώνευσης μέσω της εξέτασης των οικονομικών μεγεθών της νέας Τράπεζας με τη μέθοδο της Αξιολόγησης Λειτουργικής Απόδοσης με βάση τις Λογιστικές Καταστάσεις (Accounting based Operational Performance Evaluation).

### 6.1. ΧΡΟΝΟΓΡΑΦΗΜΑ ΠΟΡΕΙΑΣ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Σε αυτή την παράγραφο, περιγράφεται η ιστορική εξέλιξη των Τραπεζικών Ιδρυμάτων από την ίδρυση τους έως και τη Συγχώνευση τους υπό την επωνυμία «Marfin Egnatia Bank». Συγκεκριμένα, καταγράφονται οι σημαντικότερες αλλαγές που συνέβησαν στη διάρθρωση τους αλλά και τα γεγονότα του εξωτερικού περιβάλλοντος που τυχόν επηρέασαν τη δομή τους με βάση το έτος κατά το οποίο πραγματοποιήθηκαν.



Εικόνα 6.1-1: Λογότυπα Τραπεζών

### 6.1.1. MARFIN BANK<sup>80</sup>

**1998:** Ιδρύεται η Marfin A.E.Π.Ε.Υ.

**2000:** Εξαγοράζεται η ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. και εντάσσεται στον όμιλο μετονομαζόμενη σε Marfin ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.

**2001:** Εξαγοράζεται η ΠΕΙΡΑΙΩΣ PRIME BANK και εντάσσεται στον όμιλο μετονομαζόμενη σε Marfin BANK.

**2003:** Εξαγοράζεται η Investment Bank of Greece και δρομολογείται η συγχώνευση με τη Marfin ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ.

**2004:** Δημιουργείται η Marfin Financial Group μέσω της συγχώνευσης της Comm Group, της Marfin Classic A.E.E.X και της Maritime and Financial Investments (πρώην Marfin A.E.Π.Ε.Υ.). Παράλληλα ολοκληρώνεται και η συγχώνευση της Marfin ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. με την Investment Bank of Greece.

**2005:** Ολοκλήρωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της MARFIN FINANCIAL GROUP A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ με την έκδοση 25.000.000 νέων ονομαστικών μετοχών με καταβολή μετρητών για την άντληση κεφαλαίων ύψους € 400 εκ. Σύναψη συμφωνίας με βασικούς μετόχους της ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. για την εξαγορά μειοψηφικού ποσοστού της εν λόγω Τράπεζας.

**2006:** Ο Όμιλος προχώρησε με μια σειρά εξαγορών χρηματοοικονομικών οργανισμών εντός και εκτός Ελλάδος. Περαιτέρω, η Εταιρεία, συνεπεία Δημόσιας Πρότασης που υποβλήθηκε από την MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD (πρώην ΛΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ και εφεξής MARFIN POPULAR BANK), αποτελεί θυγατρική της MARFIN POPULAR BANK η οποία έχει έδρα στη Κύπρο και η μετοχή της οποίας διαπραγματεύεται στο Χ.Α. και Χ.Α.Κ.

**2007:** Μετά την ολοκλήρωση της αύξησης κεφαλαίων ύψους 5,2 δις ευρώ που έχει αποφασισθεί από την Γ.Σ. της εταιρείας το ποσοστό της MARFIN POPULAR BANK ανέρχεται σε 6,4%.

---

<sup>80</sup> (MARFIN Investment Group, 2007)

### 6.1.2. ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ<sup>81</sup>

**1901:** Τέσσερις διακεκριμένοι και φιλοπρόοδοι πολίτες της Λεμεσού, ο Αγαθοκλής Φραγκούδης, ο Ιωάννης Κυριακίδης, ο Χριστόδουλος Σώζος και ο Νεοκλής Ιωαννίδης ιδρύουν το "Λαϊκό Ταμειυτήριο Λεμεσού". Σκοπός τους η ενθάρρυνση της αποταμίευσης ανάμεσα στο κοινό και ιδιαίτερα τους εργαζομένους. Το ταμειυτήριο στεγαζόταν αρχικά σε ένα σπίτι στη Λεμεσό, σύντομα όμως, με την εμπιστοσύνη και την υποστήριξη του κοινού, άρχισε να δυναμώνει και απέκτησε το δικό του οίκημα στην οδό Αθηνών. Στα πρώτα 23 χρόνια της λειτουργίας του το Ταμειυτήριο δεχόταν καταθέσεις από "ένα σελίνι και άνω" και χορηγούσε δάνεια σε τρεχούμενους λογαριασμούς και γραμμάτια.

**1924:** Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, το Ταμειυτήριο μετατρέπεται σε πλήρη τράπεζα σύμφωνα με το νόμο Περί Δημόσιων Εταιρειών που είχε θεσπιστεί λίγο νωρίτερα. Έτσι, εγγράφεται η πρώτη δημόσια εταιρεία στην Κύπρο με την ονομασία «Λαϊκή Τράπεζα Λεμεσού Λτδ» και φέρει αύξοντα αριθμό 1. Αυτό το γεγονός επιβεβαιώνει πλήρως τη διορατικότητα των μελών του Συμβουλίου, το οποίο για πρώτη φορά μετατρέπει ίδρυμα σε δημόσια εταιρεία, προσφέροντας στο κοινό την ευκαιρία να την κάνει κτήμα του. Το κοινό έχει πλέον την ευκαιρία όχι μόνο να αποταμιεύει και να καταθέτει, αλλά και να επενδύει σε μετοχές της τράπεζάς του. Η καινοτομία αυτή δίκαια χαρακτηρίστηκε ως το πρώτο έναυσμα για την ίδρυση του Χρηματιστηρίου στην Κύπρο.

**1924-1967:** Για 43 ολόκληρα χρόνια, η «Λαϊκή Τράπεζα Λεμεσού Λτδ» μεγαλώνει και αποκτά δυνάμεις, γεγονός που οφείλεται αναμφισβήτητα στην επίπονη εργασία όλων όσων πρωτοστάτησαν στην ίδρυση αυτού του Οργανισμού. Παρά τα δύσκολα μεταβατικά χρόνια από την αποικιοκρατία στην ανεξαρτησία, η Λαϊκή Τράπεζα της Λεμεσού κερδίζει την εμπιστοσύνη του κόσμου, του οικογενειάρχη, του δασκάλου, του εμπόρου. Εναποθέτουν σε αυτή όχι μόνο τα εισοδήματά τους, αλλά και τις ελπίδες και τα όνειρά τους για καλύτερες μέρες στο νησί.

**1967-1983:** Το 1967 η διοίκηση αποφασίζει την επέκταση των δραστηριοτήτων της σε ολόκληρο το νησί και τη μετονομασία της Τράπεζας σε «Λαϊκή Κυπριακή Τράπεζα» έτσι που να αντανakλά τον αληθινά παγκύπριο χαρακτήρα της. Η απόφαση δικαίωσε

---

<sup>81</sup> (Όμιλος Λαϊκής Τράπεζας, 2002-2013)

πλήρως τις προβλέψεις της διοίκησης, γιατί η μετέπειτα εξέλιξη της Τράπεζας ήταν πραγματικά θεαματική.

Πολύ σύντομα ανοίγει το πρώτο κατάστημα της Λαϊκής Κυπριακής Τράπεζας στη Λευκωσία, ακολουθούν τα εγκαίνια του πρώτου καταστήματος στην Αμμόχωστο, την Πάφο, τη Λάρνακα και την Κερύνεια. Το πρώτο κατάστημα πέρα από τα όρια της Κύπρου ανοίγει στο Λονδίνο.

Η δεκαετία του **1970-1980** ήτανε μια δεκαετία γεμάτη δράση, επέκταση εντός και εκτός του κυπριακού χώρου και διαρκή άνοδο. Τα χρόνια αυτά σηματοδοτούνται από την ίδρυση των εξηρημένων εταιρειών για χρηματοδοτήσεις και ασφάλειες. Στις αρχές, επίσης, της ίδιας δεκαετίας η Hongkong Bank, ένα από τα μεγαλύτερα τραπεζικά συγκροτήματα στον κόσμο, εξαγοράζει το 21,16% της Τράπεζας. Η συνεργασία αυτή δίνει τη δυνατότητα στον Όμιλο να αναπτυχθεί ραγδαία σε όλους τους τομείς τόσο στην Κύπρο όσο και το εξωτερικό και να καταστεί ένας αυτόνομος και ισχυρός οργανισμός.

Το **1983** η Λαϊκή Τράπεζα αναλαμβάνει τις εργασίες της Τράπεζας Γκρίντλεους στην Κύπρο, της αρχαιότερης και μεγαλύτερης ξένης τράπεζας και της τρίτης σε μέγεθος σ' ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα, γνωστής για την εξαιρετική οργάνωση και τα προηγμένα συστήματα εργασίας. Δικαιολογημένα το γεγονός αυτό χαρακτηρίστηκε ως το σημαντικότερο στη σύγχρονη τραπεζική ιστορία της Κύπρου.

Την ίδια χρονιά ιδρύεται το Πολιτιστικό και Εκπαιδευτικό Κέντρο της Λαϊκής Τράπεζας ένας φιλόξενος, πολυλειτουργικός και προοδευτικός χώρος που έμελλε να σφραγίσει όχι μόνο την πολιτιστική ζωή της πρωτεύουσας, αλλά και ολόκληρου του νησιού.

**1984-1990:** Το 1984 μέσα στο πνεύμα της ανθρωποκεντρικής της φιλοσοφίας και της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, η Λαϊκή Τράπεζα ιδρύει το Σπόρτιγκ Κλάπ, ένα κέντρο ψυχαγωγίας του προσωπικού, όπου τα μέλη και οι οικογένειές τους μπορούν να ξεκουραστούν, ν' ασκηθούν στα σπορ της προτίμησής τους.

Το **1987** εισάγονται και λειτουργούν από τη Λαϊκή Τράπεζα οι πρώτες αυτόματες ταμειακές μηχανές, ανοίγοντας έτσι νέους ορίζοντες στην τραπεζική εξυπηρέτηση και στη διευκόλυνση του κοινού χάρη στην 24-ωρη λειτουργία τους.

Τον Απρίλιο του **1989** ιδρύθηκε η εξηρημένη εταιρεία Λαϊκή Επενδυτική με κύριο στόχο την προσφορά υπηρεσιών τύπου τράπεζας επενδύσεων, που περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων χρηματιστηριακές και επενδυτικές εργασίες, καθώς και συμβουλευτικές υπηρεσίες.



**1991- 2006:** Ιδρύεται μια νέα εξαρτημένη εταιρεία του Συγκροτήματος με την ονομασία Λαϊκή Φάκτορς. Μέσω της εταιρείας αυτής προσφέρεται, για πρώτη φορά στην Κύπρο, η υπηρεσία factoring (αγορά εισπρακτέων λογαριασμών) προσαρμοσμένη στα κυπριακά δεδομένα, εμπλουτίζοντας το ευρύ φάσμα υπηρεσιών που προσφέρει το Συγκρότημα στον Κύπριο επιχειρηματία.

Το **1991** λειτουργεί το πρώτο κατάστημα της Ευρωπαϊκής Λαϊκής Τράπεζας στην Αθήνα, στην οδό Πανεπιστημίου. Γεγονός ορόσημο στην πορεία του Συγκροτήματος, αφού ανοίγει το δρόμο για περαιτέρω επέκταση στον ελλαδικό χώρο και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Το κατάστημα στελεχώθηκε με άρτια καταρτισμένο προσωπικό και εξοπλίστηκε με σύγχρονα τεχνολογικά μέσα, στοιχεία που αποτελούν εχέγγυα για παροχή εξυπηρέτησης υψηλού επιπέδου.

Το **1995** λειτουργεί η νέα εταιρεία Ασφαλειών Ζωής CYPRIALIFE. Στόχος της νέας αυτής ασφαλιστικής εταιρείας είναι η προσφορά πρωτοποριακών ασφαλιστικών σχεδίων, προσαρμοσμένων στις ανάγκες κάθε ξεχωριστού πελάτη. Παράλληλα η Λαϊκή Ασφαλιστική επεκτείνει περαιτέρω τις εργασίες της με την απόκτηση των χαρτοφυλακίων των ασφαλιστικών εταιρειών Aeolos Insurance και Ν.Π.Λανίτης.

Την ίδια χρονιά λειτουργούν τα πρώτα Γραφεία Αντιπροσωπείας της Τράπεζας στη σε Νότιο Αφρική και στον Καναδά.

Το **2001** ιδρύεται θυγατρική εταιρεία στην Αυστραλία με την επωνυμία Λαϊκή Τράπεζα (Αυστραλίας) Λτδ.

Το **2005** ιδρύεται στο Guernsey τράπεζα με την επωνυμία Laiki Bank (Guernsey) Ltd την ίδια χρονιά εξαγοράζεται η σερβική τράπεζα Centrobanka a.d., η οποία μετονομάστηκε σε Laiki Bank a.d. και αργότερα σε Marfin Laiki JSC Belgrade.

**2007 – 2009:** Επιτυχής ολοκλήρωση της συγχώνευσης τριών Ομίλων: Marfin, Εγνατίας και Λαϊκής. Ο νέος Όμιλος Marfin Popular Bank επεκτείνει τη δραστηριότητά του στις αγορές της Ρωσίας, της Ουκρανίας, της Ρωσίας της Μάλτας και της Εσθονίας, εξασφαλίζοντας έτσι παρουσία σε 11 χώρες, με πάνω από 500 καταστήματα.

Σύμπραξη των ασφαλιστικών εταιρειών Laiki Cyprialife και Λαϊκή Ασφαλιστική με την CNP Assurances, το μεγαλύτερο Οργανισμό στον τομέα ασφαλειών ζωής στη Γαλλία και εκ των πέντε μεγαλύτερων στην Ευρώπη, με είκοσι εκατομμύρια ασφαλισμένους. Δημιουργείται ο νέος Όμιλος CNP-Marfin Insurance.

Ο Ραδιομαραθώνιος για παιδιά με ειδικές ανάγκες, η μεγαλύτερη κοινωνική πρωτοβουλία του Ομίλου, σε συνεργασία με το ΡΙΚ, συμπληρώνει 20 χρόνια ζωής, έχοντας συγκεντρώσει πέραν των τριάντα εκατομμυρίων ευρώ για το μεγάλο αυτό ανθρωπιστικό σκοπό.

### 6.1.3. ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ

**1991:** Ιδρύεται η Εγνατία Τράπεζα, με έδρα τη Θεσσαλονίκη.

**1998:** Η Εγνατία Τράπεζα πλειοδοτεί στον διαγωνισμό της Α.Τ.Ε. για την εξαγορά της ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ.

**1999:** Την 30/7/1999 με την υπ' αριθμ. Κ2-8832 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης εγκρίθηκε η συγχώνευση με απορρόφηση της Εγνατία Τράπεζας Α.Ε από την Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος Α.Ε. Η 26/8/99 ήταν η πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της Εγνατία Τράπεζας στο Χ.Α.Α . Τον Ιούλιο του 1999 ολοκληρώθηκε η μετάβαση του συνόλου σχεδόν των εφαρμογών της Εγνατίας Τράπεζας και της πρώην Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος από τα Μηχανογραφικά συστήματα Hogan και Pulse αντίστοιχα, στο ολοκληρωμένο πελατοκεντρικό Τραπεζικό σύστημα Globus.

**2000:** Στα πλαίσια της στρατηγικής της Τράπεζας για διεξόδου στην αγορά της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, η Εγνατία Τράπεζα εξαγόρασε το 2000 τη Τράπεζα BNPDRESNER (ROMANIA) S.A η οποία μετονομάστηκε σε Egnatia Bank (Romania) S.A.

**2006:** Τον Μάρτιο του 2006 η Εγνατία Τράπεζα αποφάσισε να προβεί σε στρατηγική συμμαχία με τη Marfin Financial Group η οποία εξαγόρασε το 44,95% της Εγνατίας. Συμφωνία συγχώνευσης τριών Ομίλων: της Marfin Financial Group, του Ομίλου Εγνατίας Τράπεζας και της Λαϊκής Τράπεζας Κύπρου ύστερα από δημόσια πρόταση του ομίλου Λαϊκής προς τα Δ.Σ. των ομίλων Εγνατίας Τράπεζας και Marfin Financial Group. Οι όμιλοι της Λαϊκής-Εγνατίας-Marfin δημιουργούν τη MARFIN POPULAR BANK ενώ το εν Ελλάδι τμήμα ονομάζεται Marfin Egnatia Bank.

**2007:** Τον Μάρτιο του 2007 το Διοικητικό Συμβούλιο της Εγνατία Τράπεζας ενέκρινε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης δι' απορροφήσεως της Marfin Bank και της Λαϊκής Τράπεζας Ελλάδος από την Εγνατία Τράπεζα ενώ η Γενική Συνέλευση των μετόχων τον Ιούνιο.

## 6.2. MARFIN ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε

Η δημιουργία του τραπεζικού ιδρύματος Marfin Εγνατία Τράπεζα αποτελεί μια από τις σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές του ελληνικού τραπεζικού κλάδου τόσο γιατί είναι η μοναδική τριπλή Συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα αλλά και γιατί η μετεξέλιξη του συγκεκριμένου τραπεζικού Ομίλου έπαιξε σημαντικό ρόλο, σύμφωνα με κάποιους αναλυτές στη σημερινή οικονομική κατάσταση της Κύπρου. Η Marfin Εγνατία Τράπεζα προέκυψε από Συγχώνευση δια απορροφήσεως, καθώς η Εγνατία Τράπεζα απορρόφησε τα στοιχεία του Ενεργητικού και Παθητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων Λαϊκής και Marfin.

Η Marfin Εγνατία Τράπεζα αποτελεί θυγατρική της Marfin Popular Bank στην Ελλάδα και διαχειρίζεται τις δραστηριότητες του Ομίλου στην Ελλάδα και στη Ρουμανία, όπου αρχικά δραστηριοποιούταν η Τράπεζα Εγνατία. Από την άλλη πλευρά, η Marfin Popular Bank, στην οποία ανήκει η Marfin Εγνατία Τράπεζα κατά ποσοστό περίπου 95%, δραστηριοποιείται στο εξωτερικό και συγκεκριμένα στις χώρες παρουσίας της Λαϊκής Τράπεζας αλλά και της Marfin Bank.

Ο όμιλος που δημιουργήθηκε σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία του 2007, έτος ολοκλήρωσης της Συγχώνευσης απασχολούσε 5500 άτομα προσωπικό και διέθετε 250 καταστήματα ήδη από το πρώτο εξάμηνο του 2007, η πλειοψηφία αυτών σε Ελλάδα και Κύπρο. «Συγκεκριμένα, μετά από δελτία τύπου που εξέδωσε η Marfin Popular Bank, το α' εξάμηνο του 2007, τα καθαρά κέρδη μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας ανήλθαν σε €63,3 εκατ., αυξημένα κατά 49,7% έναντι του αντίστοιχου εξαμήνου του 2006 σε συγκρίσιμη βάση (proforma). Η σημαντική αυτή αύξηση της κερδοφορίας ήταν αποτέλεσμα της βελτίωσης των λειτουργικών εσόδων (+24,7%) και της συγκρατημένης εξέλιξης του λειτουργικού κόστους (+14,0%) παρά την πραγματοποίηση της τριπλής συγχώνευσης.

Τα Καθαρά Έσοδα από τόκους διαμορφώθηκαν σε €131,9 εκατ., αυξημένα κατά 33,8%. Η αύξηση αυτή αντικατοπτρίζει την διεύρυνση του περιθωρίου καταθέσεων, την αύξηση του ρυθμού επέκτασης των δανείων και τη συνεχιζόμενη στροφή του δανειακού χαρτοφυλακίου προς τη λιανική τραπεζική.

Τα Καθαρά Έσοδα από προμήθειες παρουσίασαν μείωση κατά 12,4% σε €59,2 εκατ., εξαιτίας της έκτακτου αποτελέσματος € 8 εκατ. από έσοδα επενδυτικής τραπεζικής κατά το 2006 καθώς και χρονική υστέρηση στην καταγραφή εσόδων.

Τα αποτελέσματα χρηματοοικονομικών πράξεων διαμορφώθηκαν σε €29,0 εκατ. Σημειώνοντας αύξηση κατά 142,9%, σημαντικά υψηλότερα σε σχέση με πέρσι κυρίως λόγω της ενίσχυσης των Διεθνών Κεφαλαιαγορών και της πιο αποτελεσματικής διαχείρισης του βιβλίου της Τράπεζας (treasury). Τα λειτουργικά έξοδα αυξήθηκαν κατά 14,0%. Ο δείκτης αποτελεσματικότητας (λειτουργικά έξοδα προς σύνολο εσόδων) σημείωσε σημαντική βελτίωση καθώς διαμορφώθηκε στο 49,0% από 53,5% το α' εξάμηνο 2006. Ειδικότερα οι δαπάνες προσωπικού αυξήθηκαν κατά 13,3%, και τα λοιπά λειτουργικά έξοδα κατά 18,4% σε σχέση με το αντίστοιχο εξάμηνο του 2007, ως αποτέλεσμα της σημαντικής επέκτασης της Τράπεζας, καθώς και έκτακτων εξόδων λόγω της τριπλής συγχώνευσης. Οι προβλέψεις για το α' εξάμηνο του 2007 διαμορφώθηκαν σε €26,1 εκατ. αυξημένες κατά 12,9% σε σχέση με το αντίστοιχο περσινό διάστημα.

Οι συνολικές χορηγήσεις της Τράπεζας (μετά από προβλέψεις) ανήλθαν σε €8,3 δις στο τέλος του α' εξαμήνου 2006 έναντι €6,3 δις την ίδια περίοδο, αυξημένες κατά 32,7%. Η σημαντική αύξηση οφείλεται στην ενίσχυση του εμπορικού ονόματος της Τράπεζας, την αύξηση της διείσδυσης στους καταναλωτές λόγω του ευρύτερου δικτύου και της επιθετικής διάθεσης νέων προϊόντων.

Οι καταθέσεις της Τράπεζας διαμορφώθηκαν σε €9,7 δις, 32,7% υψηλότερα, υποστηριζόμενες από την διάθεση νέων προϊόντων.

Το σύνολο του Ενεργητικού και των Ιδίων Κεφαλαίων ανήλθε σε €12,7 δις και €784,7 εκατομμύρια αντίστοιχα. Κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2007 η Marfin Egnatia Bank λειτούργησε 6 νέα καταστήματα στην Ελλάδα και 4 νέα καταστήματα στη Ρουμανία.»<sup>82</sup>

<sup>82</sup> (Marfin Egnatia Bank: Αποτελέσματα εξαμήνου, 2007)

### 6.3. ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Το οικονομικό περιβάλλον είναι πολύ ασταθές και δύσκολο να προβλεφθεί, το γεγονός αυτό οδηγεί συχνά τους χρηματοοικονομικούς ομίλους σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές με στόχο την ισχυροποίηση της θέσης τους. Ο όμιλος Marfin Popular Bank, που στην Ελλάδα του 2006 δραστηριοποιούταν υπό τον τίτλο Marfin Egnatia Bank, προέκυψε από την ανάγκη ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας και επίτευξης υψηλής ρευστότητας ώστε να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις του μέλλοντος.

Οι στόχοι που προσπάθησε να υλοποιήσει ο όμιλος Marfin Popular Bank ακολουθώντας στρατηγική ανάπτυξης αναλύονται εκτενέστερα παρακάτω:

- **Επέκταση της Τραπεζικής παρουσίας του Ομίλου στην Κύπρο**, την περίοδο πραγματοποίησης της Συγχώνευσης η Κύπρος αποτελούσε αγορά υψηλής συγκέντρωσης και κερδοφορίας. Ο όμιλος, διαβλέποντας πιθανή οικονομική ανάπτυξη, θεώρησε σωστή στρατηγική κίνηση την εδραίωση του ώστε να αξιοποιηθούν οι συνεχώς αυξανόμενες τραπεζικές εργασίες. Συγκεκριμένα, οι ευκαιρίες που προέκυψαν εκείνη την περίοδο για δάνεια κατοικίας, για έργα υποδομής, καθώς και για την ανάπτυξη ακινήτων υψηλών προδιαγραφών στην Κύπρο κρίθηκαν ιδιαίτερα ελκυστικές για τον υπό εξέταση όμιλο. Όπως ανέφερε ο Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος του ομίλου, Παναγιώτης Κούννης, «η σταθερή πορεία της κυπριακής οικονομίας αλλά και η ένταξη στην ευρωζώνη δημιούργησαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για τις κυπριακές τράπεζες. Το τραπεζικό σύστημα παρουσίαζε σημαντική αύξηση στις χορηγήσεις, όπως διαφαίνεται και από στοιχεία που δημοσίευσε η Κεντρική Τράπεζα (+24% τον Μάιο, +25% τον Ιούνιο και +27% τον Ιούλιο). Την πιστωτική επέκταση τροφοδοτούσε ο τομέας των κατασκευών, ο οποίος ήταν ιδιαίτερα ελκυστικός, αφού οι τιμές αν και είχαν αυξηθεί σημαντικά δεν ήταν υψηλότερες από τα ευρωπαϊκά πρότυπα. Η κτηματαγορά επωφελήθηκε, μεταξύ άλλων, από την ανάκαμψη της οικονομίας και από την ανάπτυξη σε διεθνές επίπεδο. Η Κύπρος αποτελούσε το 2007 ένα ελκυστικό επιχειρηματικό κέντρο. Τα χρόνια που είχαν προηγηθεί οι off shore καταθέσεις σημείωναν σημαντική άνοδο με αυξήσεις κατά 32% τον Μάιο του 2007 και κατά 42% τον Ιούλιο της ίδιας χρονιάς. Όσον αφορά στο μέλλον, με την υιοθέτηση του ευρώ

αναμένονταν νέες προκλήσεις για τις κυπριακές τράπεζες σε θέματα τόσο ανταγωνισμού όσο και αναπλήρωσης εισοδημάτων τα οποία θα χάνονταν.»<sup>83</sup>

- **Επέκταση των εργασιών της Διεθνούς Τραπεζικής**, το μέγεθος της διεθνούς αγοράς ώθησε τον όμιλο Marfin Popular Bank να επεκταθεί ώστε να καλύψει τη διεθνή ανάγκη για διεκπεραίωση τραπεζικών εργασιών, που έχει δημιουργηθεί λόγω της ενσωμάτωσης των κύριων αναπτυσσόμενων αγορών εντός της παγκόσμιας οικονομίας. Δεδομένου ότι η Διεθνής Τραπεζική απαιτεί την ελάχιστη φυσική παρουσία για τη λειτουργία της, το επίπεδο των επενδύσεων κεφαλαίου που απαιτείται είναι περιορισμένο, γεγονός που ενισχύει τις δυνητικές αποδόσεις. «Η μεγαλύτερη σήμερα πρόκληση για την κυπριακή οικονομία είναι ακριβώς οι εταιρείες με διεθνείς δραστηριότητες που επιλέγουν την Κύπρο ως χώρο για διεξαγωγή μέρους των εργασιών τους. Η Κύπρος, λόγω της γεωγραφικής της θέσης, εξαιτίας της ένταξής της στην Ευρωπαϊκή Ένωση και χάρη στη θετική εξέλιξη της οικονομίας και στην οργανωμένη υποδομή που διαθέτει σε υπηρεσίες (δικηγόρων, λογιστών, τραπεζών κ.ά.), αλλά και λόγω του ανταγωνιστικού φορολογικού καθεστώτος, διαθέτετε όλα τα εχέγγυα για να καταστεί ένα διεθνές αξιόπιστο χρηματοοικονομικό κέντρο. Στην MPB είχε ήδη ολοκληρωθεί ριζική αναδιοργάνωση των International Business Centres με ενίσχυση του προσωπικού, εγκατάσταση νέων ηλεκτρονικών συστημάτων και εξειδίκευση σε όλα τα θέματα που άπτονται του συγκεκριμένου τομέα, με στόχο την πλήρη κάλυψη των αναγκών των πελατών και την προσφορά ευέλικτων λύσεων μέσα και από το διευρυμένο δίκτυο που είχε αναπτύξει σε παγκόσμια βάση.»<sup>84</sup>
- **Αξιοποίηση της υφιστάμενης πελατειακής βάσης της Διεθνούς Τραπεζικής**, με σκοπό την εξασφάλιση υψηλότερης προστιθέμενης αξίας στους τομείς δραστηριοτήτων του Ομίλου. Η Διεθνής Τραπεζική του Ομίλου, με βάση την Κύπρο, καθώς και ο τομέας ναυτιλιακών εργασιών, με βάση την Ελλάδα, δίνουν στον Όμιλο άμεση και συνεχή πρόσβαση σε μια αναπτυσσόμενη και άκρως ελκυστική πελατειακή βάση. Ο Όμιλος αναμένει σημαντικές δυνατότητες αξιοποίησης της συγκεκριμένης πελατειακής βάσης προς την επίτευξη αυξανόμενης κερδοφορίας σε τομείς με υψηλότερη προστιθέμενη αξία. Ο Όμιλος σκοπεύει να αναπτύξει μια ολοκληρωμένη προσφορά υπηρεσιών, που θα απευθύνονται στην εν λόγω πελατεία,

---

<sup>83</sup> (Κοτζαμάνης, 2007)

<sup>84</sup> (Κοτζαμάνης, 2007)

συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, την επέκταση της πίστωσης, καθώς και την προσφορά προϊόντων κεφαλαιαγοράς. Κατά την άποψη της Διοίκησης, η προσφορά της παραπάνω δέσμης υπηρεσιών, σε συνδυασμό με την επιλεκτική τοπική παρουσία του Ομίλου σε χώρες του εξωτερικού, θα επιτρέψει τη μεγιστοποίηση των δυνατοτήτων διείσδυσης στις αγορές των χωρών αυτών, και κατ' επέκταση την αύξηση της κερδοφορίας της.

- **Ενίσχυση της αποδοτικότητας των λειτουργιών του Ομίλου**, η Διοίκηση του ομίλου Marfin διέκρινε πως υπήρχαν δυνατότητες ευθυγράμμισης και ενοποίησης των εργασιών που θα ήταν δυνατό να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητα και να επιφέρουν σημαντικές μειώσεις στο λειτουργικό κόστος.
- **Ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης για να εξασφαλιστεί η περαιτέρω στρατηγική ανάπτυξη**, η δυναμική του Ομίλου εξελίχθηκε βασιζόμενη σε τρεις άξονες: ανάπτυξη των στοιχείων ενεργητικού και εσόδων, περιορισμό των εξόδων και βελτίωση στην ποιότητα των χορηγήσεων. Αυτές οι τάσεις είναι προφανείς σε όλους τους γεωγραφικούς τομείς στους οποίους δραστηριοποιούταν ο νέος Όμιλος αυξάνοντας σημαντικά τις πιθανότητες για βελτίωση της κερδοφορίας.

#### 6.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Ο όμιλος Λαϊκής Τράπεζας στις **19 Σεπτεμβρίου 2006** κατέθεσε προαιρετική δημόσια πρόταση προς τα Διοικητικά Συμβούλια των τραπεζικών ιδρυμάτων «Marfin Bank» και «Εγνατία Τράπεζα». Οι δημόσιες προτάσεις διατυπώθηκαν ως εξής:

- **Δημόσια πρόταση προς Εγνατία Τράπεζα<sup>85</sup>:**

«Η Δημόσια Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης (Λίμιτεδ) με την επωνυμία «ΛΑΪΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ», με έδρα την Κύπρο, απευθύνει την παρούσα Δημόσια Πρόταση προς όλους τους κατόχους κοινών και προνομιούχων Μετοχών ονομαστικής αξίας €1,17 καθώς και τους δικαιούχους ομολογιών μετατρέψιμων σε κοινές και προνομιούχες μετοχές της ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.»

Η Δημόσια Πρόταση αφορούσε το 100% των μετοχών καθώς και των μετατρέψιμων ομολογιών. Η Λαϊκή Τράπεζα δεσμεύτηκε να αποκτήσει το σύνολο των προσφερόμενων μετοχών, δηλαδή ανώτατο αριθμό 93.558.439 κοινές Μετοχές και 11.165.504 προνομιούχες μετοχές. Την ίδια δέσμευση διατηρεί και για τις μετατρέψιμες ομολογίες, τις οποίες προτίθεται να αποκτήσει στο σύνολό τους, δηλαδή 298.160 ομολογίες μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές και 76.660 ομολογίες μετατρέψιμες σε προνομιούχες μετοχές.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τον ακριβή αριθμό μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών στις οποίες απευθύνεται η πρόταση.

---

<sup>85</sup> (Όμιλος Λαϊκής, Οκτώβριος 2006)



**Πίνακας 6.4-1: Αριθμός μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών στις οποίες απευθύνεται η πρόταση προς την Εγνατία Τράπεζα**

Πηγή: (Όμιλος Λαϊκής, Οκτώβριος 2006)

Κοινές μετοχές	93.260.279
Ομολογίες μετατρέψιμες σε κοινές μετοχές	298.160
<b>Σύνολο κοινών μετοχών και ομολογιών μετατρέψιμων σε κοινές μετοχές</b>	<b>93.558.439</b>
Προνομιούχες μετοχές	11.088.844
Ομολογίες μετατρέψιμες σε προνομιούχες μετοχές	76.660
<b>Σύνολο προνομιούχων μετοχών και ομολογιών μετατρέψιμων σε προνομιούχες μετοχές</b>	<b>11.165.504</b>
<b>Σύνολο κοινών μετοχών και ομολογιών μετατρέψιμων σε κοινές μετοχές και προνομιούχων μετοχών και ομολογιών μετατρέψιμων σε προνομιούχες μετοχές</b>	<b>104.723.943</b>

Το προσφερόμενο αντάλλαγμα που δεσμεύτηκε να καταβάλει ο Όμιλος Λαϊκής ήταν 1,2090 μετοχές της για κάθε μετοχή και μετατρέψιμη ομολογία της Δημόσιας Πρότασης. Η τιμή έκδοσης των μετοχών του Ομίλου Λαϊκής ήταν 5,21 € και αποτέλεσε την τιμή εκδόσεως των νέων μετοχών. Επομένως, η αξία των μετοχών και των μετατρέψιμων ομολογιών ανήλθε στα 6,30 ανά μετοχή και ανά μετατρέψιμη ομολογία.

- **Δημόσια Πρόταση προς Marfin Bank<sup>86</sup>:**

«Η Δημόσια Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης (Λίμιτεδ) με την επωνυμία «ΛΑΪΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ», με έδρα την Κύπρο, απευθύνει την παρούσα Δημόσια Πρόταση προς όλους τους κατόχους κοινών και προνομιούχων Μετοχών ονομαστικής αξίας € 7,89 έκαστης της Marfin Financial Group A.E Συμμετοχών.» Η Δημόσια Πρόταση αφορούσε στο 100% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας, δηλαδή ο όμιλος Λαϊκής δεσμεύτηκε να αποκτήσει ανώτατο όριο 53.832.304 μετοχών, εκ των οποίων οι 53.824.877 είναι ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και 7.427 ενδέχεται να προκύψουν από την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ομολογιών Μετατρέψιμων Ομολογιακών Δανείων και να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη διάρκεια της Περιόδου Αποδοχής. Ο όμιλος Λαϊκής προσφέρθηκε να καταβάλει για κάθε μετοχή της Δημόσιας Πρότασης 5,7570 μετοχές της. Η τιμή έκδοσης των μετοχών της είχε υπολογιστεί σε € 5,21, η οποία αποτέλεσε την τιμή έκδοσης των νέων μετοχών. Η αξία των μετοχών και των μετατρέψιμων ομολογιών της εταιρείας ανήλθε συνεπώς στα 30€ ανά μετοχή.

Στις **8 Δεκεμβρίου 2006** εγκρίνεται η δημόσια πρόταση της Λαϊκής Τράπεζας από τα Διοικητικά Συμβούλια της Εγνατίας Τράπεζας και της Marfin. Λίγους μήνες αργότερα, στις **8 Ιουνίου 2007** έρχεται η έγκριση της Συγχώνευσης και από την Τράπεζα της Ελλάδος. Στις **21 Ιουνίου 2007**, μετά από ταυτόχρονη απόφαση των Γενικών Συνελεύσεων του συνόλου των μετόχων των τραπεζών Εγνατία, Marfin και Λαϊκή εγκρίθηκαν οι λεπτομέρειες της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της Εγνατίας Τράπεζας ώστε να καταστεί δυνατή η Συγχώνευση μέσω απορρόφησης των τραπεζών Λαϊκή και Marfin. Επιπλέον, ορίστηκε ως νέα επωνυμία της τράπεζας η «Marfin Εγνατία Τράπεζα Ανώνυμος Εταιρεία» και ως διακριτικός τίτλος «Marfin Εγνατία Τράπεζα» και «Marfin Egnatia Bank». Όλη η διαδικασία της Συγχώνευσης τηρήθηκε με ακρίβεια και εντός του πλαισίου που είχε οριστεί από το χρονοδιάγραμμα, με αποτέλεσμα στις **2 Ιουλίου 2007** να ξεκινήσει η λειτουργία της νέας τράπεζας.

---

<sup>86</sup> (Όμιλος Λαϊκής, 2006)

### 6.5. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Πολλοί μελετητές, όπως για παράδειγμα ο Golin (2001), έχουν εκφράσει την άποψη πως συγκρίνοντας τα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών με αυτά της ισχυρότερης τράπεζας στον κλάδο ή με ιστορικά στοιχεία της ίδιας τράπεζας είναι δυνατό να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με την πορεία και την απόδοσή της. Επίσης, μια τόσο προσεκτική μελέτη των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να συμβάλει στην ανακάλυψη των αδυναμιών και των δυνατών σημείων του τραπεζικού ιδρύματος. Παρόλα αυτά, η εξέταση των στοιχείων του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης δεν επιτρέπει την εξαγωγή ορθών συμπερασμάτων καθώς τα ποσά καταγράφονται ως απόλυτα μεγέθη. Για να αναλυθεί για παράδειγμα, η αποδοτικότητα μιας τράπεζας πρέπει να διασαφηνιστεί ποιά από τα στοιχεία του Ενεργητικού παρήγαν αυτό το αποτέλεσμα. «Επομένως, για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων κρίνεται απαραίτητη η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών για την αξιολόγηση της οικονομικής θέσης και των προοπτικών του τραπεζικού ιδρύματος. Το είδος αυτό της ανάλυσης παρέχει μια σημαντική μέθοδο ερμηνείας των σχέσεων μεταξύ των διαφόρων στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων. Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης των επιχειρήσεων. Πάντως, η ανάλυση με αριθμοδείκτες παρέχει μόνο ενδείξεις και είναι χρήσιμη για να αξιολογηθεί η οικονομική θέση και η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και η σύγκριση των αποτελεσμάτων της τόσο διαχρονικά όσο και με άλλες επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι οι αριθμοδείκτες παρέχουν ενδείξεις, είναι περισσότερο χρήσιμοι αν εξετάζονται σε συνδυασμό με το γενικό περιβάλλον και τη θέση κάθε επιχείρησης. Πρωταρχικός σκοπός των αριθμοδεικτών είναι να εντοπίζουν τις περιοχές που χρειάζονται μεγαλύτερη διερεύνηση. Ο τύπος της ανάλυσης που γίνεται με βάση τις λογιστικές καταστάσεις είναι δύο ειδών:

- Διεταιρική ανάλυση, εξετάζει και συγκρίνει τις εταιρείες τη μια με την άλλη ή εταιρείες σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς, όπως το μέσο όρο του κλάδου που οι εταιρείες ανήκουν.
- Διαχρονική ανάλυση, εξετάζει την πορεία μιας εταιρείας δυναμικά σε σχέση με το χρόνο.»<sup>87</sup>

<sup>87</sup> (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007)

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των τραπεζικών ιδρυμάτων πρέπει να αντιμετωπίζεται διαφορετικά από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις καθώς υπάρχουν διαφορετικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και ελλοχεύουν διαφορετικοί κίνδυνοι όπως για παράδειγμα, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο πιστωτικός κίνδυνος, συναλλαγματικός κίνδυνος, κίνδυνος αγοράς κ.α. Για την ανάλυση της περίπτωσης της «Marfin Egnatia Bank» χρησιμοποιήθηκαν οι κυριότερες κατηγορίες αριθμοδεικτών, όπως δείκτες αποδοτικότητας - κερδοφορίας, δείκτες ρευστότητας, δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, δείκτες ποιότητας ενεργητικού και επενδυτικής δραστηριότητας ώστε να διασαφηνιστούν οι δυνάμεις και οι αδυναμίες του νέου τραπεζικού σχήματος αλλά και να διερευνηθεί η ύπαρξη μηχανισμών άμυνας της τράπεζας απέναντι σε εξωτερικούς κινδύνους.

#### 6.6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΩΝ ΥΠΟ ΜΕΛΕΤΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Στο σημείο αυτό, πρόκειται να αναλυθούν και να αξιολογηθούν τα αποτελέσματα που προέκυψαν μέσω των χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη περίπτωσης της παρούσας εργασίας. Η επιλογή των χρηματοοικονομικών δεικτών που πρόκειται να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση της Συγχώνευσης, βασίζεται στα αποτελέσματα της Ανάλυσης Κυρίων Συνιστωσών (Principal Component Analysis) που πραγματοποιήθηκε από τους Zorounidis, Despotis, & Stavropoulou (1995) για την αξιολόγηση της απόδοσης των ελληνικών τραπεζών κατά το διάστημα 1989 - 1992. «Η Ανάλυση Κυρίων Συνιστωσών είναι μια μέθοδος που στην περίπτωση της αξιολόγησης τραπεζών, χρησιμοποιήθηκε για να αποκαλύψει τους πιο σημαντικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες που περιγράφουν καλύτερα τη συμπεριφορά των τραπεζών και έπειτα για να ομαδοποιήσει τις τράπεζες σε σχετικές κατηγορίες. Η Ανάλυση Κυρίων Συνιστωσών ανέδειξε τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια και την κερδοφορία ως κύριες συνιστώσες, αποτέλεσμα που επιβεβαιώνει ως ένα σημείο πως οι επιλεγθείσες ομάδες δεικτών είναι ενδεικτικές των βασικών πτυχών της τραπεζικής επίδοσης.»<sup>88</sup> Ακόμη, για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν και κάποιοι

---

<sup>88</sup> (Zorounidis, Despotis, & Stavropoulou, 1995)

επιπλέον δείκτες, οι οποίοι σύμφωνα με τη μελέτη της Κοσμίδου (2006) κρίνονται καθοριστικής σημασίας για τον τραπεζικό κλάδο.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που αναλύονται παρακάτω χωρίζονται στις εξής κατηγορίες: δείκτες αποδοτικότητας - κερδοφορίας, δείκτες ρευστότητας, δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και δείκτες ποιότητας ενεργητικού.

Ως αποδοτικότητα ορίζεται το οικονομικό αποτέλεσμα που προκύπτει από τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης πάντα σε συνάρτηση των κεφαλαίων που απασχολούνται για την πραγματοποίησή του. Για τη μέτρηση της αποδοτικότητας δηλαδή, χρησιμοποιείται το στοιχείο του κέρδους, το κριτήριο όμως αυτό για να αποκτήσει σημασία πρέπει να συσχετιστεί και με άλλα μεγέθη που έχουν σχέση με την επιχείρηση. Για την αξιολόγηση της Συγχώνευσης των τριών υπό μελέτη τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν μερικοί από τους βασικότερους δείκτες αποδοτικότητας όπως οι ROE, ROA, NIM κ.α.

«Ο δείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) μετράει το βαθμό αξιοποίησης των Ιδίων Κεφαλαίων, την ικανότητα δηλαδή της τράπεζας να χρησιμοποιεί τα ίδια Κεφάλαια (κεφάλαια μετόχων) με τρόπο τέτοιο ώστε να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (σε σχέση με τις άλλες τράπεζες), τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα άντλησης από την τράπεζα νέων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά, τα οποία θα εκμεταλλευτεί για την επέκταση και τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας της. Ο δείκτης ROE μπορεί να αναλυθεί ως εξής:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

ή αναλυτικότερα,

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Έσοδα Εκμετάλλευσης}} \times \frac{\text{Έσοδα Εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Κεφαλαίων}}$$

Ο πρώτος όρος του κλάσματος είναι γνωστός ως δείκτης περιθωρίου κέρδους και δείχνει το ποσοστό των εσόδων τα οποία μένουν στην τράπεζα ως καθαρά κέρδη. Ο

δεύτερος όρος είναι ο δείκτης εκμετάλλευσης ενεργητικού, ο οποίος εκφράζει τα συνολικά έσοδα ως ποσοστό του Ενεργητικού και δείχνει σε τι ποσοστό η επιχείρηση «εκμεταλλεύεται» τα περιουσιακά της στοιχεία για να δημιουργήσει έσοδα. Ο τρίτος όρος είναι ο πολλαπλασιαστής ιδίων ή δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων της τράπεζας καλύπτεται με ξένα κεφάλαια. Η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων αυξάνεται με την αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αλλά παράλληλα αυξάνεται και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος.»<sup>89</sup>

Με βάση τα αποτελέσματα της έρευνας είναι σαφές πως η Marfin Bank είχε μεγαλύτερη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες αλλά και μεγαλύτερη ικανότητα να παράγει κέρδη. Δεύτερη, σε απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων έρχεται η Εγνατία και τελευταία η Λαϊκή Τράπεζα. Η χαμηλή τιμή του δείκτη της Marfin Egnatia Bank κατά το 2008 ίσως οφείλεται στην προσπάθεια τόνωσης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζικών ιδρυμάτων λόγω της οικονομικής κρίσης, άλλωστε χαμηλότερες από το συνηθισμένο του δείκτη παρουσιάστηκαν και για άλλες τράπεζες κατά την ίδια περίοδο. Πιο συγκεκριμένα, την υπό εξέταση περίοδο έγινε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Marfin Egnatia Bank επομένως, η αύξηση της καθαρής θέσης δικαιολογεί τη χαμηλή τιμή του δείκτη ROE.

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA) μετράει το βαθμό αξιοποίησης του Ενεργητικού, την ικανότητα δηλαδή της τράπεζας να «μετατρέψει» το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο αποδοτικότερη θεωρείται η τράπεζα. Υπολογίζεται ως εξής:

$$ROA = \frac{\text{Κέρδη μετά φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όπως αναφέρει και ο Golín (2001), οι τράπεζες ανάλογα με τις τιμές που λαμβάνει ο δείκτης ROA μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω κατηγορίες:

---

<sup>89</sup> (Αγγελίδης, 2009)

**Πίνακας 6.6-1: Αξιολόγηση τραπεζών με βάση το ROA**

Πηγή: (Golin, 2001)

ΤΙΜΗ ROA	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ
<0,5%	Αδύναμες
0,5% - 1%	Μέτριες
1% - 2%	Καλές
>2%	Πολύ καλές
>2,5%	Λειτουργία «Καρτέλ»

Λαμβάνοντας υπόψη αυτή τη θεωρία, η Λαϊκή Τράπεζα προ Συγχώνευσης παρουσιάζεται ως η πιο αδύναμη από τις τρεις με την Εγνατία να ακολουθεί και αυτή με απογοητευτικές τιμές για αυτό το δείκτη. Η μόνη τράπεζα που το 2006 κατατασσόταν στην κατηγορία «καλή τράπεζα», είναι η Marfin Bank. Μετά τη Συγχώνευση ο δείκτης της Marfin Egnatia Bank, ένα χρόνο μετά την ενοποίηση των Τραπεζών εξακολουθεί να κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Παρατηρώντας κανείς τους αριθμοδείκτες σε επίπεδο ομίλου, είναι σαφές ότι οι τιμές παρουσιάζονται σαφώς βελτιωμένες σε σχέση με τους αριθμοδείκτες σε επίπεδο τράπεζας, οι οποίοι μελετώνται στην παρούσα εργασία.

Ο δείκτης καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου μετρά το τραπεζικό καθαρό εισόδημα από τόκους αναλογικά με το κερδοφόρο ενεργητικό. Επηρεάζεται από παράγοντες όπως η αποταμιευτική τάση των καταναλωτών ή αντιθέτως η καταναλωτική τάση. Επίσης, σε αυτό το δείκτη αντανακλάται και ο έντονος ανταγωνισμός που είναι πιθανό να επικρατεί στον τραπεζικό κλάδο και ωθεί τις τράπεζες σε μικρά επιτοκιακά περιθώρια. Υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{NIM} = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα από τόκους}}{\text{Κερδοφόρο Ενεργητικό}}$$

Ο δείκτης καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου προ της Συγχώνευσης λάμβανε μεγαλύτερες τιμές για την Εγνατία Τράπεζα και τις χαμηλότερες για τη Marfin Bank. Η σχετικά υψηλή τιμή του δείκτη της Εγνατίας Τράπεζας σε σχέση πάντα με τα άλλα δύο τραπεζικά ιδρύματα μπορεί να οφείλεται σε μειωμένα επιτόκια καταθέσεων από την πλευρά της Εγνατίας. Συγκεκριμένα, ο δείκτης NIM έλαβε τιμές 3,3% για την Εγνατία

Τράπεζα, 2,9% για τη Λαϊκή Τράπεζα και τέλος 1,68% για τη Marfin Bank. Μετά τη Συγχώνευση, ο δείκτης της Marfin Egnatia Τράπεζα έλαβε τιμή περίπου 2% για το 2008.

Μια ακόμη παράμετρος της αποτελεσματικότητας ενός τραπεζικού ιδρύματος είναι η αποτελεσματικότητα του ανθρώπινου δυναμικού της και κατ' επέκταση η αποτελεσματικότητα της Διοίκησης στη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων. Επομένως, είναι σκόπιμο να εξετάζεται το ποσοστό συνεισφοράς ανά υπάλληλο στα Καθαρά έσοδα αλλά και στο Σύνολο του Ενεργητικού της τράπεζας. Δεδομένου ότι τα έξοδα μισθοδοσίας προσωπικού αποτελούν την κυριότερη μορφή εξόδων μιας τράπεζας, η αλόγιστη πρόσληψη προσωπικού είναι σημάδι αναποτελεσματικής διοίκησης. Συνεπώς, μεγάλες τιμές των δεικτών αυτών είναι περισσότερο επιθυμητές, υποδηλώνοντας μια αποτελεσματική διοίκηση που επιτυγχάνει τους στόχους της χωρίς υπεράριθμο προσωπικό και συνεπώς με μειωμένα έξοδα. Με βάση λοιπόν, τους δείκτες Καθαρά Έσοδα / Υπάλληλο και Σύνολο Ενεργητικού / Υπάλληλο διαφαίνεται πως την καλύτερη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού και το πιο παραγωγικό ανθρώπινο δυναμικό διέθετε προ Συγχώνευσης η Marfin Bank με μεγάλη μάλιστα διαφορά από τις υπόλοιπες συμμετέχουσες στη Συγχώνευση. Οι χαμηλές τιμές των δυο αυτών δεικτών που σημειώνει η Marfin Egnatia Bank αμέσως μετά τη Συγχώνευση, ίσως οφείλονται στο υπεράριθμο προσωπικό που προέκυψε από τη συνένωση τριών τραπεζικών ιδρυμάτων.

Δύο ακόμα δείκτες κερδοφορίας που αξίζει να υπολογιστούν είναι ο δείκτης Καθαρών Κερδών / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις), που υπολογίζει την κερδοφορία της τράπεζας σε σχέση με δύο βασικές πηγές κερδοφορίας του Ενεργητικού, τις χορηγήσεις και τις καταθέσεις. Εδώ, παρατηρείται η σαφής υπεροχή της Marfin Bank σε σχέση με τα υπόλοιπα τραπεζικά ιδρύματα που συμμετείχαν στη Συγχώνευση. Η Marfin Egnatia Bank το 2008 και λίγο μετά τη Συγχώνευση των τραπεζών παρουσιάζει πολύ χαμηλές τιμές του δείκτη, γεγονός που πιθανά οφείλεται στην απότομη αύξηση του Ενεργητικού της. Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται για το δείκτη Λειτουργικών Εξόδων / (Χορηγήσεις + Καταθέσεις), που υπολογίζει την αποδοτικότητα του τραπεζικού ιδρύματος. Ο συγκεκριμένος δείκτης δεν παρουσιάζει ιδιαίτερες αποκλίσεις μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων προ Συγχώνευσης αλλά και η νέα τράπεζα κινείται στα ίδια πλαίσια με τις συγχωνευθείσες.



Ο δείκτης λειτουργικής αποτελεσματικότητας, δείχνει τη σχέση των Εξόδων και του όγκου των Τραπεζικών Εργασιών (Εσόδων). Όσο υψηλότερα έξοδα τόσο μικρότερη η κερδοφορία για την Τράπεζα. Υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Κόστους Εσόδων} = \frac{\text{Έξοδα εκτός τόκων}}{(\text{Καθαρό Εισόδημα από τόκους} + \text{Έσοδα εκτός τόκων})}$$

Αναλύοντας τα αποτελέσματα της μελέτης είναι σαφές ότι η Εγνατία και η Λαϊκή Τράπεζα παρουσιάζουν πολύ καλές τιμές αυτού του δείκτη και η μόνη τράπεζα που παρουσιάζει χαμηλότερη κερδοφορία είναι η Marfin Bank με ποσοστό κοντά στο 40%. Μετά τη Συγχώνευση, η νέα τράπεζα εκτοξεύει την κερδοφορία της με την τιμή του δείκτη να αγγίζει το 99%.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφορούντων στοιχείων μιας εταιρείας, τα οποία εφόσον ρευστοποιηθούν σχετικά εύκολα αποτελούν πηγές κάλυψης αυτών των υποχρεώσεων. Το ζήτημα της ρευστότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι θεμελιώδες διότι τα χαμηλά επίπεδα ρευστότητας μπορεί να έχουν καταστροφικές συνέπειες για την τράπεζα. Η αδυναμία ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις της μπορεί να οδηγήσει την τράπεζα σε χρεοκοπία.

Κατ'αρχάς, ένας πολύ σημαντικός δείκτης επάρκειας που επιπλέον δίνει στοιχεία και για την επενδυτική δραστηριότητα του τραπεζικού ιδρύματος είναι ο δείκτης Μετρητών Διαθεσίμων / Συνολικές Καταθέσεις. Όπως αποδεικνύουν τα αποτελέσματα του δείκτη η Marfin Bank διαθέτει ικανοποιητικότερη σχέση μετρητών σε σχέση με τις συνολικές καταθέσεις, με αποτέλεσμα να εκτίθεται σε μικρότερο βαθμό σε κίνδυνο ρευστότητας. Συνήθως, τα ζητούμενα επίπεδα του δείκτη κυμαίνονται μεταξύ 30% και 45%, επομένως η Marfin βρίσκεται στο ανώτερο όριο του δείκτη σε αντίθεση με τις υπόλοιπες τράπεζες που υπολείπονται κατά μερικές ποσοστιαίες μονάδες τα επιθυμητά επίπεδα ρευστότητας.

Ένας ακόμη αριθμοδείκτης που επιτρέπει τη διερεύνηση της ρευστότητας ενός τραπεζικού ιδρύματος είναι ο δείκτης Δανείων προς Καταθέσεις, ο οποίος υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Δανείων προς Καταθέσεις} = \frac{\text{Χορηγήσεις}}{\text{Καταθέσεις}}$$

Στην παραπάνω σχέση, οι καταθέσεις αποτελούν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της τράπεζας καθώς συμπεριλαμβάνουν κυρίως καταθέσεις πελατών και πιστωτικών ιδρυμάτων. Από την άλλη πλευρά, οι χορηγήσεις αποτελούν μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού και αναφέρονται σε δάνεια που χορηγεί το τραπεζικό ίδρυμα. Αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες ρευστότητας καθώς φανερώνει σε ποιο βαθμό δεσμεύονται τα κεφάλαια των καταθετών για τη χορήγηση δανείων. Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα της έρευνας, η μη ισορροπημένη ανάπτυξη των χρηματοδοτικών και καταθετικών εργασιών οδήγησε το δείκτη δανείων προς καταθέσεις σε τιμές άνω του 100%. Συγκεκριμένα, η Marfin Egnatia Bank έχει αυξημένο τραπεζικό κίνδυνο καθώς ο δείκτης λαμβάνει τιμή 107,75%. Προ Συγχώνευσης, τις χαμηλότερες τιμές του δείκτη ελάμβανε η Marfin Bank με ποσοστό 46,9%. Οι τράπεζες Εγνατία και Λαϊκή παρουσίαζαν υψηλές τιμές του δείκτη, συγκεκριμένα 94,2% και 95,5% αντίστοιχα. Είναι προφανές ότι όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο περισσότερα κεφάλαια έχει η τράπεζα στη διάθεσή της τη δεδομένη χρονική στιγμή, και συνεπώς τόσο καλύτερη η ρευστότητά της. Βέβαια, στην περίπτωση που ο δείκτης είναι κατά πολύ υψηλότερος του μέσου όρου του κλάδου, γεγονός που λογικά υποδηλώνει μεγάλο αριθμό αναξιοποίητων διαθέσιμων κεφαλαίων, η επιχείρηση κατά πάσα πιθανότητα θυσιάζει μέρος των κερδών που θα της απέφερε η αξιοποίηση των κεφαλαίων αυτών. Γενικά, οι αποδεκτές τιμές του δείκτη για μικρές τράπεζες κυμαίνονται μεταξύ 80% - 90% ενώ για μεγάλες τράπεζες αναμένονται τιμές μικρότερες του 100%.

Στη συνέχεια, εξετάζεται ο δείκτης Ενεργητικό / Χορηγήσεις, ο οποίος δείχνει την αναλογία των δανείων που κατακρατεί η τράπεζα. Όπως φαίνεται και στον πίνακα των αποτελεσμάτων της μελέτης η Marfin Bank παρουσίαζε προ Συγχώνευσης την υψηλότερη τιμή του δείκτη, γεγονός που δηλώνει μικρότερο κίνδυνο αλλά και χαμηλότερη αποδοτικότητα. Η Marfin Egnatia Bank το 2008 παρουσίαζε σε αυτό το δείκτη ρευστότητας χαμηλότερη τιμή από το αναμενόμενο ίσως λόγω της απότομης αύξησης των περιουσιακών της στοιχείων λόγω της Συγχώνευσης.

Μια ακόμη κατηγορία δεικτών που πρέπει να διερευνείται για την εξαγωγή ορθών συμπερασμάτων σχετικά με την πορεία μιας Συγχώνευσης, είναι οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η χρησιμότητα των συμπερασμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση των συγκεκριμένων δεικτών είναι καθοριστική ιδιαίτερα για τα τραπεζικά ιδρύματα καθώς η διάρθρωση των κεφαλαίων τους επηρεάζει άμεσα τη ρευστότητά τους και συνδέεται με τον πιστωτικό κίνδυνο. Βασικό πλεονέκτημα του υπολογισμού

των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ότι αποκαλύπτουν στοιχεία για τον τρόπο με τον οποίο διαθέτει τα κεφάλαια της μια εταιρεία. Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς το Σύνολο του Ενεργητικού δείχνει τη σχέση Ιδίων Κεφαλαίων και στοιχείων του Ενεργητικού της Τράπεζας. Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει χαμηλή ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση, δηλαδή υψηλή αποδοτικότητα. Την καλύτερη εικόνα του δείκτη διατηρούσε το 2007 και πάλι η Marfin Bank με τιμές που άγγιζαν το 13,8%. Η Εγνατία Τράπεζα με τιμή δείκτη 7% κινούταν σε λογικά επίπεδα, από την άλλη πλευρά η Λαϊκή Τράπεζα παρουσίαζε χαμηλή αποδοτικότητα με ποσοστό 6,26%. «Ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Χορηγήσεις δείχνει την κεφαλαιακή επάρκεια και μετράει το βαθμό ασφάλειας της τράπεζας που παρέχεται από τα Ίδια Κεφάλαια απέναντι σε πιθανές ζημιές από Χορηγήσεις. Θεωρείται ότι παρέχει καλύτερη ένδειξη της κεφαλαιακής επάρκειας από το δείκτη Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού που συχνά χρησιμοποιείται για την κεφαλαιακή επάρκεια και ο οποίος δεν λαμβάνει τόσο υπόψη τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η τράπεζα. Χρησιμοποιώντας τις χορηγήσεις στον παρονομαστή, ο δείκτης Ίδια Κεφάλαια / χορηγήσεις διαχωρίζει την κύρια πηγή κινδύνου (χορηγήσεις) από τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού. Όπως είναι φυσικό, υψηλές τιμές του δείκτη αυτού σημαίνουν μεγαλύτερη ασφάλεια και συνεπώς είναι περισσότερο επιθυμητές.»<sup>90</sup> Επομένως, η Marfin Bank λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του δείκτη και ίσως από τις υψηλότερες του τραπεζικού κλάδου το συγκεκριμένο έτος με ποσοστό 40,2% ενώ η Εγνατία Τράπεζα ακολουθεί με τιμή 9,9% και η Λαϊκή Τράπεζα με 8,3%. Η Marfin Εγνατία Τράπεζα λαμβάνει ποσοστό 5,7% ίσως λόγω των αυξημένων κινδύνων που ανέλαβε μετά τη Συγχώνευση. Ένας ακόμη δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας που δείχνει τη σχέση μεταξύ μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων πηγών χρηματοδότησης του τραπεζικού ιδρύματος είναι ο δείκτης Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις. Σε κάθε περίπτωση, είναι σαφώς θετικότερο για την τράπεζα να στηρίζεται σε Ίδια Κεφάλαια δηλαδή σε πηγές χρηματοδότησης που δεν εμπίπτουν σε παραμέτρους όπως για παράδειγμα, ο τραπεζικός πανικός. Επομένως, υψηλότερες τιμές του δείκτη δηλώνουν μεγαλύτερη ισχύ για την τράπεζα. Όπως φαίνεται και στα αποτελέσματα της έρευνας που παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα, η Marfin Bank για μια ακόμη φορά υπερέχει σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες με δείκτη Ιδίων Κεφαλαίων / Καταθέσεις στο 18,8%. Η Marfin Εγνατία Τράπεζα με 6,1% παρουσιάζει τη χαμηλότερη τιμή του δείκτη, γεγονός που πιθανά οφείλεται στη μεγάλη εισροή καταθέσεων μετά τη Συγχώνευση των τριών τραπεζών.

Οι αριθμοδείκτες Ποιότητας Ενεργητικού σκιαγραφούν τον υφιστάμενο πιστωτικό κίνδυνο αλλά και αυτόν που είναι πιθανό να προκύψει εξετάζοντας τις απαιτήσεις της

---

(Ζοπουνίδης, Κοσμίδου, & Πασιούρας, 2004)

τράπεζας. Οι αριθμοδείκτες αυτοί είναι ιδιαίτερα σημαντικοί καθώς κρίνεται αρκετά δύσκολη υπόθεση η αξιολόγηση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων. Μια τράπεζα με πολλές επισφάλειες δηλαδή, θεωρείται ότι διαθέτει χαρτοφυλάκιο κακής ποιότητας. Επομένως, γίνεται σαφής η αξία της δημιουργίας σωστών και ακριβών προβλέψεων για την πορεία της τράπεζας αλλά και για την αξιολόγηση της. Οι δείκτες που εξετάστηκαν στα πλαίσια της παρούσας εργασίας είναι ο δείκτης Προβλέψεων / Λειτουργικά Έσοδα καθώς και ο δείκτης Προβλέψεων / Σύνολο Ενεργητικού. Οι Προβλέψεις / Λειτουργικά έσοδα ουσιαστικά φανερώνει το ποσό των Λειτουργικών Εσόδων που μπορεί να προβλεφθεί. Όσο υψηλότερες τιμές εμφανίζουν οι συγκεκριμένοι δείκτες τόσο χειρότερη η Ποιότητα του Ενεργητικού, γεγονός που έχει αντίκτυπο στην αποδοτικότητα καθώς μειώνονται τα έσοδα από τόκους, επιβάλλονται υψηλότερες Προβλέψεις και τελικά μειώνονται τα καθαρά έσοδα.<sup>91</sup> Στις υπό εξέταση τράπεζες για μια ακόμη κατηγορία δεικτών υπερέχει η Marfin Bank. Τη χειρότερη εικόνα των δεικτών ποιότητας Ενεργητικού παρουσιάζει η Λαϊκή Τράπεζα με τιμές των δεικτών 31,9% και 0,83% αντίστοιχα, αρκετά μεγαλύτερες από το μέσο όρο του τραπεζικού κλάδου εκείνη την περίοδο.

Παρακάτω, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας όπως υπολογίστηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων κατά τα έτη 2006 (προ Συγχώνευσης) και 2008 (μετά τη Συγχώνευση). Τα αποτελέσματα αφορούν στα μεγέθη των τραπεζών και όχι των ομίλων.

---

<sup>91</sup> (Κοσμίδου, 2006)

Πίνακας 6.6-2: Αποτελέσματα Ανάλυσης Αριθμοδεικτών

ΔΕΙΚΤΕΣ	MARFIN BANK	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	MARFIN-ΕΓΝΑΤΙΑ BANK
ΕΤΟΣ	2006			2008
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ - ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ</b>				
ROE	0,082308	0,029516	0,004101	0,001726
ROA	0,011402	0,002067	0,000257	0,000063
NIM	0,01682	0,03339	0,029241	0,020288
Καθαρά Έσοδα / Υπάλληλο	112,839	5,633481	1,063041	0,439970
Σύνολο Ενεργητικού / Υπάλληλο	9896,102	2725,893	4136,294	6938,818
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / (Χορηγήσεις+Καταθέσεις)	0,015378	0,002166	0,000621	0,000114
Λειτουργικά έξοδα / (Χορηγήσεις+Καταθέσεις)	0,010455	0,021172	0,016554	0,012907
Δείκτης κόστους - εσόδων	0,404707	0,907207	0,963839	0,991170
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ</b>				
Διαθέσιμα / Σύνολο Καταθέσεων	0,454316	0,231817	0,274980	0,227034
Χορηγήσεις / Καταθέσεις	0,469161	0,94255	0,955725	1,077540
Σύνολο Ενεργητικού / Σύνολο Χορηγήσεων	2,906232	1,421062	1,339056	1,55303784
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ</b>				
Σύνολο Ι.Κ / Σύνολο Ενεργητικού	0,138533	0,070018	0,062671	0,036725
Σύνολο Ι.Κ / Χορηγήσεις	0,402609	0,099501	0,08392	0,057036
Σύνολο Ι.Κ / Καταθέσεις	0,188888	0,093784	0,080205	0,061458
<b>ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>				
Προβλέψεις / Λειτουργικά Έσοδα	0,113941	0,19139	0,319325	0,240165
Προβλέψεις / Σύνολο Ενεργητικού	0,003171	0,006478	0,008381	0,003882

---

## 7. ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

---

Η απόφαση της Συγχώνευσης ή Εξαγοράς ενός τραπεζικού ιδρύματος και κάθε επιχείρησης γενικότερα, αποτελεί κίνηση στρατηγικής σημασίας. Για το λόγο αυτό, πρέπει να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις ώστε να χαρακτηριστεί μια τέτοια απόφαση επιτυχής. Στην υπό εξέταση περίπτωση, οι τράπεζες που έλαβαν μέρος στη Συγχώνευση είχαν διαφορετικές ανάγκες, οι οποίες για να καλυφθούν απαιτούσαν μεγάλο κεφάλαιο. Η Marfin Bank είχε ισχυρή παρουσία στην εταιρική τραπεζική και τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων αλλά διέθετε το μικρότερο δίκτυο καταστημάτων, γεγονός που δεν επέτρεπε την περαιτέρω ανάπτυξη στον τομέα της λιανικής τραπεζικής. Από την άλλη πλευρά, η Εγνατία Τράπεζα διέθετε πολύ ισχυρή παρουσία στη λιανική τραπεζική τόσο στην ελληνική αγορά αλλά και στη Ρουμανία, όμως έδειχνε σημάδια στασιμότητας. Επιπλέον, σκόπευε στην αύξηση του μεριδίου αγοράς της στο corporate banking των μεγάλων επιχειρήσεων. Η Λαϊκή Τράπεζα την υπό εξέταση περίοδο ήταν σε χειρότερη κατάσταση από τις υπόλοιπες συμμετέχουσες της Συγχώνευσης ακολουθώντας πτωτική πορεία και αναζητούσε μια στρατηγική ανάκαμψης. Επομένως, η τριπλή Συγχώνευση των τραπεζών αποτέλεσε ιδανική λύση στρατηγικής σημασίας καθώς οι ανάγκες των τραπεζικών ιδρυμάτων εκείνη την περίοδο αλληλοσυμπληρώνονταν και η διευθέτησή τους άφηνε περιθώρια ανάπτυξης σε διεθνές επίπεδο για τη νέα τράπεζα που προέκυψε. Μέσω των συνεργιών και των συμπληρωματικών δραστηριοτήτων των τραπεζών, η τράπεζα που δημιουργήθηκε είχε τις προοπτικές να είναι ισχυρότερη, να προσφέρει όλο το φάσμα των τραπεζικών εργασιών τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο και να είναι πιο ανταγωνιστική στην αγορά.

Μετά από ανάλυση των οικονομικών αποτελεσμάτων των τραπεζών που έλαβαν μέρος στη συγκεκριμένη Συγχώνευση και μετά από σύγκριση τους με τα οικονομικά αποτελέσματα της νέας τράπεζας για το έτος που ακολούθησε τη Συγχώνευση, είναι σαφές ότι η Συγχώνευση είχε προοπτικές λόγω των συνεργιών αλλά τουλάχιστον για το πρώτο έτος πραγματοποίησής της δεν αποδείχτηκε κερδοφόρα σε επίπεδο τράπεζας. Η Marfin Bank προ Συγχώνευσης παρουσιάζεται πιο αποδοτική σε όλους τους τομείς σε σχέση με τις άλλες δύο τράπεζες παρά το γεγονός ότι ήταν η μικρότερη σε μέγεθος. Η Λαϊκή τράπεζα παρουσίαζε πτωτική πορεία ενώ η Εγνατία παρέμενε στάσιμη. Οι επιδιωκόμενες οικονομίες κλίμακας δεν είναι εμφανείς με βάση τους δείκτες κατά το πρώτο έτος της Συγχώνευσης, γεγονός που ίσως δικαιολογείται από το

αυξημένο λειτουργικό κόστος λόγω της ανάπτυξης του δικτύου καταστημάτων, του αυξημένου προσωπικού αλλά και των δαπανών που απαιτούνται για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της Συγχώνευσης. Επιπλέον, η χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια δικαιολογείται από την υιοθέτηση μιας επιθετικής πολιτικής που στόχο είχε την αύξηση της κεφαλαιακής και πελατειακής βάσης της νέας τράπεζας.

Παρά το γεγονός ότι τα αποτελέσματα των δεικτών αποκαλύπτουν μια μη αποδοτική Συγχώνευση και δεν αντανakλούν από το πρώτο έτος πραγματοποίησης της Συγχώνευσης τα αποτελέσματα των συνεργιών, από πλευράς επίτευξης στρατηγικού σχεδιασμού η τριπλή Συγχώνευση μπορεί να θεωρηθεί επιτυχημένη καθώς επιτυγχάνει με συνέπεια τους στόχους της Διοίκησης. Για την ακρίβεια, η συγκεκριμένη τραπεζική Συγχώνευση θα ήταν ίσως αδύνατο να πραγματοποιηθεί εάν δεν ήταν άρτια σχεδιασμένη από τη Marfin Investment Group, εταιρεία που υλοποίησε το πλάνο της Συγχώνευσης και διευκόλυνε την πραγματοποίησή της. Η Marfin Investment Group πριν την υποβολή της δημόσιας πρότασης είχε ήδη παρεισφρήσει τόσο στην Εγνατία όσο και στη Λαϊκή Τράπεζα, αποτελεί βέβαια και μητρική εταιρεία της Marfin Bank. Οι στρατηγικής σημασίας κινήσεις κατέστησαν τη Συγχώνευση φιλική, συνέβαλαν στην ταχύτερη ολοκλήρωσή της και δεν άφησαν περιθώρια ανάπτυξης μηχανισμών άμυνας από την πλευρά των υπόλοιπων τραπεζών καθώς η MIG συμμετείχε στα Διοικητικά Συμβούλια και των τριών τραπεζών.

Επιπλέον, η τριπλή Συγχώνευση κατάφερε να συμμορφώσει και τις τρεις τράπεζες με τα διεθνή πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Οι υπό εξέταση τράπεζες, προ Συγχώνευσης χαρακτηρίζονταν μικρού ή μεσαίου μεγέθους, γεγονός που έθετε σε κίνδυνο την πορεία τους καθώς ήταν δύσκολο να αντεπεξέλθουν στο συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνισμό. Επίσης, δεν ήταν σε θέση να διαπραγματευτούν με ευνοϊκότερους όρους και να αντλήσουν κεφάλαια με την ίδια ευκολία με τις ανταγωνίστριες τράπεζες. Ακόμα, το μέγεθός τους τις καθιστούσε ευάλωτες σε Εξαγορές. Η φιλική Συγχώνευση λειτούργησε με καλύτερους όρους και ισχυροποίησε τη θέση τους τόσο στον εγχώριο όσο και το διεθνή τραπεζικό κλάδο.

Συμπερασματικά, η Συγχώνευση των τραπεζών Εγνατία, Marfin και Λαϊκή εξυπηρέτησε άριστα τους σκοπούς των Διοικήσεων, αλλά σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία, τουλάχιστον κατά τον πρώτο χρόνο πραγματοποίησης της, σε επίπεδο τραπεζικού ιδρύματος δεν απέδωσε τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Το συμπέρασμα αυτό βέβαια, εξάγεται από την εξέταση συγκεκριμένων δεικτών που υπολογίστηκαν στα πλαίσια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής και αντικατοπτρίζουν μεμονωμένα στοιχεία της πορείας των τραπεζών.

## ΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alpha Bank*. (2013, Ιούνιος 28). Ανάκτηση Οκτωβρίου 2013, 17, από Alpha Bank Web site: [www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)
- Altunbas, Y., & Marques, D. (2007). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business* , 204-222.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. (1983). The Rationale Behind Interfirm Tender Offers. *Journal of Financial Economics* , 183-206.
- Chouliaras, V., & Athianos, S. (2013). Mergers and Acquisitions in the Greek Banking Sector-Addressing the profitability question. *Journal of Social Sciences* , 35-41.
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2011). *Financial Management-Theory and Practice*. South Western, Cengage learning.
- Eichengreen, B., & Gibson, H. (2001). Greek Banking at the Dawn of the New Millennium. In R. Bryant, N. Garganas, & G. Tavlas, *Greece's Economic Performance and Prospects* (pp. 545-601). Athens & Washington D.C: Bank of Greece and the Brookings Institution.
- Eurobank Ergasias*. (2013). Ανάκτηση Οκτώβριος 17, 2013, από Eurobank Web site: [www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* , 383-417.
- Fleischer Jr., A., & Mundheim, R. (1967). Corporate Acquisition by tender offer. *University of Pennsylvania Law Review* , Vol. 115, No. 3, pp.317-370.
- Fos, V., & Tsoutsoura, M. (2013). Shareholder Democracy in play: Career consequences of proxy contests.
- Golin, J. (2001). *The Bank Credit Analysis Handbook: A Guide for Analysts, Bankers and Investors*. John Wiley & Sons (Asia) Pre Ltd.
- Healy, P., Palepu, K., & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* , 135-175.
- Investopedia Definitions*. (n.d.). Retrieved from Investopedia: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- Kaplan, S. (1990). Campeau's Acquisition of Federated Value Destroyed or Value Added. *Journal of Financial Economics* , 191-212.
- Kaplan, S., & Weisbach, M. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *Journal of Finance* , 107-138.
- Katsos, G., & Lekakis, J. (1991). Trends and causes of Mergers and Acquisitions in Greece. *Spoudai, Vol.41, No.1* , pp. 26-39.



- Kitching, J. (1967). Why do mergers miscarry? *Harvard Business Review* , pp. 84-101.
- Kusewitt, J. (1985). An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal* , 151-169.
- Manne, H. (Apr., 1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy Vol. 73, No. 2* , 110-120.
- Marfin Egnatia Bank: Αποτελέσματα εξαμήνου.* (2007, Αύγουστος 29). Ανάκτηση Δεκέμβριος 2, 2013, από Capital: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- MARFIN Investment Group.* (2007). Ανάκτηση Νοέμβριος 26, 2013, από MARFIN Investment Group: <http://www.marfininvestmentgroup.com/>
- Meschi, M. (1997). *Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Survey.* United Kingdom: Centre for International Business Studies, South Bank University.
- Motis, J. (February 2007). Mergers and Acquisitions Motives.
- Mylonidis, N., & Kelnikola, I. (2005). Merging Activity in the Greek Banking System: A Financial Accounting Perspective. *South Eastern Europe Journal of Economics* , 121-144.
- National Bank of Greece.* (2012). Ανάκτηση Οκτώβριος 17, 2013, από National Bank of Greece Web site: [www.nbg.gr](http://www.nbg.gr)
- Proxy Contest.* (2012). Retrieved September 9, 2013, from money-zine: [www.money-zine.com](http://www.money-zine.com)
- ΡωC: Η πτώση στις Σ&E τραπεζών ήρθε για να μείνει.* (2013, Μάϊος 15). Ανάκτηση Οκτώβριος 21, 2013, από In Business News: [www.livester.gr](http://www.livester.gr)
- Resti, A., & Siciliano, G. (2000, June 14). Do bank acquisitions increase shareholders' wealth? A comparison between market-based and accounting-based performance indicators for some Italian banks. Rome, Italy.
- Rezitis, A. (2010). Evaluating the state of competition of the Greek banking industry. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* , 68-90.
- Rhoades, S. (1997). The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers. *Journal of Banking and Finance* , 273-291.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment Banking.* Wiley.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance.* McGraw-Hill Higher Education.
- Ruback, R. (1983). The Cities Service Takeover: A Case Study. *The Journal of Finance* , 319-330.
- Samuels, J., Wilkes, M., & Brayshaw, R. (1999). Financial Management & Decision Making. *International Thomson Business Press* .

- Sharma, D., & Ho, J. (2002). The impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* , 155-200.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Greenmail, White Knights and shareholders' interest. *Rand Journal of Economics* , Vol. 17, No. 3.
- Stuckey, J., & White, D. (1993, August). *When and when not to vertically integrate*. Ανάκτηση September 23, 2013, από McKinsey & Company: <http://www.mckinsey.com>
- Vennet, R. V. (1996). The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking & Finance* , 1531-1558.
- Weston, F., & Mansinghka, S. (1971). Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms. *The Journal of Finance* , 919-936.
- Zopounidis, C., Despotis, D., & Stavropoulou, E. (1995). Multiattribute Evaluation of Greek Banking Performance. *Applied Stochastic Models and Data Analysis* , 97-107.

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αγγελίδης, Γ. (2009, Οκτώβριος). *Αξιολόγηση Κερδοφορίας και Αποτελεσματικότητας των Ελληνικών Τραπεζών (2005-2008)*. Ανάκτηση Νοέμβριος 2013, από Επιστημονικό Μάρκετινγκ: <http://www.epistimonikomarketing.gr>
- Αντζουλάτος, Α. (2011). Τραπεζική-Τάσεις (πριν) και Προοπτικές (μετά την κρίση). Στο *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα* (σσ. 193-206). Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- Γεωργόπουλος, Ν. Β. (2006). *Στρατηγικό Μάνατζμεντ*. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.
- Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών, Δ. Σ. (2013). *Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.
- Εφημερίς της Κυβερνήσεως. (n.d.). *Φορολογικό καθεστώς συγχωνεύσεων, διασπάσεων, εισφοράς ενεργητικού και ανταλλαγής τίτλων μεταξύ εταιριών διαφορετικών Κρατών - Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλες διατάξεις*. Ανάκτηση Οκτώβριος 30, 2013, από e-forologia: [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)
- Ζοπουνίδης, Κ., Κοσμίδου, Κ., & Πασιούρα, Φ. (2004, Φεβρουάριος). *Συνεταιριστικές τράπεζες*. Ανάκτηση Σεπτέμβριος 22, 2013, από Επιστημονικό Μάρκετινγκ: <http://www.epistimonikomarketing.gr>
- Κοσμίδου, Κ. (2006, Ιούνιος). *Μια Χρηματοοικονομική Ανάλυση των Τραπεζικών Ιδρυμάτων σήμερα*. Ανάκτηση Οκτώβριος 2013, από Επιστημονικό Μάρκετινγκ: <http://www.epistimonikomarketing.gr>
- Κοτζαμάνης, Σ. (2007, Σεπτέμβριος 20). *Π. Κουννής: Αποδίδει ήδη η συγχώνευση στην Ελλάδα*. Ανάκτηση Νοέμβριος 20, 2013, από euro2day: [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

Κυριαζόπουλος, Γ., Ζησόπουλος, Δ., & Σαριγιαννίδης, Ν. (2009). Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων των τραπεζών στη διεθνή και την ελληνική οικονομία . *ΕΣΔΟ*, (σσ. 131-150). Φλώρινα.

Λεωτσάκος, Π. (2013, Ιούλιος 16). *Απομακρύνονται οι σκιές και διασφαλίζονται οι 4 συστημικές τράπεζες μέσω της επικαιροποίησης του αναθεωρημένου μνημονίου – Αμεσα Κυβέρνηση, ΤΧΣ, ΤτΕ προσδιορίζουν τους νέους στόχους με έμφαση NPLs και ανάπτυξη*. Ανάκτηση Οκτώβριος 21, 2013, από Banking News: <http://www.bankingnews.gr/>

Μελάς, Κ. (2012, Σεπτεμβρίου 25). *Η Ιστορία του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος: ο υπηρέτης*. Ανάκτηση Οκτωβρίου 11 , 2013, από scribd: [www.scribd.com](http://www.scribd.com)

Μελετών, Δ. Ο. (2012). *Νομισματική Πολιτική 2011-2012*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

Μπατσινίλας, Ε., & Πατατούκας, Κ. (2012). *Σύγχρονη Ανάλυση και Διερεύνηση των Οικονομικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης.

Ξανθάκης, Μ., & Αλεξάκης, Χ. (2007). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης.

Όμιλος Λαϊκής. (Οκτώβριος 2006). *Πληροφοριακό Δελτίο Προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης της "Λαϊκή Κυπριακή Τράπεζα Δημόσια Εταιρεία Λίμιτεδ" προς τους Μετόχους και Δικαιούχους Μετατρέψιμων Ομολογιών της "Εγνατία Τράπεζα Α.Ε"*. Λαϊκή Κυπριακή Τράπεζα.

Όμιλος Λαϊκής. (2006). *Πληροφοριακό Δελτίο Προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης της "Λαϊκή Κυπριακή Τράπεζα Δημόσια Λίμιτεδ" προς τους μετόχους της "Marfin Financial Group A.E. Συμμετοχών"*. Όμιλος Λαϊκής.

Όμιλος Λαϊκής Τράπεζας. (2002-2013). Ανάκτηση Νοέμβριος 26, 2013, από Cyprus Popular Bank Public Bank Co.Ltd: <http://www.laikibankgroup.com>

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

Παζάρσκης, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π., & Δρογαλάς, Γ. (2007). Μέθοδοι αξιολόγησης της επιτυχίας των Σ&Ε και η θεώρηση του τελικού αποτελέσματός τους από λογιστική σκοπιά. *Ημερίδα προς τιμή του Καθηγητή Αρ. Ιγνατιάδη του Τμήματος Λογιστικής Χρηματοοικονομικής-Πανεπιστήμιο Μακεδονίας*. Θεσσαλονίκη.

Παπαδάκης, Β. (2009, Μάρτιος). Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Η ελληνική εμπειρία. *Επιστημονικό Marketing* .

Παπαδάκης, Β. (2002). *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις-Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*. Αθήνα.

Παπαϊωάννου, Γ. (1998). *Συγχώνευση Πιστωτικών Ιδρυμάτων και Επιτροπή Ανταγωνισμού*. Αθήνα: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.

Σταϊκούρας, Χ., & Ντελής, Μ. (2006, Νοέμβριος). Το επίπεδο Ανταγωνισμού του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος. *Επιστημονικό Μάρκετινγκ* .

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


*Τράπεζα Πειραιώς*. (2013, Σεπτέμβριος 26). Ανάκτηση Οκτώβριος 17, 2013, από Τράπεζα Πειραιώς Web site: [www.piraeusbank.gr](http://www.piraeusbank.gr)

Τσαγκαράκης, Ν. (2010). Πανεπιστημιακές Παραδόσεις. Πειραιάς.

Φίλιππας, Ν. (2009). *Επενδύσεις*. Αθήνα: Ν&Σ Μπατσιούλας.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

 <b>ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.</b> <b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</b> <b>από 01 Ιανουαρίου 2006 έως 31 Δεκεμβρίου 2006</b> <b>(δημοσιευόμενα βάσει του ν. 2190, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενσωματωμένες και μί, κατά το ΔΑΠ)</b>																																																																																																														
<p>Το παρόντος στοιχεία και πληροφορίες στοχεύουν σε μία γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και το αποτέλεσμα της ΕΓΝΑΤΙΑΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ Α.Ε. και του ομίλου της. Ο αναγνώστης που επιθυμεί να αναλύσει ολοκληρωμένα στοιχεία της οικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων της, πρέπει να εφορμήσει πρόσβαση στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που προβλέπεται να Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα καθώς και στην ετήσια έκθεση του ορκωτού ελεγκτή λογιστή. Ενδεικτικά μπορεί να ανατρέξει στην διεύθυνση διαδικτύου της, όπου αναρτώνται τα εν λόγω στοιχεία.</p>																																																																																																														
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b> Διεύθυνση έδρας εταιρίας ΑΡ.Μ.Α.Ε. Αρμόδια εποπτική αρχή Ημερομηνία έκδοσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων από τις οποίες αντλήθηκαν τα στοιχεία στοιχεία Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής Ελεγκτική Εταιρεία Τύπος Έκθεσης Ελέγχου ελεγκτών Διεύθυνση διαδικτύου Εταιρίας	: Διοικητών 4, ΤΚ 54626, Θεσσαλονίκη : 607206806011 : Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Ανάπτυξης : 24 Ιανουαρίου 2007 : Νικόλαος Δουκοβάς, Α.Μ. ΣΟΕΛ 18701 : ΚΡΑΦΣ Κυρίαρχοι Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε. : Με σύμφωνη γνώμη - θέμα έμφασης οι ανέλεγκτες χρήσεις : <a href="http://www.egnatibank.gr">www.egnatibank.gr</a>																																																																																																													
<b>ΣΥΝΘΕΣΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ</b> Πρόεδρος & εκπαιδευτικό μέλος Αντιπρόεδρος & μη εκπαιδευτικό μέλος Διευθύνων Σύμβουλος & εκπαιδευτικό μέλος Εκπαιδευτικό μέλος Μη εκπαιδευτικό μέλος Μη εκπαιδευτικό ανεξάρτητο μέλος		: Βασίλειος Ν. Θεοφάνους : Αλέξανδρος Κ. Μπισκατσάκος : Ελευθέριος Α. Χολοδόπουλος : Ανδρέας Ε. Βυγιάντουλος : Ανδρόνικη Δ. Παλαμρέλλη : Παναγιώτης Κ. Βραυυράκης : Παναγιώτης Ι. Θεοφάνους : Δάσκαλος Β. Θεοφάνους : Μιχαήλ Α. Λαός : Κωνσταντίνος Δ. Λαός : Κωνσταντίνος Χ. Γραμματόπουλος																																																																																																												
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΞΕΛΟΓΙΣΜΟΥ</b> <b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b> Διαθέσιμα και καταθέσεις στην Κοινητή Τράπεζα Αποθέσεις κατά άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων Χαρτοφυλάκιο συναλλάξιμων Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις άλλα και προκαταβολές σε πελάτες (μετά από προβλέψεις) Καρτοφυλάκιο επενδύσεων Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις Συμμετοχές σε συγγενικές επιχειρήσεις Άλλα πάγια περιουσιακά στοιχεία Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία Άλλα στοιχεία ενεργητικού <b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b> <b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b> Υποχρεώσεις προς άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα Καταθέσεις πελατών και συγγενικές υποχρεώσεις προς τρίτους Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - υποχρεώσεις Εξοφλήσιμες χρεώσεις και λοιπές θνησκτικές υποχρεώσεις Προβλέψεις για ενδύσεις και βόθρη Λοιπές υποχρεώσεις Σύνολο υποχρεώσεων (α) Μετοχικό κεφάλαιο Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το όριο Λοιπά αποθεματικά και εφόδια νέων Καθαρή θέση μετόχων εταιρίας Αποψήσιμο μεσοπρόθεσμο Σύνολο Καθαρής θέσης (β) <b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (α+β)</b>	(Ποσά εκφραζόμενα σε γυλ. Ευρώ) <table border="1"> <thead> <tr> <th>ΟΜΙΛΟΣ</th> <th>ΤΡΑΠΕΖΑ</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>31 Δεκεμβρίου 2006</td> <td>31 Δεκεμβρίου 2005</td> </tr> <tr> <td>183.318</td> <td>108.028</td> </tr> <tr> <td>553.960</td> <td>585.721</td> </tr> <tr> <td>16.417</td> <td>13.037</td> </tr> <tr> <td>937</td> <td>937</td> </tr> <tr> <td>2.742.114</td> <td>2.601.090</td> </tr> <tr> <td>242.119</td> <td>241.995</td> </tr> <tr> <td>0</td> <td>41.496</td> </tr> <tr> <td>0</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>7.606</td> <td>7.264</td> </tr> <tr> <td>56.801</td> <td>44.162</td> </tr> <tr> <td>86.214</td> <td>52.581</td> </tr> <tr> <td><b>3.888.486</b></td> <td><b>3.898.311</b></td> </tr> <tr> <td>330.655</td> <td>277.022</td> </tr> <tr> <td>2.828.634</td> <td>2.758.631</td> </tr> <tr> <td>2.331</td> <td>2.331</td> </tr> <tr> <td>331.389</td> <td>308.852</td> </tr> <tr> <td>8.886</td> <td>8.315</td> </tr> <tr> <td>115.081</td> <td>81.353</td> </tr> <tr> <td>3.817.956</td> <td>3.437.591</td> </tr> <tr> <td>108.145</td> <td>107.940</td> </tr> <tr> <td>116.827</td> <td>116.827</td> </tr> <tr> <td>35.383</td> <td>32.838</td> </tr> <tr> <td>261.365</td> <td>258.810</td> </tr> <tr> <td>10.165</td> <td>7.287</td> </tr> <tr> <td><b>271.538</b></td> <td><b>258.819</b></td> </tr> <tr> <td><b>3.888.486</b></td> <td><b>3.898.311</b></td> </tr> </tbody> </table>	ΟΜΙΛΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ	31 Δεκεμβρίου 2006	31 Δεκεμβρίου 2005	183.318	108.028	553.960	585.721	16.417	13.037	937	937	2.742.114	2.601.090	242.119	241.995	0	41.496	0	0	7.606	7.264	56.801	44.162	86.214	52.581	<b>3.888.486</b>	<b>3.898.311</b>	330.655	277.022	2.828.634	2.758.631	2.331	2.331	331.389	308.852	8.886	8.315	115.081	81.353	3.817.956	3.437.591	108.145	107.940	116.827	116.827	35.383	32.838	261.365	258.810	10.165	7.287	<b>271.538</b>	<b>258.819</b>	<b>3.888.486</b>	<b>3.898.311</b>	<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ</b> (Ποσά εκφραζόμενα σε γυλ. Ευρώ) <table border="1"> <thead> <tr> <th>ΟΜΙΛΟΣ</th> <th>ΤΡΑΠΕΖΑ</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>01-31/12/2006</td> <td>01-31/12/2005</td> </tr> <tr> <td>201.383</td> <td>157.981</td> </tr> <tr> <td><b>100.946</b></td> <td><b>97.842</b></td> </tr> <tr> <td>183.437</td> <td>84.931</td> </tr> <tr> <td>54.588</td> <td>23.838</td> </tr> <tr> <td><b>12.277</b></td> <td><b>2.089</b></td> </tr> <tr> <td>42.321</td> <td>21.748</td> </tr> <tr> <td>166</td> <td>496</td> </tr> <tr> <td>9.148</td> <td>5.712</td> </tr> <tr> <td><b>3.889</b></td> <td><b>2.218</b></td> </tr> <tr> <td>158.941</td> <td>126.108</td> </tr> <tr> <td>19.675</td> <td>18.485</td> </tr> <tr> <td>70.064</td> <td>57.365</td> </tr> <tr> <td>34.859</td> <td>26.450</td> </tr> <tr> <td>8.777</td> <td>5.737</td> </tr> <tr> <td>0</td> <td>5.449</td> </tr> <tr> <td>0</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td><b>25.586</b></td> <td><b>11.889</b></td> </tr> <tr> <td><b>5.237</b></td> <td><b>3.970</b></td> </tr> <tr> <td>19.829</td> <td>7.639</td> </tr> <tr> <td>18.382</td> <td>7.638</td> </tr> <tr> <td>1.447</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>0,20</td> <td>0,21</td> </tr> <tr> <td>0,20</td> <td>0,08</td> </tr> <tr> <td>0,05</td> <td>0,05</td> </tr> </tbody> </table>	ΟΜΙΛΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ	01-31/12/2006	01-31/12/2005	201.383	157.981	<b>100.946</b>	<b>97.842</b>	183.437	84.931	54.588	23.838	<b>12.277</b>	<b>2.089</b>	42.321	21.748	166	496	9.148	5.712	<b>3.889</b>	<b>2.218</b>	158.941	126.108	19.675	18.485	70.064	57.365	34.859	26.450	8.777	5.737	0	5.449	0	0	<b>25.586</b>	<b>11.889</b>	<b>5.237</b>	<b>3.970</b>	19.829	7.639	18.382	7.638	1.447	0	0,20	0,21	0,20	0,08	0,05	0,05
ΟΜΙΛΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ																																																																																																													
31 Δεκεμβρίου 2006	31 Δεκεμβρίου 2005																																																																																																													
183.318	108.028																																																																																																													
553.960	585.721																																																																																																													
16.417	13.037																																																																																																													
937	937																																																																																																													
2.742.114	2.601.090																																																																																																													
242.119	241.995																																																																																																													
0	41.496																																																																																																													
0	0																																																																																																													
7.606	7.264																																																																																																													
56.801	44.162																																																																																																													
86.214	52.581																																																																																																													
<b>3.888.486</b>	<b>3.898.311</b>																																																																																																													
330.655	277.022																																																																																																													
2.828.634	2.758.631																																																																																																													
2.331	2.331																																																																																																													
331.389	308.852																																																																																																													
8.886	8.315																																																																																																													
115.081	81.353																																																																																																													
3.817.956	3.437.591																																																																																																													
108.145	107.940																																																																																																													
116.827	116.827																																																																																																													
35.383	32.838																																																																																																													
261.365	258.810																																																																																																													
10.165	7.287																																																																																																													
<b>271.538</b>	<b>258.819</b>																																																																																																													
<b>3.888.486</b>	<b>3.898.311</b>																																																																																																													
ΟΜΙΛΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ																																																																																																													
01-31/12/2006	01-31/12/2005																																																																																																													
201.383	157.981																																																																																																													
<b>100.946</b>	<b>97.842</b>																																																																																																													
183.437	84.931																																																																																																													
54.588	23.838																																																																																																													
<b>12.277</b>	<b>2.089</b>																																																																																																													
42.321	21.748																																																																																																													
166	496																																																																																																													
9.148	5.712																																																																																																													
<b>3.889</b>	<b>2.218</b>																																																																																																													
158.941	126.108																																																																																																													
19.675	18.485																																																																																																													
70.064	57.365																																																																																																													
34.859	26.450																																																																																																													
8.777	5.737																																																																																																													
0	5.449																																																																																																													
0	0																																																																																																													
<b>25.586</b>	<b>11.889</b>																																																																																																													
<b>5.237</b>	<b>3.970</b>																																																																																																													
19.829	7.639																																																																																																													
18.382	7.638																																																																																																													
1.447	0																																																																																																													
0,20	0,21																																																																																																													
0,20	0,08																																																																																																													
0,05	0,05																																																																																																													



<b>MARFIN BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>			
<b>ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ από 1η Ιανουαρίου 2006 μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2006</b>			
<b>(Δημοσιεύματα βάσει του Ν.2190, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κατά το ΔΛΠ)</b>			
<p>Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες σχετίζονται με μια γενική ανάλυση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της MARFIN BANK Α.Τ.Ε. Ο ανάγνωσης, που επιζητά να αντλήσει ολοκληρωμένη εικόνα της οικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων της εταιρείας, πρέπει να εφορμάται πρόβαση στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που προβλέπουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, καθώς και η έκθεση του ορκωτού ελεγκτή λογιστή στα γραφεία της Εταιρείας. Ενδεικτικά μπορεί να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτύου της, όπου αναρτώνται τα εν λόγω στοιχεία.</p>			
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ MARFIN BANK Α.Τ.Ε.</b>		<b>Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου</b>	
Διεύθυνση Έδρας	: Α. Κερκίρας 24, Μαρούσι, 151 25	Πρόεδρος	: Ανδρέας Θεοτόπουλος
ΑΡ.Μ.Α.Ε.	: 607905ΒΒ6118	Αντιπρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος	: Γεώργιος Ευαγροπούδης
Αρμόδια εποπτική αρχή	: Υπουργείο Ανάπτυξης, Τράπεζα Ελλάδος	Επικρατικό Μέλος	: Αντώνης Μυλιόπουλος
Ημερομηνία έγκρισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων (κατά τις οποίες αντλήθηκαν τα συνοπτικά στοιχεία)	: 26/2/2007	Επικρατικό Μέλος	: Φίλιππος Καραγιάννης
Ορκωτός ελεγκτής λογιστής	: Κωνσταντίνου Σωτήρης	Μη Επικρατικό Μέλος	: Ανδρέας Πλακογιάννης
Ελεγκτική εταιρεία	: GRANT THORNTON A.E.	Μη Επικρατικό Μέλος	: Εμμανουήλ Σουβίτσος
Τύπος έκδοσης ετήσιου ελεγκτών	: Με σύμφωνη γνώμη	Ανεξάρτητα Μη Επικρατικό Μέλος	: Γεώργιος Λαζαράκης
Διεύθυνση διαδικτύου εταιρείας	: www.marfingroup.gr	Ανεξάρτητα Μη Επικρατικό Μέλος	: Κωνσταντίνος Άλις
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ</b>		<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ</b>	
Ποσό σε χιλιάδες ευρώ		Ποσό σε χιλιάδες ευρώ	
	<b>31/12/2006</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>01/01-31/12/2006</b>
<b>Ενεργητικό</b>			<b>01/01-31/12/2005</b>
Ταμείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα	50.165	35.793	14.467
Αποθέσεις κατά άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων	626.900	359.007	17.015
Χρεώγραφα Εμπορικού Χαρακτήρα και λοιπά χρηματικά μέσα απαιτούμενα σε εύλογο χρόνο κατάστασης αποτελεσμάτων	162.068	255.612	36
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - απαιτήσεις	4.041	108	24.583
Δάνεια και χορηγήσεις σε πελάτες (μετά από προβλέψεις)	698.052	404.742	368
Χαρτοφυλάκιο επενδύσεων	249.126	149.113	2.919
Συμμετοχές σε θυγατρικές και συγγενείς επιχειρήσεις	211.200	25.350	250
Άλλα πάγια περιουσιακά στοιχεία	751	740	56.468
Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία	3.597	3.554	6.793
Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	22.901	23.197	4.799
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>2.628.701</b>	<b>1.257.216</b>	<b>8.484</b>
<b>Παθητικό</b>			
Υποχρεώσεις προς λοιπά πιστωτικά ιδρύματα	220.808	126.823	14.467
Καταθέσεις πελατών και συναφείς υποχρεώσεις προς πελάτες	1.487.874	1.057.345	17.015
Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα - υποχρεώσεις	726	81	36
Λοιπές υποχρεώσεις	37.776	14.461	24.583
Υπόχρεωση για παράγεις στο προσωπό λόγω εφόδου από την υπηρεσία	473	359	368
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων (α)</b>	<b>1.747.898</b>	<b>1.199.069</b>	<b>2.919</b>
Μισθωτό κεφάλαιο	144.957	43.636	250
Λοιπά στοιχεία παθητικού θέσης μετόχων εταιρείας	136.375	14.511	56.468
<b>Σύνολο καθαίρεσης Μέσης (β)</b>	<b>281.342</b>	<b>58.147</b>	<b>6.793</b>
<b>Σύνολο Παθητικού (α) + (β)</b>	<b>2.029.240</b>	<b>1.257.216</b>	<b>8.484</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΠΟΣΩΝ</b>		<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΒΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	
Ποσό σε χιλιάδες ευρώ		Ποσό σε χιλιάδες ευρώ	
	<b>31/12/2006</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>31/12/2006</b>
Σύνολο εισορών / εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες (α)	404.411	305.738	58.147
Σύνολο εισορών / εισροών από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(289.991)	(85.529)	23.132
Σύνολο εισορών / εισροών από χρηματοδοτικές δραστηριότητες (γ)	200.120	5.968	100.001
Καθαρή αύξηση / (μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα χρήσης (α) + (β) + (γ)	314.540	226.177	108.286
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα έναρξης χρήσης	314.540	226.177	(8.168)
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης	629.080	452.354	(356)
Καθαρή θέση λήξης χρήσης (31/12/2006 και 31/12/2005 αντίστοιχα)	<b>281.342</b>	<b>58.147</b>	<b>58.147</b>

- Σημειώσεις:**
- 1) Έχουν τηρηθεί οι λογιστικές αρχές οι οποίες υιοθετήθηκαν από την Τράπεζα, σύμφωνα με το Διεθνή Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.) όπως εφαρμόστηκαν κατά την προηγούμενη χρήση.
  - 2) Η τράπεζα έχει ελεγχθεί από τις φορολογικές αρχές μέχρι και τη χρήση που έκλεισε την 31-12-2006.
  - 3) Οι οικονομικές καταστάσεις της τράπεζας περιλαμβάνονται στις ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζει η εταιρεία «MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε.». Έδρα: Ελλάδα. Ποσοστό συμμετοχής στο Μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας: 100,00%.
  - 4) Δεν υφίσταται εμπόδιμα βάσει επί των παγίων περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας.
  - 5) Δεν υπάρχουν επείγουσες ή υπό διεκδίκηση καθώς και αποφασισθείσες ή διαπραγμαζόμενες υποθέσεις που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική λειτουργία της τράπεζας.
  - 6) Ο αριθμός αναρρυθγισμένων προσωπικών κατά την 31/12/2006 ανέρχεται σε 205 άτομα ενώ την 31η Δεκεμβρίου 2005 ήταν 172 άτομα.
  - 7) Από τις συναλλαγές με τα συνδεδεμένα μέρη, για το χρονικό διάστημα από 01.01.2006 έως 31.12.2006, προέκυψαν τα εξής ποσά: - με διευθυντικό σπλιτ και μέλη της Διοικήσεως: έσοδα 110 χιλ.ευρώ, έσοδα 1.737 χιλ. ευρώ σε των οποίων αμοιβές 1.269 χιλ.ευρώ - με λοιπά συνδεδεμένα μέρη: έσοδα 12.485 χιλ.ευρώ, έσοδα 5.275 χιλ. ευρώ. Τα υπόλοιπα, κατά την 31.12.2006, των απαιτήσεων και υποχρεώσεων από τις εν λόγω συναλλαγές έφτανε ως εξής: - με διευθυντικό σπλιτ και μέλη της Διοικήσεως: απαιτήσεις 5.617 χιλ. ευρώ, υποχρεώσεις 18.194 χιλ.ευρώ - με λοιπά συνδεδεμένα μέρη: απαιτήσεις 225.667 χιλ. ευρώ, υποχρεώσεις 264.810 χιλ. ευρώ.
  - 8) Η Τράπεζα η οποία είναι μη εισηγμένη εταιρεία στο Χ.Α. αποτελεί 100% θυγατρική εταιρεία της «MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ». Σύμφωνα με το ΔΛΠ 27(αναθεωρημένο του 2003) η Τράπεζα απαλλάσσεται από τη σύνταξη ενσωματωμένων οικονομικών καταστάσεων καθώς τόσο οι ατομικές καταστάσεις της όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών της ενσωματώνονται απευθείας με τη μέθοδο της αόλης ενσωμάτωσης και της συγγενούς εταιρείας με τη μέθοδο της καθαίρεσης στις οικονομικές καταστάσεις της «MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ», η οποία συντάσσει ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το ΔΠΧΠ οι οποίες είναι διαθέσιμες εκ το ευρύ κοινό.

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ  
ΑΝΔΡΕΑΣ ΘΕΟΤΟΠΟΥΛΟΣ  
Α.Δ.Τ. Κ 231260

Μαρούσι, 26η Φεβρουαρίου 2007  
Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ & ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ  
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΕΥΣΤΡΑΤΙΑΔΗΣ  
Α.Δ.Τ. ΑΑ 650295

ΕΚ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΩΣ  
ΕΠΥΡΟΣ ΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΣ  
Α.Δ.Τ. ΑΒ 656863



**MARFIN EGNATIA BANK**

MARFIN EGNATIA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.  
ΑΡ.ΜΑΕ 607206/Β/86/11

Δαυίδιων 4, ΤΚ 54626, Θεσσαλονίκη

**ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΧΡΗΣΗΣ από 01 Ιανουάριο 2008 έως 31 Δεκεμβρίου 2008**

(δημοσιεύματα βάσει του ν. 2190, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ενσωματωμένες και μη, κατά τα ΔΛΠ)

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, αποτελούν σε μία γενική επισήμανση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της ΜΑΡΦΙΝ ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑΣ Α.Ε. και του ομίλου της. Συνιστάται ιδιαίτερα στον αναγνώστη, πριν προβεί σε οποιαδήποτε είδους επενδυτική απόφαση ή άλλη συναλλαγή με την Τράπεζα, να αναζητήσει στην δικαστική διαδικασία της Τράπεζας, όπως αναγράφεται οι οικονομικές καταστάσεις, καθώς και η έκθεση ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή λογιστή.

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b>		<b>ΣΥΝΘΕΤΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΙΑ</b>	
Αρμόδιο Υπουργείο Νομάρχια	Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Ανάπτυξης	Πρόεδρος & μη εκτελεστικό μέλος	Βασίλειος Ν Θεοδωράκης
Διεύθυνση διεύθυνση	www.marfinbank.gr	Αντιπρόεδρος & μη εκτελεστικό μέλος	Αλεξάνδρος Κ. Παναγιωτόπουλος
Παραγωγή ετήσιων και τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων από τις οποίες αντράθηκαν τα στοιχεία & οι πληροφορίες	24 Μαρτίου 2009	Διευθυντής Σχέσεων & Εκτελεστικό μέλος	Ανδρέας Β. Παπαδόπουλος
Ομιλίες & οι πληροφορίες	Συμψηφία Α.Κωνσταντίνου, Α.Μ.ΣΟΕΛ 13671	Εκτελεστικό μέλος	Ευάγγελος Β. Μπουκουλάκης
Ελεγκτική εταιρία	Ιωάννης Γ. Λεός, Α.Μ.ΣΟΕΛ 24881	Μη εκτελεστικό μέλος	Ανδρέας Δ. Παναγιωτόπουλος
Τύπος Έκδοσης Ελεγκτών	Grant Thornton Α.Ε. (Α.Μ.ΣΟΕΛ 127)	Μη εκτελεστικό μέλος	Παναγιώτης Ι. Θεοδωράκης
	Με σύμφωνη γνώμη	Μη εκτελεστικό μέλος	Δάσκαλος Β. Θεοδωράκης
		Μη εκτελεστικό μέλος	Μιχαήλ Α. Φέρης

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΞΟΛΟΓΙΣΜΟΥ</b> (Ποσά εκφρασμένα σε μιλ. Ευρώ)				<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ</b> (Ποσά εκφρασμένα σε μιλ. Ευρώ)				
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</b>				<b>ΟΜΙΛΟΣ</b>				
	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007	1/1-31/12/2008	1/1-31/12/2007	1/1-31/12/2008	
Τομείο και διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα	1.483.754	686.464	1.287.480	474.968	570.095	159	970.254	
Αποθέσεις κατά πιστωτικούς ιδρυσμούς	1.210.235	1.633.596	1.668.072	2.092.706	(673.721)	(13)	(673.734)	
Δάνεια και προκαταβληθέντα σε πελάτες (μετά από πρόβλεψη)	13.003.410	9.648.283	12.206.304	8.654.923	296.374	146	296.520	
Παραγόμενα χρηματοοικονομικά μέσα - απορροφήσιμα	83.485	10.356	87.137	10.320	187.454	2.127	189.581	
Χρηματοοικονομικά στοιχεία στην ετήσια αξία μέσης απορροφήσιμα	180.924	340.274	150.614	245.332	(38.785)	(16)	(38.801)	
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα για πώληση	1.643.289	508.543	1.640.935	586.363	148.669	2.822	150.691	
Διαφορές ως προς τις επενδύσεις	515.331	91.826	503.757	89.653	4.082	17	4.099	
Χρηματικά ή/και δικαιώματα χρηματοοικονομικά	622.616	0	622.616	0	(21.832)	1.358	(20.274)	
Εκπαιδευτικές σε θανάσιμες επιχειρήσεις	0	0	323.834	293.534	10.529	2.104	12.833	
Εκπαιδευτικές σε θανάσιμες επιχειρήσεις	2.302	1.988	2.276	2.278	438.022	5.647	443.669	
Παραγόμενα χρηματοοικονομικά μέσα - απορροφήσιμα	31.305	89.229	51.571	60.787	(93.210)	0	(93.210)	
Εκπαιδευτικές σε αδιάφορα	33.112	31.856	28.203	28.548	188.156)	(1.184)	(159.260)	
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	65.607	62.181	15.294	11.886	(110.360)	(379)	(110.739)	
Άλλα στοιχεία ενεργητικού	476.428	329.806	355.247	175.819	Αποθετίες	(14.509)	(39)	(14.509)
<b>ΥΠΟΛΟΓ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b>	<b>19.492.596</b>	<b>13.714.961</b>	<b>18.956.852</b>	<b>12.925.429</b>	Ζημιές απομεικτών οφείλων περιουσιακών στοιχείων	(3.302)	0	(3.302)
<b>ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					Επίδομα συμμετοχής σε συγγενικές εταιρίες	719	0	719
Μικτό κεφάλαιο	366.848	366.556	366.846	366.556	<b>Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων</b>	<b>58.744</b>	<b>4.134</b>	<b>62.878</b>
Διαφορά από έκδοση μετρητών υπέρ το άρτο	327.699	327.261	327.699	327.261	Φόροι	(15.664)	(288)	(15.952)
Άλλα αποθετήματα και κέρδη/ζημιές	35.040	116.039	1.056	95.235	<b>Κέρδη / (ζημιές) μετά από φόρους</b>	<b>39.080</b>	<b>3.846</b>	<b>42.916</b>
<b>Σύνολο καθαρής θέσης/απόθεσης εταιρίας (α)</b>	<b>796.585</b>	<b>812.497</b>	<b>696.201</b>	<b>789.025</b>				
Δικαιώματα μετοχών (β)	20.182	15.868	0	0	<b>Καταβλήσιμα σε:</b>			
<b>Σύνολο Καθαρής Θέσης (α) + (β)</b>	<b>786.547</b>	<b>828.365</b>	<b>696.201</b>	<b>789.025</b>	Μετρητά	34.799	3.330	39.635
Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα	5.633.626	2.416.322	5.743.428	2.473.005	Μετρητά Τράπεζες	4.281	0	4.281
Υποχρεώσεις προς πελάτες	11.731.448	9.300.747	11.327.928	8.693.300	Μετρητά μεμονωμένα	0	0	0
Παραγόμενα χρηματοοικονομικά μέσα - υποχρεώσεις	251.944	33.869	251.944	33.422	<b>Κέρδη / (ζημιές) ανά μετοχή (σε ευρώ)</b>			
Άλλες θανασιμικές υποχρεώσεις	630.231	530.803	630.231	530.803	Βασικό	0,1205	0,1153	0,1338
Υποχρεώσεις για παροχές στο προσωπικό λόγω					Προσαρμοσμένα	0,1206	0,1153	0,1339
Εφείσοι επί των υπηρεσιών	12.319	11.317	11.042	10.153				
Άλλες προβλεψεις	9.802	16.128	6.996	12.168				
Άλλες υποχρεώσεις	382.619	578.410	289.110	387.463				
<b>Σύνολο υποχρεώσεων (δ)</b>	<b>18.622.049</b>	<b>12.886.596</b>	<b>18.280.651</b>	<b>12.145.404</b>				
<b>ΥΠΟΛΟΓ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>								
<b>(α) + (β)</b>	<b>19.492.596</b>	<b>13.714.961</b>	<b>18.956.852</b>	<b>12.925.429</b>				

<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ</b> (Ποσά εκφρασμένα σε μιλ. Ευρώ)				<b>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΓΩΝ</b> (Ποσά εκφρασμένα σε μιλ. Ευρώ)			
<b>από 01 Ιανουαρίου 2008 έως 31 Δεκεμβρίου 2008</b>				<b>από 01 Ιανουαρίου 2008 έως 31 Δεκεμβρίου 2008</b>			
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</b>				<b>ΟΜΙΛΟΣ</b>			
	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007	1/1-31/12/2008	1/1-31/12/2007	1/1-31/12/2008
Σύνολο καθαρής θέσης/απόθεσης (31/12/2008 και 01/01/2007)	828.365	729.466	780.026	749.995	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από συνεχιζόμενες λειτουργικές δραστηριότητες (α)	1.940.819	648.691
Διαφορά από έκδοση μετρητών προς πώληση χρηματοοικονομικά	(87.830)	(54.802)	(87.000)	(54.799)	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από διακοπές λειτουργικών δραστηριότητες (α')	4.176	20.998
Συνολοικονομικές διαφορές μεταρρύθμισης οικονομικών καταστάσεων	(5.493)	(840)	0	0	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από λειτουργικές δραστηριότητες (β)	1.944.995	599.599
Κέρδη / (ζημιές) περιόδου μετά από φόρους	42.916	141.348	1.202	60.590	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από συνεχιζόμενες επενδυτικές δραστηριότητες (β')	(2.119.553)	(240.228)
<b>Σύνολο αναγνωρίσιμα αποτελέσματα για το 2008</b>	<b>(50.207)</b>	<b>95.954</b>	<b>(85.798)</b>	<b>5.891</b>	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από επενδυτικές δραστηριότητες (β)	(2.111.281)	(257.338)
Αλλαγή / (μείωση) μετρητών κεφαλαίου	728	28.172	728	28.172	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από συνεχιζόμενες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ)	(132.096)	230.656
Διακοπή/επίλυση μερισμάτων	(9)	(5.987)	0	(4.666)	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από διακοπές χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ')	0	0
Απομεικτών από πρόγραμμα διάθεσης μετρητών	1.857	1.630	1.246	1.257	Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (γ')	(132.096)	230.656
Άλλες κινήσεις	(187)	(10.820)	0	(1)	<b>Κέρδη / (ζημιές) / (μείωση) από τραπεζικά διαθέσιμα και ισολογισμούς περιόδου (α) + (β) + (γ)</b>	(296.352)	543.067
<b>Σύνολο καθαρής θέσης/απόθεσης (31/12/2008 και 31/12/2007)</b>	<b>780.547</b>	<b>828.365</b>	<b>696.201</b>	<b>789.025</b>	Επίσημα ανακληθέντα μερίσματα στο τραπεζικό διαθέσιμο και ισολογισμό	(26.352)	(29)
					<b>Σύνολο επενδύσεων / (κερδών) περιόδου</b>	<b>(304.514)</b>	<b>543.178</b>
					<b>Τραπεζικά διαθέσιμα και ισολογισμοί κλειστής περιόδου</b>	<b>2.436.061</b>	<b>1.892.883</b>
					<b>Τραπεζικά διαθέσιμα και ισολογισμοί κλειστής περιόδου</b>	<b>2.131.447</b>	<b>2.436.061</b>

Επισημώσεις:  
 1) Έχουν τηρηθεί οι λογιστικές αρχές που ο Ομίλος και η μητρική εταιρία υιοθέτησαν σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π.  
 2) Τμήματα του Ομίλου έχουν χρήση των προποσθημάτων του ΔΛΠ 39 και του ΔΛΠ 7, οι οποίες υιοθετήθηκαν τον Οκτώβριο του 2008 και έχουν ισχύ από 01/07/2008, όπως λεπτομερώς περιγράφεται στις σημειώσεις 24 και 25 των οικονομικών καταστάσεων Τράπεζας και Ομίλου αντίστοιχα.  
 3) Δεν υπάρχουν μητρώματα βάση επί των παγίων στοιχείων του ομίλου.  
 4) Αριθμός απορροφήσιμων προσκομιών κατά την 31/12/2008: Ομίλος 3.602, Τράπεζα 2.732, (31/12/2007: 3.268, 2.482).  
 5) Στην κατάσταση της 31 Δεκεμβρίου 2008 περιλαμβάνονται οι εταιρίες που περιλαμβάνονται στη σημείωση 1 των οικονομικών ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Στην ίδια σημείωση αναφέρονται πληροφορίες για την έλξη των κεφαλαίων, το ποσοστό συμμετοχής του Ομίλου στο μετοχικό τους κεφάλαιο, τη μέθοδο ενσωμάτωσης που εφαρμόστηκε καθώς και τις ανάγκες φορολογική χρήσης. Στις σημειώσεις 25 & 26 των οικονομικών ετήσιων οικονομικών καταστάσεων παρουσιάζονται οι έμμεσες & άμεσες συμμετοχές της Τράπεζας και το αντίστοιχο ποσοστό συμμετοχής της στο μετοχικό τους κεφάλαιο.  
 6) Κατά το μνημόνιο διατάξεις 11/2008 μέχρι 31/12/2008 επιβλήθηκαν οι κεφαλαιακές μεταβολές στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στις εισπραξιμικές οικονομικές καταστάσεις.  
 Νέες εταιρίες: Η εταιρία Dynamic Asset Ae ταυράκης, Μεσοβίας Α.Ε. ιδρύθηκε την 27/07/2008, είναι κατά 100% θυγατρική της Marfin Χρηματοοικονομικές Μεσοβίας Α.Ε. με μετοχικό κεφάλαιο 60 μιλ. ευρώ. Περιλήψη για πρώτη φορά στην κατάσταση της 30/09/2008.  
 Η εταιρία Marfin Capital Partners (Cyprus) Ltd ιδρύθηκε την 27/09/2008, είναι κατά 100% θυγατρική της Marfin Capital Partners Ltd με μετοχικό κεφάλαιο 200 μιλ. ευρώ. Περιλήψη για πρώτη φορά στην κατάσταση της 30/09/2008.  
 Εξαγορές: Με την απόφαση Κ2 - 14014/29-11-2008 του αρμόδιου δικαστή, επιβεβαιώθηκε η συγχώνευση της ανώνυμης εταιρίας με την επωνυμία «Εμπορική Τράπεζα» Ελλάδος Α.Ε. και αριθμό ΜΑΕ 4090906/Β/004 με την απορρόφηση στη αυτή της ανώνυμης εταιρίας με την επωνυμία «Αστική ΑΤΤΑΛΟΣ Α.Ε Π.Ε.Υ.» και αριθμό ΜΑΕ 2399506/Β/91.  
 Πωλείται/εξαγοράζεται: Οι κατά 100% θυγατρικές εταιρίες Marfin Ζεύς Α.Ε.Ε. και «Marfin Ασφαλιστικές Πιστωτικές Εργασίες Α.Ε.», δεν ενσωματώθηκαν την 31/12/2008 λόγω πώλησής τους την 08/12/2008 στην εταιρία «Marfin Insurance Holdings Limited» που εδρεύει στο Λουξεμβούργο. Θυγατρική της μητρικής τράπεζας «Marfin Popular Bank Ltd». Το απομεικτό των οφείλων και το κέρδος από την πώλησή τους παρουσιάζονται ως διακοπές δραστηριότητας. Η εν λόγω αλλαγή δεν ενέριξε μεταβολή συνολικού όφους που 25% στον κλάδο κερδών, ή/και στο απομεικτό μετά από φόρους και διακοπές μερισμάτων της εταιρίας ή/και στην καθαρή θέση των μετρητών της εταιρίας.



➔

Η εταιρία Eurocambio είναι πλήρως αποβιβαμένη και εκκαθαρώθηκε την 31/12/2008. Δεν συμπεριλήφθη στην ενσωμάτωση της 30/09/2008 καθώς και της αντίστοιχης περιόδου 31/12/2007.

Η εν λόγω αλλαγή δεν επέφερε μεταβολή συνολικό όγκο του 25% στον κύκλο εργασιών, ήτοι στο αποτέλεσμα μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας της εταιρίας, ήτοι στην καθαρή θέση των μετόχων της εταιρίας.

Αλλαγή ονομασίας: Την 11/02/2008 η Egnatia Bank Travel Μ.Ε.Π.Ε. μετονομάστηκε σε Marfin Travel Μ.Ε.Π.Ε. Την 07/05/2008 η MFG Capital Partners Ltd μετονομάστηκε σε Marfin Capital Partners Ltd. Την 15/05/2008 η Egnatia Bank Romania S.A. μετονομάστηκε σε Marfin Bank Romania S.A. Την 20/06/2008 η Egnatia Leasing Romania S.A. μετονομάστηκε σε Marfin Leasing IFN Romania S.A.

Σχετική σημείωση 1 και 26 των οικονομικών καταστάσεων Ομίλου και Τράπεζας αντίστοιχα.

6) Η απορροφήσιμη Τράπεζα Marfin Εγνατία Τράπεζα Α.Ε. έχει ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και τη χρήση 2004. Οι απορροφήσιμες, Marfin Bank και Λαϊκή Τράπεζα (Ελλάδα) έχουν ελεγχθεί φορολογικά μέχρι και τη χρήση 2006. Οι αντίστοιχες φορολογικά χρήσεις των εταιριών του Ομίλου παρατίθενται αναλυτικά στη σημείωση 1 των ενσωματωμένων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

7) Η έκθεση των υφιστάμενων επίδικων υποθέσεων της Τράπεζας και του Ομίλου δεν αναμένεται να έχει σημαντική επίδραση στις οικονομικές καταστάσεις.

Η Τράπεζα και ο Όμιλος έχουν σχηματίσει προβλέψεις ως εξής:

	Δεκέμβριος 2008		Ποσό σε χιλ.ευρώ Δεκέμβριος 2007	
	Όμιλος	Τράπεζα	Όμιλος	Τράπεζα
Επίδικες υποθέσεις:	465	315	1.011	1.011
Ανέλεγχτες φορολογικά χρήσεις:	1.374	1.200	800	800
Λοιπές προβλέψεις:	8.023	5.483	14.317	10.357
	<b>9.862</b>	<b>6.998</b>	<b>16.128</b>	<b>12.168</b>

Σχετική σημείωση 38 των οικονομικών καταστάσεων Ομίλου και Τράπεζας.

8) Τα αποτελέσματα που καταχωρήθηκαν από ενέδρας στην καθαρή θέση αναφέρονται αναλυτικά στο «Στοιχείο καταστάσεις μεταβολών καθαρής θέσης» που παρατίθενται αναλυτικά.

9) Δεν καλύπτονται ίδιες μετοχές από την Τράπεζα και από τις λοιπές εταιρίες του Ομίλου.

10) Την 17/11/08 εκδόθηκε η πρώτη σειρά καλυμμένων ομολογιών ύψους 1.000 εκατ. ευρώ. Σχετική σημείωση 36 των οικονομικών καταστάσεων Ομίλου και Τράπεζας.

11) Οι συναλλαγές του Ομίλου με τα συνδεδεμένα μέρη έχουν ως εξής: Απατήσεις 583.783 χιλ.ευρώ, υποχρεώσεις 821.302 χιλ.ευρώ, εγγυητικές επιστολές και ενέχυρες πιστώσεις 114 χιλ. ευρώ, έσοδα 17.786 χιλ.ευρώ, έξοδα 40.151 χιλ.ευρώ. Οι συναλλαγές της Τράπεζας με τα συνδεδεμένα μέρη (περιλαμβάνονται οι θυγατρικές), έχουν ως εξής: Απατήσεις 1.744.970 χιλ.ευρώ, υποχρεώσεις 1.117.300 χιλ.ευρώ, εγγυητικές επιστολές και ενέχυρες πιστώσεις 213.028 χιλ. ευρώ έσοδα 86.627 χιλ.ευρώ, έξοδα 59.915 χιλ.ευρώ. Οι συναλλαγές της Τράπεζας και του Ομίλου με τα μέλη διοίκησης και διευθυντικά στελέχη έχουν ως εξής: Απατήσεις 4.290 χιλ.ευρώ, υποχρεώσεις 112.149 χιλ.ευρώ, έσοδα 370 χιλ.ευρώ, έξοδα 12.726 χιλ.ευρώ εκ των οποίων αμοιβές 5.723 χιλ. ευρώ.

12) Στα συγκριτικά οικονομικά στοιχεία της 31/12/2007 έγιναν αναδιοργανώσεις σε σχέση με τα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν στην αντίστοιχη πενήνη περίοδο για λόγους συγκρισιμότητας. Εξηγήσεις για τις μεταβολές αυτές αναφέρονται αναλυτικά στη σημείωση 5 των οικονομικών καταστάσεων Τράπεζας και Ομίλου καθώς και στον ενσωματωμένο πίνακα μεταβολής καθαρής θέσης.

13) Οι ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας περιλαμβάνονται στις ενσωματωμένες οικονομικές καταστάσεις της Marfin Popular Bank Public Company Ltd, Λεωφ. Λεωσίου 154, Τ.Θ. 22032, 1598 Λαϊκωκιά, Κύπρος, με τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης. Η Marfin Popular Bank συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας με ποσοστό 97,002%.

Αθήνα, 24 Μαρτίου 2009

<b>Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ</b> <b>ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ</b> <b>ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ Ν. ΘΕΟΧΑΡΑΚΗΣ</b> <b>Α.Δ.Τ. ΑΒ 340963/06</b>	<b>Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ</b> <b>ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ Ι. ΒΑΣΙΛΑΚΟΠΟΥΛΟΣ</b> <b>Α.Δ.Τ. Ν 310696/82</b>	<b>Ο ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ</b> <b>ΑΓΓΕΛΟΣ Ν. ΣΑΤΡΑΠΩΔΗΣ</b> <b>Α.Δ.Τ. ΑΑ 273117/85</b> <b>Τέλη Αξίας Α. Αρ. μητρώου 0016834/19-07-2001</b>
--	--	--

NINT PRESS 216-3206679