

Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Πατρών  
Σχολή Διοίκησης & Οικονομίας  
Επιχειρηματικού Σχεδιασμού και Πληροφοριακών Συστημάτων

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ  
ΕΞΑΓΟΡΑ Η ΚΑΙ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



ΑΡΑΠΗ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ  
ΓΚΑΒΕΡΑ ΔΗΜΗΤΡΑ  
ΜΗΤΣΟΥΛΑ ΑΔΑΜΑΝΤΙΑ

ΑΔΑΜΟΠΟΥΛΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ MSc., MA

ΠΑΤΡΑ 2009

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>5</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....</b>	<b>6</b>
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ &amp; ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....</b>	<b>6</b>
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΈΝΝΟΙΑ .....	6
1.1.1 Ιστορική αναδρομή εξαγορών και συγχωνεύσεων .....	6
1.1.2. Ορισμοί.....	7
1.1.3. Τύποι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	7
1.1.4 Ορολογία Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.....	8
1.2. ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΔΙΕΘΝΩΣ.....	10
1.3 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....	14
1.3.1. Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004 .....	15
1.4 ΤΥΠΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΠΡΑΞΕΩΝ .....	26
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....</b>	<b>30</b>
<b>ΚΙΝΗΤΡΑ .....</b>	<b>30</b>
2.1 ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΛΟΓΟΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Ε&Σ .....	32
2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ .....	38
2.3 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Ε&Σ.....	39
2.4 ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ Ε ή Σ .....	43
2.5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Ε&Σ.....	49
2.6 ΤΕΛΙΚΑ, ΟΙ Ε&Σ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΥΝ ή ΚΑΤΑΣΤΡΕΦΟΥΝ ΑΕΙΑ; .....	55
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ3.....</b>	<b>57</b>
<b>ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΞΑΓΟΡΩΝ&amp;ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....</b>	<b>57</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>	<b>57</b>
3.1 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ.....	58
3.2 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ.....	62
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....</b>	<b>65</b>
<b>ΈΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΩΝ.....</b>	<b>65</b>
4.1 ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ (ΥΠΟ ΣΤΕΝΗ ΕΝΝΟΙΑ) .....	66
4.2 ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΥΠΟ ΕΥΡΕΙΑ ΕΝΝΟΙΑ (ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ).....	69
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....</b>	<b>80</b>
<b>ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....</b>	<b>80</b>
5.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	80
5.2. ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	81
5.2.1. Ομόρρυθμη Εταιρία .....	81
5.2.2 Ετερόρρυθμη Εταιρία .....	81
5.2.3 Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης .....	82
5.2.4 Ανώνυμη Εταιρία.....	84
5.3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ.....	89
5.3.1 Συγχώνευση σε Ο.Ε ή Ε.Ε. ....	89
5.3.2 Συγχώνευση σε Ε.Π.Ε.....	93

5.3.3 Συγχώνευση σε Α.Ε .....	96
5.4 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ .....	100
<b>6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ .....</b>	<b>102</b>
<b>7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....</b>	<b>103</b>
<b>8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ .....</b>	<b>104</b>
<b>9. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ .....</b>	<b>108</b>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως αναγκαίο «κακό» μπροστά στις προκλήσεις και στις ευκαιρίες της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού, δηλαδή την παγκοσμιοποίηση της οικονομικής ζωής, την τάση διεθνοποίησης της αγοράς καθώς και τις εύκολα αναστρέψιμες συνθήκες που επικρατούν.

Η είσοδος της χώρας μας στη ζώνη του ευρώ € σηματοδότησε την έναρξη μιας νέας περιόδου για τις ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες στην προσπάθειά τους να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό, από τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Σκοπός της πτυχιακής μας εργασίας είναι να παρουσιάσουμε τη διαδικασία της διαπραγμάτευσης των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις επιχειρήσεις. Επισημαίνονται οι λόγοι πραγματοποίησης των εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς και οι λόγοι αποτυχίας τους. Επίσης παρουσιάζεται η αξιολόγηση αποτελεσματικότητας τους και οι τρόποι διευκόλυνσης της διαδικασίας τους. Τα επόμενα κεφάλαια αναφέρονται στο νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει στην Ευρώπη και την Ελλάδα καθώς και την πολιτική της ευρωπαϊκής ένωσης και της Ελλάδας που αφορά τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Τέλος παραθέτονται περιπτώσεις εγχώριων και διεθνών εξαγορών και συγχωνεύσεων.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι ένα μέσο εξάπλωσης των επιχειρήσεων.

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, καθώς και η ένταση του ανταγωνισμού, μεταξύ άλλων, επιβάλλουν την επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας όχι μόνο για τη συνεχή επιτυχία μιας επιχείρησης αλλά και για την εξασφάλιση της ίδιας της επιβίωσής της.

Την περίοδο κατά την οποία η ελληνική οικονομία έδινε μάχη για την ένταξη της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση — και λίγο μετά — η στρατηγική των εξαγορών-συγχωνεύσεων γινόταν (στην Ελλάδα) αντιληπτή βασικά ως διαδικασία γιγάντωσης των επιχειρήσεων, ως μοχλός μονοπώλησης κλάδων ή δράσεων επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Παράλληλα, ορισμένες κινήσεις προς αυτή την κατεύθυνση συνδέονταν με την ανοδική (τότε) πορεία του Χρηματιστηρίου ή και με προσωπικές επιλογές των επιχειρηματιών. Ακόμη, με κυβερνητική εντολή έγιναν συγχωνεύσεις (π.χ. τραπεζών) κρατικών εταιριών.

Η διαδικασία των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, ως μέσο για τη δημιουργία ισχυρών ελληνικών επιχειρήσεων, ικανών να ανταποκριθούν επιτυχώς στα δεδομένα του ευρωπαϊκού ανταγωνισμού, λίγο-πολύ είχε μπει στη γωνία. Άλλωστε, τα κίνητρα, το νομικό καθεστώς που επικρατούσε στην Ελλάδα δεν δημιουργούσε ευνοϊκές συνθήκες.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, στο εξής θα αναφέρονται ως Ε & Σ, αποτελούν βασικό τρόπο υλοποίησης Στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ

### 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΈΝΝΟΙΑ

Συγχώνευση είναι η οικονομική πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις λύνονται με σκοπό το σχηματισμό μιας (κατά κανόνα μεγαλύτερης και ισχυρότερης) οικονομικής μονάδας. Οι λυόμενες επιχειρήσεις δεν τίθενται σε εκκαθάριση, επειδή η περιουσία τους δεν διανέμεται στους ιδιοκτήτες τους, αλλά μεταβιβάζεται στην προκύπτουσα από τη συγχώνευση (νέα) επιχείρηση.

Το παραπάνω αποτέλεσμα μπορούσε να επέλθει και στην περίπτωση που οι υπάρχουσες εταιρίες «διαλυθούν», η περιουσία τους «εκκαθαριστεί» και διανεμηθεί στους μετόχους και οι οποίοι στη συνέχεια την εισφέρουν στη νέα εταιρία ή σε μια υπάρχουσα εταιρία, η οποία αυξάνει τα κεφάλαια της, ακολουθώντας τη νόμιμη διαδικασία.

Η διάλυση και εκκαθάριση των εταιριών όμως, απαιτεί χρόνο και έξοδα, λόγω της φορολογίας που συνοδεύει τη διανομή στους μετόχους της περιουσίας της διαλυόμενης εταιρίας και την εκ νέου εισφορά αυτής στην απορροφούσα ή τη νέα εταιρία, κυρίως όταν μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών περιλαμβάνονται και ακίνητα, τα οποία θα πρέπει να πωληθούν και μεταγενέστερα να αγοραστούν εκ νέου. Έτσι, οι συναλλαγές αξίωσαν όπως, με μια πράξη, η περιουσία μιας ή περισσότερων εταιριών μεταβιβάζεται σαν ένα σύνολο σε μια νεοϊδρυόμενη εταιρία ή απορροφάται από μια υπάρχουσα εταιρία και μάλιστα χωρίς φορολογικές ή άλλες επιβαρύνσεις

Την παραπάνω αξίωση των συναλλαγών ευνόησε ο νομοθέτης πολλών χωρών και δίνει τη δυνατότητα στις εταιρίες, με μια ενιαία πράξη, να επιτυγχάνουν την ένωση των περιουσιών τους, χωρίς να απαιτείται διάλυση και εκκαθάριση αυτών και επιπλέον χωρίς να υποβάλλονται σε φόρους και τέλη που συνεπάγεται η εκκαθάριση και διανομή του προϊόντος εκκαθάρισεως στους μετόχους και η επανεισφορά αυτού στη νέα ή την απορροφούσα εταιρία.

#### ***1.1.1 Ιστορική αναδρομή εξαγορών και συγχωνεύσεων***

Το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων χρονολογείται εδώ και έναν αιώνα περίπου, στη διάρκεια του οποίου διακρίνονται 5 μεγάλα κύματα.

Οι Ε & Σ που βρήκαν πρόσφορο έδαφος αρχικά στις Η.Π.Α., δεν άργησαν να πάρουν τις αναμενόμενες διαστάσεις και στις ευρωπαϊκές χώρες.<sup>1</sup>

### **1.1.2. Ορισμοί**

Στον επιχειρηματικό κόσμο, μια συγχώνευση είναι ένας συνδυασμός δύο επιχειρήσεων σε μια μεγαλύτερη επιχείρηση (Παπαδάκης, 2002). Τέτοιες ενέργειες είναι συνήθως εθελοντικές και περιλαμβάνουν την ανταλλαγή αποθεμάτων ή την πληρωμή μετρητών. Η ανταλλαγή αποθεμάτων χρησιμοποιείται συχνά, δεδομένου ότι επιτρέπει στους μετόχους των δύο επιχειρήσεων να μοιραστούν τον κίνδυνο που περιλαμβάνεται στη διαπραγμάτευση. Μια συγχώνευση μπορεί αρχικά να μοιάζει με διάλυση της επιχείρησης, αλλά στο αποτέλεσμα της οδηγεί σε ένα νέο όνομα επιχείρησης (συχνά που συνδυάζει τα ονόματα των αρχικών επιχειρήσεων) ή σε μερικές περιπτώσεις σε μια νέα φίρμα. Πολλές φορές χρησιμοποιείται ο όρος «συγχώνευση», παρά εξαγορά καθαρά για λόγους πολιτικούς ή μάρκετινγκ.

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) από μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο του δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου. Μια συμμαχία είναι μια συμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων συμβαλλόμενων μερών, που γίνεται προκειμένου να προωθηθούν οι κοινοί στόχοι και για να εξασφαλιστούν τα κοινά συμφέροντα.<sup>2</sup>

### **1.1.3. Τύποι Εξαγορών και Συγχωνεύσεων**

Μπορούμε να διακρίνουμε τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις, ανάλογα με το είδος τους, σε:

- Οριζόντιες

Όταν δύο επιχειρήσεις παράγουν τα ίδια προϊόντα.

- Κάθετες

---

<sup>1</sup> Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, Βασικές Διαστάσεις και Συνέπειες για την απασχόληση και τις Εργασιακές Σχέσεις*.

<sup>2</sup> Παπαδάκης Μ. Βασίλης, *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*, 3<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα 2002 Κεφ 9 σελ339-375.

Όταν μεταξύ τους υπάρχει σχέση πελάτη-προμηθευτή και αποσκοπούν στη καθετοποίηση της παραγωγής, το πλήρη έλεγχο των τιμών και τη μείωση του κόστους παραγωγής.

- **Συσχετισμένες/Συμπληρωματικές**

Όταν οι δραστηριότητες τους είναι αλληλοσυγκρουόμενες και ασυσχέτιστες, όταν δεν υφίσταται σχέση μεταξύ εξαγοράζοντα – εξαγοραζόμενου.

Ανάλογα με τη διαδικασία πραγματοποίησης τους οι εξαγορές και συγχωνεύσεις διακρίνονται σε:

- **Φιλικές**

Όπου οι δύο εταιρίες επιθυμούν τη συγχώνευση ή εξαγορά και καθορίζουν από κοινού το αντίτιμο της και,

- **Επιθετικές/ εχθρικές**

Όπου η διοίκηση της εταιρείας στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά. Επίσης δύο ειδικές περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

- **Η μοχλευμένη εξαγορά**

Η μορφή αυτή εξαγοράς έχει το χαρακτηριστικό ότι η χρηματοδότηση της προέρχεται κατά ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (τουλάχιστον 75%) από τραπεζικό δανεισμό κι όχι από τα ίδια κεφάλαια της εξαγοράστριας εταιρείας, για αυτό και ονομάζεται μοχλευμένη.

- **Η εξαγορά επιχειρήσεων από τη διοίκηση τους**

Στη περίπτωση αυτή, η οποία είναι συγγενική με τη προηγούμενη, μια επιχείρηση εξαγοράζεται από τα διευθυντικά στελέχη. Σε περιπτώσεις μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες και έχουν υψηλή κεφαλοποίηση, επειδή εξαγορά ολόκληρης της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να χρηματοδοτηθεί από τα διευθυντικά στελέχη, η εξαγορά αναφέρεται σε μια περιφερειακή θυγατρική ή παραγωγική μονάδα της επιχείρησης.

#### **1.1.4 Ορολογία Εξαγορών και Συγχωνεύσεων.**

Στο σημείο αυτό δίνουμε ορισμένους ορισμούς Εξαγορών και Συγχωνεύσεων (Pursche, 1996).

- **Φιλική/εχθρική εξαγορά:** Φιλική όταν είναι ευπρόσδεκτη από το “θύμα”, εχθρική στην αντίθετη περίπτωση.



- **Μαύρος ιππότης:** Μια εταιρεία που επιχειρεί την επιθετική εξαγορά μιας άλλης.
- **Λευκός ιππότης:** Μια Τρίτη εταιρεία που παρεμβαίνει είτε εξαγοράζοντας, είτε συγχωνεύεται με το “θύμα”, ώστε να αποτρέψει την εξαγορά από τον μαύρο ιππότη.
- **Απόκρουση καρχαριών:** Οι κινήσεις του “θύματος” με στόχο την αποθάρρυνση των εξαγοραστών (π.χ. αύξηση του ποσοστού ψήφων που χρειάζονται για την έγκριση της προσφοράς).
- **Άμυνα πακμαν:** Η εταιρεία που είναι αντικείμενο της προσφοράς κάνει μια αντιπροσφορά για την εξαγορά του ίδιου του υποψηφίου εξαγοραστή.
- **Κώνειο:** Το θύμα προχωρά στην εξαγορά ή στη συγχώνευση με άλλη εταιρεία με τον τρόπο που γίνεται οικονομικά ή διαθρωτικά λιγότερο ελκυστική στον υποψήφιο αγοραστή.
- **Χρυσή μετοχή:** Το δικαίωμα που διατηρεί το κράτος σε ορισμένες ιδιωτικοποιήσεις να προβάλλει βέτο σε ορισμένες σημαντικές αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.
- **Σκατζόχειρος:** Μια σύνθετη συμφωνία μεταξύ προμηθευτών, πελατών, και πιστωτών, που δυσκολεύει την ενσωμάτωση της εταιρείας στις δραστηριότητες ενός πιθανού αγοραστή.
- **Χρυσό αλεξίπτωτο:** Οι όροι στα συμβόλαια των διευθυντών που καθιστούν εξαιρετικά δαπανηρή την απόλυση τους σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρείας.
- **Καμμένη γη:** πώληση ή καταστροφή ή απειλή καταστροφής «πετραδιών του στέματος, δηλαδή των στοιχείων εκείνων που περισσότερο από όλα επιδιώκει να αποκτήσει νο επιθετικά εξαγοραζων, ωστε πλέον η εξαγορά να μην είναι ελκυστική.
- **Πρασινη επιστολη (green mail):** γίνεται προσφορά στον «επιδρομεα» να εξαγορασει απο την επιχειρηση – στοχο,σε πολυ δελεαστικη τιμη, το τμημα των μετοχων που αυτος ηδη κατεχει.ως ανταλλαγμα η επιχειρηση «επιδρομεας» αποσυρεται απο τη διεκδικηση εξαγορας της επιχειρισης στοχου.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Pursche William R., *Pharmaceuticals, The Consolation Isn't Over*, The McKinsey Quarterly,(2) 1996,σελ. 110-119

## 1.2. ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΔΙΕΘΝΩΣ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις δεν είναι κάτι το πρωτόγνωρο στην ιστορία των οικονομικών και επιχειρησιακών εξελίξεων στο εσωτερικό μιας χώρας ή και μεταξύ διαφόρων χωρών (διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις). Στην ιστορία των συγχωνεύσεων σε διεθνές επίπεδο διακρίνουμε 5 τουλάχιστον κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ. Τα κύματα αυτά στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στα στελέχη και στους μετόχους των εταιριών.

Οι συγχωνεύσεις ως φαινόμενο παρατηρούνται στα τέλη του 20ου και στις αρχές του 21ου αιώνα, δηλαδή μεταξύ 1895–1904. Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο έπαιξε και παίζει η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η αποκανονικοποίηση (deregulation), οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Στόχος των συγχωνεύσεων που έγιναν τότε ήταν η δημιουργία μονοπωλίου. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1922-1929, μετά το κραχ της διετίας 1903-1904, παρατηρήθηκε έξαρση εξαγορών συμπληρωματικών–συσχετιζόμενων επιχειρήσεων, που όμως δεν δημιουργούσαν μονοπώλια.

Κύριο χαρακτηριστικό της δεκαετίας του 1960, όπου εντοπίζεται το τρίτο κύμα συγχωνεύσεων, ήταν ο συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (conglomerate mergers). Τη δεκαετία του 1980, οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων που πραγματοποιήθηκαν ήταν κυρίως εχθρικές εξαγορές. Από

το 1993 έως και σήμερα, οι συγχωνεύσεις των εταιριών έχουν ως στόχο τη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στην αγορά. Μια γενική εικόνα των τάσεων των διασυνοριακών Ε&Σ των προηγούμενων χρόνων παρουσιάζεται στους Πίνακες 1.1, 1.2 και 1.3. Στον Πίνακα 1.1 φαίνεται ότι η Δυτική Ευρώπη και η Βόρεια Αμερική είναι οι κυρίαρχοι του παιχνιδιού στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις που γίνονται διασυνοριακά από επιχειρήσεις τους. Την ίδια κυριαρχία διατηρούν οι χώρες αυτές και ως προς τις διασυνοριακές πωλήσεις εταιριών της περιοχής τους όπως προκύπτει από τον Πίνακα 1.2. Επίσης, όπως διαπιστώνουμε από τον Πίνακα 1.3

διαχρονικά παρατηρείται αύξηση της αξίας των διασυνοριακών Ε&Σ, με τη μεγαλύτερη αύξηση, της τάξης του 41,86% μεταξύ του 1991 και του 1992.<sup>4</sup>

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1

#### Διασυνοριακές Ε&Σ ανάλογα με την περιοχή προέλευσης της εξαγοράζουσας επιχείρησης (1995-1997)

Περιοχή / Χώρα	Μερίδιο περιοχής (%)	Μερίδιο Χώρας (%)
<b>Δυτ. Ευρώπη</b>	<b>47,6</b>	
Ην. Βασίλειο		11,1
Γερμανία		7,7
Ελβετία		6,4
Ολλανδία		5,9
Γαλλία		5,4
Ισπανία		2,5
Βέλγιο – Λουξεμβούργο		1,7
Σουηδία		1,7
Ιταλία		1,3
Νορβηγία		1,2
Ιρλανδία		1,1
<b>Β. Αμερική</b>	<b>32,1</b>	
ΗΠΑ		24,9
Καναδάς		7,2
<b>Ασία</b>	<b>9,6</b>	
Κορέα		1,9
Χονγκ- Κονγκ		1,5
Σιγκαπούρη		1,4
Μαλαισία		1,1
<b>Λοιπές ανεπτυγμένες</b>	<b>8,2</b>	
Ιαπωνία		4,8
Αυστραλία		2,5
<b>Λατ. Αμερική &amp; Καραϊβική</b>	<b>1,8</b>	
<b>Κεντρική &amp; Ανατολική Ευρώπη</b>	<b>0,4</b>	
<b>Αφρική</b>	<b>0,1</b>	

ΠΗΓΗ: ΙΝΕ/ΟΤΟΕ

<sup>4</sup> Γεωργακοπούλου, όπως παραπάνω.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2**

**Διασυνοριακές Ε&Σ ανάλογα με την περιοχή προέλευσης της  
εξαγοραζόμενης επιχείρησης (1995-1997)**

Περιοχή / Χώρα	Μερίδιο περιοχής (%)	Μερίδιο Χώρας (%)
<b>Δυτ. Ευρώπη</b>	<b>34,7</b>	
Ην. Βασίλειο		15,4
Γαλλία		4,5
Γερμανία		3,8
Ιταλία		2,1
Ολλανδία		1,8
Βέλγιο – Λουξεμβούργο		1,7
Ισπανία		1,2
Ελβετία		1,0
Σουηδία		1,0
<b>Β. Αμερική</b>	<b>30,9</b>	
ΗΠΑ		23,3
Καναδάς		3,9
<b>Ασία</b>	<b>16,7</b>	
Κίνα		4,5
Ινδονησία		1,3
Χονγκ- Κονγκ		1,2
Ινδία		1,2
Σιγκαπούρη		1,0
<b>Λατ. Αμερική &amp; Καραϊβική</b>	<b>9,1</b>	
Βραζιλία		2,3
Αργεντινή		1,4
Μεξικό		1,4
Βενεζουέλα		1,3
Αυστραλία		4,1
<b>Λοιπές ανεπτυγμένες</b>	<b>7,0</b>	
<b>Κεντρική &amp; Ανατολική Ευρώπη</b>	<b>3,5</b>	
Ρωσία		1,8
<b>Αφρική</b>	<b>0,8</b>	

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3.

#### Διασυνοριακές Ε&Σ σε δις \$ (1991-1996)

ΕΤΟΣ	ΑΞΙΑ Ε&Σ
1991	86
1992	122
1993	163
1994	196
1995	229
1996	274
ΣΥΝΟΛΟ	1.070

ΠΗΓΗ: ΙΝΕ/ΟΤΟΕ

Στις ΗΠΑ, μετά την έκρηξη των συγχωνεύσεων των τελευταίων χρόνων, υπάρχει πιθανότητα να υποχωρήσει το φαινόμενο και να περάσουμε στο αμέσως επόμενο στάδιο που είναι αυτό της διάσπασης και της επιλεκτικής ανασύνταξης των επιχειρήσεων και των ομίλων. Αντίθετα, στην Ευρώπη δεν διαφαίνεται κάτι τέτοιο για το άμεσο μέλλον. Εκτιμάται ότι στον ευρωπαϊκό χώρο υπάρχουν ακόμα πολλά περιθώρια για Ε&Σ. Ο λόγος είναι ότι με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο που υπήρξε πρωτοπόρο, στις Ε&Σ ήδη από το δεύτερο μισό του 20ου αιώνα και αργότερα, στις ιδιωτικοποιήσεις, η υπόλοιπη Ευρώπη σχετικά πρόσφατα δοκίμασε τις επιδόσεις και τις αντοχές της στον τομέα αυτό. Επομένως, οι Ε&Σ αναμένεται να αυξηθούν και να μας απασχολήσουν, τουλάχιστον στον ευρωπαϊκό χώρο, για πολλά χρόνια ακόμα.

### 1.3 ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο την τάξη των εταιρικών μεγεθών όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις, αλλά και τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των Ε&Σ, δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες. Οι τελευταίοι με αρκετή καθυστέρηση στην αναμόρφωση της εταιρικής τους κουλτούρας και παράλληλα με εμφανείς δυσκολίες στο στάδιο της λειτουργικής ενοποίησης, προσπαθούν να προλάβουν το «τρένο» της σύγκλισης και της ανάπτυξης μεγάλων επιχειρηματικών σχημάτων, σε σχέση με τους ευρωπαίους κατά κύριο λόγο, αλλά και τους διεθνείς ανταγωνιστές τους. Το πεδίο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην παγκόσμια οικονομία επιδεικνύει ένα μακρινό παρελθόν, το οποίο για την ελληνική πραγματικότητα θα πρέπει να αποτελέσει υπόδειγμα λειτουργίας για επιτυχείς Ε&Σ, αλλά και ταυτόχρονα ένα μοντέλο στο οποίο μπορούν να βασιστούν οι εγχώριες επιχειρήσεις, για την μεγιστοποίηση των θεσμικών, οικονομικών και άλλων ωφελειών τους από παρόμοιες κινήσεις.

Στην Ελλάδα οι Ε&Σ συνάντησαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν όπως τα ακόλουθα: μικρός αριθμός εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία της κρατικής ιδιοκτησίας και της οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Ε&Σ στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994, το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο Ε&Σ με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13–24% για τους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. Ανάλογα, αλλά μη προσδιορίσιμα ποσοστά εκτιμάται ότι σημειώθηκαν και σε κλάδους των υπηρεσιών. Κατά την περίοδο 1985-1993 οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω Ε&Σ.

Στην αμέσως επόμενη περίοδο, 1994 έως και σήμερα, οι Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επενδύσεις. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των επιδόσεων

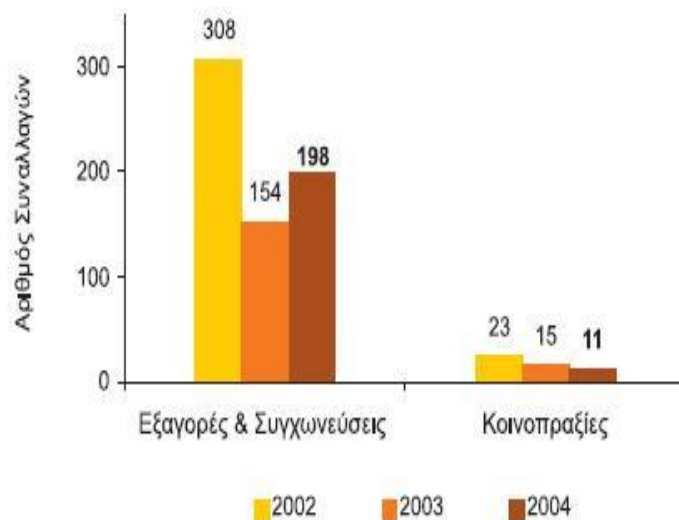
της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις στη χώρα μας. Το σημαντικό κύμα των επιχειρηματικών αυτών συμπράξεων που πραγματοποιείται κατά την περίοδο 1989-1999, αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν αλλά και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Η τάση αυτή, των Ε&Σ, όπως επισημαίνουν οι περισσότεροι αναλυτές, θα συνεχιστεί στη χώρα μας.

Στο παράρτημα της παρούσας εργασίας παρατίθενται ενδεικτικά στοιχεία συγχωνεύσεων και εξαγορών για το 2004 από την Price Water House Coopers καθώς και ένα λογιστικό παράδειγμα συγχωνεύσεως ανώνυμων εταιριών με εξαγορά.

### **1.3.1. Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004**

Σύμφωνα με την τρίτη ετήσια έρευνα για τις Ε&Σ ελληνικών επιχειρήσεων που διεξήχθη από την Pricewaterhouse Coopers, το 2004 ο αριθμός των Ε&Σ αυξήθηκε κατά 24% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, φτάνοντας τις 209 συναλλαγές, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 1.1. Από αυτές τα 2/3 περίπου αντιστοιχούν σε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εταιριών ελληνικών συμφερόντων.

Από τις υπόλοιπες, όπως και τα δύο προηγούμενα έτη, το μεγαλύτερο μέρος αφορούσε επενδύσεις ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό, ενώ η προσέλευση ξένων εταιριών στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 11% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Παρόλο αυτά, η δραστηριότητα στο χώρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων παρέμεινε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, μειωμένη κατά 37% περίπου από τις συναλλαγές του 2002.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1**

### Κατηγορίες συναλλαγών

Όπως το 2003 έτσι και το 2004, καταγράφηκε ένας σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων στα πλαίσια εσωτερικής αναδιοργάνωσης ομίλων εταιριών, χαρακτηριστικά παραδείγματα των οποίων δίνονται στον Πίνακα 1.4.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4**

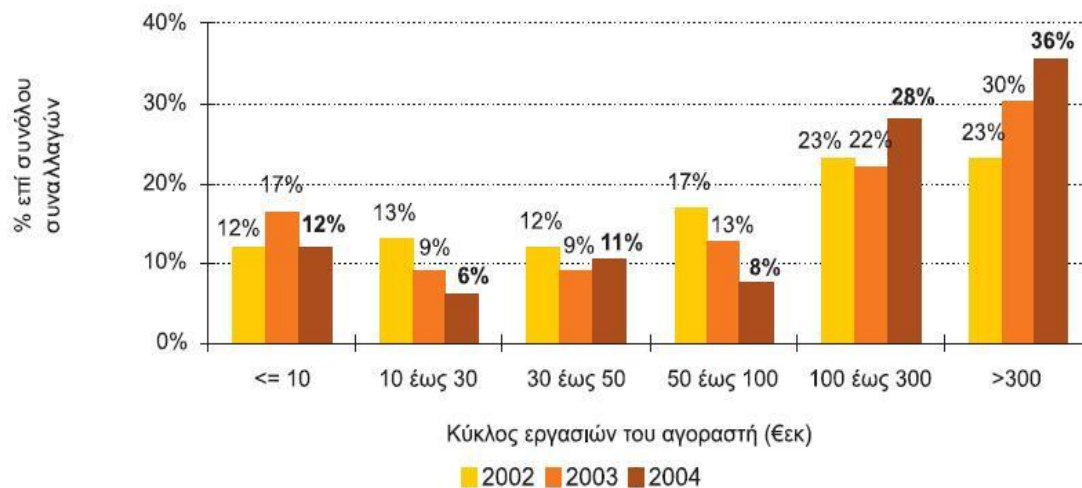
### Παραδείγματα αναδιοργάνωσης ομίλων εταιριών (2004)

Περιγραφή Συναλλαγής	Κλάδος Εταιρίας-Στόχου
Η Εμπορική Τράπεζα συγχωνεύθηκε με τις θυγατρικές εταιρίες Εμπορική Κεφαλαίου και Εμπορική Factoring.	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες
Η Μόρνος συγχωνεύθηκε και απορρόφησε την Denistone.	Βιομηχανία
Η Kego αποφάσισε τη συγχώνευση των θυγατρικών εταιριών της Ενάλιος και Αστερίας σε μία νέα εταιρία.	Ιχθυοκαλλιέργειες
Η Parerpack Τσουκαρίδης απορρόφησε τη θυγατρική της εταιρία Ευρωκτίσμα.	Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας
Οι Μύλοι Λούλη απορρόφησε τη θυγατρική της Μύλοι Αγίου Γεωργίου.	Βιομηχανία
Ο Μουσικός Οίκος Φίλιππος Νάκας απορρόφησε τη θυγατρική της Ελληνική Μουσική Εταιρία.	Λοιπές Υπηρεσίες
Συγχωνεύθηκαν οι θυγατρικές της Forthnet, Internet Hellas και Hellas Net.	Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες
Η Notos απορρόφησε τη θυγατρική της Big City.	Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο

Πηγή: Έρευνα PricewaterhouseCoopers



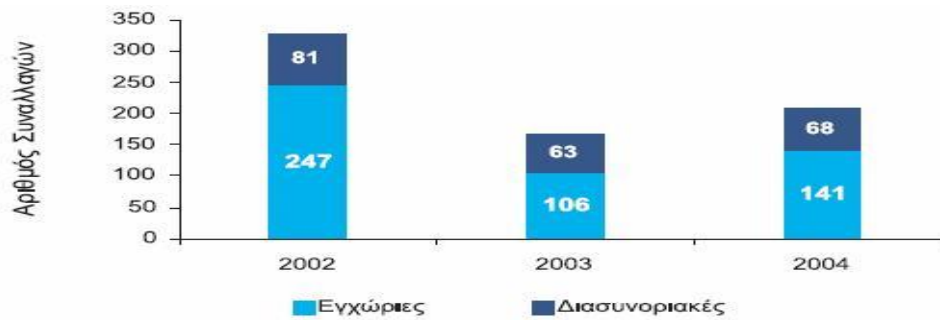
Ενώ η πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών (72%) του 2004 πραγματοποιήθηκε από σχετικά μεγάλες εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των 50 εκατ., παρατηρούμε μια αύξηση στις συναλλαγές από ιδιαίτερα μεγάλες εταιρίες ή ομίλους εταιριών. Οι εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των 100 εκατ. πραγματοποίησαν το 64% των συναλλαγών το 2004, σε σχέση με το 52% των συναλλαγών το 2003 όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.2.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2**

### Ανάλυση συναλλαγών βάση μεγέθους του αγοραστή

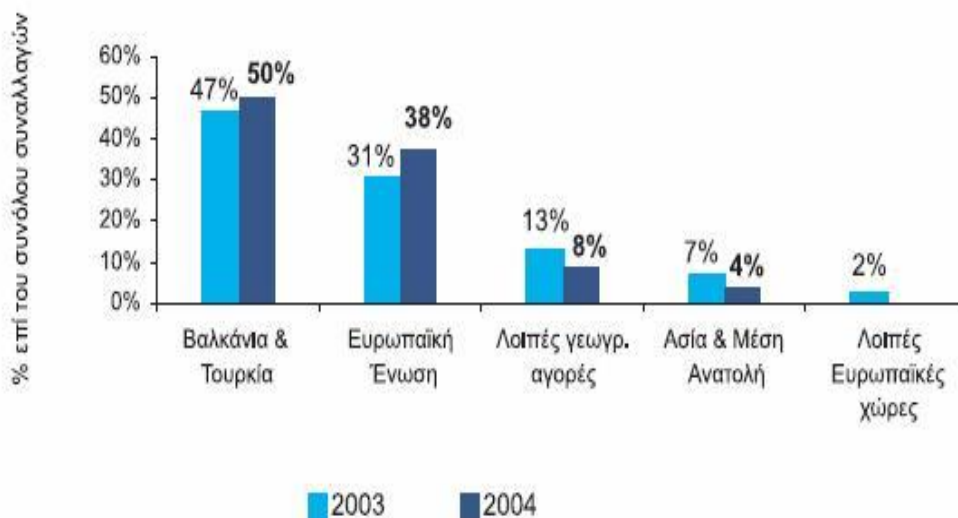
Οι διασυνωριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ του 2003-2004 δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά. Το 2004 ήταν 68 και αντιπροσώπευαν το 33% του συνόλου των συναλλαγών, ενώ το 2003 ήταν 63 και αποτελούσαν το 37%. Κατά συνέπεια η αύξηση του συνολικού αριθμού συγχωνεύσεων και εξαγορών για το 2004 σε σχέση με το 2003 οφείλεται κυρίως σε συναλλαγές μεταξύ εγχώριων εταιριών.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.3**

### Γεωγραφική ανάλυση συναλλαγών

Από το σύνολο των διασυνοριακών συναλλαγών το 2004, το 71% περίπου αφορά επενδύσεις ελληνικών ή θυγατρικών αυτών στο εξωτερικό, ενώ μόλις το 29% αφορά επενδύσεις μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ξένων εταιριών στην Ελλάδα. Ποσοστό γύρω στο 50% των επενδύσεων των ελληνικών εταιριών προς το εξωτερικό περιορίστηκε το 2004 προς τις γειτονικές χώρες των Βαλκανίων.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4**

### Προορισμός επενδύσεων ελληνικών εταιριών στο εξωτερικό

Στη συνέχεια παρατίθεται ο Πίνακας 1.5 ο οποίος παρουσιάζει τις συναλλαγές ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας για το 2004, αλλά και για το 2003 σε παρένθεση. Οι κλάδοι που εμφάνισαν τη μεγαλύτερη κινητικότητα σε εξαγορές και συγχωνεύσεις το 2004 ήταν της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών, των τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, καθώς και της βιομηχανίας, οι οποίοι πραγματοποίησαν το 44% του συνόλου των συναλλαγών.

(σε παρένθεση τα στοιχεία του 2003)	Αριθμός συναλλαγών		% επί συνόλου	
Τεχνολογία & Τηλεπ/νίες	34	(21)	16%	(12%)
Τράπεζες & Λοιπές Χρημ/κές Υπηρεσίες	31	(29)	15%	(17%)
Βιομηχανία	27	(14)	13%	(8%)
Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο	24	(8)	11%	(5%)
Τρόφιμα & Ποτά	15	(17)	7%	(10%)
Ξενοδοχεία, Εσπιατόρια & Διασκέδαση	13	(9)	6%	(5%)
Πλαστικά & Συσκευασίες	12	(7)	6%	(4%)
Κτηνοτροφία & Ιχθυοτροφία	11	(6)	5%	(4%)
Κατασκευές	9	(10)	4%	(6%)
Λοιπά / Μη δημοσιευμένα	5	(9)	2%	(5%)
Λοιπές Υπηρεσίες	5	(9)	2%	(5%)
Ένδυση	5	μ/ε	2%	μ/ε
Χημικά & Φαρμακευτικά	5	μ/ε	2%	μ/ε
Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας	4	(10)	2%	(6%)
Υγεία	4	(5)	2%	(3%)
Ενέργεια και Μεταφορές	3	(15)	1%	(9%)
Ναυτιλία	2	μ/ε	1%	μ/ε
<b>Σύνολο</b>	<b>209</b>	<b>169</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Πηγή: Έρευνα PricewaterhouseCoopers

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5

### Ανάλυση συναλλαγών ανά κλάδο

Ο κλάδος της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών σηματοδοτήθηκε από τις δύο μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές στην Ελλάδα το 2004. Πρόκειται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς της Vodafone Panafon από την Vodafone Group plc., και την πώληση της Delta-Singular Outsourcing Services στην αμερικανική First Data Corporation. Ο κλάδος των τραπεζών τα τελευταία χρόνια παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κινητικότητα στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις. Κατά το 2004 σημαντικότερη συναλλαγή του κλάδου αποτέλεσε η εξαγορά του 51% της Γενικής Τράπεζας από την Societe Generale.

Επιπρόσθετα, το 2004 συνεχίστηκε η τάση των ελληνικών τραπεζών για επέκταση και ενίσχυση της θέσης τους στο χώρο των Βαλκανίων. Από τις 31 συναλλαγές του κλάδου οι 7 αφορούσαν συναλλαγές μεταξύ ασφαλιστικών εταιριών, γεγονός που φανερώνει τάση συγκέντρωσης στο συγκεκριμένο κλάδο. Από τις υπόλοιπες συναλλαγές το 15% πραγματοποιήθηκε μεταξύ εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, επενδύσεων χαρτοφυλακίου και χρηματιστηριακών εταιριών. Ο κλάδος της βιομηχανίας παρουσίασε σημαντική αύξηση το 2004, αποτελώντας το 13% του συνόλου των συναλλαγών έναντι 8% για το 2003. Το 27% των συναλλαγών αποτελούν εξαγορές κυρίως σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στα Βαλκάνια. Τη μεγαλύτερη κινητικότητα στον κλάδο της Βιομηχανίας αναφορικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις παρουσιάζουν οι εταιρίες αλουμινίου και ακολουθούν αυτές που δραστηριοποιούνται στην εξόρυξη μετάλλων / ορυκτών (ορυχεία).

Το κύμα αυτό των Ε ή Σ ανεκόπει στις αρχές της νέας χιλιετίας για να επανέλθει εντονότερα μετά το 2005. Είναι χαρακτηριστικό ότι η αξία των Ε ή Σ στην Ελλάδα το 2006 ανήλθε σε 11 δις. Ευρώ (ποσό ρεκόρ για τα ελληνικά δεδομένα), ενώ κάποιιοι εκτιμούσαν ότι η αξία τους θα ξεπεράσει τα 30 δις Ευρώ το 2007!

Η νέα χιλιετία βρήκε τις ελληνικές επιχειρήσεις κορεσμένες από το μαζικό κύμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων των προηγούμενων ετών και άρα αρκετά επιφυλακτικές ειδικά έπειτα από τη «καταπόντιση» του χρηματιστηρίου. Σε διάφορους τομείς, όπως για παραδειγμα αυτών των νέων τεχνολογιών, δόθηκαν από το κράτος κίνητρα για συγχωνεύσεις μικρών εταιριών. Με αυτόν τον τρόπο, η συνολική αξία των συναλλαγών τα έτη 2003 και 2004 ήταν 3 και 2 δις Ευρώ αντίστοιχα, ενώ ο αριθμός των συναλλαγών ήταν 169 και 209. Αυτό δείχνει ότι πολύ συχνά οι εταιρίες προτιμούν να εξαγοράζουν μειοψηφικά πακέτα μετοχών. Παρόλα αυτά δεν έλειψαν από την ελληνική οικονομία οι μεγάλες συναλλαγές, όπως για παράδειγμα η εξαγορά της ETBA από τη τράπεζα Πειραιώς το 2002 και της Παπαστράτος από τη Philip Morris. Επίσης αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η διασυνοριακές συναλλαγές αντιπροσωπεύουν το 35 % του συνόλου, με κυρίαρχες αυτές που έχουν προορισμό τα Βαλκάνια. Το πρώτο λόγο στις εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών και αυτός των τραπεζών.

Το 2005 ήταν μία χρονιά με αυξημένο αριθμό Ε& Σ σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε αυτές έλαβαν μέρος εταιρίες μεγάλου βεληνεκούς, όπως η Procter Gamble, η Gillette, η Bank of America και άλλες, με αποτέλεσμα το συνολικό ποσό των χρημάτων που δόθηκαν για Ε&Σ να ανέρχεται στα \$2 τρις. Ενδεικτικός είναι ο παρακάτω πίνακας, ο οποίος παρουσιάζει τις μεγαλύτερες διεθνείς Ε ή Σ του 2005, αλλά και ο πίνακας ο οποίος παρουσιάζει τις σημαντικότερες Ε ή Σ στην Ελλάδα τη πενταετία 2002-2006.

**Πίνακας:**

**Οι πιο σημαντικές εξαγορές του 2005 – έτος που πραγματοποιήθηκε το Ρεκόρ Εξαγορών Συγχωνεύσεων της τελευταίας πενταετίας με \$2 τρις.**

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ	ΣΤΟΧΟΣ	ΑΞΙΑ(σε \$ δις)	ΚΛΑΔΟΣ
Procter and Gamble	Gillette	54,9	Καταναλωτικά
Bank of America	MBNA corp	35,8	Χρηματοοικονομικά
Conoco Phillips	Burlington Inc	35,3	Ενέργεια
Telefonica	O2 Plc	31,6	Τηλεπικοινωνίες
Gas Natural(Ισπ.)	Endesa(Ισπ)	28,2	Ενέργεια
Boston Scientific	Guidant	24,9	Ιατρικά Είδη
Chevron Texaco	Unlocal	18,7	Ενέργεια
Unicredito Italiano	Bayerische Hypo und VereinsBank	18,2	Τράπεζες
SBC Ccommunications	AT&T	14,7	Τηλεπικοινωνίες
Federated Dept Stores	May Dept Stores	16,4	Λιαν εμπόριο

Πηγή:

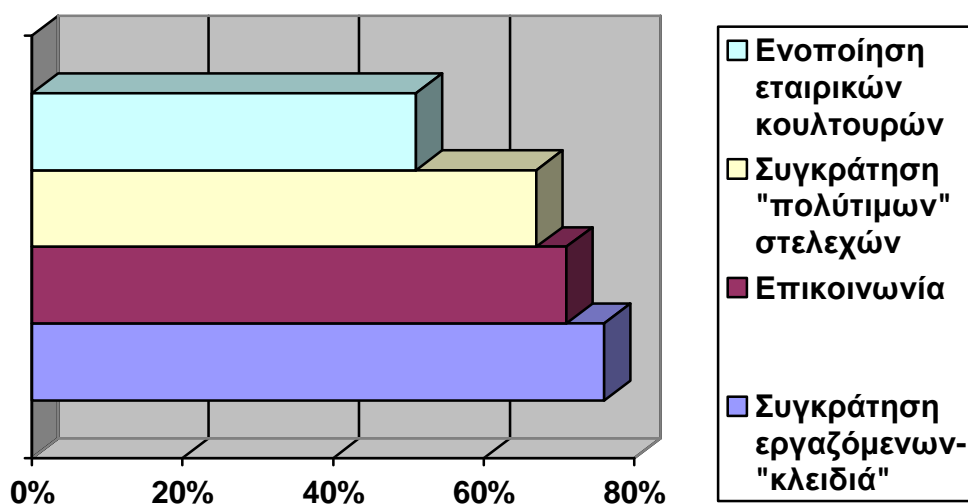
Ρεμπούλου Άννα, "Ρεκόρ Συγχωνεύσεων και Εξαγορών το 2005". Ο Κόσμος του Επενδυτή: Ένθετο Οικονομία, (Σα-Κυ 31 Δεκ 2005 – 1 Ιανουαρίου 2006, σελ 21.)

**Πίνακας:**

**Μερικές από τις σημαντικότερες Ε ή Σ στην Ελλάδα την πενταετία 2002-2006**

ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ	ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ	ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ
Γερμανός	Cosmote	1,3 δις €
TIM Hellas	Apax, Texas Pacific Group	1,1 δις €
Vodafone-Panafon	Vodafone Group	784εκ. €
ΕΤΒΑ	Τράπεζα Πειραιώς	750εκ. €
Παπαστράτος ΑΒΕΣ	Philip Morris Holland	481εκ. €
Nova Bank	Banco Comercial Portugues	330εκ. €
Πετρόλα	ΕΛΠΕ	270εκ. €
Alpha Επενδύσεων	Alpha Bank	220εκ. €
Delta Singular	First Data Corporation	206εκ. €
Καταστήματα αφορολόγητων ειδών	Folli- Follie/ Γερμανός	177εκ. €
Hellas Gold	European Goldfields	130εκ. €
Εταιρία Ακίνητης Περιουσίας Δήμου Αμαρουσίου	Lamda Development	129εκ. €
Γενική Τράπεζα	Societe General	125εκ. €

Πηγή :Price Waterhouse & Coopers, [www.pwc.com/gr/masurvey](http://www.pwc.com/gr/masurvey)



Παρά τις σημαντικές Ε ή Σ που περιλαμβάνει ο πίνακας, την « παράσταση έκλειψαν» δύο άλλες επιχειρήσεις οι οποίες το Δεκέμβριο του 2005 ανακοίνωσαν μία συμφωνία η οποία αλλάζει εξ ολοκλήρου τα δεδομένα της αγοράς τροφίμων στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, η ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών ξεκίνησε διαδικασία Συγχώνευσης με

την Chipita, δημιουργώντας έναν γιγάντιο, για τα ελληνικά δεδομένα, όμιλο ο οποίος θα κατέχει τη πρώτη θέση στην Ελλάδα στα τρόφιμα.<sup>5</sup>

### **Μελέτη περίπτωσης :**

#### **«Η συγχώνευση της ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών με τη Chipita»**

Το Δεκέμβριο του 2005 ανακοινώθηκε μιά μοναδική για τα ελληνικά δεδομένα συγχώνευση, αυτή των εταιριών Chipita International και ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών μέσω απορρόφησης της πρώτης από τη δεύτερη. Η εταιρία που δημιουργείται είναι η 16η μεγαλύτερη στην Ελλάδα και 35η εταιρία τροφίμων στην Ευρώπη.

Το «φλέρτ» του ομίλου ΔΕΛΤΑ με τη Chipita είχε ξεκινήσει το 1992 όταν η γαλοκτοβιομηχανία είχε πιστέψει στις δυνατότητες της μικρής πλέον ανερχόμενης εταιρίας από τη Λαμία και έτσι είχε αποκτήσει συμμετοχή στο μετοχικό της κεφάλαιο. Από τότε πέρασε πολύς καιρός και η μεν Chipita έχει εξελιχθεί σε μια πολυεθνική εταιρία Ελληνικής ταυτότητας, η δε ΔΕΛΤΑ έχει μετασχηματισθεί σε μιά εταιρία συμμετοχών που εμπεριέχει επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς τομείς τροφίμων(π.χ. Μπαρμπα Στάθης, GOODY'S, ΔΕΛΤΑ παγωτού, γάλακτος κ.λ.π.).

Στις 19 Δεκεμβρίου του 2005 και σε κλίμα μεγάλης ευφορίας, τα ηγετικά στελέχη των δύο ομίλων ανακοίνωσαν τη συγχώνευση, ελπίζοντας πως οι συνέργιες κ αλληλοσυμπληρούμενες ικανότητες των εταιριών θα δώσουν στον όμιλο ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

Συγκεκριμένα, ο ιδιοκτήτης της chipita Σπύρος Θεοδωρόπουλος ανακοίνωσε πως οι δυνατότητες γεωγραφικής επέκτασης και προϊοντικής ανάπτυξης με ανταγωνιστικότερους όρους αυξάνονται, καθώς ήδη το προϊοντικό χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει πολλές πετυχημένες επωνυμίες κ η νέα εταιρεία δραστηριοποιείται σε 28 χώρες του εξωτερικού συνολικού πληθυσμού 1 δις κατοίκων. η σχέση ανταλλαγής των μετοχών ορίστηκε 3:1 που ήταν άλλωστε και η αναλογία των κεφαλαιοποιήσεων στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Ο νέος κολοσσός, λόγω του τεράστιου μεγέθους του και όχι μόνο απολαμβάνει σημαντικές οικονομίες κλίμακας. Βέβαια, πρωταρχικός στόχος της συμφωνίας φέρεται να μην ήταν η μείωση του κόστους αλλά η ανάπτυξη νέων προϊόντων σε νέες

---

<sup>5</sup> Βασίλης Μ. Παπαδάκης, όπως παραπάνω.

αγορές, ωστόσο τα κοστολογικά πλεονεκτήματα είναι εξίσου σημαντικά. Η ικανότερη διαχείριση πόρων λόγω μεγάλου μεγέθους, η αύξηση των εσόδων που επιτυγχάνεται με τη διαρκή προσφορά προϊόντων που ανταποκρίνονται στις καταναλωτικές ανάγκες και η απόκτηση των κατάλληλων μεριδίων αγοράς σε διάφορους τομείς(critical mass) αποτελούν 3 βασικές πηγές απο τις οποίες απορρέουν τα πλεονεκτήματα οικονομιών κλίμακας λόγω ενοποίησης . αναμένεται επίσης να γίνουν περικοπές σχετικά με τα δίκτυα, τη διαχείριση προϊόντων (αποθήκευση, διανομή), τις προμήθειες και τον καλύτερο συνδυασμό των παγίων.

Εκτός αυτού, παρέχεται η δυνατότητα προϊοντικής και γεωγραφικής ανάπτυξης των επιχειρηματικών τις δραστηριοτήτων. Οι συνέργειες που αναμένεται να προκύψουν αφορούν πρωτίστως τη δυνατότητα δυναμικής ανάπτυξης ( γεωγραφική ανάπτυξη, σταυροειδείς πωλήσεις του ομίλου) .

Η Δέλτα μπορεί να εκμεταλλευτεί το ισχυρό διεθνές δίκτυο διανομής της chipita, και η chipita τα ισχυρά θεμέλια που έχει θέσει η δέλτα σε εγχώριο επίπεδο. Το ίδιο μπορεί να γίνει και με τις υπόλοιπες εταιρείες του νέου ομίλου, π.χ. να εκμεταλλευτεί η vivartia την επιτυχία των κρουασαν της chipita στο εξωτερικό εξάγοντάς τα σε περισσότερες χώρες.

Σημαντικότερο πλεονέκτημα που απορρέει απο την ενοποίηση είναι η ισχυρότατη διαπραγματευτική δύναμη που αποκτά πλέον η vivartia σε σχέση με τους λιθανέμπορους τα προϊόντα των εταιρειών του ομίλου αντιπροσωπεύοθν ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό των πωλήσεων στα λιανεμπορικά καταστήματα, με αποτέλεσμα τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης της vivartia με τους λιανέμπορους των ίδιων ποσοτήτων και σε ευνοϊκότερους για αυτήν οικονομικούς όρους.

Επιπρόσθετα, στα οφέλη συγκαταλέγονται τυχόν βελτιώσεις των μεθόδων παραγωγικότητας και διαδικασιών, διοικητικά και οργανωσιακά οφέλη (περιορισμός επικαλύψεων) και η βέλτιστη αξιοποίηση των επενδυμένων κεφαλαίων.

Παρόλη τη σωστή μελετημένη διαδικασία ενοποίησης των 2 εταιρειών και την επιλογή συγκεκριμένων βέλτιστων πρακτικών ενοποίησης, η επιτυχία μιας τέτοιας εμβέλειας συγχώνευσης είναι πάντα αβέβαιη. Το ρίσκο της δημιουργίας ενός τόσο μεγάλου ομίλου αποτελούμενου από μικρότερες εταιρείες που η κάθε μία έχει διαφορετικές καταβολές είναι μεγάλο, όπως επίσης και το απαιτούμενο κεφάλαιο για την υποστήριξη του. Ο χρόνος θα δείξει αν είναι σε θέση οι εμπνευστές της



συγχώνευσης να στηρίξουν ουσιαστικά την ενοποίηση των 2 μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων σε έναν μακροχρόνιο ορίζοντα.

Πηγές:

1. Δελτίο τύπου της *vinartia*, "η μεγαλύτερη εταιρεία τροφίμων στην Ελλάδα, οίκος κορυφαίων μαρκών διατροφής με σημαντικό μέγεθος στην Ευρώπη", (9 Μαΐου 2006).
2. Γκίτση Α., "Γεγονός ο γάμος της χρονιάς, συγχώνευση δελτα – *chipita*", *εξπρές*, (20 Δεκεμβρίου 2005), σελ. 12-13
3. Νέζης Σ., "έτσι θα γίνει η συγχώνευση δελτα – *chipita*", *ο κόσμος του επενδυτή* (4-5/2/06).
4. Ιωάννου Χ., "Συνέντευξη Δημήτρη Δασκαλόπουλου ", *ελευθεροτυπία της Κυριακής*, (19 Μαρτίου 2006).

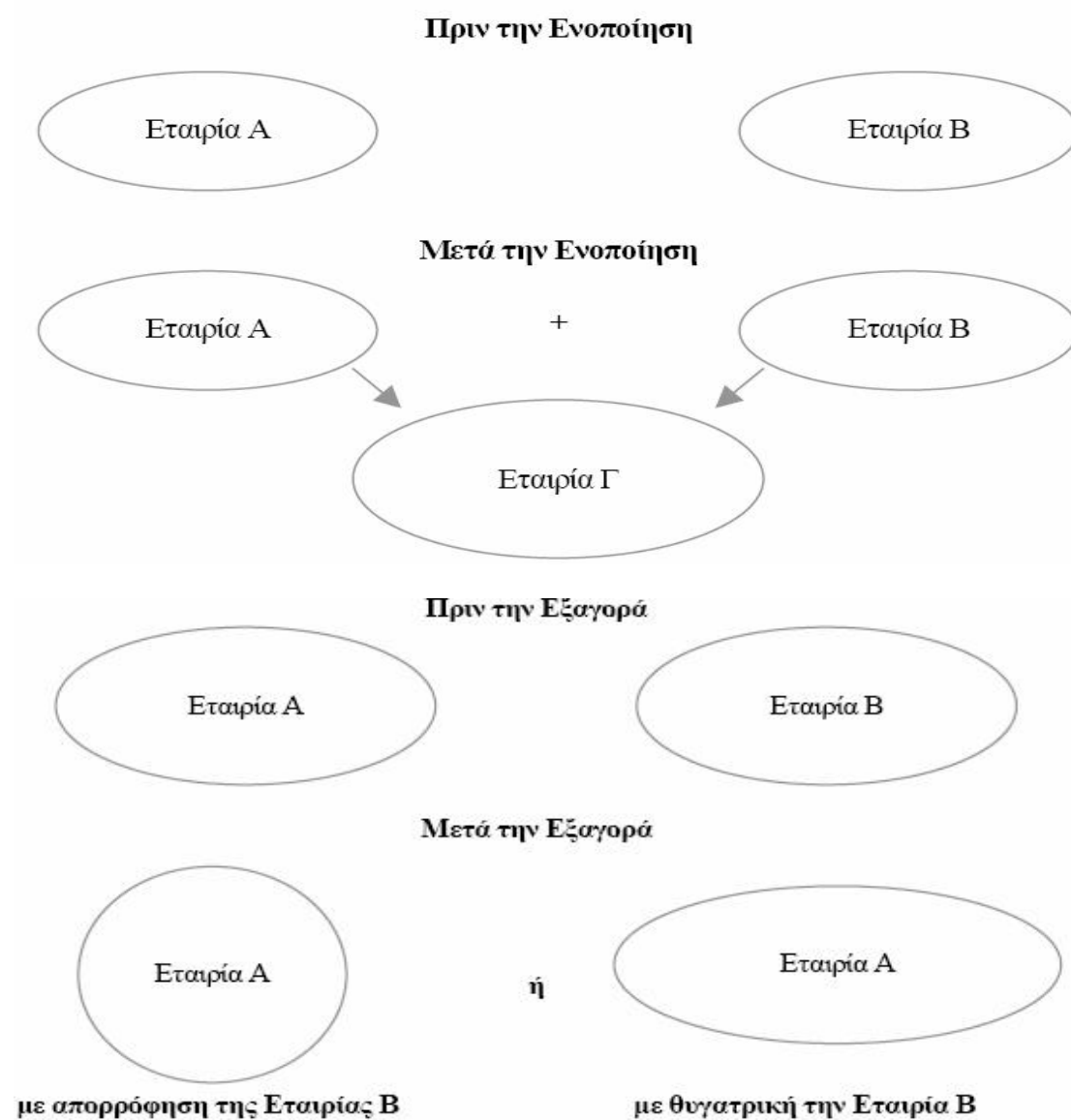
## 1.4 ΤΥΠΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΠΡΑΞΕΩΝ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν την πλέον ουσιαστική αντίδραση των επιχειρήσεων απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία, ως αποτέλεσμα της διεθνοποίησης ή ενοποίησης σε ορισμένες περιπτώσεις των αγορών χρήματος και κεφαλαίου σε πρώτο επίπεδο και των αγορών αγαθών και υπηρεσιών σε δεύτερο επίπεδο. Οι Ε&Σ αποτελούν διεθνώς μία από τις πιο συνήθεις μεθόδους, τις οποίες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν για την ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και για τη διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά, καθώς και των άλλων σημαντικών μεγεθών ή παραμέτρων που αφορούν τη διοίκηση της επιχείρησης και την αποτελεσματικότητά της. Τα κίνητρα των επιχειρήσεων για την επιθετική επέκτασή τους μέσω των Ε&Σ θα πρέπει να μελετηθούν σε σύγκριση με τους εναλλακτικούς τρόπους μεγέθυνσης οι οποίοι είναι διαθέσιμοι, ώστε να γίνουν αντιληπτά ως στοιχεία, η χρονική στιγμή που θα πρέπει να υλοποιείται ή η αιτιολόγηση που θα πρέπει να λαμβάνει αυτός ο τρόπος ανάπτυξης. Οι κυριότεροι τρόποι μεγέθυνσης των επιχειρήσεων είναι οι ακόλουθοι :

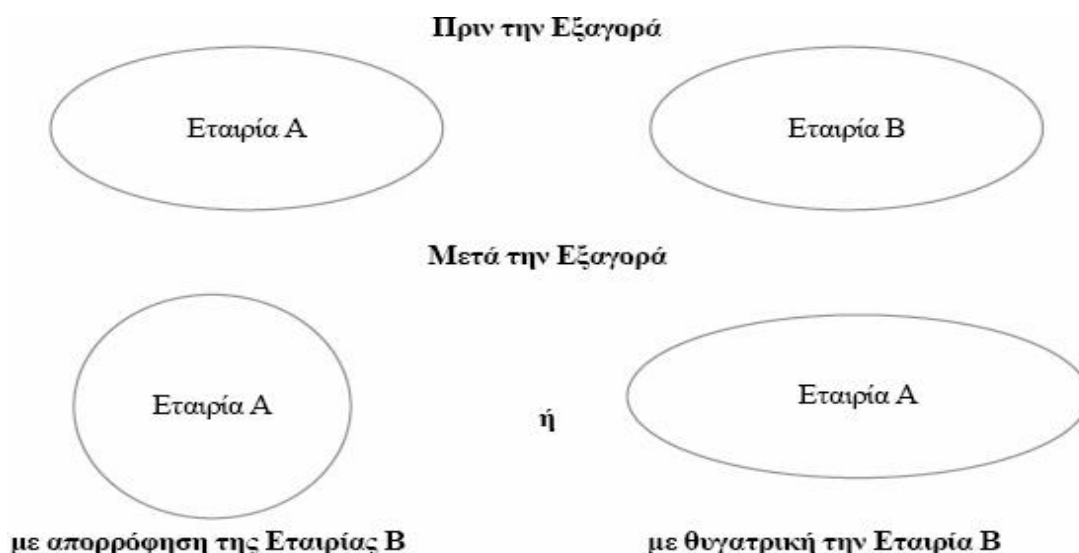
**Ενοποίηση (Merger):** Αναφέρεται στην επιχειρηματική απόφαση συνένωσης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, όπου μετά τη νολοκλήρωση των απαιτούμενων κατά τη νομοθεσία διαδικασιών, προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.5.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5

### Παράδειγμα ενοποίησης



•**Εξαγορά (Acquisition):** Αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία μία εταιρία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης ή ενός ομίλου επιχειρήσεων μετά από συμφωνία των εμπλεκόμενων μερών. Η εξαγορά μπορεί να είναι ολική ή μερική. Αντίστοιχα, στην πρώτη περίπτωση, η εξαγοράστρια επιχείρηση αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της προς εξαγορά επιχείρησης. Στην περίπτωση της μερικής εξαγοράς, η εξαγοράστρια επιχείρηση κατέχει ένα μέρος της εταιρίας «στόχου», χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι αποκτά απαραίτητα τον έλεγχο της δεύτερης. Η εξαγορά εταιριών ως μέσο ανάπτυξης λαμβάνει συνήθως χώρα μεταξύ εταιριών άνισου μεγέθους.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.6**

### Παράδειγμα εξαγοράς

**Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (Tender offer):** Στην περίπτωση αυτή η αγοράζουσα εταιρία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση για να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης εταιρίας σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας. Ανάλογα με τη στάση της διοίκησης οι δημόσιες προσφορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές. Στην πρώτη περίπτωση οι διοικήσεις των δύο εταιριών συνεργάζονται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Στην περίπτωση της εχθρικής – επιθετικής εξαγοράς η εξαγοράστρια εταιρία αποκτά «βίαια» τον πλήρη έλεγχο της εταιρίας «στόχου». Η εξαγορά αυτή επιτυγχάνεται με την απόκτηση καταστατικής πλειοψηφίας, δηλαδή του 51% των μετοχών από τους ενδιαφερόμενους, χωρίς τη συναίνεση της διοίκησης της επιχείρησης, με την έγκριση όμως των μετόχων. Πρόκειται για μια κίνηση στρατηγικού περιεχομένου για την πρώτη, με σκοπό την αύξηση των μεριδίων αγοράς και την πραγματοποίηση άλλων πολλαπλών ωφελειών για την εξαγοράστρια επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή η διοίκηση της εταιρίας στόχου χρησιμοποιεί διάφορες αμυντικές τακτικές για να εμποδίσει ή να κάνει ασύμφορη την εξαγορά. Πιθανοί τρόποι αντίδρασης της προς εξαγορά επιχείρησης, μπορεί να είναι οι ακόλουθοι: α) Η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων (Poison Pill), β) Η αντιπροσφορά για την εξαγορά της εξαγοράστριας επιχείρησης (Packman Defense), γ) Η εμφάνιση εταιρίας «Λευκού

Ιππότη» (White Knight). Στην περίπτωση αυτή οι υπόεξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλο αγοραστή («Λευκό Ιππότη») να υποβάλλει προσφορά εξαγοράς. Κατά κανόνα οι διοικήσεις της εξαγοραζόμενης επιχείρησης και του «Λευκού Ιππότη» έχουν καλές σχέσεις, δ) Η αγορά των ιδίων μετοχών, ε) Η δημιουργία απρόσμενου ή αρνητικού κλίματος για τη μετοχή ή τα μεγέθη της εταιρίας, στ) Η συγχώνευση με άλλη εταιρία η οποία είναι φιλική προς το Δ.Σ. της εταιρίας «στόχου».

**Εξαγορά της διοίκησης της επιχείρησης (Management buy out).** Στις περιπτώσεις αυτές οι επιχειρήσεις, που εμφανίζουν μεγάλα οικονομικά μεγέθη συνήθως σε επίπεδο παραγωγής, πωλήσεων και κερδών, εξαγοράζουν τη διοίκηση μικρότερων εταιριών προσπαθώντας να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες εταιρίες (όπως το στελεχιακό τους δυναμικό) προς τις μεγαλύτερες. Με αυτόν τον τρόπο, ουσιαστικά εκμεταλλεύονται το λεγόμενο “team capital” της μικρότερης επιχείρησης (εξαγοράζοντας ουσιαστικά ολόκληρο το μάνατζμεντ και το προσωπικό της), ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζει η μικρότερη επιχείρηση σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς.

**Κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων (Joint venture).** Πρόκειται για συνέργια μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλων επιχειρήσεων, η οποία ουσιαστικά αποτελεί σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μία αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι κοινοπραξίες αποτελούν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο και με μεγάλη αβεβαιότητα ως προς την τελική τους έκβαση.

**Δανεισμός για εξαγορά επιχείρησης (Leverage buy out).** Πρόκειται για έναν τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης, μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για εξαγορές και συγχωνεύσεις, κυρίως μεγαλύτερων επιχειρήσεων από αυτήν. Αποτελεί έναν «επιθετικό» τρόπο ανάπτυξης της εταιρίας και των μεγεθών της με παράλληλη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονες αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας των σχεδιασμών.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική, όπως παραπάνω

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΚΙΝΗΤΡΑ

Τα κυριότερα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις σε συγκέντρωση με εξαγορά ή συγχώνευση είναι τα ακόλουθα:

2Το κίνητρο της ορθολογικής οργανώσεως και επεκτάσεως των επιχειρήσεων: οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις ενδεχομένως να προσδοκούν την επέκταση των δραστηριοτήτων τους με την είσοδο σε νέες εγχώριες ή διεθνείς αγορές, νέες πηγές εφοδιασμού πρώτων και λοιπών υλών και νέους δρόμους διαθέσεως των προϊόντων τους. Η κατάκτηση νέων αγορών είναι δυνατό να αποβλέπει στη μείωση του κόστους παραγωγής, με την κατανομή των γενικών εξόδων σε μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Είναι ακόμη δυνατό, οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις να επιδιώκουν τη διαφοροποίηση τους (diversification), δηλαδή την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους σε κερδοφόρες κατηγορίες προϊόντων ή την καθετοποίηση του παραγωγικού κυκλώματος τους.

Εξάλλου, η απορρόφηση μιας επιχειρήσεως από μια επιχείρηση που ευδοκίμει παρέχει στην απορροφούμενη επιχείρηση επιτυχές management, έμπειρο και εξειδικευμένο προσωπικό, τακτικούς προμηθευτές, σύγχρονες εγκαταστάσεις παραγωγής και κανάλια διανομής των προϊόντων της. Η διοίκηση της απορροφούσας επιχειρήσεως από την άλλη πλευρά μπορεί να σχεδιάζει τη δραστηριότητα της με βάση την προϊστορία της απορροφούμενης επιχειρήσεως, χωρίς ιδιαίτερους κινδύνους, αφού η συγχώνευση δε δημιουργεί πρόσθετο ανταγωνισμό, όπως συμβαίνει με την κατασκευή νέων παραγωγικών εγκαταστάσεων, οι οποίες να ανταγωνίζονται την παραγωγή των παλαιών εγκαταστάσεων.

Σημειώνεται ακόμη ότι πολλές συγχωνεύσεις επιχειρήσεων πραγματοποιούνται προκειμένου οι συγχωνευόμενες εταιρίες να καρπωθούν φορολογικά οφέλη, όπως λ.χ. τον υπολογισμό των αποσβέσεων πάνω στην τρέχουσα αξία των πάγιων στοιχείων, την εισαγωγή της απορροφούσας ή απορροφούμενης στο χρηματιστήριο.

Παρά τα παραπάνω προφανή πλεονεκτήματα, η συγχώνευση δυνατό να αποδειχθεί ότι δεν είναι πάντοτε ο προσφορότερος δρόμος για την επέκταση των επιχειρήσεων. Η γρήγορη εξάπλωση των επιχειρήσεων, που επιτυγχάνεται με τη

συγχώνευση τους, μπορεί να οδηγήσει σε ανεπαρκές management αυτών, το οποίο να αποτύχει στη διατήρηση μιας ικανοποιητικής χρηματοοικονομικής θέσεως των συνασπισμένων επιχειρήσεων κυρίως σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

Το αμυντικό κίνητρο: η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιδιώκει να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει μια πιθανή εξαγορά αυτής από κάποια άλλη ανταγωνίστρια της επιχείρησης.

Το επιθετικό κίνητρο: η επιχείρηση προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης επιχειρήσεως πριν αυτή καταστεί ανταγωνίστρια της και έτσι αποφεύγει την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά.

## 2.1 ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΛΟΓΟΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ Ε&Σ

Σε σχέση με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι Ε&Σ φαίνεται να ανταποκρίνονται σε μια διαπιστωμένη τάση της αγοράς για δημιουργία ισχυρών επιχειρήσεων και ομίλων, ικανών(Παπαδάκης, 1999):

- **Να αντεπεξέλθουν** στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, στο διεθνή ανταγωνισμό και στις διαρκώς εντεινόμενες διεθνείς νομισματικές αναταράξεις και πιέσεις, μέσα και έξω από το χώρο της ΟΝΕ.
- **Να βελτιώσουν** την αξιοποίηση του συνολικού επιχειρησιακού και ανθρώπινου δυναμικού, με στόχο τη διατήρηση – επέκταση των μεριδίων αγοράς, την αποτελεσματική προώθηση νέων προϊόντων, την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη, τη βελτίωση των επιτελικών λειτουργιών, την κεφαλαιακή τους εξυγίανση και ενίσχυση.
- **Να αξιοποιήσουν** τις νέες τεχνολογίες συγκέντρωσης, διαχείρισης και διάχυσης της πληροφορίας, που ευνοούν και επιβάλλουν την αναδιοργάνωση, την ολοκλήρωση και τη δικτύωση στο διεθνές περιβάλλον.
- **Να αξιοποιήσουν** τις συνέργιες που οφείλουν να αναπτύσσονται στα πλαίσια των σύγχρονων επιχειρηματικών οργανισμών, εξαλείφοντας τα μειονεκτήματα και τις γραφειοκρατικές αγκυλώσεις των επιχειρησιακών σχημάτων μεγάλου μεγέθους.<sup>7</sup>

**Κυρίαρχος λόγος**, επομένως, για την πραγματοποίηση Ε&Σ είναι η επίτευξη κερδοφορίας, ενώ οι επιμέρους στόχοι σχετίζονται με την επίτευξη συνεργιών μεταξύ των συμβαλλόμενων οργανισμών (Bramson, 2000, Das & Teng 2000). Όσον αφορά στις συνέργιες, αυτές είναι δυνατόν να προκύψουν από τον καταμερισμό ή τη μεταφορά πόρων- οικονομικών, φυσικών, ανθρώπινων – των συμβαλλόμενων οργανισμών (Hoskisson et al, 1999). Βέβαια, ο υπολογισμός των συνεργιών, που θα προκύψουν από το συνδυασμό των ανθρώπινων πόρων, είναι ιδιαίτερα δύσκολος αν όχι αδύνατος κατά το σχεδιασμό της ΕήΣ (Coff, 2002).<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Παπαδάκης, Μ. Βασίλης, *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*, 3<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα 1999 κεφ 9 σελ 339-375



Ειδικότερα, οι επιμέρους λόγοι που συντελούν στη λήψη απόφασης για ΕήΣ μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα: το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο επίπεδο (Γεωργιάδης, 1999).<sup>9</sup>

**Τα κίνητρα των Ε&Σ στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο είναι τα ακόλουθα:**

- Αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share, EPS). Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.
- Μείωση του δείκτη P/E. Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος επιχειρηματικός δείκτης. Η αξία του εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το “premium” που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Ε&Σ, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας επιχείρησης, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.
- Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας (Liquidity Synergies). Ίσως το πιο σημαντικό κίνητρο των Ε&Σ είναι η επίτευξη συνεργειών. Η συνέργεια αναφέρεται στο φαινόμενο  $2+2=5$  και στο χώρο των επιχειρήσεων μεταφράζεται στην ικανότητα δύο εταιρειών να αποδίδουν περισσότερα οφέλη όταν λειτουργούν ενωμένες, από το άθροισμα των μεμονωμένων αποδόσεών τους.

Πολλές επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια άλλη εταιρία, η οποία διαθέτει πιο «υγιή» χρηματοοικονομική διάρθρωση. Στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι μεγάλες επιχειρήσεις συνήθως απολαμβάνουν κάποια πλεονεκτήματα, που μειώνουν το συνολικό κόστος κεφαλαίου (εκδίδουν ομολογίες με χαμηλότερα επιτόκια, έχουν χαμηλότερα κόστη έκδοσης αξιόγραφων ανά χρηματική μονάδα, επιμερίζουν κάποια σταθερά κόστη σε μεγαλύτερο χρηματικό όγκο, κάνουν μικρότερη προσπάθεια

---

<sup>8</sup> Bramson R.N (2000): *HR'S Role in merges and Acquisitions, Training and Development*, Vol 54, No 10.  
Das T & Teng B. (2000): *Between Trust and Control: developing confidence in Partner cooperation in alliances*, *Academy of Management review*, Vol 23, No 2.

Hoskisson R., Hitt M., Wan W., *Theory and research in strategic management: swings of a pendulum*, *Journal of management*, YIUD(1999), Vol. 23, No. 3 σελ 417-456

Coff R. (2002), *Human capital shared expertise and the likelihood of impasse in corporate acquisitions*, *Journal of management*, Vol 28, No1, σελ 107-128

<sup>9</sup> Γεωργιάδης Η. Ν (1999), *Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική*, IRAJ.

πώλησης των εν λόγω ομολογιών λόγω του χαμηλότερου ρίσκου).

- Τα φορολογικά οφέλη (Tax Motives), που προκύπτουν είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών είτε μέσω της αύξησης των ορίων των αποθεματικών είτε μέσω συνδυασμού των δύο παραπάνω.

#### **Τα μεσοπρόθεσμα κίνητρα είναι τα ακόλουθα:**

- Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης (Improve Borrowing Capacity). Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κ.ά.).
- Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος (Reduce Borrowing) με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

#### **Τέλος, τα κίνητρα των Ε&Σ σε μακροπρόθεσμο επίπεδο μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα (Παπαδάκης 2002):**

- Η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (Economies of scale). Οι οικονομίες κλίμακας προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος του οργανισμού. Η αύξηση της παραγωγής οδηγεί σε μικρότερη ποσοστιαία αύξηση του κόστους, με αποτέλεσμα το κατά μονάδα κόστος να μειώνεται. Πολλές φορές οι επιχειρήσεις επιλέγουν τις Ε&Σ ως μέσο μείωσης του συνολικού μέσου κόστους. Η μείωση του κόστους είναι μια συνέργια, η οποία είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα επιτευχθεί στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά πρώτων υλών, στον τομέα της παραγωγής, στο δίκτυο διανομής, στην έρευνα και ανάπτυξη, στην προβολή και σε άλλες δραστηριότητες.

Η μείωση του κόστους, λόγω των οικονομιών κλίμακας είναι εντονότερη στην περίπτωση οριζόντιων Ε&Σ στην ίδια χώρα (Bruner & Spekman, 1998).<sup>10</sup>

- Η εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος (Economies of scope). Οι οικονομίες φάσματος εξασφαλίζουν νέες εξειδικευμένες ή έντονα διαφοροποιημένες υπηρεσίες ή προϊόντα από τον συμβαλλόμενο οργανισμό. Απορρέουν,

---

<sup>10</sup> BRUNER R. & SPEKMAN R. (1998): *The dark side of alliances: Lessons from Volvo-Renault*. European Management Journal, Vol.16, No.2, PP.136-15

ουσιαστικά, από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση στο σύστημα των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη μεσαζόντων (Krishan & Park, 2002).<sup>11</sup>

- Ο συνδυασμός και η αλληλοσυμπλήρωση των πόρων (Complementary raw materials). Αφορά στο σύνολο των πόρων του οργανισμού. Ιδιαίτερη έμφαση έχει δοθεί στην πραγματοποίηση Ε&Σ ως μέσο απόκτησης νέας τεχνολογίας αλλά και εξειδικευμένων στελεχών (Birkinshaw, 1999). Για παράδειγμα, μια επιχείρηση έχει ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα αλλά στερείται τους οικονομικούς πόρους και την υποδομή του μάρκετινγκ για την προώθηση του προϊόντος στην αγορά. Η επιχείρηση στην περίπτωση αυτή έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στην τεχνολογία και συγκριτικό μειονέκτημα στο μάρκετινγκ. Η εξαγορά αυτής της επιχείρησης από μια άλλη δίνει ευκαιρίες και δημιουργεί ωφέλειες με μικρότερο κόστος για τις δύο επιχειρήσεις συνολικά.<sup>12</sup>
- Η αύξηση του μεριδίου της αγοράς (Market Power). Η αύξηση του μεγέθους του οργανισμού συνήθως συνοδεύεται και από αύξηση της δύναμής του, γεγονός που του επιτρέπει αφενός να αντιμετωπίζει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές του, αφετέρου να επιτυγχάνει αύξηση του κύκλου εργασιών του. Επιπλέον, η αύξηση της δύναμης του οργανισμού στην αγορά διευκολύνει την προσέλκυση ικανότερων στελεχών, την προώθηση πρόσθετων στρατηγικών συμμαχιών καθώς και την πραγματοποίηση πρόσθετων Ε&Σ από θέση ισχύος.

Τέλος, η αύξηση της δύναμης συνεπάγεται και αύξηση της διαπραγματευτικής του δύναμης έναντι των πελατών και των προμηθευτών του (Walter, 1990).<sup>13</sup>

- Η υπέρβαση των εμποδίων εισόδου σε νέα αγορά (Avoid entry barriers). Ως γνωστόν, κάθε είσοδος του οργανισμού σε μια νέα αγορά συνοδεύεται από ποικίλα εμπόδια. Ως τέτοια αναφέρονται οι επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, σε εγκαταστάσεις και σε διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων.

---

<sup>11</sup>KRISHAN H.A. and PARK D. (2002): The impact of work force reduction on subsequent performance in major mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, Vol.55, pp.285-292.

<sup>12</sup>BIRKINSHAW J. (1999): “Acquiring intellect: managing the integration of the knowledge intensive acquisitions”. *Business Horizons*, Vol.42, No3.

<sup>13</sup>WALTER A. G. & BARNEY J. 1990): “*Management objectives in Mergers and Acquisitions*”. *Strategic Management Journal*, Vol.11, No1, pp.79-86.

Στην περίπτωση ενός ισχυρού ανταγωνιστή, τα εμπόδια αυτά αυξάνονται σε έκταση αλλά και σε ένταση, επιτρέποντας περιορισμένα περιθώρια ελιγμού, Όσο αυξάνονται, όμως, τα εμπόδια εισόδου σε μια αγορά, ακόμα και μέσω κρατικών παρεμβάσεων, τόσο οι Ε&Σ αποτελούν διέξοδο για τους οργανισμούς (Bruner & Spekman, 1998). Η ΕήΣ μιας επιχείρησης που ήδη δραστηριοποιείται στην εν λόγω αγορά παρέχει πολλά πλεονεκτήματα, όπως είναι η γνώση της αγοράς και των συνθηκών της, η εγκατάσταση δικτύου διανομής και η εξασφαλισμένη πελατεία.<sup>14</sup>

- Η αύξηση της δυναμικής επέκτασης στην αγορά (Penetrate new markets). Οι Ε&Σ είναι πολύ καλύτερος τρόπος για την άμεση και δυναμική επέκταση ενός οργανισμού, σε σχέση με το σχεδιασμό και την υλοποίηση ενός νέου επενδυτικού προγράμματος, ιδίως, όταν ο οργανισμός - στόχος κατέχει ήδη εξέχουσα θέση στον επιδιωκόμενο επιχειρηματικό χώρο. Εξάλλου, η ισχυροποίηση της επιχείρησης μέσω των Ε&Σ έχει ως απόρροια η επιχείρηση να επωφελείται από οικονομίες κλίμακας (Γεωργιάδης, 1999).<sup>15</sup>
- Η αύξηση της διαφοροποίησης. Όταν ένας οργανισμός θέλει να διαφοροποιηθεί μέσω της εισόδου του σε νέες αγορές συναντώνται δυσκολίες, κυρίως λόγω της άγνοιας των στελεχών και της διοίκησής του για τις ιδιαιτερότητες της εν λόγω αγοράς. Συνεπώς, η Ε&Σ με έναν οργανισμό που ήδη δραστηριοποιείται στην αγορά αυτή αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης.
- Η αποφυγή του υπερβάλλοντος ανταγωνισμού (Avoidance of intense competition). Με την επέκταση ενός οργανισμού σε νέες αγορές, σχετικές και μη, είναι δυνατή η μείωση της εξάρτησης από μια συγκεκριμένη αγορά, όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να είναι αυξημένος (Blumenthal & Haspeslagh, 1994).<sup>16</sup>
- Η μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας του οργανισμού - αγοραστή. Η άνθηση των χρηματιστηρίων συμβάλλει στη σχετικά εύκολη και φθηνή άντληση κεφαλαίων. Έτσι, οι Ε&Σ θεωρούνται μια από τις εναλλακτικές επενδύσεις για τα κεφάλαια αυτά (Nadler & Tushman, 1980). Ειδικά στην περίπτωση της Ελλάδας, η άνθηση του Χ.Α.Α. αποτέλεσε έναν από τους βασικότερους λόγους

---

<sup>14</sup> BRUNER R. & SPEKMAN R, όπως παραπάνω.

<sup>15</sup> Γεωργιάδης Η. Ν, όπως παραπάνω.

<sup>16</sup> BLUMENTHAL B. & HASPELAGH P. (1994): "Toward a definition of corporate transformation". Sloan Management Review, Spring, pp.101-106.

πραγματοποίησης Ε&Σ.<sup>17</sup>

- Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης (Replacement of inefficient managers). Ο στόχος της ΕήΣ σε αυτή την περίπτωση είναι η εξυγίανση και η ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρίας με ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι συνηθισμένο στις εχθρικές εξαγορές.
- Η διοικητική αλαζονεία (Θεωρία “Hubris”). Συχνά, τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τον οργανισμό-στόχο (Νικάνδρου, 1998). Επίσης, το γεγονός ότι μεγαλύτεροι οργανισμοί προσφέρουν συνήθως μεγαλύτερες αμοιβές για τα ανώτατα στελέχη αποτελεί πρόσθετο κίνητρο πραγματοποίησης Ε&Σ.<sup>18</sup>
- Προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency problems). Προβλήματα αντιπροσώπευσης υπάρχουν όταν υφίσταται απόκλιση ανάμεσα στα ενδιαφέροντα της διοίκησης και των μετόχων. Αυτό συμβαίνει όταν ένα μικρό τμήμα των κοινών μετοχών βρίσκεται στα χέρια της διοίκησης. Οι δικαιούντες την επιχείρηση ενδιαφέρονται περισσότερο για την διατήρηση της θέσης τους παρά για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών, το κόστος από την «κακή» διοίκηση κατανέμεται σε ένα μεγάλο αριθμό μετόχων, με αποτέλεσμα ο καθένας να επιβαρύνεται με ένα μικρό μέρος του κόστους και η κατάσταση αυτή να διαιωνίζεται για μεγάλες χρονικές περιόδους. Οι Ε&Σ παρουσιάζονται ως λύση στο πρόβλημα αυτό (Παπαδάκης, 1999).<sup>19</sup>
- Ευνοϊκή νομοθεσία. Οι θεσμικές και φορολογικές διευκολύνσεις που έχουν προσφερθεί στους οργανισμούς τα τελευταία χρόνια λειτουργούν ενισχυτικά για την πραγματοποίηση Ε&Σ (Kitchen & Daly, 2002). Στην ελληνική αγορά, ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν και αρκετοί περιορισμοί που λειτουργούν αντίστροφα, όπως ο περιορισμός στις απολύσεις.

---

<sup>17</sup>NADLER D. & TUSHMAN M. (1980): “A model for diagnosing organizational behaviour :applying a congruence perspective”. Organizational Dynamics, Vol. 9, No.3, pp.35-51.

<sup>18</sup>ΝΙΚΑΝΔΡΟΥ Ε. (1998). «Ο ανθρώπινος παράγοντας στην εξαγορά των επιχειρήσεων». Διδακτορική διατριβή. ΑΣΟΕΕ, Αθήνα

<sup>19</sup> Παπαδάκης Μ. Βασίλης, όπως παραπάνω.

## 2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ

Κατά τη διαδικασία Ε&Σ, η εξαγοράζουσα ή απορροφώσα εταιρία έχουν συγκεκριμένους επιχειρηματικούς στόχους. Είναι σαφές πως οι στόχοι αυτοί διαφοροποιούνται κατά περίπτωση καθώς το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα δεν είναι πάντοτε το ίδιο. Ορισμένοι από τους συνηθέστερους στόχους που θέτουν οι εταιρίες είναι:

- Η αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό
- Η αύξηση του μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία
- Η απορρόφηση ανταγωνιστών
- Η ενίσχυση της θέσης τους στην αγορά
- Η αξιοποίηση της συμπληρωματικότητας των δραστηριοτήτων τους
- Η συντονισμένη και ολοκληρωμένη ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους με τη μορφή ομίλου εταιριών
- Ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Η είσοδος σε νέα αγορά/χώρα/περιοχή
- Η διαφοροποίηση προϊόντων και υπηρεσιών κ.ά.

## 2.3 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ Ε&Σ

Οι Ε&Σ οδηγούνται συχνά στην αποτυχία (σχετικές μελέτες αναφέρουν ότι τα ποσοστά αποτυχίας αγγίζουν το 75%). Πέρα, λοιπόν, από τα μεγάλα κίνητρα που εμφανίζονται κατά καιρούς, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν και τα αντικίνητρα ή οι λόγοι αποτυχίας των Ε&Σ (Παπαδάκης, 2002):

- **Ανεπαρκής αξιολόγηση – Υπερεκτίμηση προσδοκώμενων συνεργιών.**

Ένας από τους βασικότερους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση αποφασίζει να εφαρμόσει στρατηγική ανάπτυξης μέσω ΕήΣ είναι η δημιουργία συνεργιών, δηλαδή, η επίτευξη απόδοσης μεγαλύτερης από αυτή που θα είχαν οι δύο επιχειρήσεις αν εξακολουθούσαν να λειτουργούν ξεχωριστά ( $1+1>2$ ).

Ωστόσο, η πρόβλεψη των προσδοκώμενων συνεργιών φαίνεται να παρουσιάζει τρομερή δυσκολία στον υπολογισμό, διότι εξαρτάται από εξωτερικές παραμέτρους, που συχνά είναι πέραν του ελέγχου της διοίκησης, όπως η διαφορετική κουλτούρα και εμπειρία μεταξύ των εργαζομένων, το αγοραστικό κοινό της αγορασθείσας επιχείρησης, που ενδεχομένως να μη δεχτεί διαφορετική τιμολογιακή πολιτική ή διαφορετικά χαρακτηριστικά στα προϊόντα που είχε συνηθίσει να αγοράζει.

Εξάλλου, υπάρχει ο κίνδυνος μια ΕήΣ να γίνεται αποκλειστικά με το κριτήριο της μεγέθυνσης και με έλλειψη στρατηγικού οράματος. Πολλές επιχειρήσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, έχουν την τάση να εξαγοράζουν άλλες επειδή αυτή είναι η τάση της αγοράς ή από φόβο μήπως το μικρό μέγεθός τους τις καταστήσει ευάλωτες σε εξαγορές (Hill C.W.L. & Jones G.R., 2001). Η συμπεριφορά αυτή όχι μόνο δεν αποφέρει συνέργιες, αλλά θέτει σε κίνδυνο τις προοπτικές του όλου εγχειρήματος.<sup>20</sup>

- **Δυσκολίες ενοποίησης – Ο ανθρώπινος παράγοντας.**

Δεύτερος βασικός λόγος αποτυχίας μιας ΕήΣ είναι η αδυναμία γρήγορη και επιτυχούς ενοποίησης των επιχειρήσεων (Baroncelli A., 1998), δηλαδή της ένωσης δύο 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

---

<sup>20</sup> HILL C.W.L. & JONES G.R. (2001): “*Strategic Management: An integrated Approach*”. Boston, Houghton Mifflin Company, 5<sup>th</sup> edition, chapter 10.

διαδικασία χρονοβόρα και με αμφίβολα αποτελέσματα.<sup>21</sup>

Έμφαση δίνεται στην περίπτωση όπου ο ανθρώπινος παράγοντας είναι εκείνος που ευθύνεται για την αποτυχία (Schuler R. & Jackson S., 2001). Παρόλο που η συμβατότητα της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μιας ΕήΣ, είναι και ο παράγοντας που συνηθέστερα αγνοείται.<sup>22</sup>

Μεταξύ των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρίας συνήθως επικρατεί αβεβαιότητα, αφού δεν γνωρίζουν αν θα διατηρήσουν τη θέση τους ή θα απολυθούν. 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 το σκοπό της ΕήΣ.

Μεγαλύτερο είναι το πρόβλημα που προκύπτει στις διασυνοριακές Ε&Σ, όπου δε χρειάζεται να μεταφερθεί μόνο η εταιρική κουλτούρα στους εργαζόμενους της εταιρίας - στόχου, αλλά και η εθνική.

#### • Υπερβολικό χρέος

Μια επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια άλλη είναι διατεθειμένη να πληρώσει πολλά για να το κατορθώσει (Siower M., 1997). Όμως, αν η ΕήΣ τελικά αποτύχει για κάποιο λόγο - συνήθως, είτε λόγω ελλιπούς ανάλυσης και εξονυχιστικού ελέγχου της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης - στόχου, είτε λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης των στελεχών της για την απόφασή τους – τα καταβληθέντα ποσά χάνονται, ενώ σε άλλη περίπτωση θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από την επιχείρηση για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Υψηλότερο ρίσκο υπάρχει στις περιπτώσεις εταιριών - στόχων, οι οποίες είναι ζημιογόνες και απαιτείται από την αγοράστρια εταιρία να τις εξυγιάνει. Αν για τα χρήματα που απαιτούνται χρησιμοποιηθεί τραπεζικός δανεισμός και στην πορεία η ΕήΣ αποτύχει, τότε η αγοράστρια επιχείρηση βρίσκεται αντιμέτωπη με συσσωρευμένο χρέος και με μια επιχείρηση, η οποία δεν προβλέπεται να της εξασφαλίσει τις συνέργιες που επιθυμούσε.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> BARONCELLI A. (1998): “*Telecom Italia: Merging five companies into one*”. Long Range Planning, Vol.31, No.3, pp.377-395

<sup>22</sup> SCHULER R. & JACKSON S. (2001): “*HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions*”. European Management Journal, Vol.19, No.3, pp.239-253

<sup>23</sup> SIOWER M. (1997): “*The Synergy Trap: How companies lose the acquisition game*”. New York, The Free Press, pp.44-47



- **Ρόλος στελεχών – Διοικητική αλαζονεία.**

Προβλήματα μπορεί να δημιουργηθούν και στην πορεία των διαπραγματεύσεων για ΕήΣ. Στις διαπραγματεύσεις συμμετέχουν τα στελέχη της επιχείρησης – αγοραστή και ένα πλήθος άλλων ατόμων, με διάφορες ειδικότητες, είτε από την ίδια την εταιρία, είτε ανεξάρτητα από αυτήν. Τα εν λόγω άτομα, συνήθως, δεν έχουν συνεργαστεί ποτέ και καλούνται εκείνη τη στιγμή να αναλύσουν, να επεξεργαστούν και να παρουσιάσουν από κοινού την άποψή τους για την επικείμενη απόφαση, που πρέπει να ληφθεί σε πολύ σύντομο χρόνο και πολλές φορές χωρίς επιτυχία. Αυτό συμβαίνει γιατί κάθε στέλεχος μελετά την ελκυστικότητα της ΕήΣ από τη δική του οπτική γωνία και δεν την αντιμετωπίζει συνολικά.

Εξάλλου, τα στελέχη της επιχείρησης - αγοραστή συχνά μπαίνουν στις διαπραγματεύσεις με την αυτοπεποίθηση του επιτυχημένου (Campbell A., 1999), θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης - στόχου κατώτερα σε αξία, αφού η επιχείρησή τους έφτασε σε σημείο να εξαγοραστεί. Στη συνέχεια, μετά το κλείσιμο της συμφωνίας, προκύπτει το ερώτημα ποιος είναι ο καταλληλότερος για να αναλάβει τη διοίκηση των τμημάτων της επιχείρησης - στόχου: τα στελέχη της εξαγοράζουσας ή τα στελέχη της εξαγοραζόμενης; Αποτέλεσμα είναι το ξέσπασμα διαμάχης μεταξύ των στελεχών και η μεγέθυνση της έντασης που ήδη υφίσταται.<sup>24</sup>

- **Εξωτερικό περιβάλλον**

Εδώ αναφέρεται το θεσμικό πλαίσιο, σύμφωνα με το οποίο λειτουργεί η επιχείρηση, που ρυθμίζεται από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις, όπως και οι παράγοντες που αφορούν μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δε μπορεί να ελέγξει.

- **Η οικονομική συγκυρία**

Μια Ε&Σ μπορεί να μη γίνει ποτέ, ή και αν γίνει μπορεί να μην επιτύχει τους στόχους της, ως αποτέλεσμα εξωεπιχειρησιακών καταστάσεων και μακροοικονομικών συνθηκών.

Οι δυσκολίες αυτές, όπως αναφέρονται παραπάνω, έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην αποτελεσματική πραγματοποίηση της ΕήΣ. Όσο περισσότερο καθυστερεί μια ΕήΣ, τόσο αυξάνεται το κόστος του κεφαλαίου, αφού οι προγραμματισμένες συνέργιες δεν πραγματοποιούνται εγκαίρως, ώστε να αποδώσουν τα αναμενόμενα

---

<sup>24</sup> CAMPBELL A. (1999): "Reviewing Portfolio Strategy". Long Range Planning, Vol.29, December

αποτελέσματα.

Επιπροσθέτως, οι εργαζόμενοι, όντας ενήμεροι για τις διαπραγματεύσεις, εργάζονται υπό το καθεστώς του φόβου και της αβεβαιότητας για το μέλλον, με αποτέλεσμα η παραγωγικότητά τους να μειώνεται.

Αντίκτυπο έχει, επίσης, η καθυστέρηση και στους προμηθευτές των επιχειρήσεων, οι οποίοι εξετάζουν το ενδεχόμενο συνεργασίας και με άλλους πελάτες, αφού δε γνωρίζουν την έκβαση του εγχειρήματος. Ενδέχεται, επίσης, να ωφεληθούν από την καθυστέρηση οι ανταγωνιστές, οι οποίοι θα προσελκύσουν πελάτες και προμηθευτές με καλύτερους όρους συνεργασίας.

Τέλος, σε κατάσταση αναμονής βρίσκονται και οι μέτοχοι των επιχειρήσεων, οι οποίοι βλέπουν ότι η προγραμματισμένη ΕήΣ δεν προχωρά σύμφωνα με τα προβλεπόμενα.

## 2.4 ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ Ε ή Σ

**A) Ο ρόλος της κουλτούρας:** Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, μια επιχείρηση που επιλέγει να κάνει μία Ε ή Σ αντιμετωπίζει προβλήματα κατά την ενοποίηση της με την επιχείρηση-στόχο. Τα προβλήματα αυτά συνήθως πηγάζουν απο την έλειψη συμβατότητας στο είδος της εταιρικής κουλτούρας, που χαρακτηρίζει τις δύο επιχειρήσεις. Σύμφωνα με μελέτη αναφορικά με την εταιρική κουλτούρα, «είναι απαραίτητο να κατανοήσουμε μια εταιρική κουλτούρα πριν να προσπαθήσουμε να τη μεταβάλουμε». Το ερώτημα που τίθεται είναι «Πως μπορεί η επιχείρηση να κατανοήσει τη κουλτούρα που διακρίνει την επιχείρηση-στόχο της»

Η αναγνώριση της εταιρικής κουλτούρας μιας επιχείρησης πριν απο μία Ε ή Σ μπορεί να επιτευχθεί μέσω της παρατήρησης του τρόπου λειτουργίας της, της ιεραρχικής της δομής και των εργασιακών σχέσεων που υφίστανται. Επίσης, μια πιο εμπειριστατωμένη έρευνα θα γινόταν μέσω συνεντεύξεων των στελεχών της, απο όπου είναι δυνατόν να αποκομίσει χρήσιμες πληροφορίες εκ των έσω. Με αυτούς τους τρόπους μπορεί μία επιχείρηση να βολιδοσκοπήσει το αποτέλεσμα ενοποίησης των δυο επιχειρήσεων και να διαπιστώσει αν υπάρχει περίπτωση επιτυχούς συνεργασίας.

Επιπλέον, χρήσιμος θα ήταν ένας «έλεγχος της κουλτούρας» (culture audit) για τη συγκέντωση πληροφοριών. Πρόκειται για ένα αντικειμενικό μέσο σύγκρισης των δυο ειδών εταιρικής κουλτούρας, συζήτησης ομοιοτήτων και διαφορών τους, καθώς και αναγνώρισης του είδους «γάμου» που είναι προτιμότερο. Ο έλεγχος αυτός συμβάλει στην αποτελεσματική προσέγγιση των ανθρωπίνων πόρων και στην εκτίμηση διαφορών στις πρακτικές και τα συστήματα αξιών διαχρινικά. Εξασφαλίζεται λοιπον, η αξιόπιστη κρίση σε σχέση με την επιτυχία ή αποτυχία που μπορεί να έχει οποιοδήποτε πρόγραμμα ενοποίησης. Ενας τέτοιος έλεγχος αποδεικνύεται ιδιαίτερα χρήσιμος στον εντοπισμό παραπληροφόρησης, που πολλές φορές οδηγεί τις επιχειρήσεις σε λάθος κατεύθυνση κατα τις αναζητήσεις τους.

**B) Είδη Ενοποίησης:** Βέβαια, η επιτυχία μιας ενοποίησης εξαρτάται αναμφισβήτητα απο το είδος Ε ή Σ που πρόκειται να πραγματοποιηθει και τις επιπτώσεις που θα έχει στη κουλτούρα της επιχείρησης –στοχου. Συναντάμε συνήθως τριών ειδών ενοποιήσεις-γάμους επιχειρήσεων:

- **Ανοιχτός Γάμος** Η επιχείρηση αγοραστής δε σκοπεύει να μεταβάλει το τρόπο

λειτουργίας της επιχείρησης στοχου και συνεπώς δε τίθεται θέμα αλλαγής της κουλτούρας της.

- **Συνεργατικές Ε ή Σ** Η επιχείρηση αγοραστής αποσκοπεί στην ανταλλαγή στοιχείων με την επιχείρηση στόχο, τόσο οσον αφορά στον τρόπο λειτουργίας τους όσο και στη κουλτούρα τους, ώστε να υιοθετηθούν τα καλύτερα στοιχεία των δυο. Ένας επίσης δόκιμος όρος για αυτό το είδος ενοποίησης είναι «μοντέρνος γάμος».
- **Επανασχεδιαστικές Ε ή Σ** Η επιχείρηση αγοραστής επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια αναδιάρθρωση στη λειτουργία και κατ'επέκταση στη κουλτούρα της επιχείρησης στόχου, ώστε να τη προσαρμόσει στα δικά της δεδομένα και στις δικές της απαιτήσεις. Πρόκειται για ένα παραδοσιακό γάμο.

Απο τα παραπάνω είδη γάμων, το πιο σπάνιο είναι ο «ανοιχτός γάμος», το πιο συμφέρον είναι ο «μοντέρνος γάμος» και οι περισσότερες συγχωνεύσεις καταλήγουν σε «παραδοσιακό γάμο». Ακόμα και αν η αντίληψη της επιχείρησης αγοραστής αφορά «μοντέρνο γάμο» η αντιμετώπιση των εργαζόμενων στην επιχείρηση-στόχο συχνά οδηγεί σε «παραδοσιακό γάμο». Για να αποφευχθούν τέτοιου είδους παρεξηγήσεις, είναι απαραίτητο να γίνεται σωστή πληροφόρηση των εργαζομένων και να εξασφαλίζεται η αποδοχή τους, ωστέ αντι να στέκονται εμπόδιο στην εξέλιξη της συγχώνευσης, να συμβάλουν και αυτοί με το τρόπο τους στην καλύτερη διεξαγωγή της. Σπάνια δυο εταιρίες καταλήγουν είτε σε «μετασχηματιστικό γάμο» είτε σε «αντίστροφη εξαγορά».

**Γ) Πως ενοποιούμε διαφορετικές κουλτούρες:**μερικοί από τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τον καθορισμό του τρόπου ενοποίησης των 2 επιχειρήσεων συνδέονται με τον τύπο των επιχειρήσεων αυτών και τα αισθήματα των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης έναντι στη δική τους και την εξαγοράστρια εταιρεία. Αν οι δυο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε σχετικούς μεταξύ τους κλάδους, ο αγοραστής έχει να επιδείξει σημαντικές επιτυχίες σε Ε ή Σ κατά το παρελθόν και η εταιρική του κουλτούρα είναι ισχυρότερη αυτής της εξαγοραζόμενης και προτιμότερη στο πλαίσιο του νέου οργανισμού, ακολουθείται μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης.αν αντίθετα ,οι δύο επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους που δε σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους, η εξαγορά γίνεται λόγω του διαφορετικού τρόπου σκέψης και των διαφορετικών διαδικασιών που εφαρμόζει η εξαγοραζόμενη

και τις οποίες ο εξαγοράζων θέλει να εκμεταλλευτεί και οι εργαζόμενοι της εταιρείας – στόχου νιώθουν υπερηφάνεια για το όνομα και τις αξίες της επιχείρησης τους ή είναι εχθρική έναντι του εξαγοράζοντα, ένας υψηλός βαθμός αυτονομίας θα ήταν προτιμότερος.

**Δ) Αντιμετώπιση των εργαζόμενων της επιχείρησης στόχου:** Αυτή είναι μια πολύ σημαντική παράμετρος για την επιτυχία Ε ή Σ. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε το προσωπικό της επιχείρησης-στόχου να παραμείνει ευχαριστημένο και μετά την Ε ή Σ. Υπάρχουν πολλές ενέργειες που ενδείκνυνται για την επίτευξη του συγκεκριμένου στόχου. Δεσπόζουσας σημασίας είναι οι αρχικές ενέργειες που θα πραγματοποιηθούν μετά την ανακοίνωση της Ε ή Σ, καθώς αυτές δημιουργούν τα πρώτα μηνύματα και μπορούν να ανυψώσουν το ηθικό των εργαζομένων της επιχείρησης-στόχου.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της σημασίας των πρώτων αυτών σημάτων είναι αυτό της SANYO όταν εξαγόρασε την Warwick Electronics. Το πρώτο πράγμα που έκαναν τα στελέχη της Sanyo ήταν να καλεσουν όλους τους υπαλλήλους της Warwick Electronics σε ένα πάρτι γνωριμίας. Παράλληλα, υπήρξε άμεση δέσμευση για τη βελτίωση του χώρου εργασίας και το βρώμικο και παλιό κτίριο της warwick ανακαινίστηκε πλήρως.

Ενα δεύτερο σημείο το οποίο πρέπει να προσεχθεί είναι η διαδικασία ανάπτυξης επικοινωνίας που θα δημιουργηθεί με τους νέους εργαζομένους. Η επικοινωνία δε θα πρέπει να βασιστεί αποκλιστικά σε τυπικά κανάλια επικοινωνίας ( αφίσες ή ενημερωτικά φυλλάδια), αλλά και σε άτυπες μορφές όπως η τηλεφωνική επαφή. Οι μη προγραμματισμένες συναντήσεις, η πρόσωπο με πρόσωπο συζήτηση, η ύπαρξη ενός συμβούλου που θα απαντά στα ερωτήματα των εργαζομένων. Η μεγάλη χρησιμότητα των άτυπων μορφών έγκειται στο ότι εξασφαλίζουν την άμεση ανατροφοδότηση και κατα συνέπεια την αμφίδρομη ενημέρωση τόσο των εργαζομένων για τις προθέσεις της διοίκησης και τις στάσεις της απέναντι τους όσο και των διοικητικών στελεχων που χειρίζονται τη διαδικασία ενοποίησης για τους πραγματικούς προβληματισμούς των εργαζομένων και τους φόβους τους για απώλεια των συνηθειών τους και των κεκτημένων τους(απώλεια συνεργατών, μεταφορά σε άλλες πόλεις, ακομα και απώλεια της εργασίας).

Ουσιαστικά με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση – αγοραστής θα καταφέρει να εξασφαλίσει την αρμονική συνεργασία των υπαλλήλων της επιχείρησης-στόχου

καθώς θα δείξει πραγματικό ενδιαφέρον για αυτούς. Ακόμα και σε περίπτωση απωλύσεων η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί στο πλευρό των εργαζομένων καθώς ο τρόπος που συμπεριφέρεται στους απολυμένους αποτελεί ένδειξη στους εναπομείναντες εργαζομένους αν και πόσο η επιχείρηση δείχνει πραγματικό ενδιαφέρον για το ανθρώπινο δυναμικό της. Η παροχή βοήθειας προς τους πρόσφατα απολυθέντες να βρουν εκ νέου εργασία, όπως η διενέργεια σεμιναρίων και εκπαίδευσης για την ενίσχυση των προσόντων τους, γίνεται προς αυτή τη κατεύθυνση. Ακριβώς με αυτόν τον τρόπο ενηργησε η novartis δημιουργώντας ένα ταμείο βοήθειας που διαχειριζόταν κεφάλαια ύψους \$71 εκατομ, και το οποίο είχε σα σκοπο να χρηματοδοτήσει τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των υπαλλήλων που απέλυε.

Είναι, πάντως, γεγονός ότι ένας ολοένα αυξανόμενος αριθμός επιχειρήσεων παγκοσμίως αρχίζει να αντιλαμβάνεται τη λεπτή φύση και τη προταγωνιστική σημασία των θεμάτων διοίκησης ανθρώπινου δυναμικού στα πλαίσια μίας Ε ή Σ.

#### Πίνακας:

#### Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Ρωτώντας τις σωστές ερωτήσεις

1. Διεξαγωγή μιας ενδελεχούς ανάλυσης του στόχου (“due diligence”)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Κάνετε μια ενδελεχή ανάλυση της εταιρίας-στόχου; Εστιάζει η ανάλυσή σας μόνο στην παρελθούσα οικονομική απόδοση;</li> <li>• Έχετε λάβει επαρκώς υπόψη την κουλτούρα, τους στρατηγικούς, νομικούς και άλλους σημαντικούς παράγοντες;</li> <li>• Τι δημιουργεί αξία στον κλάδο σας;</li> </ul>
2. Είναι αυτός ο σωστός στόχος;	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Είστε σίγουροι ότι είναι ο σωστός στόχος; ποιά είναι η κυρίαρχη λογική πίσω από την συμφωνία;</li> <li>• Τι αμφιβολίες έχετε;</li> <li>• Μήπως θα ήταν πιο σοφό να ματαιώσετε τη συμφωνία αν έχετε σοβαρές αμφιβολίες;</li> </ul>
3. Προσοχή στα υψηλά υπερτιμήματα (Premiums)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Πληρώνετε πολλά για αυτήν την συμφωνία;</li> <li>• Έχετε αποφασίσει εκ των προτέρων πόσα είσαστε διατεθειμένοι να ξοδέψετε;</li> </ul>
4. Προσοχή στο σύνδρομο της διοικητικής “ ύβρεως “ (“ managerial	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Υπάρχουν σημάδια αλαζονείας στην ομάδα ανώτατης διοίκησης;</li> </ul>

hubris”)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Έχετε “ ενθουσιαστεί” με την ιδέα της εξαγοράς, τόσο ώστε να χάνεται την αντικειμενικότητα σας;</li> </ul>
5. Διαμορφώστε ένα ξεκάθαρο όραμα και μια στρατηγική	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ξέρετε που θέλετε να πάτε την νέα επιχείρηση (όραμα) και πώς θα φτάσετε εκεί ( συγκεκριμένη στρατηγική);</li> <li>• Βασίζετε η συγχώνευση σε μια λογική στρατηγική;</li> <li>• Ποιο είναι το όραμα σας για την νέα οντότητα;</li> <li>• Ποια είναι η λογική σας για αυτήν την συγχώνευση;υπάρχει καλό "ταίριασμα";</li> <li>• Ποια στρατηγική αξία φέρνει η συναλλαγή αυτή και στις δύο οντότητες;</li> </ul>
6. Διαμορφώστε ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα του τι θα γίνει μετά την συμφωνία.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Έχετε προετοιμάσει ψυχολογικά τα άτομα για την συμφωνία;</li> <li>• Έχετε ένα πρόγραμμα για το τι θα κάνετε την επόμενη ημέρα;</li> <li>• Ποια θα είναι η νέα οργανωτική δομή;</li> <li>• Ποιος θα είναι υπεύθυνος για την διαδικασία;</li> <li>• Τι θα κάνετε με τα προϊόντα της νέας εταιρείας;</li> <li>• Ποιος θα διοικήσει τους μεγάλους λογαριασμούς της νέας εταιρείας;</li> <li>• Πώς θα αντιμετωπίσετε το προσωπικό;</li> <li>• Ποιο πληροφοριακό σύστημα θα χρησιμοποιήσετε;</li> </ul>
7. Εδραιώστε γρήγορα ηγεσία	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Συμμετέχουν τα ανώτερα στελέχη έντονα στην διαδικασία;</li> <li>• Έχετε τοποθετήσει τους σωστούς ανθρώπους όπου πρέπει;</li> <li>• Έχουν τα υπεύθυνα στελέχη την δύναμη να πάρουν τις αποφάσεις;</li> </ul>
8. Συμμετοχή των μεσαίων στελεχών	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Γνωρίζουν τα μεσαία στελέχη τους στόχους της συγχώνευσης και την διαδικασία;την υποστηρίζουν ή όχι;</li> </ul>
9. Αναζήτηση ευκαιριών ανάπτυξης	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Εκτός από την μείωση του κόστους μπορείτε να βρείτε ευκαιρίες ανάπτυξης (τόσο εσωτερικές όσο και εξωτερικές);</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μπορείτε να εντοπίσετε τυχόν ανεκμετάλλευτες ευκαιρίες ανάπτυξης της νέας επιχείρησης;</li> </ul>
10. Εσωτερική επικοινωνία	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Πόσο συχνά επικοινωνείτε με το προσωπικό;</li> <li>• Πώς μπορείτε να μειώσετε το φόβο, το άγχος και την αβεβαιότητα στους ανθρώπους σας;</li> <li>• Η επικοινωνία σας( και οι αποφάσεις σας ) αντιμετωπίζουν τα άτομα με ειλικρίνεια, δικαιοσύνη και σεβασμό;</li> </ul>
11. Δημιουργία και επικοινωνία “ γρήγορων νικών- επιτυχιών” (early wins)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μπορείτε να αναζητήσετε και να εκμεταλλευτείτε γρήγορες νίκες –επιτυχίες ( στις πωλήσεις σας, στο μοίρασμα γνώσης, στο εργασιακό περιβάλλον κτλ) ;</li> </ul>
12. Διαχείριση ενσωμάτωσης κουλτούρας	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Σέβετε την κουλτούρα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης;</li> <li>• Έχετε σκεφτεί πως θα διαχειριστείτε τόσο τις συγκρούσεις κουλτούρας όσο και την ανάπτυξη μιας ενιαίας κουλτούρας;</li> </ul>
13. Εξυπηρέτηση πελατών χωρίς διακοπή	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ρισκάρετε το να χάσετε πελάτες;</li> <li>• Γνωρίζει η δύναμη των πωλήσεων σας τη συγχώνευση;</li> <li>• Είναι η δύναμη των πωλήσεων αποτελεσματική στο να ενημερώνει τους πελάτες και να τους εμπνέει ενθουσιασμό για την συγχώνευση;</li> </ul>

Πηγή: Papadakis, V., “ growth through mergers and acquisitions: How it won’t be a Loser’s Game ”, *Business strategy series*, (2007), 8, 1, 43-50.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Βασίλης Μ. Παπαδάκης, «Στρατηγική των Επιχειρήσεων : Ελληνική και Διεθνώς εμπειρία Τόμος Α΄ : θεωρία», Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα 2007, σελ 447-508



## 2.5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Ε&Σ

Οι Ε&Σ αντιμετωπίζονται σήμερα ως μια αναπόφευκτη διαδικασία ή ως απαραίτητη επιλογή των εταιριών μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Έχοντας πλέον εξετάσει τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από μια Ε ή Σ καθώς επίσης και τους λόγους για τους οποίους οι συγχωνεύσεις ή εξαγορές οδηγούνται σε αποτυχία, κρίνεται σκόπιμο να γίνει αξιολόγηση του κατά πόσον τελικά οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ενδείκνυται ως τρόπος υλοποίησης μιας στρατηγικής αντιμετώπισης του ανταγωνισμού και οικονομικής ανάπτυξης των επιχειρήσεων ή εάν τελικά το όφελος των συγχωνεύσεων είναι μηδαμινό.

Ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 άρχισαν να πραγματοποιούνται οι πρώτες έρευνες για την απάντηση στο θεμελιώδες αυτό ερώτημα. Μια πρώτη μελέτη που πραγματοποιήθηκε πριν από 40 χρόνια κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το 45-50% των εξαγορών ή συγχωνεύσεων που είχαν υλοποιηθεί έως εκείνη την εποχή μπορούσαν να θεωρηθούν αποτυχημένες. Πιο πρόσφατα, σε μελέτη του 1987, ο Porter υπολόγισε το ποσοστό αυτό σε 53% που όμως φτάνει το εκπληκτικό 74% στην περίπτωση ασυσχέτιστων Ε ή Σ. Η κατάσταση δε φαίνεται να έχει αλλάξει στις μέρες μας παρά το πλήθος των μελετών που τονίζουν την πιθανότητα αποτυχίας μιας συγχώνευσης και των συμβουλών που δίνουν για την επιτυχη έκβαση αυτής. Οι πλέον πρόσφατες έρευνες έδειξαν ότι οι μισές περίπου από τις διενεργούμενες ΕήΣ απέτυχαν να προσδώσουν στις επιχειρήσεις τα αναμενόμενα οφέλη. Μάλιστα σε αρκετές από αυτές συνέβη ακριβώς το αντίθετο, η αξία δηλαδή των επιχειρήσεων μειώθηκε και η απόδοση των επιχειρήσεων μετά την συμφωνία ήταν χειρότερη απ'ότι πριν. Είναι χαρακτηριστικό ότι πρόσφατη έρευνα ανεβαζει στο 50% το ποσοστο των πελατων που ειναι λιγοτερο ευχαριστημενοι με την ποιοτητα υπηρεσιων που τους προσφερουν οι συγχωνευμενες επιχειρησεις 2 χρόνια μετά τη συγχώνευση.

Σε πείσμα των ερευνων αυτων, όμως ,οι οποιες δειχνουν οτι οι περισσοτερες εξαγορες δε δημιουργουν αξια για τους μετοχους, ο αριθμος κ η αξια των διενεργούμενων εξαγορών καθε χρόνο αυξάνει με γρήγορο ρυθμό.κι αυτό γιατί οι ραγδαιες αλλαγες που συντελλονται στο επιχειρηματικο επιπεδο παγκοσμιως απαιτουν τη θωρακιση των επιχειρησεων κ τη συνεχη αναπτυξη και ενδυνάμωση τους.

Πολλες είναι οι έρευνες που έχουν αναδείξει τις περιπτώσεις εκείνες στις οποίες μια ΕήΣ έχει περισσότερες πιθανότητες να επιτύχει. Μολονότι υπάρχουν και αντίθετες απόψεις, η πλειοψηφία των δημοσιευμένων άρθρων τείνει να θεωρεί ότι (Markides C. & Daniel O., 1998 και Healy P., Palepu K., Ruback R., 1997):

- Οι φιλικές εξαγορές αποδεικνύονται κατά κανόνα πιο επιτυχημένες από τις επιθετικές.
- Οι εξαγορές μεταξύ εταιριών που παρουσίαζαν μεγάλη επικάλυψη δραστηριοτήτων απέδωσαν καλύτερα σχετικά με αυτές που παρουσίαζαν μικρή ή ελάχιστη, δηλαδή οι συσχετιζόμενες εξαγορές δημιουργούν μεγαλύτερη αξία για τους μετόχους από τις ασυσχέτιστες.
- Οι εξαγορές που έγιναν βιαστικά σημειώνουν μεγαλύτερα ποσοστά αποτυχίας.
- Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν με πληρωμή μετρητών ήταν πιο επιτυχημένες σε σχέση με αυτές που χρηματοδοτήθηκαν με μετρητά.

Άλλες έρευνες (Hunt J., 1990) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες διαφορές μεγέθους μεταξύ των υποψήφιων προς συνένωση επιχειρήσεων, αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα επιτυχίας, ή ότι όσο λιγότερο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση-αγοραστής, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία που δημιουργεί μέσω των εξαγορών. Τέλος, οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στην εγχώρια αγορά θεωρούνται ότι δε δημιουργούν αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, ενώ διεθνείς εξαγορές (ιδιαίτερα επιχειρήσεων της ηπειρωτικής Ευρώπης) σχετίζονται άμεσα με αυξημένα καθαρά κέρδη.

Υπάρχουν δύο τρόποι μέτρησης της αποδοτικότητας των Ε&Σ:

A. Μέσω των τιμών των μετοχών

B. Μέσω της συγκριτικής ανάλυσης λογιστικών μεγεθών πριν και μετά την ΕήΣ

Μελέτες που εμπίπτουν στην Α κατηγορία έχουν δείξει θετικές μη-κανονικές αποδόσεις των μετόχων στις εταιρίες - στόχους, της τάξης του 20% - 30% κατά μέσο όρο, και μικρές αρνητικές αντίστοιχες αποδόσεις, της τάξης του 0% - 2%, για τους μετόχους των εξαγοραζουσών ή απορροφουσών εταιριών κατά το μήνα της δημόσιας ανακοίνωσης της πρότασης ΕήΣ (Agrawal A., Jaffe J, Mandelker G., 1992; Loughran T. & Vijh A., 1997).

Οι μελέτες που υιοθετούν τη μέτρηση της αποδοτικότητας με λογιστικά στοιχεία

έχουν δώσει πιο ανάμικτα αποτελέσματα, διότι γενικά υπάρχει πιο μικρή ή καθόλου βελτίωση των λογιστικών μεγεθών της ενιαίας επιχείρησης μετά την ΕήΣ, αλλά η εικόνα αυτή αλλάζει, προς όφελος της επιχείρησης, όταν εξετάζονται και μη-λογιστικά στοιχεία, όπως οι λειτουργικές ταμειακές ροές. Στην περίπτωση των εχθρικών προσφορών οι αποδόσεις είναι υψηλότερες (Healy P., Palepu K., Ruback R., 1992; Ghosh, 2001).

Συμπερασματικά, αναφέρεται ότι, καταρχάς, υπάρχει μια μεταφορά αξίας από του μετόχους της εταιρίας που απευθύνει πρόταση για ΕήΣ στους μετόχους της εταιρίας - στόχου, η τελική αξία όμως που δημιουργείται, λόγω των πάσης φύσεως συνεργιών, μπορεί να ανατρέψει το φαινόμενο αυτό υπέρ των μετόχων της εταιρίας που προκύπτει από τη συγχώνευση.

Ένας σημαντικός παράγοντας που ενδέχεται να μειώσει τις πιθανότητες ενός μέτριου ή ακόμη και αρνητικού αποτελέσματος είναι η εμπειρία. Σύμφωνα με σχετικές μελέτες, οι έμπειροι εξαγοράζοντες πέτυχαν πολύ πιο θετικά αποτελέσματα από τους αντίστοιχους μη-πεπειραμένους στο να αναρριχηθούν σε υψηλότερες θέσεις, ανάλογα με το ποσοστό απόδοσης στους μετόχους τους, στα πλαίσια των τριών (3) χρόνων της συμφωνίας.

Λαμβάνοντας ως αφετηρία μελέτες σχετικές με την μετασυγχωνευτική αποτυχία είναι εύκολο να δημιουργηθεί μια στήλη κρίσιμων θετικών παραγόντων επιτυχίας. Αν οι παράγοντες αυτοί υπάρχουν και παρουσιάζονται σε κάθε μεμονωμένη εξαγοραστική ή συγχωνευτική προσπάθεια επιταχύνεται και είναι περισσότερο εγγυημένη η διαδικασία της ολοκλήρωσης και συνεπώς της αποτελεσματικής ΕήΣ.<sup>26</sup>

Σε ό,τι ακολουθεί παραθέτονται τα βήματα που καλείται να ακολουθήσει μια επιχείρηση κατά τη διαδικασία του σχεδιασμού, της εφαρμογής και της υλοποίησης μιας ΕήΣ για να αποφύγει πιθανά προβλήματα (Hitt M.A. et al., 2001 και Carey D.,

---

<sup>26</sup>MARKIDES C. & DANIEL O. (1998): "International Acquisitions: Do they Create Value for Shareholders?". *European Management Journal*, Vol.16, No.2, 2nd April.

HUNT J. (1990): "Changing Pattern of Acquisition Behaviour in Takeovers and the Consequences for Acquisition Processes". *Strategic Management Journal*, Vol.11, pp.69-77.

AGRAWAL A., JAFFE J., MANDELKER G. (1992): "The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly". *Journal of Finance*, Vol.47, pp.1605-1621.

LOUGHRAN T. & VIJH A. (1997): "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?". *Journal of Finance*, Vol.52, pp.1765-1790.

HEALY P.M., PALEPU K.G., RUBACK R.S. (1992): "Does corporate performance improve after mergers?". *Journal of Financial Economics*, No.31, PP.135-175.

JEMISON D.B. & SITKIN S.B. (1986): "Acquisitions: The process can be a problem". *Harvard Business Review*, March-April, pp.107-116.

2000):

- **Συνειδητοποιημένοι λόγοι εξαγοράς.** Είναι απολύτως απαραίτητο για την εξαγοράζουσα επιχείρηση να γνωρίζει γιατί θέλει αυτή τη συμφωνία και να έχει επιχειρήματα προκειμένου να πείσει τις διάφορες ομάδες ενδιαφερομένων.
- **Μη-αποκάλυψη των σχεδίων.** Δεν πρέπει να αποκαλύπτεται σε ευρύ κοινό στην εταιρία - στόχο η πρόθεση εξαγοράς. Αυτό δίνει στις εχθρικές προς την εξαγορά ομάδες ενδιαφερομένων το χρόνο να προετοιμαστούν και να αποφύγουν τελικά την εξαγορά ή να κερδίσουν περισσότερα χρήματα βρίσκοντας και άλλους πλειοδότες.
- **Προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση και αυτοέλεγχος.** Είναι πολύ σημαντικό κατά την προετοιμασία και κατά τη διάρκεια της διαδικασίας εξαγοράς μιας επιχείρησης τα διοικητικά στελέχη να γνωρίζουν τη μέγιστη τιμή που μπορούν να καταβάλλουν για την εξαγορά, έτσι ώστε να μην παρασύρονται από την επιθυμία τους για την πραγματοποίηση αυτής της κίνησης.
- **Εγρήγορση.** Είναι σημαντικό κάποιες διαδικασίες να γίνουν σε σύντομο χρονικό διάστημα από το κλείσιμο της συμφωνίας, προκειμένου να εξομαλυνθεί η κατάσταση, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι έτσι θα λυθούν τα προβλήματα που αφορούν στον ανθρώπινο παράγοντα.
- **Μέτοχοι.** Είναι καλό οι κυριότεροι μέτοχοι να υποστηρίξουν την κίνηση για εξαγορά, αν βέβαια έχουν πειστεί ότι αυτό είναι προς το συμφέρον τους. Η πρακτική δείχνει ότι η πλειοψηφία των Ε&Σ δεν αποδίδει τίποτα περισσότερο για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης, ενώ κάποιες φορές αποφέρει και αρνητικά αποτελέσματα.
- **Ξεκάθαρο όραμα.** Λόγω της ανησυχίας που χαρακτηρίζει το προσωπικό των εταιριών που εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται, είναι σημαντικό τα ανώτατα στελέχη και των δύο εταιριών να μοιραστούν με το προσωπικό του το όραμα και την αποστολή της νέας εταιρίας. Έτσι, οι εργαζόμενοι σε όλα τα επίπεδα της εταιρίας θα αντιληφθούν ευκολότερα το ρόλο τους μέσα στη νέα πραγματικότητα της επιχείρησης και θα αρχίσουν να νιώθουν πιο άνετα μέσα σε αυτή, αποκτώντας σιγά-σιγά την παλιά τους αφοσίωση και εμπιστοσύνη.
- **Έμφαση στην κουλτούρα.** Είναι απαραίτητο οι εκάστοτε επιχειρήσεις να

γνωρίζουν την κουλτούρα της υποψήφιας εταιρίας έτσι ώστε να αποφευχθούν οδυνηρές εκπλήξεις. Αν αυτό το κομμάτι της διαδικασίας παραμεληθεί, τότε σίγουρα θα δημιουργηθούν εντάσεις και προβλήματα, λόγω της διαφορετικότητας των επιχειρήσεων.

- **Διαχείριση ανθρωπίνων πόρων.** Είναι το δυσκολότερο και πιο επικίνδυνο στοιχείο που πρέπει να αντιμετωπιστεί κατά την ολοκλήρωση μιας τέτοιας διαδικασίας. Είναι λάθος να θεωρούν τα στελέχη ότι α) τουλάχιστον οι άνθρωποι της εξαγοραζόμενης εταιρίας θα είναι ευχαριστημένοι, β) μια κουλτούρα νέα και βελτιωμένη θα αναδυθεί ως «δια μαγείας», γ) το μόνο που έχουν να κάνουν είναι να συνδυάσουν τα καλύτερα στοιχεία και των δύο εταιριών και να εξάγουν τα μεγαλύτερα δυνατά κέρδη. Όσο πιο γρήγορα επανέλθουν τα πράγματα στην κανονική τους ροή, τόσο λιγότερα προβλήματα θα αντιμετωπίσουν από τους ανθρώπους της επιχείρησης. Είναι σημαντικό τα ανώτατα στελέχη να ασχοληθούν όσο χρόνο χρειάζεται με τους ανθρώπους, που αποτελούν άλλωστε την ψυχή της επιχείρησης, και να διασκεδάσουν τα αρνητικά συναισθήματα που είναι φυσικό να υπάρχουν. Παράλληλα, πρέπει να υπάρχει συνεχής επικοινωνία με το προσωπικό, ώστε να αποφευχθούν φαινόμενα παράλυσης και πτώσης του ηθικού.
- **Φιλικές διαδικασίες.** Η ΕήΣ καλό θα είναι να γίνει από την αρχή σε φιλικό κλίμα προκειμένου να ολοκληρωθεί με τη μεγαλύτερη δυνατή επιτυχία και όσο πιο ανώδυνα γίνεται. Οι εξαγορές που ξεκίνησαν ως «αλώσεις» των εταιριών είχαν σχεδόν πάντα μειωμένη αποδοτικότητα<sup>27</sup>.
- **Δημιουργία μιας επιχείρησης που μαθαίνει.** Είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί μια επιχείρηση με την ικανότητα να «μαθαίνει» (μαθησιακή οργάνωση/learning organization) από τις επιτυχίες και τις αποτυχίες της και να μετατρέπει τις εξαγορές σε μοναδική της ικανότητα (Aiello R. & Watkins M., 2000). Για το λόγο αυτό, όταν ολοκληρωθούν οι ενέργειες μιας επιχείρησης για μια συμφωνία, πρέπει να τις επανεξετάσει για να διαπιστώσει ποιες από αυτές ήταν ορθές και ποιες όχι, ποιες από αυτές απέτρεψαν και ποιες επέσπευσαν μια καταστροφική εξέλιξη. Συνοψίζοντας, η επιτυχής έκβαση μιας συγχωνευτικής διαδικασίας ή μιας

---

<sup>27</sup> HITT M.A., IRELAND D.R., HOSKISSON R.E. (2001): "Strategic Management: Competitiveness and Globalization". South-Western College Publishing, 4th edition, pp.296-298.  
CAREY D. (2000): "Lessons from Master Acquirers: A CEO Roundtable on Making Mergers Succeed". Harvard Business Review, May-June, pp.145-154

επιχειρηματικής κίνησης εξαγοράς εξαρτάται από ένα σύνολο παραγόντων και προϋποθέσεων. Στην περίπτωση που τα παραπάνω στοιχεία αποτελέσουν αντικείμενο μελέτης και καταβληθεί προσπάθεια εξασφάλισής τους, η πιθανότητα το όλο συγχωνευτικό εγχείρημα να έχει αίσια κατάληξη, αυξάνεται σημαντικά.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup>AIELLO R. & WATKINS M. (2000): “The Fine Art of Friendly Acquisitions”. Harvard Business Review, Fall, pp.106-107.

## 2.6 ΤΕΛΙΚΑ, ΟΙ Ε&Σ ΔΗΜΙΟΥΡΓΟΥΝ ή ΚΑΤΑΣΤΡΕΦΟΥΝ ΑΞΙΑ;

Μέρος της βιβλιογραφίας (Sudarsanam S., 2003) θεωρεί τις Ε&Σ υγιές και φυσικό επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που ευνοεί τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο.

Η αντίθετη άποψη εστιάζει σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων των Ε&Σ για τους μετόχους των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή. Εμμένει δε στην ανάγκη για κατάλληλες ρυθμίσεις ελέγχου και περιορισμού των καταχρήσεων από την απόκτηση μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δύναμης (Brouthers, K.D., Hastenburg P., Van Den Ven J., 1998).<sup>29</sup>

Μέχρι σήμερα, δεν έχει επιβεβαιωθεί από την εμπειρική έρευνα μόνο η μια ή η άλλη άποψη. Είναι, όμως, χαρακτηριστικό ότι οι περισσότεροι αναλυτές εστιάζουν την προσοχή τους στα τεράστια μεγέθη των μεταβιβαζόμενων κεφαλαίων και στα αντίστοιχα κέρδη για τους επενδυτές, ή/και σε θέματα επιχειρησιακής οργάνωσης και ανταγωνισμού, ενώ δευτερευόντως ασχολούνται με τις συνέπειες στην απασχόληση, τους όρους αμοιβής και εργασίας των εργαζομένων στις μεταβιβαζόμενες - συγχωνευόμενες επιχειρήσεις. Πέρα από τις οικονομικές συνέπειες των εξαγορών στις επιχειρήσεις που συνενώνονται, οι εξαγορές μπορεί να έχουν παρενέργειες για το σύνολο της οικονομίας. Οι κυριότερες παρενέργειες αυτού του είδους σχετίζονται με:

- τη συγκέντρωση οικονομικής δύναμης σε περιορισμένο αριθμό επιχειρήσεων
- την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και

---

<sup>29</sup> SUDARSANAM S. (2003): “Creating Value from Mergers and Acquisitions”. Prentice Hall, chapters 5-8, pp.13-35.

BROUTHERS K.D., HASTENBURG P., VAN DEN VEN J. (1998).“ If most mergers fail, why are they so popular?” Long Range Planning, Vol. 31, No.3 pp.347-353.

- τη ροή πληροφοριών στις κεφαλαιαγορές

Αναφορικά με το πρώτο θέμα, το επιχείρημα είναι πως οι εξαγορές εταιριών μειώνουν τον αριθμό των εταιριών σε ένα συγκεκριμένο κλάδο και έτσι μπορεί να μετατρέψουν έναν ανταγωνιστικό κλάδο, σε ολιγοπωλιακό ή μονοπωλιακό, όπου οι λίγοι παραγωγοί μπορούν να επηρεάζουν την αγοραία τιμή και παραγωγή. Οι διάφορες χώρες για να αποτρέψουν τέτοιου είδους εξελίξεις, έχουν θεσπίσει αντιμονοπωλιακές νομοθεσίες που εμποδίζουν εκείνες τις εξαγορές, οι οποίες δημιουργούν «κυρίαρχες» επιχειρήσεις και αναγκάζουν άλλες επιχειρήσεις σε διάσπαση όταν έχουν γίνει «κυρίαρχες» στον κλάδο τους ή στη γεωγραφική τους περιοχή.

Αναφορικά με το δεύτερο θέμα, το βασικό ερώτημα είναι αν οι εξαγορές οδηγούν σε σημαντική αύξηση της δανειοδότησης των επιχειρήσεων και εάν η υψηλότερη δανειοδότηση δημιουργεί κινδύνους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Αναφορικά με το τρίτο θέμα, αναγνωρίζεται πως οι εξαγορές εταιριών προκαλούν επανεκτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων και οδηγούν σε σημαντικές αποκλίσεις των προσφερόμενων τιμών εξαγοράς σε σχέση με τις τρέχουσες χρηματιστηριακές αξίες των μετοχών των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Το μέγεθος αυτής της απόκλισης («πριμ εξαγοράς») είναι δύσκολο να υπολογιστεί σε περιβάλλον ανεπαρκούς πληροφόρησης. Για να επιτευχθεί ένα δίκαιο πεδίο δράσης για όλους τους συναλλασσόμενους, είναι απαραίτητο οι νόμοι που διέπουν την κεφαλαιαγορά να επιβάλλουν άμεση και πλήρη αποκάλυψη όλων των σχετικών πληροφοριών και να προβλέπουν για την ύπαρξη επαρκών χρονικών περιθωρίων ισχύος μιας δημόσιας προσφοράς προς εξαγορά (tender offer), ώστε οι ενδιαφερόμενοι να έχουν τη δυνατότητα αξιολόγησης των σχετικών προτάσεων.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ3**

### **ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΞΑΓΟΡΩΝ&ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ**

#### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Βασικός παράγοντας για την επιτυχία των εξαγορών-συγχωνεύσεων θεωρείται το νομικό πλαίσιο που υπάρχει στη χώρα που πραγματοποιείται η επιχειρηματική σύμπραξη. Οι νόμοι και οι κανονισμοί που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις των Ε&Σ είναι σημαντικοί για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της συγχώνευσης, καθώς είναι δυνατόν να ανακύψουν πολλά και περίπλοκα νομικά ζητήματα, τα οποία πρέπει να επιλυθούν από νόμους και κανονισμούς ειδικούς για τις Ε&Σ. Το νομικό πλαίσιο που εξετάζεται στην παρούσα εργασία διερευνάται τόσο σε κοινοτικό, όσο και σε εθνικό επίπεδο.

Στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει κατά καιρούς οδηγίες και κανονισμούς με στόχο την προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού. Τα κράτη-μέλη καλούνται να εναρμονιστούν με τις οδηγίες της Ε.Ε., υιοθετώντας νόμους σύμφωνους με αυτές. Αρμόδια αρχή για θέματα ανταγωνισμού σε επίπεδο κοινότητας είναι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού, η οποία έχει αντιπροσωπείες σε κάθε χώρα-μέλος της Ε.Ε. Σημαντικό τμήμα του νομικού πλαισίου των Ε&Σ αποτελούν και τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), οι κυριότεροι στόχοι των οποίων είναι η αυξημένη διαφάνεια και η μέτρηση της αποδοτικότητας των εταιριών. Οι στόχοι αυτοί σχετίζονται άμεσα με την απεικόνιση και τη μέτρηση της επίδρασης των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών.

### 3.1 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Η προοπτική μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, ειδικά μετά το 1992, επηρέασε τις επενδυτικές αποφάσεις και τις εξωτερικές στρατηγικές των επιχειρήσεων. Η συνθήκη του Μάαστριχτ που υπογράφηκε στις 7 Φεβρουαρίου του 1992 αποτέλεσε ένα σημαντικό πολιτικό γεγονός, καθώς στόχευε στη δημιουργία μιας Ευρώπης πολιτικά ενωμένης, όπου δεν θα υπάρχει παρά μόνο μία «εσωτερική αγορά». Στα πλαίσια της δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς παρατηρήθηκε αυξημένη δραστηριότητα των επιχειρήσεων στους τομείς των συγχωνεύσεων και εξαγορών τόσο σε εθνικό όσο και σε υπερεθνικό επίπεδο. Οι συμπράξεις των επιχειρήσεων συχνά οδηγούν σε διατάραξη του ανταγωνισμού. Μπροστά σε αυτές τις εξελίξεις η Ευρωπαϊκή Κοινότητα δε θα μπορούσε να μείνει αδιάφορη. Η δραστηριοποίηση της Κοινότητας σε μια πολιτική προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού έμοιαζε επιβεβλημένη.

Μια πρώτη προσπάθεια προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού επιχειρήθηκε με τη Συνθήκη της Ρώμης (25 Μαρτίου 1957) με την οποία ιδρύθηκε η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα. Η συνθήκη αυτή έθεσε τις βάσεις για μια κοινή πολιτική ανταγωνισμού, την οποία θα ασκούσε η Επιτροπή, με τα άρθρα 85 και 86. Το άρθρο 85 αναφέρεται ότι είναι ασυμβίβαστες με την κοινή αγορά και απαγορεύονται οι ενώσεις επιχειρήσεων που περιορίζουν ή νοθεύουν τον ανταγωνισμό εντός της κοινής αγοράς, ενώ το άρθρο 86 αναφέρεται στην κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης από τις επιχειρήσεις. Στην Επιτροπή δε δόθηκε άμεση εξουσία για τον εκ των προτέρων έλεγχο των συγχωνεύσεων, αν και στη Συνθήκη των Παρισίων υπήρχε πρόβλεψη τέτοιων αρμοδιοτήτων. Τα άρθρα 85 και 86 της Συνθήκης της Ρώμης μπορούν να εφαρμοστούν και στις περιπτώσεις των συγχωνεύσεων, αλλά υπάρχουν διαδικαστικές δυσχέρειες, γιατί δεν περιλαμβάνονται ειδικές διατάξεις σχετικά με τον έλεγχο των συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων. Η ανάγκη δημιουργίας ενός συστήματος προληπτικού ελέγχου των συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων ήταν έντονη.

Μετά από διαπραγματεύσεις των κρατών-μελών, το Συμβούλιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων εξέδωσε στις 21 Δεκεμβρίου του 1989 τον κανονισμό (ΕΟΚ) 4084/89, για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων μεταξύ των επιχειρήσεων. Ο παρών κανονισμός άρχισε να ισχύει από τις 21 Σεπτεμβρίου του 1990 άμεσα σε κάθε κράτος-μέλος, ενώ ήταν δεσμευτικός ως προς όλα τα μέρη του. Ο κανονισμός αυτός αποτέλεσε ένα

νομικό μέσο ελέγχου των συγκεντρώσεων των επιχειρήσεων ανάλογα με τις επιπτώσεις τους στη διάρθρωση του ανταγωνισμού στην Κοινότητα. Στόχος του δηλαδή ήταν να καθιερώσει την αρχή με βάση την οποία κηρύσσονται ασυμβίβαστες προς την κοινή αγορά οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων κοινοτικών διαστάσεων που δημιουργούν ή ενισχύουν θέση που συνεπάγεται τη σημαντική παρακώλυση του ανόθευτου ανταγωνισμού στην αγορά (άρθρο 2). Ο κανονισμός αυτός στηρίζεται στην «αρχή της ενιαίας θυρίδας», που παρέχει στην Επιτροπή τη δυνατότητα αποκλειστικού ελέγχου κάθε σημαντικής διασυννοριακής συγχώνευσης. Το πεδίο εφαρμογής του κανονισμού αυτού είναι όλες οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων που έχουν κοινοτική διάσταση, όπως αυτή ορίζεται στην παράγραφο 2 του άρθρου 1 του κανονισμού. Κριτήριο για την εκτίμηση της κοινοτικής διάστασης της συγκέντρωσης επιχειρήσεων είναι ο συνολικός κύκλος εργασιών των συμμετεχουσών επιχειρήσεων. Επίσης στον κανονισμό αναφέρεται και ο τρόπος υπολογισμού του κύκλου εργασιών (άρθρο 5).

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του κανονισμού, συγκέντρωση πραγματοποιείται εφόσον συγχωνεύονται δύο ή περισσότερες προηγουμένως ανεξάρτητες επιχειρήσεις ή εφόσον ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη μία τουλάχιστον επιχείρηση ή μία ή περισσότερες επιχειρήσεις αποκτούν, άμεσα ή έμμεσα, με αγορά συμμετοχών στο κεφάλαιο ή στοιχείων του ενεργητικού, με σύμβαση ή με άλλο τρόπο, τον έλεγχο του συνόλου ή τμημάτων μιας περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Όπως αναφέρεται στον κανονισμό (άρθρο 4) οι πράξεις συγκέντρωσης επιχειρήσεων κοινοτικών διαστάσεων πρέπει να κοινοποιούνται στην Επιτροπή το αργότερο μέσα σε μία εβδομάδα από τη σύναψη της συμφωνίας. Η Επιτροπή επιβάλλει πρόστιμα σε περίπτωση μη κοινοποίησης της πράξης συγκέντρωσης, παροχής πλαστών στοιχείων κατά την κοινοποίηση, αλλά και σε άλλες περιπτώσεις που αναφέρονται στο άρθρο 14. Η Επιτροπή ελέγχει την κοινοποίηση μόλις τη λάβει και αποφασίζει αν η κοινοποιηθείσα συγκέντρωση είναι συμβατή ή όχι προς την αγορά (άρθρο 6). Σε περίπτωση που η συγκέντρωση δεν είναι συμβατή προς την αγορά κοινοποιεί την απόφασή της στις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις αλλά και στα υπόλοιπα κράτη-μέλη (άρθρο 9) και παρέχει δικαίωμα ακρόασης των ενδιαφερόμενων (άρθρο 18).

Υπεύθυνη για την αντιμετώπιση της συγχώνευσης που παρεμποδίζει τον

ανταγωνισμό είναι είτε η Επιτροπή είτε η αρμόδια αρχή του κράτους-μέλους που εδρεύει η επιχείρηση (άρθρο 6). Η Επιτροπή μπορεί να συλλέξει (από τα κράτη-μέλη, τις αρμόδιες αρχές, τις επιχειρήσεις) κάθε στοιχείο απαραίτητο για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της (άρθρο 11). Τέλος, υπάλληλοι της Επιτροπής μπορούν να βοηθούν τους υπαλλήλους των αρμοδίων αρχών, οι οποίοι διεξάγουν ελέγχους ενδεδειγμένους από την Επιτροπή (άρθρο 12).

Ο κανονισμός (ΕΟΚ) 4064/89 αντικαταστάθηκε από την 1η Μαρτίου του 1998 από τον κανονισμό (ΕΚ)1310/97, ο οποίος υπογράφηκε στις 30 Ιουνίου 1997. Στόχος του κανονισμού ήταν να επιτραπεί στην Επιτροπή να εξασφαλίσει ότι οι συγκεντρώσεις δεν θα παρακωλύσουν τον ουσιαστικό ανταγωνισμό στην ενιαία αγορά. Οι περιπτώσεις συγχωνεύσεων-συγκεντρώσεων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος κανονισμού μπορούν να αξιολογούνται από την Επιτροπή a priori, ενώ μέχρι τώρα η Επιτροπή δεν είχε αρμοδιότητα παρά μόνο για a posteriori αξιολόγηση των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων στην αγορά. Ένα ακόμα βασικό σημείο του κανονισμού αυτού είναι να επιτραπεί η λήψη γρήγορων αποφάσεων σε ένα σαφές νομικό πλαίσιο και να αποφευχθεί η πολλαπλή εφαρμογή εθνικών κανονιστικών διατάξεων.

Μία σημαντική τροποποίηση του κανονισμού 1310/97, σε σχέση με τον κανονισμό 4064/89, είναι ότι σε αντίθεση με το άρθρο 1 του παλαιότερου κανονισμού (ανέφερε μόνο δύο περιπτώσεις που οι συγκεντρώσεις επιχειρήσεων χαρακτηρίζονταν ως κοινοτικών διαστάσεων) ο νέος κανονισμός, εκτός από τις περιπτώσεις του παλαιού που εξακολουθούν να ισχύουν, θεωρεί ότι μια συγκέντρωση επιχειρήσεων είναι κοινοτικών διαστάσεων εφόσον ισχύουν τα ακόλουθα :

- Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν παγκοσμίως όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 2,5 δις ευρώ.
- Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιεί το σύνολο των συμμετεχουσών επιχειρήσεων, σε καθένα από τρία τουλάχιστον κράτη-μέλη, υπερβαίνει τα 100 εκατ. ευρώ.
- Σε καθένα από τρία τουλάχιστον κράτη-μέλη, ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιεί καθεμία από τις δύο τουλάχιστον συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 25 εκατ. ευρώ.
- Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιεί καθεμία χωριστά από τις δύο

τουλάχιστον συμμετέχουσες επιχειρήσεις, εντός της Κοινότητας, υπερβαίνει τα 100 εκατ. ευρώ, εκτός αν καθεμία από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιεί άνω των δύο τρίτων του ολικού κοινοτικού κύκλου εργασιών της σε ένα και το αυτό κράτος-μέλος.

Οι πολλές συγκεντρώσεις επιχειρήσεων με το σημερινό οικονομικό σύστημα κατέστησαν πολύ πιο πολύπλοκη την οικονομική ανάλυση που πραγματοποιεί η Επιτροπή. Επομένως, ήταν αναγκαίο να γίνει πιο ελαστικό το σύστημα ελέγχου των συγκεντρώσεων. Για το λόγο αυτό στις 20 Ιανουαρίου του 2004 υπογράφηκε ένας νέος κανονισμός (ΕΚ), ο υπ' αριθμόν 139/2004, ο οποίος τέθηκε σε ισχύ την 1η Μαΐου 2004 και κατάργησε τους δύο προηγούμενους κανονισμούς (4064/89 και 1310/97). Ο νέος αυτός κανονισμός, ενώ αποτρέπει την κοινοποίηση της ίδιας συγκέντρωσης σε περισσότερες αρχές ανταγωνισμού στην Ε.Ε., επαναλαμβάνει την «αρχή της επικουρικότητας», σύμφωνα με την οποία η αρμόδια αρχή που έχει τη δικαιοδοσία είναι η πλέον κατάλληλη για να εξετάσει τη συγκεκριμένη συγκέντρωση και απλοποιεί τη διαδικασία γνωστοποίησης και έρευνας.

Η αλλαγή που επιφέρει ο νέος κανονισμός αφορά στα ακόλουθα καινοτόμα στοιχεία:

- Την απλούστευση του συστήματος παραπομπής από την Επιτροπή προς τις εθνικές αρχές ή αντιστρόφως.
- Την ελαστικότερη εφαρμογή του χρονοδιαγράμματος των ερευνών, με δυνατότητα παράτασης, κατά τρεις εβδομάδες, της προθεσμίας που διαθέτουν τα μέρη για να υποβάλλουν τις λύσεις τους. Κατόπιν δε συμφωνίας με τα μέρη, δυνατότητα παράτασης τεσσάρων εβδομάδων για να μπορέσει η Επιτροπή να προβεί σε διεξοδικό έλεγχο.
- Την ενίσχυση των εξουσιών της Επιτροπής για τη διεξαγωγή έρευνας ώστε να μπορεί να συγκεντρώσει ευκολότερα τις πληροφορίες που χρειάζεται για να επιβάλλει μεγαλύτερα πρόστιμα στις επιχειρήσεις που την παρεμποδίζουν.

Κατά διαστήματα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει οδηγίες που συμπληρώνουν τους κανονισμούς. Οι οδηγίες αυτές δεν είναι δεσμευτικές προς τα κράτη-μέλη, αλλά έχουν ως στόχο αποσαφηνίσουν ορισμένα στοιχεία των κανονισμών.

### 3.2 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

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. Στη χώρα μας το δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, απέκτησε νομοθετικό πλαίσιο με τη θέσπιση του νόμου 703/1977. Ρυθμίσεις για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων δεν περιελήφθησαν αρχικά στο νόμο αυτό εξαιτίας αφ' ενός του αντίστοιχου κενού τη εποχή εκείνη στην κοινοτική νομοθεσία και αφ' ετέρου της τάσης ενίσχυσης της χαμηλής ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων.

Ο Ν.703/1977 περί προστασίας ελεύθερου ανταγωνισμού προβλέπει την 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 10% 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 δέκα εκατομμύρια ευρώ. Στις περιπτώσεις όμως που το μερίδιο αγοράς ανέρχεται στο 25% ή ο συνολικός κύκλος εργασιών σε πενήντα εκατομμύρια ευρώ, ενώ ταυτόχρονα δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες στη συγκέντρωση επιχειρήσεις πραγματοποιούν καθεμιά χωριστά στην εθνική αγορά συνολικό κύκλο εργασιών ύψους άνω των πέντε εκατομμυρίων ευρώ, η γνωστοποίηση πρέπει να πραγματοποιείται εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής ή την απόκτηση συμμετοχής που εξασφαλίζει τον έλεγχο άλλης επιχείρησης.

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 τροποποίηση του Ν. 703/1977 ήταν απόρροια της θέσπισης του κοινοτικού κανονισμού 4064/1989. Με τον πρόσφατο νόμο 2296/1995 άλλαξε ο ρόλος της Επιτροπής Ανταγωνισμού με την αναβάθμισή της σε Ανεξάρτητη Διοικητική Αρχή με δικές της υπηρεσίες και καθιερώθηκε ο προληπτικός έλεγχος των σημαντικών σε μέγεθος συγκεντρώσεων.

Στον εμπορικό νόμο υπάρχουν διατάξεις που ρυθμίζουν μόνο τη συγχώνευση των εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) που είναι τα άρθρα 54-55 του Ν.3190/55 και επίσης τη συγχώνευση των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.) που αναφέρεται στα άρθρα 68-80 του Ν.2190/20. Οι περιπτώσεις αυτές συγχωνεύσεων ρυθμίζονται ρητά από το νόμο και ονομάζονται γνήσιες συγχωνεύσεις. Όλες οι άλλες περιπτώσεις όπου η διαδικασία τους δεν ρυθμίζεται από το νόμο είναι οι λεγόμενες μη γνήσιες ή καταχρηστικές συγχωνεύσεις.

Ειδικότερα, σύμφωνα με το ελληνικό νομικό πλαίσιο, υπάρχουν τρεις τρόποι ΕήΣ (Σακκέλης, 2001):

- με απορρόφηση εταιρίας (απορροφώμενη) από την απορροφώσα,
- με λύση των συγχωνευόμενων εταιριών και σύσταση νέας εταιρίας,
- με εξαγορά μιας εταιρίας (ή περισσότερων) από άλλη ανώνυμη εταιρία .

Στις τρεις αυτές μορφές συγχωνεύσεως παρατηρείται το φαινόμενο της λήξεως της υπάρξεως του νομικού προσώπου μιας ή περισσότερων εταιριών, χωρίς να προηγηθεί η εκκαθάρισή τους, και η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων των εξαφανιζόμενων εταιριών (ενεργητικό και παθητικό) στην ανώνυμη εταιρία που υπάρχει ή συνίσταται για πρώτη φορά. Επιπλέον, ανεξάρτητα από τον τρόπο συγχώνευσης, η διαδικασία που ακολουθείται για την πραγματοποίησή της είναι κοινή. Απαιτούνται αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων, σύναψη συμβολαιογραφικής σύμβασης, έγκριση της εποπτεύουσας αρχής, καταχώριση της έγκρισης, της σύμβασης και της απόφασης των γενικών συνελεύσεων στο μητρώο και δημοσίευση σχετικής ανακοίνωσης στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Συνοπτικά, λοιπόν, οι διατάξεις που διέπουν τις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων είναι:

- Τα άρθρα 68-80 του Κ.Ν. 2190/20, όπως αυτά τροποποιήθηκαν και ισχύουν σύμφωνα με το Π.Δ. 498/87, τα οποία αφορούν μόνο συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιριών με τους τρεις πιο πάνω τρόπους.
- Το Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/93, που αναφέρονται στις συγχωνεύσεις οποιωνδήποτε εταιρικών τύπων, αλλά και ατομικών επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.
- Τα άρθρα 54-55 του Ν. 3190/55, για συγχώνευση εταιριών περιορισμένης ευθύνης, είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε., είτε με απορρόφηση από μια Ε.Π.Ε. άλλης

ή άλλων Ε.Π.Ε.

- Το άρθρο 16 του Ν. 2515/97, που ρυθμίζει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Το άρθρο 9 του Ν. 2992/2002, για την παροχή φορολογικών κινήτρων στις συγχωνευόμενες εταιρίες.
- Το άρθρο 29 του Ν. 3091/2002, που ρυθμίζει την απόσβεση υπεραξίας (goodwill) της εξαγοράς, προκειμένου για επιχειρήσεις που προέβησαν σε απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων σύμφωνα με τις διατάξεις των Ν.2166/93 και Ν. 2517/97.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup>Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», 1996, 2η έκδοση, σελ.632- 638.  
Σακέλης Εμμανουήλ Ι. *Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση αξίας Επιχειρήσεων: Άποψη νομική, φορολογική λογιστική, Βρύκους 2001.*



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΈΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΩΝ

Από επιχειρηματική και οικονομική άποψη, κοινό χαρακτηριστικό σε όλες τις περιπτώσεις μετασχηματισμών(1998 Νικ. Κ.Ρόκα ) είναι ότι η παραγωγική και εν γένει επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης συνεχίζεται υπό νέο οικονομικό φορέα. Τούτο ισχύει ακόμα και στην περίπτωση της μετατροπής, γιατί η μεταβολή του εταιρικού τύπου είναι τόσο σημαντική από συναλλακτική άποψη για τις σχέσεις των συνεταίρων μεταξύ τους και με τους τρίτους, ώστε τα υφιστάμενα προσωπικά και περιουσιακά στοιχεία να μεταβάλλουν ποιότητα. Θα μπορούσε λοιπόν να υποστηριχθεί ότι μετασχηματισμός υφίσταται εφόσον η επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης συνεχίζεται υπό νέο εταιρικό φορέα, πράγμα που συμβαίνει στην περίπτωσης μετατροπής, συγχώνευσης, διάσπασης.

«Καταχρηστικός μετασχηματισμός» είναι ο μετασχηματισμός που επιτυγχάνεται με τα μέσα του κοινού δικαίου κι όχι του εταιρικού (π.χ. αντί συγχωνεύσεως με σύσταση νέας εταιρείας, λύση και εκκαθάριση των συγχωνευόμενων εταιρειών, διανομή της περιουσίας τους, ίδρυση νέας εταιρείας και εισφορά των διανεμηθέντων περιουσιακών στοιχείων σε αυτήν).

Έννοια ευρύτερη του μετασχηματισμού είναι αυτή της “αναδιάρθρωσης” της επιχείρησης (μετασχηματισμός υπό ευρεία έννοια). Αναδιάρθρωση είναι η αναδιοργάνωση της επιχείρησης που επιτυγχάνεται με την επέμβαση στη διοίκηση ή/και την περιουσία της ή/και τη σύνθεση και τα πρόσωπα των εταίρων ή/και τις σχέσεις των εταίρων μεταξύ τους ή με τους τρίτους. Στην ευρύτερη αυτή έννοια του μετασχηματισμού μπορούν να συμπεριληφθούν, εκτός από τις ως άνω περιπτώσεις της μετατροπής, συγχώνευσης κ.λπ., η ανάθεση της διοίκησης της εταιρείας σε τρίτους (συμβάσεις διαχειρίσεως), η αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου, η μεταβολή (ιδίως ο περιορισμός) των δικαιωμάτων των μετόχων (π.χ. κατάργηση προνομιούχων μετοχών), η απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους ή και από την ίδια, οσάκις τούτο επιτρέπεται, η ένταξη της επιχείρησης σε όμιλο επιχειρήσεων που επιτυγχάνεται με κατάρτιση συμβάσεων εξάρτησης της εταιρείας από άλλη, η κρατικοποίηση ή ιδιωτικοποίηση της εταιρείας. Σκοπός της <<αναδιάρθρωσης>> μπορεί κατα περίπτωση να είναι είτε η ενίσχυση και επέκταση μιας ευημερούσας εταιρείας, είτε η εξυγίανση μιας προβληματικής επιχείρησης.<sup>31</sup> Αναλυτικά:

---

<sup>31</sup> Νικ. Κ. Ρόκα, «Αναδιάρθρωση επιχειρήσεων στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου», Εισήγηση σε ημερίδα Ε.Ο.Φ.Ν., ΕΒΕΑ. 15-16 Μαΐου

## 4.1 ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ (ΥΠΟ ΣΤΕΝΗ ΕΝΝΟΙΑ)

- **Μετατροπή**

Μετατροπή είναι η μεταβολή του νομικού τύπου της εταιρείας, χωρίς περάτωση της νομικής της προσωπικότητας και χωρίς διαδοχή (ειδική ή καθολική) περιουσιακών στοιχείων. (Ευ. Περάκη 2001) <sup>32</sup>

- **Συγχώνευση**

Από συναλλακτική - οικονομική άποψη η συγχώνευση αποτελεί μορφή συγκέντρωσης επιχειρήσεων που συνεχίζουν την παραγωγική τους δραστηριότητα αποβάλλοντας τη διοικητική τους αυτοτέλεια και υπαγόμενες σε ενιαίο πλέον επιχειρηματικό φορέα. Εύστοχα η συγχώνευση χαρακτηρίζεται ως «οικονομική ενσωμάτωση δύο περισσότερων επιχειρήσεων υπό ενιαία βούληση» ( Γ. Μιχαλόπουλος).<sup>33</sup> Από νομική άποψη η συγχώνευση είναι η διαδικασία με την οποία επιτυγχάνεται η απόκτηση με οιονεί καθολική διαδοχή από υφιστάμενη ή νεοϊδρυόμενη εταιρεία των περιουσιακών στοιχείων άλλης ή άλλων εταιρειών που λύονται χωρίς εκκαθάριση. Κατά άλλη άποψη η συγχώνευση είναι καταστατική τροποποίηση των συγχωνευόμενων εταιρειών προς το σκοπό της ένωσης των προσωπικών και περιουσιακών τους στοιχείων υπό ενιαίο φορέα με άρση της νομικής τους αυτοτέλειας (Κ.Γ. Παμπούκης 1991).<sup>34</sup>

- **Εξαγορά**

Το άρθρ. 79 κ.ν. 2190/20 δίνει τη δυνατότητα να συντελεστεί συγχώνευση με απορρόφηση, στο πλαίσιο της οποίας οι μέτοχοι της απορροφούμενης δεν θα λάβουν μετοχές και συνεπώς δεν θα συμμετέχουν στην απορροφούσα, αλλά μόνο χρήματα. Την περίπτωση αυτή το άρθρ. 79 ονομάζει εξαγορά και εξομοιώνει με τη συγχώνευση ορίζοντας ότι εφαρμόζονται αναλόγως οι σχετικές διατάξεις (άρθρ. 69-77 κ.ν. 2190/20).(Ι. Πασσιά 1969)<sup>35</sup>

- **Διάσπαση**

Η διάσπαση ρυθμίζεται στα άρθρ. 81-89 κ.ν. 2190/20 και είναι το αντίθετο της συγχώνευσης, δηλαδή ο κατακερματισμός της περιουσίας μιας εταιρείας που

---

<sup>32</sup> Ευ. Περάκη, «Η μορφολογία των εξαγορών», ΔΕΕ 2001,235

<sup>33</sup> Γ. Μιχαλόπουλος, «Η τύχη της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση α.ε.», σε Τιμ.τ. Κ.Ν. Ρόκα, σ. 77.

<sup>34</sup> Κ.Γ. Παμπούκης, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», 1991, 185 επ.

<sup>35</sup> Ι. Πασσιά, «Το Δίκαιο της ΑΕ», τ. 2, 1969, 1063-1064

περατώνεται και η μεταβίβασή της σε δύο τουλάχιστον υφιστάμενες ή νεοϊδρυόμενες εταιρείες. Η διασπώμενη εταιρεία λύεται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση. Οι εν λόγω διαδοχές είναι καθολικές κατά το ότι αφορούν σε μέρος περιουσίας της διασπώμενης ως σύνολο, δηλαδή τόσο ενεργητικό όσο και παθητικό. Είναι μερικές, γιατί η περιουσία της διασπώμενης δεν μεταβιβάζεται ολόκληρη προς τον ίδιο φορέα (στην περίπτωση αυτή δεν θα επρόκειτο περί διασπάσεως), αλλά κατατμείται σε περισσότερα μέρη που μεταβιβάζονται (το κάθε ένα με οιονεί καθολική διαδοχή) προς διαφορετικούς φορείς, τις επωφελούμενες εταιρείες.

- **Απόσχιση κλάδου**

Η απόσχιση κλάδου συνιστά νομοθετική καινοτομία του ν. 2166/93 (άρθρ. 1 παρ. 1 εδ.ε και άρθρ. 4, ιδίως την παρ. 3). Η απόσχιση κλάδου μοιάζει με τη διάσπαση κυρίως κατά το ότι οδηγεί σε κατάτμηση της περιουσίας της εταιρείας. Διαφέρει όμως από αυτήν κυρίως κατά το ότι η εταιρεία από την οποία αποχωρίζεται ένα τμήμα της περιουσίας της δεν περατώνεται και κατά το ότι η μεταβίβαση της περιουσίας γίνεται με ειδική και όχι καθολική διαδοχή. Η ειδική διαδοχή επιβάλλεται από το ότι στην απόσχιση κλάδου δεν πρόκειται για μεταβίβαση περιουσίας ως συνόλου (ενεργητικό και παθητικό) αλλά για μεταβίβαση στοιχείων ενεργητικού και μόνο. Η μεταβίβαση αυτή διέπεται από το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς του ν.δ. 1297/72 και του ν.2166/93. Σημειώνουμε ότι σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.2578/1998, η μετατροπή υποκαταστήματος σε θυγατρική εταιρεία εμπίπτει στην έννοια της εισφοράς του κλάδου.( Λ. Γεωργακόπουλο 1996)<sup>36</sup>

- **Διεθνής μεταφορά έδρας**

Αν και δεν μνημονεύεται ρητά στο ν. 2166/93, στους μετασχηματισμούς καταχωρίζεται από συστηματική άποψη και η μεταφορά της έδρας της εταιρείας στην αλλοδαπή, η οποία άγει και σε μεταβολή της εθνικότητάς της.<sup>10</sup> Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.2578/1998, μεταφορά της καταστατικής έδρας είναι η πράξη με την οποία μία ευρωπαϊκή εταιρεία (SE) ή μία ευρωπαϊκή συνεταιριστική εταιρεία (SCE), χωρίς να λυθεί ή να συσταθεί νέο νομικό πρόσωπο, μεταφέρει την καταστατική έδρα της από ένα κράτος - μέλος σε άλλο κράτος - μέλος. (Ευ. Περάκη 2001)<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», 1996, 2η έκδοση, 632, 638

<sup>37</sup> Ευ Περάκη, όπως παραπάνω.

- **Μετασχηματισμός κατα την εκκαθάριση/πτώχευση**

Με ρητή νομοθετική ρύθμιση (άρθρ. 6 π.δ. 498/87 που προσέθεσε τις παρ. 5 και 6 στο άρθρ. 47 α κ.ν. 2190/20) συγχώνευση ή διάσπαση μπορεί να λάβει χώρα και κατά το στάδιο της πτώχευσης ή εκκαθάρισης (δηλ. Μετά τη λύση και πριν τη διανομή της περιουσίας).

## 4.2 ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΥΠΟ ΕΥΡΕΙΑ ΕΝΝΟΙΑ (ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ)

Οι ρητά ρυθμισμένοι μετασχηματισμοί του εταιρικού δικαίου (δηλαδή αυτοί που ρυθμίζονται από νόμους) συμπληρώνονται από τις διάφορες αρρύθμιστες, κατά κανόνα, μορφές μετασχηματισμού υπό ευρεία έννοια (αναδιάρθρωσης). Ως τέτοιες μορφές μπορούν ενδεικτικά να μνημονευτούν οι ακόλουθες:

- **Ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους και μίσθωση επιχείρησης**

Από τα άρθρ. 18 παρ. 2 και 22 παρ. 3 του κ.ν. 2190/20 συνάγεται ότι το ισχύον δίκαιο Επιτρέπει την ανάθεση διοικητικών (δηλαδή διαχειριστικών και εκπροσωπευτικών) αρμοδιοτήτων από το ΔΣ της εταιρείας σε τρίτους, μέλη ή και μη μέλη του ΔΣ, αρκεί να προβλέπεται η δυνατότητα αυτή στο καταστατικό (πάντως η σχέση μεταξύ των δύο αυτών άρθρων και το πεδίο εφαρμογής ενός εκάστου έχει αμφισβητηθεί στη θεωρία). Από το άρθρ. 22 παρ. 3 συνάγεται ότι χωρίς καταστατική πρόβλεψη δεν είναι δυνατή η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους μη μέλη του ΔΣ, εκτός αν πρόκειται για διευθυντές της εταιρείας. Η έννοια του νόμου είναι ότι τα πρόσωπα στα οποία ανατίθενται διοικητικές αρμοδιότητες, είτε είναι μέλη του ΔΣ είτε όχι, ενεργούν ως όργανα της εταιρείας (κατά τη φρασεολογία της νομολογίας ασκούν «οργανική διοίκηση και εκπροσώπηση») και όχι ως απλοί εντολοδόχοι ή πληρεξούσιοι. Ο διορισμός πληρεξουσίων ή εντολοδόχων δεν απαιτεί καταστατική πρόβλεψη. Οι ανατιθέμενες αρμοδιότητες μπορεί να αφορούν σε ορισμένα ειδικά προσδιοριζόμενα θέματα ή και το σύνολο της διοίκησης της εταιρείας. Κατά το άρθρ. 7α εδ.γ του κ.ν. 2190/20, η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτους υποβάλλεται σε δημοσιότητα. (Νικ. Κ. Ρόκα 1996)<sup>38</sup>

Όταν πρόκειται για κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις (π.χ. τραπεζικές, ασφαλιστικές κ.λπ.) η ανάθεση της διοίκησης σε τρίτα πρόσωπα μη μέλη του ΔΣ μπορεί να προσκρούει στις διατάξεις περί κρατικής εποπτείας. Και τούτο γιατί κατά την κείμενη νομοθεσία η κρατική εποπτεία συνήθως ασκείται και με την έγκριση από τη διοίκηση των φυσικών προσώπων που ως μέλη του ΔΣ ασκούν την πραγματική διοίκηση. Πάντως σε κάθε περίπτωση τυχόν τρίτα πρόσωπα μη μέλη του ΔΣ στα οποία ανατίθεται μερικά ή ολικά η οργανική διοίκηση πρέπει να γνωστοποιούνται στην αρμόδια εποπτική αρχή.

---

<sup>38</sup>Νικ. Κ. Ρόκα, «Εμπορικές Εταιρείες», 4η έκδοση, 1996

- **Αύξηση ή μείωση κεφαλαίου**

Η πραγματική (όχι η λογιστική, π.χ. με αναπροσαρμογή αξίας παγίων ή κεφαλαιοποίηση αποθεματικών) αύξηση του κεφαλαίου, ιδίως με αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, επιτρέπει τη χρηματοδότηση της εταιρείας, την είσοδο νέων μετόχων σε αυτήν και ενδεχομένως την ανάληψη και της διοίκησης της εταιρείας από αυτούς, όταν το ποσοστό της αύξησης είναι τόσο μεγάλο, ώστε οι νέοι μέτοχοι να αποκτούν την πλειοψηφία ψήφων στη ΓΣ13.

Η αύξηση του κεφαλαίου μπορεί να γίνει με εισφορές εις χρήμα ή εις είδος, δηλαδή όταν στην απόφαση για την αύξηση μνημονεύονται συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία που επιθυμεί να αποκτήσει η εταιρεία οπότε εκ του νόμου δεν υπάρχει δικαίωμα προτίμησης, (βλ. άρθρ. 13 παρ. 5 κ.ν. 2190/20) ή με κεφαλαιοποίηση (μετοχοποίηση) χρεών.

Στην τελευταία αυτή περίπτωση το ποσοστό της αύξησης αναλαμβάνουν οι πιστωτές της εταιρείας, οι οποίοι συμψηφίζουν τις απαιτήσεις τους κατά της εταιρείας με την οφειλόμενη από αυτούς εταιρική εισφορά. Η μείωση του κεφαλαίου συνήθως εξυπηρετεί το σκοπό του να εξομοιωθεί το μετοχικό κεφάλαιο με την πραγματική περιουσία της εταιρείας, η οποία έχει απομειωθεί λόγω ζημιών, με τέτοιο τρόπο ώστε να καταστεί κερδοφόρος η εταιρεία, τουλάχιστον από λογιστική άποψη (σημειώνεται ότι με το Ν.3522/2006, για τις χρήσεις που αρχίζουν από 22 Δεκεμβρίου 2006 και μετά, η αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας με σκοπό την εξάλειψη ή τη μείωση των λογιστικών ζημιών επιφέρει συγχρόνως και την ισόποση εξάλειψη των μεταφερόμενων φορολογικών ζημιών).

Επειδή η διανομή κερδών προϋποθέτει ότι το ενεργητικό θα είναι μεγαλύτερο από το παθητικό και επειδή το μετοχικό κεφάλαιο καταχωρίζεται στο παθητικό, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου καθιστά ευχερέστερη τη δημιουργία κερδών. Γι' αυτό και σε εταιρείες που χρήζουν εξυγίανσης συνηθίζεται η μείωση του κεφαλαίου αρχικά (προκειμένου να δημιουργηθούν οι λογιστικές προϋποθέσεις για κερδοφορία και διανομή μερίσματος) και αμέσως μετά η αύξησή του με πραγματική εισροή νέων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της εταιρείας από νέους μετόχους που διαφορετικά δεν θα προσελκύονταν, αν με τη μείωση δεν είχε διαμορφωθεί ορατή πιθανότητα κερδοφορίας.

Μείωση κεφαλαίου μπορεί να επέλθει και με την απόκτηση μετοχών από την ίδια

την εταιρεία με σκοπό την ακύρωσή τους (βλ. άρθρ. 16 παρ. 2α και 3 εδ.α του κ.ν. 2190/20). Η μείωση του κεφαλαίου μπορεί να είναι πραγματική (με επιστροφή εταιρικής περιουσίας στους μετόχους) ή ονομαστική (αναπροσαρμογή του μετοχικού κεφαλαίου στη απομειωμένη, πραγματική εταιρική περιουσία).

- **Τροποποίηση δικαιωμάτων των μετόχων**

Η τροποποίηση των δικαιωμάτων των μετόχων συνήθως έχει τη μορφή κατάργησης προνομίων των προνομιούχων μετοχών (βλ. άρθρ. 3 παρ. 5 του κ.ν. 2190/20) ή απόφασης για την έκδοση προνομιούχων μετοχών.

- **Απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους ή από την ίδια την εταιρεία**

Δραστικό μέσο μετασχηματισμού της εταιρείας που συνεπάγεται επέμβαση στο μετοχικό της καθεστώς, αλλά ενδεχομένως και στη διοίκησή της, είναι η εξαγορά των μετοχών της, όχι με την έννοια του άρθρ. 79 κ.ν. 2190/20, αλλά με την έννοια της απόκτησης αυτών από τρίτους και με ειδική διαδοχή, χωρίς να λύεται το νομικό της πρόσωπο (Ευ. Περάκη 2001) . Η απόκτηση αυτή των μετοχών μπορεί να γίνει είτε με ιδιωτική διαπραγμάτευση μεταξύ παλαιών και νέων μετόχων, είτε με δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, είτε να έχει τη μορφή απόκτησης των μετοχών από την ίδια την εταιρεία που τις εξέδωσε, με σκοπό να τις ακυρώσει ή να τις διανείμει στο προσωπικό της, κ.λπ.<sup>39</sup>

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 του Ν.2190/1920, η εταιρεία μπορεί, η ίδια ή με πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, να αποκτήσει δικές της μετοχές, μόνο όμως μετά από έγκριση της γενικής συνέλευσης, η οποία ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις των προβλεπόμενων αποκτήσεων και, ιδίως, τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται έγκριση, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους 24 μήνες και, σε περίπτωση απόκτησης από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας απόκτησης. Οι συγκεκριμένες μετοχές μπορούν να αποκτηθούν με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί, και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο

---

<sup>39</sup> Ευ Περάκη, όπως παραπάνω.

όνομά του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, δεν είναι δυνατό να υπερβαίνει το 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου,

- η απόκτηση ίδιων μετοχών της εταιρείας δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων σε ποσό κατώτερο του μετοχικού κεφαλαίου προσαυξημένου με τα αποθεματικά εκείνα των οποίων η διανομή απαγορεύεται από το νόμο ή το καταστατικό και μειωμένου κατά το ποσό που δεν έχει ακόμα κληθεί να καταβληθεί.
- η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.

Η ανωτέρω περίπτωση α) δεν εφαρμόζεται προκειμένου για μετοχές που αποκτώνται είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της με σκοπό να διανεμηθούν στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό εταιρείας συνδεδεμένης με αυτή. Η διανομή των μετοχών του προηγούμενου εδαφίου πραγματοποιείται εντός 12 μηνών από το χρόνο απόκτησης των μετοχών αυτών.

Επίσης επιτρέπεται η απόκτηση ίδιων μετοχών και στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- στις μετοχές που αποκτήθηκαν σε εκτέλεση απόφασης για μείωση του κεφαλαίου ή ως συνέπεια εξαγοράς μετοχών,
- στις μετοχές που αποκτήθηκαν μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας,
- στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και έχουν αποκτηθεί από χαριστική αιτία ή έχουν αποκτηθεί από τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς ως προμήθεια για αγορά,
- στις μετοχές που αποκτήθηκαν με σκοπό την προστασία των μειοψηφούντων μετόχων, κυρίως σε περίπτωση συγχώνευσης, αλλαγής του σκοπού ή της μορφής της εταιρείας, μεταφοράς της έδρας στο εξωτερικό ή επιβολής περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών, καθώς και στις μετοχές που αποκτήθηκαν με σκοπό την ικανοποίηση υποχρεώσεων της εταιρείας από ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο,
- στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και αποκτήθηκαν με πλειστηριασμό μέσω αναγκαστικής εκτέλεσης που πραγματοποιήθηκε για την ικανοποίηση αξίωσης της εταιρείας έναντι του κυρίου των μετοχών αυτών.



Οι μετοχές, που αποκτήθηκαν στις ανωτέρω περιπτώσεις 2 έως 5 πρέπει να μεταβιβαστούν εντός προθεσμίας 3 ετών το αργότερο από το χρόνο της απόκτησής τους, εκτός αν η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που η εταιρεία μπορεί να έχει αποκτήσει από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, δεν υπερβαίνει το 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Διαφορετικά, οι μετοχές που δεν μεταβιβάζονται στην προθεσμία των 3 ετών ακυρώνονται. Η ακύρωση αυτή γίνεται με ισόποση μείωση του κεφαλαίου. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης αυτής επιβάλλεται από την αρμόδια αρχή σε κάθε υπαίτιο μέλος του ΔΣ της εταιρείας, πρόστιμο ύψους ΕΥΡΩ 30.000.

Τέλος σημειώνεται ότι η κατοχή από την εταιρεία ιδίων μετοχών, είτε άμεσα από την ίδια είτε μέσω προσώπου που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, επιφέρει την αναστολή των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές αυτές και ειδικότερα:

- Αναστέλλονται τα δικαιώματα παράστασης στη γενική συνέλευση και ψήφου. Οι μετοχές αυτές δεν υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας.
- Τα μερίσματα που αντιστοιχούν στις ίδιες μετοχές προσαυξάνουν το μέρισμα των λοιπών μετόχων.
- Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου, το δικαίωμα προτίμησης που αντιστοιχεί στις ίδιες μετοχές δεν ασκείται και προσαυξάνει το δικαίωμα των λοιπών μετόχων, εκτός εάν το όργανο που αποφασίζει την αύξηση αποφασίσει τη μεταβίβαση του δικαιώματος σε πρόσωπα που δεν ενεργούν για λογαριασμό της εταιρείας.
- Αν οι ίδιες μετοχές εγγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, σε περίπτωση που αυτό επιτρέπεται από τους εφαρμοστέους λογιστικούς κανόνες, η εταιρεία οφείλει να σχηματίζει και να διατηρεί, για όσο χρονικό διάστημα κατέχει τις μετοχές αυτές, αποθεματικό ισόποσο με την αξία κτήσης τους. Το αποθεματικό αυτό δημιουργείται από τα κέρδη της κλειόμενης χρήσης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το απαιτούμενο ποσό για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, και δεν επιτρέπεται να διανεμηθεί.

- **Δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών**

Ειδική μορφή εξαγοράς με την ανωτέρω έννοια συνιστά η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών. Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών έχει τη μορφή πρόσκλησης των μετόχων ορισμένης εταιρείας να προσφέρουν τις μετοχές τους προς εξαγορά έναντι ορισμένου χρηματικού ανταλλάγματος ή έναντι μετοχών της προτείνουσας (εξαγοράζουσας) ή έναντι συνδυασμού χρηματικού ανταλλάγματος και μετοχών της εξαγοράζουσας. Η πρόταση τελεί υπό τον όρο ότι θα προσφερθεί προς εξαγορά ορισμένος ελάχιστος αριθμός μετοχών που αντιστοιχεί σε ορισμένο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Η δημόσια πρόταση αγοράς πλειοψηφικού πακέτου μετοχών έχει κατά κανόνα χαρακτήρα επιθετικό, δηλαδή γίνεται χωρίς την έγκριση των διοικούντων την εταιρεία που δεν έχουν και το μετοχικό έλεγχο αυτής (take overs). Ως μέσα αντίδρασης των διοικούντων σε τέτοιου είδους επιθετικές εξαγορές έχουν χρησιμοποιηθεί στη διεθνή πρακτική τα ακόλουθα:

- η αναζήτηση φίλιων επενδυτών που θα αγοράσουν μετοχές της εταιρείας δημιουργώντας ζήτηση και αυξάνοντας την τιμή της, ιδίως όταν αυτή είναι εισηγμένη σε Χρηματιστήριο.
- η αύξηση κεφαλαίου ιδίως με προνομιούχες μετοχές άνευ ψήφου, τις οποίες σπεύδουν να αναλάβουν οι διοικούντες. Οι μετοχές αυτές εκτός από τα περιουσιακής φύσεως προνόμια εξασφαλίζουν δυνατότητα αρνησικυρίας στα θέματα για τα οποία απαιτείται απόφαση των κατόχων ιδιαίτερων κατηγοριών μετοχών σε ιδιαίτερη συνέλευση.
- η αύξηση κεφαλαίου ιδίως δια του ΔΣ.
- η υποβολή παράλληλης δημόσιας πρότασης από τους διοικούντες για αγορά των μετοχών της εταιρείας.
- η υποβολή αντεπιθετικής δημόσιας πρότασης από τους διοικούντες με στόχο την απόκτηση του ελέγχου της επιτιθέμενης εταιρείας.
- η μεταβίβαση, ιδίως με τη μορφή της απόσχισης κλάδου, σημαντικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας προς άλλη φίλια εταιρεία.

Πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι η πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση της δημόσιας πρότασης επιθετικής εξαγοράς με το ν. 3461/2006 δυσχεραίνει αρκετούς από τους ανωτέρω τρόπους αντίδρασης, όπως π.χ. τους ως άνω τρόπους αντίδρασης υπό β,

γ και στ. Τούτο μεθοδεύεται χάριν προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας, για τους οποίους η πρόταση επιθετικής εξαγοράς μπορεί να είναι συμφέρουσα και οι οποίοι ενδεχομένως δεν θα είναι διατεθειμένοι να προβούν σε δραστικά μέτρα, όπως οι μέτοχοι της πλειοψηφίας, οι οποίοι θα επιδιώκουν να διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρείας με κάθε θυσία.

Συνήθως η απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τρίτους γίνεται με πρόθεση ανάληψης και της διοίκησης από τους αποκτώντες. Οι περιπτώσεις τέτοιων εξαγορών αποκαλούνται στη διεθνή συναλλακτική πρακτική ως management buy-in, management buy-out ή leveraged management buy-out. Στην περίπτωση του management buy-in την εξαγορά ενεργούν πρόσωπα που δεν μετέχουν στη διοίκηση της εταιρείας και επιθυμούν να αναλάβουν τόσο τη μετοχική πλειοψηφία όσο και την ίδια τη διοίκηση. Στην περίπτωση του management buy-out την εξαγορά ενεργούν οι ήδη διοικούντες την εταιρεία, οι οποίοι όμως δεν την ελέγχουν μετοχικά. Πρόκειται δηλαδή για περιπτώσεις εταιρειών στις οποίες υπάρχει διάκριση μετοχικής ιδιοκτησίας και διοίκησης, όπου τα διοικούντα στελέχη αποφασίζουν να αναλάβουν και το μετοχικό και ιδιοκτησιακό έλεγχο, έτσι ώστε να επέλθει πάλι ταύτιση ιδιοκτησίας και διοίκησης.

Σε αρκετές περιπτώσεις μαζί με τους διοικούντες συνασπίζονται και εργαζόμενοι στην εταιρεία. Στην περίπτωση του leveraged management buy-out η ίδια η εταιρεία επιβοηθεί τη χρηματοδότηση των διοικούντων ή εργαζομένων που προτίθενται να αποκτήσουν μετοχές της χορηγώντας εγγυήσεις και άλλες εξασφαλίσεις προς τρίτους. Τούτο κατά το ισχύον ελληνικό δίκαιο δημιουργεί νομικά ζητήματα ιδίως από την άποψη του άρθρ. 23α παρ. 1 κ.ν. 2190/20 (εγγυήσεις της εταιρείας υπέρ μελών του ΔΣ και παροχή πιστώσεων προς τρίτους με σκοπό απόκτηση των μετοχών της). Πάντως τέτοιο πρόβλημα δεν γεννάται όταν την εξαγορά διενεργούν οι εργαζόμενοι στην εταιρεία, καθώς και από την άποψη του κατά πόσον τέτοιες εταιρικές εγγυήσεις και εξασφαλίσεις εξυπηρετούν τον εταιρικό σκοπό. Το leveraged management buy-out χρησιμοποιείται συχνά και ως μέσο αντίδρασης της εταιρείας σε επιθετικές εξαγορές. Και στις τρεις ως άνω περιπτώσεις συνήθως οι εξαγοράζοντες δεν ενεργούν ατομικά, αλλά συγκροτούν από κοινού μια νέα εταιρεία, η οποία διενεργεί την εξαγορά.

Με βάση το ν. 3461/2006, θα μπορούσε να παρατηρήσει κανείς ότι αυτός κατατείνει: (α) στην προστασία των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά

εταιρείας και στην ίση μεταχείρισή τους, (β) στην επαρκή πληροφόρηση των ίδιων μετόχων, (γ) στη διαφάνεια της όλης διαδικασίας της δημόσιας πρότασης και (δ) στη θέσπιση καθεστώτος κρατικής εποπτείας επί της διαδικασίας αυτής. Η προστασία και ίση μεταχείριση των μειοψηφούντων μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας μεθοδεύεται κυρίως με τη θέσπιση κατώτατου υποχρεωτικού ποσοστού εξαγοράς (1/3 των υφιστάμενων μετοχών - άρθρ. 7) και με τη θέσπιση υποχρέωσης εξαγοράς του συνόλου των μετοχών στην περίπτωση που αποτέλεσμα της επιθετικής εξαγοράς είναι η συγκέντρωση ποσοστού μετοχών που εξασφαλίζουν πλέον του 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου.

Η επαρκής πληροφόρηση των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας, ιδίως αυτών της μειοψηφίας, μεθοδεύεται με τη θέσπιση προδιαγεγραμμένης στο νόμο δημόσιας διαδικασίας για την εκδήλωση, εξέλιξη, αποδοχή, περαίωση ή ανάκληση της δημόσιας πρότασης και με την υποχρέωση του φορέα που εκδηλώνει τη δημόσια πρόταση να προβεί σε κυκλοφορία ενημερωτικού δελτίου, στο οποίο να περιέχονται όλες οι αναγκαίες για την αξιολόγηση της πρότασης πληροφορίες. Οι ίδιες ρυθμίσεις που αποσκοπούν στην πληροφόρηση των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας συντελούν και στη γενικότερη διαφάνεια της όλης διαδικασίας, η οποία έχει ευρύτερη σημασία για το σύνολο του επενδυτικού κοινού.

Η διαφάνεια αυτή ενισχύεται και από ειδικότερες ρυθμίσεις που προβλέπουν π.χ. την υποχρέωση ειδικής πληροφόρησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας (άρθρ. 10) και την υποχρέωση του ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας να διατυπώσει αιτιολογημένη αξιολόγηση της δημόσιας πρότασης, συνοδευμένη από λεπτομερή έκθεση ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου (άρθρ. 15). Όλες οι ανωτέρω ρυθμίσεις διαμορφώνουν καθεστώς ειδικής κρατικής εποπτείας που εκτείνεται τόσο στη διαδικασία εξέλιξης της δημόσιας πρότασης όσο και στο περιεχόμενό της με εποπτεύουσα αρχή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και με δυνατότητα επιβολής κυρώσεων (άρθρ. 29).

- **Δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών (Stock Options)**

Ειδική μορφή εξαγοράς μετοχών αποτελεί και η περίπτωση όπου η απόκτηση των μετοχών γίνεται με άσκηση δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών. Η ελληνική νομοθεσία έχει ρυθμίσει ρητά την περίπτωση χορήγησης δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών προς εργαζόμενους με οποιαδήποτε σχέση σε ανώνυμη εταιρεία.

Δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών μπορεί να χορηγηθεί και προς οποιονδήποτε τρίτο και ιδίως πρόσωπα που διατηρούν συναλλαγές με την εταιρεία, π.χ. υπεργολάβους αυτής κ.λ.π., ενίοτε και εν είδει αμοιβής για την εκ μέρους τους παροχή υπηρεσιών ή την εκτέλεση έργου προς την εταιρεία.

Η χορήγηση δικαιώματος προαίρεσης συνήθως συνδυάζεται με δέσμευση της εταιρείας να διαθέσει τις μετοχές σε ορισμένη τιμή που προκαθορίζεται ήδη από τη στιγμή χορήγησης του δικαιώματος (οπότε η χορήγηση και άσκηση του δικαιώματος παρουσιάζει επενδυτικό ενδιαφέρον για τον λήπτη). Μπορεί όμως η τιμή διάθεσης να είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής κατά το χρόνο άσκησης του δικαιώματος. Η χορήγηση και άσκηση δικαιώματος προαίρεσης δημιουργεί πλείστα ζητήματα φορολογίας εισοδήματος, φορολογίας υπεραξίας καθώς και ζητήματα ασφαλιστικού δικαίου. (1997 Π. Καραμανώλη)<sup>40</sup>

- **Συμβάσεις σύνδεσης και εξάρτησης επιχειρήσεων**

Δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις που επιθυμούν να συντονίσουν την επιχειρηματική τους δράση μπορούν, αντί να προβούν σε κάποιο από τους ρυθμισμένους μετασχηματισμούς του εταιρικού δικαίου (π.χ. συγχώνευση) να προβούν στην κατάρτιση οργανωτικών για τις εταιρείες συμβάσεων που δημιουργούν σχέσεις εξάρτησης μεταξύ τους. Οι συμβάσεις αυτές έχουν συνήθως τη μορφή συμφωνιών μετόχων<sup>16</sup> και μπορεί να έχουν κατά περίπτωση ως αντικείμενο π.χ. την ανάθεση της διοίκησης της μιας εταιρείας στην άλλη, το διορισμό των ιδίων προσώπων ως μελών των διοικητικών συμβουλίων των δύο εταιρειών, την ανταλλαγή πακέτων μετοχών, τη μεταφορά κερδών από τη μια εταιρεία στην άλλη, τη σύσταση κοινοπραξίας που να ασκεί την οργανική διοίκηση και των δύο, κ.λ.π.

Προκειμένου για κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις (π.χ. τραπεζικές, ασφαλιστικές κ.λ.π.), οργανωτικές συμβάσεις αυτής της μορφής μπορεί να προσκρούουν στις ισχύουσες διατάξεις περί κρατικής εποπτείας. Η κρατική εποπτεία μπορεί να περιλαμβάνει εκτός από την έγκριση των προσώπων που ασκούν την πραγματική διοίκηση και την απλή γνωστοποίηση στην εποπτεύουσα αρχή ή ακόμα και την έγκριση από αυτήν των φυσικών προσώπων που αποκτούν άμεσα ή έμμεσα σημαντική συμμετοχή στο εταιρικό κεφάλαιο.

---

<sup>40</sup> Π. Καραμανώλη, «Παροχή Δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών», ΔΕΕ 1997, 248.

- **Μεταβίβαση περιουσίας**

Μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας συνήθως γίνεται με τα φορολογικά πλεονεκτήματα της απόσχισης κλάδου. Ιδίως σε επιχειρήσεις με αντικείμενο την παροχή αγαθών ή υπηρεσιών προς το ευρύ καταναλωτικό κοινό με βάση διαρκείς συμβάσεις (π.χ. τραπεζικές ή ασφαλιστικές επιχειρήσεις) το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο συνήθως είναι η πελατεία και οι υφιστάμενες με αυτήν συμβατικές σχέσεις. Ταοικονομικά οφέλη από τις υφιστάμενες πελατειακές σχέσεις μπορούν να μεταφερθούν από τη μία εταιρεία στην άλλη με διάφορες μεθόδους, π.χ. εκχώρηση δικαιωμάτων σε συνδυασμό με αναδοχή χρέους, ανανέωση συμβάσεων στο πρόσωπο της νέας εταιρείας, κατάρτιση νέων συμβάσεων από τη μία εταιρεία ως πράκτορα ή εμφανή αντιπρόσωπο της άλλης, κ.λ.π. Και οι μέθοδοι αυτοί μπορεί να γεννήσουν ζητήματα σε σχέση με την άσκηση της κρατικής εποπτείας σε κρατικά εποπτευόμενες επιχειρήσεις, π.χ. θέματα υπολογισμού του συντελεστή φερεγγυότητας σε τραπεζικές επιχειρήσεις ή των τεχνικών αποθεμάτων και του εγγυητικού κεφαλαίου σε ασφαλιστικές επιχειρήσεις. (Χρ. Χρυσάνθη 1996 ).<sup>41</sup>

- **Κρατικοποίηση ή ιδιωτικοποίηση**

Η κρατικοποίηση ή η ιδιωτικοποίηση εταιρειών συνιστά θεμελιώδη επέμβαση στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, τη μετοχική σύνθεση και τη διοίκηση της εταιρείας, γι' αυτό από τα σύγχρονα εγχειρίδια αντιμετωπίζεται ως μορφή αναδιάρθρωσης της εταιρείας. Στην Ελλάδα η κρατικοποίηση των προβληματικών επιχειρήσεων μεθοδεύτηκε μέσω της αναγκαστικής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με παράλληλο αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων και την ανάληψη του νέου κεφαλαίου από πρόσωπα που προσδιόρισε ο νομοθέτης και, όπως ήταν επόμενο, προκάλεσε πλείστα όσα ζητήματα συνταγματικότητας σε σχέση με την προστασία της μετοχικής ιδιοκτησίας, καθώς και ζητήματα συμμόρφωσης προς τις εταιρικού δικαίου κοινοτικές οδηγίες.

Από νομική άποψη η ιδιωτικοποίηση προϋποθέτει ότι η κρατική επιχείρηση που παραχωρείται στον ιδιωτικό τομέα είναι οργανωμένη με τη μορφή εμπορικής εταιρείας, ιδίως ΑΕ. Αν έχει τη μορφή νομικού προσώπου δημοσίου ή ιδιωτικού δικαίου, η τροπή της σε ΑΕ απαιτεί την έκδοση ειδικού νόμου. Η ιδιωτικοποίηση δεν

---

<sup>41</sup> Χρ. Χρυσάνθη, «Μεταβίβαση δανείων», ΔΕΕ 1996, 133.

επέρχεται με μόνη την υιοθέτηση νομικού τύπου του ιδιωτικού και του εταιρικού δικαίου. Ιδιωτικοποίηση σημαίνει συμμετοχή ιδιωτών στην εταιρεία ως εταίρων, πράγμα που απαιτεί ανάληψη του μετοχικού κεφαλαίου από ιδιώτες. Αυτή επιτυγχάνεται συνήθως είτε με δημόσια εγγραφή σε αύξηση κεφαλαίου δια του Χρηματιστηρίου είτε (σπανιότερα) με ιδιωτική τοποθέτηση είτε με μεταβίβαση μετοχών από το κράτος σε ιδιώτες (χωρίς αύξηση κεφαλαίου). Οι δύο τελευταίες περιπτώσεις απαιτούν ιδιωτική διαπραγμάτευση ή υποβολή προσφορών στο πλαίσιο δημοσίου διαγωνισμού.

Νομικές ιδιαιτερότητες της ιδιωτικοποίησης που αποκλίνουν από το Κοινό εταιρικό δίκαιο είναι ότι συνήθως το κράτος επιφυλάσσει για τον εαυτό του είτε τον έλεγχο του 50% +1 του κεφαλαίου είτε το δικαίωμα διορισμού ορισμένου αριθμού μελών της διοίκησης. Άλλη ιδιαιτερότητα είναι η συγκρότηση ειδικών ελεγκτικών, εποπτικών ή γνωμοδοτικών εταιρικών οργάνων αποτελούμενων από εκπροσώπους είτε των εργαζομένων είτε καταναλωτών είτε του ίδιου του κράτους.

Νόθος μορφή ιδιωτικοποίησης είναι η ανάθεση της διοίκησης σε ιδιώτες που όμως δεν άγει σε μεταβολή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επιχείρησης.

- **Λύση/ Εκκαθάριση/ Αναβίωση**

Η λύση, εκκαθάριση ή και αναβίωση της εταιρείας συνιστούν επίσης μορφές μετασχηματισμού της, αφού επιφέρουν επέμβαση τόσο στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της όσο και στην περιουσία της. Στη διεθνή συναλλακτική πρακτική συνηθίζεται η λυόμενη προβληματική επιχείρηση να εισφέρει με τη μορφή εισφορών σε είδος έναν υγιή κλάδο της σε άλλη νεοϊδρυόμενη εταιρεία έναντι μετοχών, οι οποίες ακολούθως διανέμονται μετά την εκκαθάριση στους μετόχους της λυόμενης ως εταιρική περιουσία.

Κατωτέρω παρουσιάζονται αναλυτικότερα οι κυριότερες μορφές συγχωνεύσεων και εξαγορών, υπό το πρίσμα του ισχύοντος εμπορικού νόμου 2190/1920 καθώς επίσης και των κυριότερων φορολογικών νόμων, οι οποίοι θέτουν τα πλαίσια εφαρμογής των εν λόγω συναλλαγών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

#### 5.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Εταιρία είναι η οποιαδήποτε ένωση προσώπων Φυσικών ή Νομικών προς επίτευξη κάποιου κοινού σκοπού. Συνεπώς η εταιρία δεν έχει πάντα κερδοσκοπικό χαρακτήρα, αλλά μπορεί να είναι θρησκευτικού, πολιτικού, φιλανθρωπικού ή άλλου σκοπού.

Στην εταιρία συμμετέχουν δύο ή περισσότεροι συμβαλλόμενοι. Με την ίδρυση μίας εταιρίας γίνεται ο συνδυασμός των πόρων των συμβαλλόμενων έτσι ώστε να επιτευχθεί ο σκοπός της, κάτι που το καθένα από τα συμβαλλόμενα μέρη δεν θα μπορούσε ή θα απαιτούσε δυσανάλογα μεγάλο κόπο για να το πραγματοποιήσει μόνο του.

Σύμφωνα με τον Αστικό Κώδικα, εταιρία είναι η αμφοτεροβαρής σύμβαση με την οποία δύο ή περισσότερα πρόσωπα αναλαμβάνουν μεταξύ τους την υποχρέωση να επιδιώξουν ένα κοινό σκοπό, καταβάλλοντας ίσες, αν δεν έχει οριστεί διαφορετικά προς το μέγεθος εισφορές.



## **5.2. ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Υπάρχουν διάφορα είδη εταιριών αλλά εδώ θα αναφερθούμε στις πιο συνηθισμένες που είναι η Ομόρρυθμη Εταιρία, η Ετερόρρυθμη Εταιρία, η Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης και η Ανώνυμη Εταιρία.

### **5.2.1. Ομόρρυθμη Εταιρία**

Οι εταίροι της ομόρρυθμης εταιρίας ευθύνονται με ολόκληρη την περιουσία τους για όλες τις υποχρεώσεις της εταιρίας, με αλληλέγγυα ευθύνη τους. Με τη λύση της εταιρίας δεν παύει η ευθύνη τους. Η ομόρρυθμη εταιρία δεν χρειάζεται συμβολαιογραφικό έγγραφο για την κατάρτισή της, αντιθέτως αρκεί ένα ιδιωτικό συμφωνητικό. Το καταστατικό αποτελεί το έγγραφο της συστάσεως της εταιρίας αλλά επίσης προδιαγράφει και όλα τα βασικά θέματα που αφορούν στις σχέσεις των μετόχων, στη διοίκηση της εταιρίας, σε θέματα που αφορούν τη διάρκεια ζωής της αλλά και τη διάλυσή της. Το καταστατικό υπογράφεται από όλους τους εταίρους και δεν χρειάζεται να συνταχθεί από ή να υπογραφεί σε συμβολαιογράφο.

Το επιμελητήριο, εφόσον ελέγξει την επωνυμία και το διακριτικό τίτλο, θεωρεί το καταστατικό για τον έλεγχο του δικαιώματος χρήσης της Επωνυμίας και Διακριτικού τίτλου.

### **5.2.2 Ετερόρρυθμη Εταιρία**

Ετερόρρυθμη εταιρία είναι η εταιρία που ιδρύεται από δυο ή περισσότερα πρόσωπα που έχουν σκοπό να εμπορεύονται με εταιρική επωνυμία. Ένας ή περισσότεροι εταίροι ευθύνονται απεριόριστα και αλληλέγγυα για τις εταιρικές υποχρεώσεις και λέγονται ομόρρυθμοι εταίροι. Και ένας ή περισσότεροι εταίροι ευθύνονται μέχρι του ποσού της εισφοράς τους και λέγονται ετερόρρυθμοι εταίροι.

Η εταιρική επωνυμία σχηματίζεται μόνο από τα ονόματα όλων, μερικών η και ενός από τους ομόρρυθμους εταίρους. Οι ομόρρυθμοι εταίροι της Ε.Ε. ευθύνονται για τις εταιρικές υποχρεώσεις όπως ακριβώς και οι εταίροι της Ο.Ε. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι της Ε.Ε. ευθύνονται περιορισμένα και συνήθως μέχρι του ποσού εισφοράς τους και πέρα από αυτό δεν έχουνε καμία ευθύνη.

### **5.2.3 Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης**

Ο νόμος δεν δίνει τον ορισμό της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης, όμως μπορούμε να προσδιορίσουμε τα γενικά χαρακτηριστικά της Ε.Π.Ε. Αποτελεί, ασφαλώς, νομικό πρόσωπο και είναι εμπορική εταιρία κατά το τυπικό κριτήριο, έστω και αν ο σκοπός αυτής δεν είναι εμπορική επιχείρηση.

Στην Ε.Π.Ε., για τις εταιρικές υποχρεώσεις ευθύνεται μόνο η εταιρία παρόλα αυτά υπάρχει και παράλληλη ατομική ευθύνη των εταίρων για χρέη της Ε.Π.Ε. προς το δημόσιο και το Ι.Κ.Α. Το εταιρικό κεφάλαιο είναι διαιρεμένο σε ίσα εταιρικά μερίδια, τα οποία, όμως, δεν επιτρέπεται να παρασταθούν με αξιόγραφα (όπως γίνεται, δηλαδή, με τις μετοχές της ανώνυμης εταιρίας).

Η σύσταση της Ε.Π.Ε. συνοδεύεται με δημοσίευση του καταστατικού στο αρμόδιο πρωτοδικείο και περιλήψεως αυτού στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Δεν απαιτείται άδεια κάποιας αρχής αλλά η καταχώρηση του καταστατικού στο μητρώο Ε.Π.Ε. Τα χαρακτηριστικά της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης εν μέρει μοιάζουν με εκείνα της ανώνυμης εταιρίας (π.χ. συνέλευση εταίρων, περιορισμένη ευθύνη μελών της εταιρίας κ.ο.κ.) και εν μέρει με εκείνα της προσωπικής εταιρίας (π.χ. ύπαρξη διαχειριστή αντί διοικητικού συμβουλίου). Μερικές φορές γίνεται συνδυασμός των χαρακτηριστικών προσωπικής και ανώνυμης εταιρίας, όπως στη λήψη αποφάσεων κατά τις συνελεύσεις των εταίρων που απαιτείται πλειοψηφία τόσο του εταιρικού κεφαλαίου, όσο και του όλου αριθμού των εταίρων.

Η Ε.Π.Ε. είναι ο εταιρικός τύπος που βρίσκεται ανάμεσα στην ανώνυμη και την προσωπική εταιρία. Δεν έχει τα μειονεκτήματα της πρώτης (που είναι κεφαλαιουχική εταιρία), όπως την ανάγκη μεγάλου κεφαλαίου και ακόμα τη μειωμένη επιρροή των μετόχων στη διοίκηση της εταιρίας. Δεν έχει ούτε το μέγα μειονέκτημα των προσωπικών εταιρειών, δηλαδή, το απεριόριστο της ευθύνης των ομόρρυθμων εταίρων.

Στις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης για τις εταιρικές υποχρεώσεις ευθύνεται μόνο η εταιρία με την περιουσία της. Καθιερώνεται λοιπόν η περιορισμένη (μέχρι του ύψους της εισφοράς τους) ευθύνη των εταίρων της Ε.Π.Ε. Η αρχή αυτή αποτελεί την κυριότερη ομοιότητα της Ε.Π.Ε. προς την ανώνυμη εταιρία, αλλά ταυτόχρονα και το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των εταίρων της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης. Το πλεονέκτημα αυτό έχουν όλοι οι εταίροι (δεν υπάρχουν στην Ε.Π.Ε. εταίροι

ευθυνόμενοι για τα χρέη της εταιρίας με ολόκληρη την ατομική τους περιουσία αλληλεγγύως, όπως συμβαίνει με τους ομόρρυθμους εταίρους στις Ο.Ε. και Ε.Ε.).

Να σημειωθεί, όμως, ότι η ευθύνη των εταίρων της Ε.Π.Ε. είναι απεριόριστη προκειμένου για χρέη της εταιρίας προς το δημόσιο. Το ίδιο ισχύει και για τα χρέη της Ε.Π.Ε προς το Ι.Κ.Α.

Το κεφάλαιο της Ε.Π.Ε. διαιρείται σε εταιρικά μερίδια, που το κάθε ένα τους πρέπει να έχει ονομαστική αξία 30 ευρώ τουλάχιστον. Το σύνολο των μεριδίων ενός εταίρου αποτελεί την εταιρική μερίδα αυτού.

Τα εταιρικά μερίδια δεν μπορούν να παρασταθούν με αξιόγραφο. Μόνο για ολόκληρη τη μερίδα συμμετοχής του εταίρου στην Ε.Π.Ε. μπορεί να εκδοθεί έγγραφο από την εταιρία, που αποτελεί απλώς απόδειξη της εταιρικής ιδιότητας και πρέπει να αναγράφει την ένδειξη «ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΜΗ ΦΕΡΟΥΣΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΟΥ».

Άκυρη κηρύσσεται με δικαστική απόφαση η εταιρία, εάν στο συμβολαιογραφικό έγγραφο συστάσεως της (καταστατικό) δεν περιληφθεί η επωνυμία της ή αν η επωνυμία που περιλαμβάνεται δεν είναι σύμφωνη με το νόμο. Με συμφωνία όλων των εταίρων, όμως, μπορεί να συμπληρωθεί ή τροποποιηθεί το αρχικό (συστατικό) της εταιρίας έγγραφο και να γίνει η νόμιμη δημοσίευση, οπότε θεραπεύεται η ακυρότητα.

Ως προς τον σκοπό τον οποίο μπορεί να επιδιώκει η εταιρία περιορισμένης ευθύνης, με άλλα λόγια σχετικά με το αντικείμενο των εργασιών της, τίθεται ένας μόνο περιορισμός. Στην Ε.Π.Ε. απαγορεύεται η άσκηση επιχειρήσεων (εργασιών) για τις οποίες έχει ορισθεί από το νόμο άλλος αποκλειστικός εταιρικός τύπος (π.χ. τραπεζικές και ασφαλιστικές εργασίες επιτρέπεται να ασκούνται μόνο από ανώνυμες εταιρείες).

Ως έδρα της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης ορίζεται ένας δήμος ή μια κοινότητα της Ελληνικής Επικρατείας. Όταν πρόκειται για οπωσδήποτε μεγάλη πόλη, στην οποία υπάρχουν περισσότερες οικονομικές εφορίες, πρέπει να συμπληρώνεται η έδρα με την ακριβή διεύθυνση (οδός, αριθμός, ταχυδρομικός τομέας). Αυτό είναι απαραίτητο για να προσδιορισθεί σε ποιας οικονομικής εφορίας την αρμοδιότητα θα υπάγεται η εταιρία.

Το κεφάλαιο της Ε.Π.Ε. δεν μπορεί να είναι κατώτερο των Δέκα οχτώ χιλιάδων (18.000) Ευρώ και πρέπει να καταβληθεί ολόκληρο κατά την κατάρτιση της εταιρικής

συμβάσεως, δηλαδή, κατά την υπογραφή του σχετικού συμβολαιογραφικού εγγράφου. Ακόμα, το μισό τουλάχιστον του εταιρικού κεφαλαίου πρέπει να είναι καταβλημένο σε μετρητά. Μέρος του Κεφαλαίου μπορεί να προέρχεται από εισφορές των εταίρων σε είδος .

Σε καμιά περίπτωση δεν επιτρέπεται να μειωθεί το κεφάλαιο της Ε.Π.Ε. κάτω των 18.000 ευρώ και για όλο το χρονικό διάστημα της λειτουργίας της. Ανώτατο όριο κεφαλαίου για την Ε.Π.Ε. δεν θέτει ο νόμος. Σε κάθε έντυπο ή διαφήμιση ή δημοσίευση της Ε.Π.Ε. πρέπει απαραίτητα να μνημονεύεται, εκτός των άλλων υποχρεωτικών στοιχείων, και το εταιρικό κεφάλαιο.

Το κεφάλαιο της Ε.Π.Ε. διαιρείται σε εταιρικά μερίδια. Το εταιρικό μερίδιο δεν επιτρέπεται να είναι μικρότερο των 10.000 δρχ. Μπορεί, όμως, να είναι μεγαλύτερο των 10.000, αλλά στην περίπτωση αυτή πρέπει να είναι ακέραιο πολλαπλάσιο του ποσού των 10.000 (ήτοι 20.000, 30.000, 40.000 κ.ο.κ.). Κάθε εταίρος μπορεί να συμμετέχει στο σχηματισμό του εταιρικού κεφαλαίου με περισσότερα μερίδια, τα οποία αποτελούν την μερίδα συμμετοχής του (εταιρική μερίδα).

#### **5.2.4 Ανώνυμη Εταιρία**

Ανώνυμη Εταιρία (Α.Ε.) είναι κεφαλαιουχική εταιρία, της οποίας το κεφάλαιο της είναι διαιρεμένο σε μετοχές. Το νομικό της πλαίσιο διαμορφώθηκε από τον κωδικοποιημένο νόμο 2121/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών», που αποτέλεσε και το επιμέρους «Δίκαιο της Α.Ε.». Σύμφωνα με το Εμπορικό Δίκαιο η Α.Ε. είναι πάντα εμπορική εταιρία ακόμα και όταν δεν ασκεί εμπορία. Για την σύσταση της πρέπει να είναι συγκεντρωμένο το κατώτατο όριο μετοχικού κεφαλαίου (60.000 ευρώ).

Η Ανώνυμη Εταιρία πρέπει να διατηρεί ορισμένες διατυπώσεις δημοσιότητας, οι οποίες προστατεύουν τους καλόπιστους τρίτους και τους συναλλασσόμενους. Μέσα σε αυτές είναι η δημοσίευση των ετήσιων αποτελεσμάτων κατά ορισμένο τρόπο (δηλ. τον Ισολογισμό, τα Αποτελέσματα Χρήσεως και Αποτελέσματα Διαθέσεως τηρώντας το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και σε μία πολιτική εφημερίδα. Στις Α.Ε. το εταιρικό κεφάλαιο διαιρείται σε ίσα μέρη, τις μετοχές, οι οποίες είναι ανώνυμες ή ονομαστικές, και μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός αν το καταστατικό υποβάλλει το μεταβιβαστό σε ορισμένους περιορισμούς («δεσμευμένες μετοχές»). Κάθε μέτοχος ευθύνεται μέχρι και το ποσό της εισφοράς του.

Η ίδρυση της Α.Ε. προϋποθέτει έγκριση της Διοικήσεως (Υπουργείου Ανάπτυξης ή αρμόδιας Νομαρχίας) και καταχώριση της έγκρισης και του καταστατικού, στο Μητρώο Α.Ε. Περίληψη της σχετικής καταχώρισης δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (Τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε.).

Το ανώτατο όργανο της Α.Ε. είναι η "Γενική Συνέλευση" (Γ.Σ.), στην οποία λαμβάνονται όλες οι μεγάλες αποφάσεις. Την Γενική Συνέλευση απαρτίζουν οι μέτοχοι της εταιρίας. Οι συνελεύσεις είναι έκτακτες και τακτικές. Τακτική Γενική Συνέλευση γίνεται τουλάχιστον μία φορά το έτος. Κάθε μετοχή αποτελεί μία ψήφο και καθένας έχει δικαίωμα να ψηφίσει ή και να ψηφιστεί. Στις Γενικές Συνελεύσεις γίνεται η ψηφοφορία για τη σύνθεση του επόμενου Διοικητικού Συμβουλίου, ορίζονται τα καθήκοντα του, λαμβάνονται αποφάσεις για σημαντικά ζητήματα όπως ο καθορισμός της μακροχρόνιας πολιτικής της εταιρίας και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που πέτυχε η εταιρία την προηγούμενη χρήση και εγκρίνεται ο ισολογισμός της. Τέλος οποιαδήποτε αλλαγή στο Καταστατικό της εταιρίας πρέπει να αποφασιστεί από Γενική Συνέλευση.

Το "Διοικητικό Συμβούλιο" (Δ.Σ.) αποτελείται από τα μέλη που ψηφίστηκαν στην Γενική Συνέλευση και έχει το καθήκον της επίβλεψης της εταιρίας και της χάραξης πολιτικής και στρατηγικής αυτής. Έτσι το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει για πολύ σημαντικά ζητήματα και παρακολουθεί την πορεία της εταιρίας στην αγορά. Το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέγει τον Πρόεδρό του, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τον συντονισμό των εργασιών του, καθώς και τον "Διευθύνοντα Σύμβουλο", ο οποίος ασκεί την διοίκηση και εκπροσώπηση της εταιρίας. Ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος μπορεί να είναι συχνά το ίδιο πρόσωπο, ενώ μπορεί να οριστούν περισσότεροι από ένας Διευθύνοντες Σύμβουλοι.

Άλλα νομικά ζητήματα αφορούν τους όρους δημοσιότητας της Γενικής Συνέλευσης όπως τη δημοσίευση σε εφημερίδα πρόσκλησης των μετόχων για να συμμετάσχουν στην Γ.Σ. είκοσι ημέρες πριν από αυτήν. Διατάξεις για αυξημένη ή απλή απαρτία της Γ.Σ., τροποποιήσεις του Καταστατικού της κ.α.

Μία Α.Ε. απαγορεύεται (με μερικές εξαιρέσεις) να αποκτήσει τις μετοχές της. Μπορεί ωστόσο να αγοράσει ένα μικρό ποσοστό αυτών για να τις διαθέσει στο προσωπικό της. Η Α.Ε. υπόκεινται στον έλεγχο των αποτελεσμάτων και του ισολογισμού της – τόσο για διαπίστωση ή όχι φοροδιαφυγής και σωστής τήρησης των απαραίτητων βιβλίων όσο και – από τους Ορκωτούς Ελεγκτές και Λογιστές οι

οποίοι ελέγχουν την επιχείρηση εκ μέρους των μετόχων και πιστοποιούν την ορθότητα των αποτελεσμάτων (όταν αυτά είναι ορθά).

Μία Α.Ε. μπορεί να εισαχθεί σε ένα Χρηματιστήριο για την διαπραγμάτευση των μετοχών της. Ωστόσο για την εισαγωγή σε μεγάλα χρηματιστήρια χρειάζονται αυστηρά κριτήρια να ικανοποιούνται και αυξημένες διατυπώσεις δημοσιότητας. Όλοι μπορούν να αποκτήσουν ελεύθερα μετοχές και να τις μεταβιβάσουν όποτε επιθυμούν. Σε μία μετοχή η οποία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, η τιμή της, πέραν του μεριδίου του εταιρικού κεφαλαίου περιέχει και Πληροφορίες. Οι πληροφορίες αυτές (για την αγορά και την επιχείρηση) μαζί με την προσφορά και ζήτηση των μετοχών συχνά προκαλούν διακυμάνσεις της τιμής της χωρίς ουσιαστικά να μειώνεται ή να αυξάνεται πραγματικά το εταιρικό κεφάλαιο.

Η Α.Ε. λύεται όταν παρέλθει ο χρόνος της διάρκειας για την οποία συστήθηκε, όταν η γενική συνέλευση των μετόχων το αποφασίσει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία και όταν η εταιρία πτωχεύσει. Σε ορισμένες περιπτώσεις (π.χ. μη καταβολή του κεφαλαίου, απώλεια των 9/10 του κεφαλαίου, μη υποβολή τριών ισολογισμών κλπ.) η Διοίκηση μπορεί να ανακαλέσει την άδεια σύστασης της εταιρίας, που έτσι τίθεται υπό εκκαθάριση. Την εκκαθάριση διενεργούν οι εκκαθαριστές, που είναι όργανα της εταιρίας.

Στο σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως δεν θα περιληφθεί ο ειδικός όρος που προβλέπει η περίπτωση δ' της παραγράφου 2 του άρθρου 69 Κ.Ν. 2190/20 για την ημερομηνία από την οποία οι νέες μετοχές, που παραδίδονται στους μετόχους των συγχωνευομένων εταιρειών, παρέχουν δικαίωμα στα κέρδη της απορροφούσας εταιρίας.

2) Στην έκθεση της Επιτροπής Εμπειρογνομόνων πρέπει να αναφέρεται (όχι αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, αλλά) εάν το συμφωνηθέν αντίτιμο για την εξαγορά των μετοχών είναι δίκαιο και λογικό. 3) Για την εφαρμογή της εξαγοράς απαιτείται η έγκριση της γενικής συνελεύσεως των μετόχων κάθε μιας από τις μετέχουσες στην εξαγορά εταιρείες (άρθρο 72), δηλαδή τόσο της εξαγοράζουσας, όσο και της ή των εξαγοραζομένων.

**Εξαγορά Α.Ε. και αγορά (απόκτηση) μετοχών Α.Ε. από άλλη ανώνυμη εταιρία.**

Με τον όρο εξαγορά εννοείται η πράξη με την οποία μία ανώνυμη εταιρία

(εξαγοράζουσα) αποκτά το σύνολο της περιουσίας (ενεργητικού και παθητικού) άλλης ανώνυμης εταιρίας (εξαγοραζόμενης), η οποία λύεται και εξαφανίζεται. Στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας καταβάλλεται από την εξαγοράζουσα το συμφωνημένο αντίτιμο των μετοχών τους, που ακυρώνονται. Η εξαγοράζουσα εταιρία θα εμφανίσει στους λογαριασμούς της τα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού της εξαγοραζόμενης, τα οποία της μεταβιβάσθηκαν αυτούσια λόγω της εξαγοράς.

Μία ανώνυμη εταιρία, όμως, μπορεί να αγοράσει (αποκτήσει) μέρος ή το σύνολο των μετοχών άλλης ανώνυμης εταιρίας, καταβάλλοντας στους κυρίους αυτών το συμφωνημένο αντίτιμο. Στην περίπτωση της εξαγοράς, η εξαγοραζόμενη εταιρία λύεται και εξαφανίζεται, ενώ οι μετοχές της ακυρώνονται. Στην περίπτωση της αγοράς (αποκτήσεως) των μετοχών, η εταιρία, της οποίας οι μετοχές άλλαξαν κύριο, συνεχίζει να υπάρχει και να λειτουργεί. Η εταιρία, που απέκτησε τώρα τις μετοχές αυτές με αγορά, θα τις εμφανίσει με την αξία κτήσεως στο λογαριασμό «18 ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Κ.ΛΠ.».».

### **Διαδικασία εξαγοράς**

Η διαδικασία για την εξαγορά από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών είναι η ίδια με τη διαδικασία που εφαρμόζεται στην απορρόφηση από ανώνυμη εταιρία άλλης ή άλλων Α.Ε.

α) Κατάρτιση σχεδίου συμβάσεως εξαγοράς. Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών, που μετέχουν στην εξαγορά, συνεδριάζουν και καταρτίζουν έγγραφο σχέδιο συμβάσεως. Το σχέδιο συμβάσεως εξαγοράς υποβάλλεται, μαζί με τα πρακτικά συνεδριάσεων των Δ. Συμβουλίων και τα λοιπά δικαιολογητικά, στο Υπουργείο Εμπορίου ή στις Νομαρχίες που υπάγονται οι μετέχουσες στην εξαγορά εταιρείες, για να καταχωρηθούν στα οικεία Μητρώα Ανωνύμων Εταιρειών. Σχετική ανακοίνωση δημοσιεύεται στο Φ.Ε.Κ. Μέσα σε δέκα ημέρες από την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του σχεδίου συμβάσεως εξαγοράς, πρέπει να δημοσιευθεί περίληψη του σχεδίου αυτού σε μια ημερήσια οικονομική εφημερίδα .

β) Εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των Α.Ε. που μετέχουν στη σύμβαση εξαγοράς. Κάθε μία από τις μετέχουσες στη σύμβαση εξαγοράς εταιρία υποβάλλει αρμοδίως αίτηση για τη συγκρότηση Επιτροπής Εμπειρογνομόνων που θα εκτιμήσει τα περιουσιακά της στοιχεία και θα συντάξει σχετική έκθεση. Στην έκθεση αυτή θα

σημειώνεται αν το συμφωνηθέν για την εξαγορά τίμημα κρίνεται δίκαιο και λογικό.

γ) Εξασφάλιση πιστωτών. Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση της περιλήψεως του σχεδίου συγχωνεύσεως σε μια οικονομική εφημερίδα, οι πιστωτές των συγχωνευομένων εταιρειών έχουν δικαίωμα να ζητήσουν Και να λάβουν επαρκείς εγγυήσεις προς εξασφάλιση των απαιτήσεών τους. Μέσα στην ίδια Προθεσμία υποβάλλονται και τυχόν αντιρρήσεις για τις παρεχόμενες εγγυήσεις, Σε περίπτωση διαφωνίας, τη λύση δίνει το δικαστήριο. δ) Έγκριση της συμβάσεως εξαγοράς από τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων. Κάθε μία από τις μετέχουσες στην εξαγορά εταιρείες πραγματοποιεί γενική συνέλευση των μετόχων της για να ληφθεί απόφαση εγκρίσεως του σχεδίου συμβάσεως εξαγοράς. Η γενική συνέλευση πρέπει να συνέλθει δύο μήνες μετά την καταχώρηση του σχεδίου συμβάσεως εξαγοράς στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών. ε) Υπογραφή συμβολαιογραφικού εγγράφου για τη σύμβαση εξαγοράς. Μετά την έγκριση από τις γενικές συνελεύσεις της συμβάσεως εξαγοράς, καταρτίζεται ενώπιον συμβολαιογράφου και υπογράφεται από τα εξουσιοδοτημένα πρόσωπα η πράξη εξαγοράς. στ) Έγκριση εξαγοράς από το Υπουργείο Εμπορίου Και δημοσιότητα αυτής. Δύο αντίγραφα του συμβολαίου εξαγοράς υποβάλλονται στο Υπουργείο Εμπορίου ή τις αρμόδιες Νομαρχίες, που υπάγονται οι μετέχουσες στη σύμβαση εξαγοράς εταιρείες. Η αρμόδια Υπηρεσία ελέγχει και —μετά από ενδεχόμενες διορθώσεις— εγκρίνει τη σύμβαση εξαγοράς. Ακολουθεί η καταχώρηση στα Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της διοικητικής αποφάσεως για την έγκριση της εξαγοράς. Σχετική ανακοίνωση για την επελθούσα εξαγορά δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. ζ) Αποτελέσματα εξαγοράς. Από την ημερομηνία καταχωρήσεως στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της εγκριτικής αποφάσεως της εξαγοράς επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα, χωρίς καμία άλλη διατύπωση, τόσο για τις εταιρείες που μετέχουν στη σύμβαση εξαγοράς, όσο και έναντι τρίτων, τα ακόλουθα αποτελέσματα:

1) Η εξαγοράζουσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή των εξαγοραζομένων εταιρειών.

2) Οι εξαγοραζόμενες εταιρείες παύουν να υπάρχουν.

3) Οι εκκρεμείς δίκες των εξαγοραζομένων εταιρειών, που παύουν να υπάρχουν μετά την εξαγορά, συνεχίζονται αυτοδικαίως από την εξαγοράζουσα εταιρία ή κατ' αυτής, χωρίς Καμία άλλη διατύπωση και χωρίς να επέρχεται βίαιη διακοπή της δίκης λόγω της εξαγοράς. 4) Οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας, αφού καταβληθεί το συμφωνηθέν τίμημα, ακυρώνονται.



### **5.3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ**

Μπορούμε να διακρίνουμε τις ακόλουθες περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων:

- Συγχώνευση ατομικών επιχειρήσεων και προσωπικών εταιρειών προς δημιουργία Ο.Ε. ή Ε.Ε.
- Συγχώνευση επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε.
- Συγχώνευση επιχειρήσεων σε Α.Ε.

#### **5.3.1 Συγχώνευση σε Ο.Ε ή Ε.Ε.**

Στην πράξη μπορεί να παρουσιασθεί η ανάγκη συγχωνεύσεως: α)περισσοτέρων ατομικών επιχειρήσεων σε προσωπική εταιρία (Ο.Ε. ή Ε.Ε.), β) Μιας ή περισσοτέρων ατομικών επιχειρήσεων με μία ή περισσότερες προσωπικές εταιρείες για τη δημιουργία Ο.Ε. ή Ε.Ε. γ) Δύο ή περισσοτέρων προσωπικών εταιρειών σε προσωπική εταιρία.

Στην έννοια της συγχωνεύσεως περιλαμβάνεται και η απορρόφηση μιας ή περισσοτέρων επιχειρήσεων από άλλη επιχείρηση, όπως και η εξαγορά επιχείρησης από άλλη επιχείρηση.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις, η συγχώνευση θα επιφέρει τη λύση των συγχωνευομένων ή απορροφουμένων επιχειρήσεων. Από τη συγχώνευση θα προκύψει νέα εταιρία (νέο νομικό πρόσωπο) —εκτός αν πρόκειται για απορρόφηση επιχειρήσεων, οπότε δεν προκύπτει νέα εταιρία, αλλά η απορροφούσα συνεχίζει τη λειτουργία της και μετά την απορρόφηση απ' αυτήν των άλλων επιχειρήσεων. Το ίδιο και στην εξαγορά, η εξαγοράζουσα επιχείρηση εξισούται με την απορροφούσα και η εξαγοραζόμενη με την απορροφούμενη επιχείρηση.

Η συγχώνευση, σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις, γίνεται με εκτίμηση της αξίας των εισφερομένων στοιχείου ενεργητικού και παθητικού των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται από τους ίδιους τους φορείς (επιχειρηματίες, εταίρους). Δεν υπάρχει υποχρέωση εκτιμήσεως των εισφερομένων ειδών από κάποια Αρχή, όπως σε περίπτωση μετατροπής ή συγχωνεύσεως σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε., που ο νόμος απαιτεί η διαδικασία αυτή να γίνεται από ειδική επιτροπή.

Η σύμβαση συγχωνεύσεως σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις πρέπει να

περιβληθεί τον τύπο του συμβολαιογραφικού εγγράφου, επειδή στη συγχώνευση έχουμε μεταβίβαση ολόκληρης της υφιστάμενης περιουσίας της συγχωνευόμενης ή απορροφούμενης εταιρίας. Αλλά και από άλλη διάταξη του Αστικού Κώδικα προκύπτει η υποχρέωση δημοσίου (συμβολαιογραφικού) εγγράφου, όταν μεταξύ των εισφερομένων (μεταβιβαζομένων) στοιχείων υπάρχουν και ακίνητα ή δικαιώματα επί ακινήτων.

Η διαδικασία συγχωνεύσεως δύο ή περισσότερων προσωπικών εταιριών και ατομικών επιχειρήσεων σε ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη εταιρία είναι ανάλογη με εκείνη που ακολουθείται στη μετατροπή προσωπικής εταιρίας.

Κατ' αρχήν, θα συνταχθεί έγγραφο της συμβάσεως συγχωνεύσεως των προσωπικών εταιριών, το οποίο θα υπογράψουν όλοι οι εταίροι των συγχωνευομένων εταιριών, που καθίστανται, βέβαια, εταίροι της από τη συγχώνευση προερχόμενης εταιρίας. Το έγγραφο αυτό δεν αρκεί να είναι ιδιωτικό, αλλά πρέπει να υπογραφεί ενώπιον συμβολαιογράφου. Εάν κάποιος από τους εταίρους μιας συγχωνευόμενης εταιρίας δεν επιθυμεί να συνεχίσει να είναι εταίρος της νέας από τη συγχώνευση προκύπτουσας ή απορροφούσας εταιρίας μπορεί να αποχωρήσει από την εταιρία του πριν τη συγχώνευση. Αυτό θα γίνει με την προϋπόθεση ότι το καταστατικό της εταιρίας του δίνει αυτή τη δυνατότητα και —φυσικά— κατόπιν τροποποίησεως του καταστατικού. Στη σύμβαση συγχωνεύσεως θα περιλαμβάνεται και ολόκληρο το καταστατικό της νέας εταιρίας, που προκύπτει από τη συγχώνευση ή το καταστατικό της απορροφούσας εταιρίας, όπως θα τροποποιηθεί μετά την απορρόφηση των περιουσιακών στοιχείων της απορροφούμενης εταιρίας.

Μέσα σε 15 ημέρες από την υπογραφή του συμβολαιογραφικού εγγράφου της συγχωνεύσεως, προσκομίζονται δύο κυρωμένα αντίγραφα αυτού στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. (της έδρας) της εκ συγχωνεύσεως εταιρίας ή της απορροφούσας εταιρίας και καταβάλλεται ο αναλογών φόρος συγκεντρώσεως κεφαλαίου.

Η Δ.Ο.Υ. βεβαιώνει επί του ενός αντιγράφου την καταβολή του φόρου συγκεντρώσεως κεφαλαίου και το επιστρέφει στον ενδιαφερόμενο. Το αντίγραφο αυτό με τη σήμανση της Δ.Ο.Υ. προσκομίζεται στη συνέχεια στο Ταμείο Νομικών και στο Ταμείο Προνοίας Δικηγόρων, όπου καταβάλλονται οι υπέρ των ταμείων αυτών εισφορές (0,50% και 1% επί του κεφαλαίου που υπολογίσθηκε και ο φόρος συγκεντρώσεως κεφαλαίου).

Θεώρηση από το αρμόδιο Επιμελητήριο της συμβολαιογραφικής πράξεως συγχωνεύσεως απαιτείται για το δικαίωμα χρήσεως της επωνυμίας

Η δημοσιότητα της συμβάσεως συγχωνεύσεως που επιβάλλει ο νόμος, εξαντλείται στην υποχρέωση καταθέσεως του θεωρημένου αντιγράφου της συμβάσεως συγχωνεύσεως (μετά του καταστατικού της νέας εκ συγχωνεύσεως ή της απορροφούσας εταιρίας) στο Πρωτοδικείο της έδρας αυτής και την εγγραφή στα βιβλία εταιρειών του Πρωτοδικείου. Κατόπιν αιτήσεως, το Πρωτοδικείο χορηγεί κυρωμένα αντίγραφα του κατατεθέντος και εγγραφέντος στα βιβλία του καταστατικού για κάθε νόμιμη χρήση της ενδιαφερόμενης εταιρίας. Από την ημερομηνία καταχωρήσεως στο Πρωτοδικείο η νέα εταιρία, που προήλθε από τη συγχώνευση, αποκτά νομική προσωπικότητα. Από την ίδια ημερομηνία επέρχονται τα αποτελέσματα της συγχωνεύσεως(είτε αυτή έγινε με σύσταση νέας εταιρίας είτε με απορρόφηση).

Προσωπική εταιρία (ομόρρυθμη ή ετερόρρυθμη), που συγχωνεύεται (με σύσταση νέας εταιρίας ή απορροφούμενη από άλλη εταιρία), θεωρείται ότι λύεται την ημέρα της συγχωνεύσεως, χωρίς να ακολουθεί στάδιο εκκαθαρίσεως.

Η κατ' αυτόν τον τρόπο λυόμενη προσωπική εταιρία υποχρεούται να υποβάλει στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. (για τα εισοδήματα της τελευταίας διαχειριστικής περιόδου) δήλωση εισοδήματος εντός 3 1/2 μηνών από την ημερομηνία λύσεως καθώς και δήλωση μεταβολής.

Εξ άλλου, το καταστατικό της προελθούσας από τη συγχώνευση νέας προσωπικής εταιρίας ή το τροποποιημένο καταστατικό της απορροφούσας εταιρίας θα προσκομισθεί στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. για θεώρηση.

Από όλες αυτές τις δηλώσεις —και ακόμα από τον τακτικό φορολογικό έλεγχο— η αρμόδια Δ.Ο.Υ. θα λάβει γνώση και αφορμή να ελέγξει την υπεραξία των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών που συγχωνεύονται. Η υπεραξία αυτή μεταφράζεται από τα φοροελεγκτικά όργανα ως υπεραξία των εταιρικών μεριδίων.

Η συγχωνευόμενη προσωπική εταιρία θα μεταβιβάσει τα περιουσιακά της στοιχεία στη νέα εταιρία ή την απορροφούσα σε αξίες, που θα εκτιμηθούν από τους ίδιους τους εταίρους των συγχωνευομένων εταιρειών και οι οποίες, βεβαίως, ελέγχονται από την αρμόδια Δ.Ο.Υ. Προκειμένου να συγχωνευθούν προσωπικές εταιρείες σε προσωπική εταιρεία δεν υπάρχει υποχρέωση εκτιμήσεως του ενεργητικού και του

παθητικού των συγχωνευόμενων εταιρειών από Επιτροπή υπαλλήλων του Υπουργείου Εμπορίου, όπως στην περίπτωση μετατροπής ή συγχωνεύσεως σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε. Οποσδήποτε, κάθε κέρδος ή ωφέλεια, που θα προκύψει από τη μεταβίβαση αυτή των περιουσιακών στοιχείων της συγχωνευόμενης εταιρίας (κατόπιν ελέγχου των αρμοδίων οργάνων της Δ.Ο.Υ. και προσδιορισμού της σχετικής υπεραξίας) φορολογείται αυτοτελώς με συντελεστή 20% .

Τα ελεγκτικά όργανα της Δ.Ο.Υ. έχουν απόλυτη ελευθερία ως προς τις μεθόδους που χρησιμοποιούν για να προσδιορίσουν την παρούσα (κατά τη στιγμή της συγχωνεύσεως) αξία των μεταβιβαζομένων μεριδίων προσωπικής εταιρίας. Τούτο, επειδή δεν υπάρχουν πάγιες διατάξεις ρυθμίζουσες το θέμα αυτό, αλλά μόνον οδηγίες του Υπουργείου Οικονομικών και ακόμη προσφυγή στη σχετική θεωρία (δηλαδή, στις μεθόδους εκτιμήσεως της εσωτερικής αξίας των μετοχών ανωνύμων εταιρειών και των εταιρικών μεριδίων). Μεταξύ των στοιχείων που λαμβάνονται υπ' όψη για την εξεύρεση της υπεραξίας των μεταβιβαζομένων μεριδίων είναι η απόδοση της επιχειρήσεως, η φήμη και πελατεία αυτής κ.ά.

Ιδιαίτερη προσοχή αποδίδεται στην περίπτωση που μεταξύ των στοιχείων της συγχωνευόμενης εταιρίας υπάρχουν και ακίνητα.

Οι φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις, που προβλέπουν τα ανωτέρω νομοθετήματα, παρέχονται μόνο σε συγχωνευόμενες επιχειρήσεις σε Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης ή σε Ανώνυμες Εταιρείες. Συνεπώς, εφόσον από άλλους λόγους δεν μπορεί να γίνει συγχώνευση των συγκεκριμένων προσωπικών εταιρειών σε Ε.Π.Ε. ή Α.Ε. και οδηγούμαστε στη συγχώνευση αυτών σε, επίσης, προσωπική εταιρία, τότε δεν υπάρχει πεδίο εφαρμογής των διαφόρων διατάξεων άρα ούτε χρήσεως των ευεργημάτων που παρέχουν.

Έτσι, εκ των πραγμάτων, καθίσταται συμφερότερη η σύσταση από τα μέλη των ομόρρυθμων εταιρειών, που επιθυμούν να συγχωνευθούν, νέας ομόρρυθμης εταιρίας με το αυτό αντικείμενο, ενώ οι παλιές εταιρείες θα ατονίσουν και τελικά θα διαλυθούν.

Κάθε μία από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις, όταν τελειώσει η διαδικασία της συγχωνεύσεως και παύσει να λειτουργεί με τη μορφή που είχε πριν τη συγχώνευση, οφείλει να προσκομίσει όλα τα βιβλία και στοιχεία της στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. για ακύρωση.

### **5.3.2 Συγχώνευση σε Ε.Π.Ε.**

Στην πράξη μπορεί να συναντήσουμε τις ακόλουθες περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων διαφόρων νομικών τύπων σε εταιρία περιορισμένης ευθύνης:

- Συγχώνευση δύο ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων σε Ε.Π.Ε.
- Συγχώνευση δύο ή περισσότερων προσωπικών εταιριών (Ο.Ε. ή Ε.Ε.) σε Ε.Π.Ε.
- Συγχώνευση μιας ή περισσότερων ατομικών επιχειρήσεων και μιας ή περισσότερων προσωπικών εταιριών σε Ε.Π.Ε.
- Συγχώνευση μιας ή περισσότερων εταιριών περιορισμένης ευθύνης και ατομικής επιχείσεως ή προσωπικής εταιρίας σε Ε.Π.Ε.
- Συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιριών περιορισμένης ευθύνης είτε με σύσταση νέας Ε.Π.Ε. είτε με απορρόφηση από μια εταιρία περιορισμένης ευθύνης άλλης ή άλλων εταιριών περιορισμένης ευθύνης.

Η διαδικασία της συγχωνεύσεως περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια:  
α) Απόφαση περι' συγχωνεύσεως. Κάθε Ε.Π.Ε. συγκαλεί συνέλευση των εταίρων αυτής, στην οποία λαμβάνεται απόφαση για συγχώνευση αυτής είτε με σύσταση νέας εταιρίας περιορισμένης ευθύνης είτε με απορρόφηση —ανάλογα με την περίπτωση. Η απόφαση της συνελεύσεως θα στηριχθεί σε κάποια έκθεση των διαχειριστών, στην οποία θα αναφέρονται οι προηγηθείσες διαπραγματεύσεις και συμφωνίες των συγχωνευομένων εταιριών. καθώς και οι λόγοι που υπαγορεύουν και καθιστούν συμφέρουσα τη συγχώνευση. Εάν πρόκειται για συγχώνευση δύο ή περισσότερων εταιριών περιορισμένης ευθύνης σε μια νέα ΕΠΕ., τότε η συνέλευση των εταίρων κάθε μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες θα πρέπει να εγκρίνει τους όρους της συμφωνηθείσας συγχωνεύσεως και το καταστατικό της νέας ΕΠΕ. Εάν πρόκειται για απορρόφηση μιας Ε.Π.Ε. από άλλη εταιρία, τότε η συνέλευση των εταίρων της απορροφούμενης Πρέπει να εγκρίνει την προτεινόμενη απορρόφηση και η συνέλευση των εταίρων της απορροφούσας πρέπει να εγκρίνει την απορρόφηση στην εταιρία τους της άλλης (απορροφούμενης) Ε.Π.Ε. και κατά συνέπεια την ανάλογη αύξηση του κεφαλαίου της. Από αυτό το τελευταίο, κυρίως, προκύπτει ότι είναι απαραίτητη η προηγούμενη εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των απορροφούμενων εταιριών από ειδική επιτροπή. Για την απορροφούσα εταιρία δεν υπάρχει θέμα

εκτιμήσεως των περιουσιακών της στοιχείων. Η απόφαση της συνελεύσεως των εταίρων κάθε Ε.Π.Ε. για συγχώνευση πρέπει να ληφθεί με πλειοψηφία και απαρτία ή με πλειοψηφία τουλάχιστον των τριών τετάρτων του όλου αριθμού των εταίρων, που εκπροσωπούν τα 3/4 του όλου εταιρικού κεφαλαίου β) Η αποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευόμενων εταιρειών, που θα εισφερθούν στη νέα εταιρία που θα προκύψει από τη συγχώνευση ή στην απορροφούσα, θα γίνει — όπως λέχθηκε— από ειδική επιτροπή. Κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρείες θα ζητήσει με αίτησή της προς την οικεία νομαρχία (της έδρας αυτής) τη σύσταση της επιτροπής αυτής, αναφέροντας το λόγο για τον οποίο ζητεί την εκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού αυτής. Η αίτηση αυτή θα υποβληθεί σε χρόνο προγενέστερο. ώστε κατά τη σύγκληση της συνελεύσεως των εταίρων, που θα αποφασίσει τη συγχώνευση της εταιρίας, να υπάρχει η εκτιμητική έκθεση της προαναφερθείσας ειδικής επιτροπής. Η έκθεση της επιτροπής δημοσιεύεται ολόκληρη στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. γ) Δημοσίευση των αποφάσεων των συνελεύσεων. Ο νόμος απαιτεί δημοσίευση περιλήψεως της αποφάσεως της συνελεύσεως κάθε μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (μία φορά) και σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα (δύο φορές). Η διαδικασία δεν μπορεί να προχωρήσει, εάν δεν περάσει δίμηνο από την τελευταία δημοσίευση και εφόσον κανένας από τους δανειστές των συγχωνευόμενων εταιρειών δεν διατύπωσε εγγράφως τυχόν αντιρρήσεις του. δ) Υπογραφή συμβολαιογραφικής πράξεως συγχωνεύσεως. Αφού συντελεσθούν όλα τα παραπάνω, θα προσκομισθούν στο συμβολαιογράφο; 1) Κυρωμένα αντίγραφα πρακτικών των συνελεύσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών που δέχονται τη συγχώνευση και της συνελεύσεως της απορροφούσας εταιρίας, στο οποίο φαίνεται ότι δέχεται την απορρόφηση και την συνακόλουθη αύξηση του κεφαλαίου της. 2) Τα φύλλα των εφημερίδων, στα οποία δημοσιεύθηκαν οι περιλήψεις των αποφάσεων των συνελεύσεων που δέχθηκαν τη συγχώνευση και οι εκτιμητικές εκθέσεις της επιτροπής. 3) Κάθε άλλο σχετικό έγγραφο (όπως τυχόν απόφαση δικαστηρίου που επιτρέπει τη συγχώνευση, παρά τις υπάρχουσες αντιρρήσεις δανειστών, τα έγγραφα νομιμοποίησεως εκείνων που θα υπογράψουν τη σύμβαση συγχωνεύσεως κλπ.). Στο συμβολαιογραφικό έγγραφο συγχωνεύσεως περιλαμβάνεται και ολόκληρο το κείμενο του καταστατικού της νέας εταιρίας περιορισμένης ευθύνης που προέκυψε από τη συγχώνευση. Εάν πρόκειται για συγχώνευση με απορρόφηση, τότε στην πράξη μετατροπής θα περιληφθεί το Καταστατικό της απορροφούσας Ε.Π.Ε., όπως

θα έχει αυτό διαμορφωθεί με τις σχετικές Τροποποιήσεις (ύψος κεφαλαίου, ονόματα εταιρών κ.λπ.).

Το ύψος του κεφαλαίου της Ε.Π.Ε. που θα προκύψει από τη συγχώνευση (είτε πρόκειται για συγχώνευση με τη σύσταση νέας Ε.Π.Ε. είτε πρόκειται για συγχώνευση με απορρόφηση) πρέπει να ανέρχεται σε συγκεκριμένο ποσό ανάλογα με τις διατάξεις με τις οποίες γίνεται. ε) Θεώρηση συμβάσεως συγχωνεύσεως (καταστατικού) από Δ.Ο.Υ. - Επιμελητήριο - Ταμείο Νομικών κ.λπ. Δύο κυρωμένα αντίγραφα της συμβάσεως συγχωνεύσεως, δηλαδή του καταστατικού της Ε.Π.Ε., που προέκυψε από τη συγχώνευση (ή της απορροφούσας Ε.Π.Ε.) υποβάλλονται στην οικεία Δ.Ο.Υ. για πληρωμή του φόρου συγκεντρώσεως κεφαλαίου, εντός 15 ημερών από την υπογραφή της συμβολαιογραφικής πράξεως συγχωνεύσεως. Το ένα αντίγραφο καταστατικού επιστρέφεται στον ενδιαφερόμενο δεόντως θεωρημένο από τη Δ.Ο.Υ. Ο φόρος συγκεντρώσεως κεφαλαίου υπολογίζεται στο ύψος του κεφαλαίου της εταιρίας που προήλθε από τη συγχώνευση, αφού αφαιρεθούν τα κεφάλαια των συγχωνευομένων εταιρειών, όπως αυτά αναγράφονται στα καταστατικά τους.

(1) Το κεφάλαιο της Ε.Π.Ε. δεν μπορεί να είναι κατώτερο των 18.000 ευρώ ολοσχερώς καταβλημένο Κατά την κατάρτιση της εταιρικής συμβάσεως. Το ήμισυ τουλάχιστον του ποσού αυτού πρέπει να είναι καταβλημένο σε μετρητά. Από την παραπάνω διάταξη προκύπτει ότι: α) Το ήμισυ του ελαχίστου ορίου κεφαλαίου Της νέας Ε.Π.Ε. που θα προκύψει από τη συγχώνευση δύο ή περισσότερων Ε.Π.Ε., δηλαδή, ποσό 9.000 ευρώ., πρέπει να εισφερθεί σε μετρητά. Με άλλα λόγια, εάν μεταξύ των εισφερομένων περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων εταιρειών δεν υπάρχουν μετρητά ύψους 9.000 ευρώ, θα πρέπει να γίνουν συμπληρωματικές εισφορές των εταίρων σε μετρητά μέχρι τουλάχιστον καλύψεως του ποσού αυτού. Το ύψος των σε χρήμα συμπληρωματικών εισφορών θα συμφωνηθεί μεταξύ των εταίρων των συγχωνευομένων Ε.Π.Ε. και η σχετική συμφωνία Θα περιληφθεί στη σύμβαση συγχωνεύσεως. Δεν είναι υποχρεωτικό να μετάσχουν στις συμπληρωματικές αυτές εισφορές όλοι οι εταίροι ούτε η συμμετοχή τους να είναι ισόποση.

Στη συνέχεια, το ίδιο θεωρημένο από τη Δ.Ο.Υ. αντίγραφο καταστατικού προσκομίζεται διαδοχικά στο Ταμείο Νομικών και στο Ταμείο Προνοίας Δικηγόρων για θεώρηση και καταβολή των υπέρ αυτών εισφορών. Ο τρόπος υπολογισμού των

εν λόγω εισφορών είναι ο ίδιος με εκείνον υπολογισμού του φόρου συγκεντρώσεως κεφαλαίου.

Τέλος, το ίδιο αντίγραφο καταστατικού με τις παραπάνω θεωρήσεις, μαζί με ένα ακόμα κυρωμένο αντίγραφο, θα προσκομισθεί στο οικείο επιμελητήριο Και Θα θεωρηθεί από αυτό για το δικαίωμα χρήσεως της επωνυμίας και του διακριτικού τίτλου. Η δημοσιότητα της εταιρίας περιορισμένης ευθύνης περιλαμβάνει δύο χωριστές ενέργειες: Στο Πρωτοδικείο. Προβλέπεται η σύσταση Μητρώου Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης στα πρωτοδικεία, όπου θα καταχωρούνται οι συστηνόμενες Ε.Π.Ε. Στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. Με επιμέλεια κάθε εταίρου ή διαχειριστή και με δαπάνες της ενδιαφερόμενης εταιρίας δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (Τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε.) ανακοίνωση για την καταχώρηση στο οικείο Μητρώο Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης, που περιλαμβάνει τα βασικά στοιχεία της εταιρικής συμβάσεως (ιδρυτές, κεφάλαιο, έδρα, σκοπό, διαχειριστές κ.λπ.).

### **5.3.3 Συγχώνευση σε Α.Ε**

Επιχειρήσεις παντός νομικού τύπου —μεταξύ των οποίων και ανώνυμες εταιρείες— μπορούν να συγχωνευθούν σε ανώνυμη εταιρία. Στις καθημερινές συναλλαγές οι περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε. είναι πολύ συχνότερες από εκείνες της συγχωνεύσεως σε Ε.Π.Ε. ή προσωπικές εταιρείες (Ο.Ε. και Ε.Ε.)

Κατ' αρχήν να σημειωθεί ότι οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων σε Α.Ε. διακρίνονται σε εκείνες που προβλέπονται και ρυθμίζονται από διατάξεις του εμπορικού δικαίου και σε εκείνες που δεν προβλέπονται από το νόμο αυτό. Οι πρώτες καλούνται γνήσιες συγχωνεύσεις, οι δεύτερες μη γνήσιες ή καταχρηστικές. Η θεωρία και η νομολογία· επί διάρκεια χρόνου επέμεναν στη διάκριση αυτή, αλλά η πράξη σιγά-σιγά οδήγησε στην αναγνώριση της καταχρηστικής συγχωνεύσεως ως ισότιμης προς τη γνήσια, όσον αφορά τις επερχόμενες συνέπειες. Στη διαμόρφωση αυτής της κρίσεως συνετέλεσαν και οι διατάξεις αναπτυξιακών νόμων, οι οποίοι στις παρεχόμενες φορολογικές απαλλαγές και διευκολύνσεις για τη δημιουργία μεγάλων Οικονομικών μονάδων περιλαμβάνουν όλες τις περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε Α.Ε. ή Ε.Π.Ε.

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας και με απορρόφηση. Η συγχώνευση επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρία μπορεί να γίνει κατά δύο τρόπους:



α) Είτε με τη δημιουργία νέας εταιρίας που περιβάλλεται το νομικό Τύπο της Α.Ε.  
β) Είτε με απορρόφηση από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία (απορροφούσα) άλλης ή άλλων επιχειρήσεων (απορροφούμενες). Με την απορρόφηση εξομοιώνεται και η εξαγορά μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών (εξαγοραζόμενες) από άλλη Α.Ε., που καλείται εξαγοράζουσα. Πολύ σημαντική είναι η παρακάτω διάκριση των περιπτώσεων συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρία:

α) Όταν συγχωνεύονται δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες σε Α.Ε. είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση. Στις περιπτώσεις αυτές, καθώς και στην εξαγορά που εξομοιώνεται με την απορρόφηση προβλέπεται μια αρκετά γραφειοκρατική και αυστηρή διαδικασία.

β) Όταν μεταξύ των συγχωνευομένων επιχειρήσεων σε Α.Ε. υπάρχουν και άλλου νομικού τύπου επιχειρήσεις (ατομικές, προσωπικές εταιρείες, Ε.Π.Ε. κ.λπ.), οπότε δεν απαιτείται αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία. Οι δυνατές περιπτώσεις συγχωνεύσεως επιχειρήσεων σε ανώνυμη εταιρία, που μπορεί να εμφανισθούν στην πράξη είναι:

α) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών. Να προστεθεί και η εξαγορά από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών. Όπως λέχθηκε και ευθύς ανωτέρω. σε όλες αυτές τις περιπτώσεις εφαρμόζεται η διαδικασία, που προβλέπεται από συγκεκριμένα.

β) Συγχώνευση μιας ή περισσότερων ανωνύμων εταιρειών με μία ή περισσότερες επιχειρήσεις άλλου νομικού τύπου (ατομικές, προσωπικές εταιρείες, Ε.Π.Ε. κ.λπ.). Και εδώ η συγχώνευση μπορεί να γίνει είτε με σύσταση νέας Α.Ε. είτε με απορρόφηση από λειτουργούσα ανώνυμη εταιρία των λοιπών επιχειρήσεων. Όμως, σε όλες αυτές τις περιπτώσεις δεν χρειάζεται να εφαρμοσθεί αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία, αλλά με άλλη απλούστερη διαδικασία. Η απλή αυτή διαδικασία είναι όμοια με τη διαδικασία που ακολουθείται στη μετατροπή ατομικής επιχειρήσεως ή προσωπικής εταιρίας σε Α.Ε.

γ) Συγχώνευση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων (ατομικών, προσωπικών εταιρειών, Ε.Π.Ε. κ.λπ.) ανάμεσα στις οποίες δεν περιλαμβάνεται ανώνυμη εταιρία, με σκοπό τη δημιουργία νέας ανώνυμης εταιρίας. Εδώ, δεν είναι δυνατόν να εφαρμοσθεί η απορρόφηση, αφού δεν υπάρχει μεταξύ των συγχωνευομένων

ανώνυμη εταιρία για να απορροφήσει τις άλλες.

δ) Εξαγορά ανώνυμης εταιρίας από άλλη Α.Ε. Εξομοίωση εξαγοράς με απορρόφηση. Εξαγορά είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (εξαγοραζόμενες) μεταβιβάζουν, μετά από λύση τους, χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, σε άλλη ανώνυμη εταιρία (εξαγοράζουσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι αποδόσεως στους μετόχους των εξαγοραζομένων εταιρειών του αντιτίμου των μετοχών τους.

Η εξαγορά —όπως περιγράφεται ανωτέρω— εξομοιώνεται με την απορρόφηση από λειτουργούσα Α.Ε. άλλης ή άλλων ανωνύμων εταιρειών. Στην εξαγορά εφαρμόζεται, χωρίς καμία παρέκκλιση, ολόκληρη η αυστηρή και γραφειοκρατική διαδικασία της συγχωνεύσεως.

Μετά την τελείωση της εξαγοράς (διατυπώσεις δημοσιότητας), σε εξαγοραζόμενες εταιρείες εξαφανίζονται και οι μέτοχοι αυτών δίδουν τις μετοχές τους για ακύρωση, λαμβάνοντας το συμφωνημένο αντίτιμο. Η εξαγορά εξομοιώνεται με την απορρόφηση, εν τούτοις, παρουσιάζει αυτή ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που την διαφοροποιούν από τη συγχώνευση με σύσταση νέας Α.Ε.. αλλά και από τη συγχώνευση με απορρόφηση.

α) Και πρώτον. στην εξαγορά ανώνυμης εταιρίας (εξαγοραζόμενης) από άλλη Α.Ε. (εξαγοράζουσα) δεν έχουμε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της δεύτερης (εξαγοράζουσας). Στη συγχώνευση είτε με σύσταση νέας εταιρίας γίνεται αυτή είτε με απορρόφηση, παρουσιάζεται —κατά κανόνα— αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από τη συνένωση των καθαρών θέσεων των συγχωνευομένων εταιρειών και ίσως από συμπληρωματικές εισφορές. Εξαιρέση αποτελεί η απορρόφηση εταιρίας από άλλη, που κατέχει το 100% των μετοχών της απορροφούμενης. Και στην άτερίπτωση αυτή δεν αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούσας ——όπως ακριβώς συμβαίνει και με την εξαγοράζουσα Α.Ε.

β) Δεύτερον, η εξαγοράζουσα δεν εκδίδει νέες μετοχές —και αυτό είναι φυσικό, αφού δεν συντελείται αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Το ίδιο συμβαίνει με την απορροφούσα ανώνυμη εταιρία, όταν αυτή κατέχει το 100% των μετοχών της εταιρίας που απορροφά. Αντίθετα, στη συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών είτε με σύσταση νέας εταιρίας είτε με απορρόφηση —κι όταν ακόμα δεν υπάρχει αύξηση κεφαλαίου στην πρώτη περίπτωση— εκδίδονται πάντοτε νέες μετοχές, που

αντιπροσωπεύουν το μετοχικό κεφάλαιο της νέας ή της απορροφούσας εταιρίας, οι οποίες ανταλλάσσονται με τις παλιές μετοχές των συγχωνευομένων εταιρειών.

γ) Οι μέτοχοι της ή των εξαγοραζομένων εταιρειών δεν γίνονται μέτοχοι της εξαγοράζουσας. Με την τελείωση της εξαγοράς, παραδίδουν τις μετοχές τους προς ακύρωση, λαμβάνοντας το συμφωνημένο αντίτιμο και λύεται η σχέση τους με την εξαγοραζόμενη και εξαφανιζόμενη εταιρία, χωρίς να δημιουργείται καμία νέα σχέση με την εξαγοράζουσα.

δ) Οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας ακυρώνονται —όπως γίνεται και με τις μετοχές της απορροφούμενης εταιρίας, όταν αυτές κατέχονται στο σύνολό τους (100%) από την απορροφούσα Α.Ε. Στην περίπτωση της εξαγοράς οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης λαμβάνουν χρήματα ως αντάλλαγμα των μετοχών τους, που χάνουν. Στη δεύτερη περίπτωση (της απορροφήσεως εταιρίας από άλλη που κατέχει το 100% των μετοχών της) οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρίας δεν λαμβάνουν τίποτε (ούτε μετοχές της απορροφούσας ούτε χρήματα). Στις άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεως, οι μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιρειών παίρνουν τον αναλογούντα αριθμό μετοχών της νέας ή απορροφούσας εταιρίας. Το αντίτιμο, που δικαιούνται να λάβουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας, μπορεί να τους καταβληθεί σε μετρητά, επιταγές, ομόλογα, γραμμάτια εισπρακτέα. Η εξαγοράζουσα εταιρία, εξ άλλου, για να εξοφλήσει το αντίτιμο των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρίας, μπορεί να χρησιμοποιήσει κατάλληλα διαθέσιμα του ενεργητικού της, σαν αυτά που αναφέρθηκαν πιο πάνω ή να δανεισθεί το απαιτούμενο ποσό ή να προβεί σε (προηγούμενη) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της.

ε) Όπως σημειώνεται παραπάνω, στην εξαγορά ανώνυμης εταιρίας από άλλη Α.Ε. εφαρμόζονται αναλόγως διάφορες διατάξεις που ρυθμίζουν τη συγχώνευση με απορρόφηση. Έτσι: 1) Στο σχέδιο συμβάσεως συγχωνεύσεως, που θα συνταχθεί για την περίπτωση της εξαγοράς, δεν θα αναφέρεται η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, αλλά η τιμή στην οποία εξαγοράζονται οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας. Επίσης, δεν θα υπάρχει η φράση που καθορίζει τη διαδικασία και τις διατυπώσεις ανταλλαγής των παλαιών με νέες μετοχές, αλλά θα αναφέρεται μόνο ότι οι μετοχές της εξαγοραζόμενης εταιρίας παραδίδονται από τους κατόχους τους στην εξαγοράζουσα (Κατά την πληρωμή του αντίτιμου τους) και ακυρώνονται. Ακόμα,

## 5.4 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού είναι το όργανο στο οποίο ο νομοθέτης έχει αναθέσει την αποκλειστική αρμοδιότητα εφαρμογής του Ν.703/1997 «περί ελέγχου των μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού», όπως αυτός ισχύει με βάση τις τροποποιήσεις. Με το Ν.2996/1995 η Επιτροπή, η οποία μέχρι τότε λειτουργούσε ως όργανο του Υπουργείου Εμπορίου, απέκτησε τη μορφή ανεξάρτητης διοικητικής αρχής με διοικητική αυτοτέλεια. Με το Ν.2837/2000 η Επιτροπή απέκτησε και οικονομική αυτοτέλεια. Οι οικονομικοί πόροι της Επιτροπής προέρχονται από την επιβολή ανταποδοτικού τέλους ύψους ενός τοις χιλίους επί του ιδρυτικού κεφαλαίου ή επί του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου ανωνύμων εταιριών.

Η Επιτροπή έχει υποχρέωση να τηρεί λογαριασμούς και αρχεία στα οποία συμπεριλαμβάνονται τα αποτελέσματα χρήσης και ο ισολογισμός της. Ο δε προϋπολογισμός της προσαρτάται στον προϋπολογισμό του Υπουργείου Ανάπτυξης. Η εσωτερική λειτουργία της και ο τρόπος διαχείρισης των πόρων της ρυθμίζονται από τον «κανονισμό λειτουργίας και οικονομικής διαχείρισης».

Η επιτροπή είναι εννεαμελής και διορίζεται από τον υπουργό Ανάπτυξης για τριετή θητεία. Απαρτίζεται από άτομα που έχουν γνώση και εμπειρία σε θέματα ανταγωνισμού, από τον ανώτατο Δικαστή ή σύμβουλο του Νομικού Συμβουλίου του κράτους, καθώς και από εκπροσώπους φορέων. Τα μέλη της απολαμβάνουν λειτουργικής και προσωπικής ανεξαρτησίας και κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους δεσμεύονται μόνο από το νόμο και τη συνείδησή τους. Ο πρόεδρος της ορίζεται από τον υπουργό Ανάπτυξης μεταξύ των μελών της, μετά τη διατύπωση γνώμης από την αρμόδια επιτροπή της Βουλής.

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού επικουρείται στο έργο της από την γραμματεία στην οποία υπηρετούν σήμερα 26 υπάλληλοι. Η γραμματεία έχει κυρίως την αρμοδιότητα να διενεργεί είτε αυτεπαγγέλτως είτε κατόπιν καταγγελίας έρευνες σε επιχειρήσεις, να ελέγχει γνωστοποιήσεις συγκεντρώσεων και συμπράξεων που υποβάλλονται σε αυτήν, να παρακολουθεί την εφαρμογή των αποφάσεων της Επιτροπής και των σχετικών δικαστικών αποφάσεων και να συντάσσει σχετικές εισηγήσεις προς την Επιτροπή. Ο τρόπος άσκησης των καθηκόντων τόσο των μελών της Επιτροπής όσο και του προσωπικού της γραμματείας, ρυθμίζεται από κώδικα δεοντολογίας.

Η Επιτροπή είναι αρμόδια κυρίως για:

- Να ελέγχει προληπτικά την επίδραση στον ανταγωνισμό συγκεντρώσεων (συγχωνεύσεων και εξαγορών ) επιχειρήσεων κατά τα προβλεπόμενα στα άρθρα 4–4στ του Ν.703/1977.
- Να επιβάλλει κυρώσεις σε περιπτώσεις παράβασης των διατάξεων του Ν.703/1977.
- Να λαμβάνει ασφαλιστικά μέτρα, όταν πιθανολογείται παράβαση των άρθρων 1 και 2 του Ν.703/1977.
- Να γνωμοδοτεί επί θεμάτων ανταγωνισμού είτε με δική της πρωτοβουλία είτε όταν της ζητηθεί προς τον υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών, Ανάπτυξης, ενώσεις επιμελητηρίων, βιομηχανικών και εμπορικών συλλόγων.

Η Επιτροπή δεν είναι αρμόδια για τον έλεγχο περιορισμών του ανταγωνισμού που δεν αποτελούν αντικείμενο ή αποτέλεσμα σύμπραξης επιχειρήσεων ή δεν προέρχονται από επιχείρηση με δεσπόζουσα θέση. Επίσης, δεν είναι αρμόδια για την τήρηση των διατάξεων του Ν.146/1914 περί αθέμιτου ανταγωνισμού, η εφαρμογή των οποίων εμπίπτει στην αρμοδιότητα των πολιτικών δικαστηρίων.

Η ενώπιον της Επιτροπής διαδικασία κατά την εξέταση των υποθέσεων, των οποίων αυτή επιλαμβάνεται, διέπεται από τον «κανονισμό λειτουργίας και οικονομικής διαχείρισής της». Οι αποφάσεις της υπόκεινται σε προσφυγή ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών.

Η Επιτροπή συνεργάζεται με τις αρχές στις οποίες έχει ανατεθεί ο έλεγχος της λειτουργίας ειδικών τομέων της οικονομίας, όπως η Εθνική Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και Ταχυδρομείων και η Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας, διατυπώνει γνώμη για θέματα πολιτικής ανταγωνισμού στους τομείς αυτούς και αποφασίζει, ως αποκλειστικώς αρμόδια για την εφαρμογή του νόμου, επί των υποθέσεων που παραπέμπονται σε αυτή από τις αρχές. Ως εθνική αρχή ανταγωνισμού, συνεργάζεται με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού και με διεθνείς οργανισμούς με σκοπό την προετοιμασία νέων κανονισμών ή την αναθεώρηση των υφισταμένων.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Σακέλλης Εμμανουήλ Ι. Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις- Εξαγορές- Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων: άποψη νομική, φορολογική, λογιστική, Βρύκουσ 2001  
Λεοντάρης, Μιλτιάδης Κ. Μετατροπή –Συγχώνευση- Διάσπαση Εταιρειών απο άποψη νομική, οικονομική, λογιστική και φορολογική, Αθήνα Πάμιβος 1994

## 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι κρίσιμοι παράγοντες για την επιτυχία μιας συγχώνευσης είναι οι ακόλουθοι:

1. Αφοσίωση και δέσμευση από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη.
2. Για την επιτυχημένη έκβαση του εγχειρήματος, ενεργή καθοδήγηση από τη διοίκηση σε όλα τα στάδια της λειτουργικής ενοποίησης, σωστή διαχείριση της μεταβατικής περιόδου από την πρώτη μέρα μέχρι και την ολοκλήρωση της λειτουργικής συγχώνευσης, πάντα με καλή προετοιμασία και προγραμματισμό.
3. Καλή επικοινωνία τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της εταιρίας, με προβολή του έργου σε τέτοιο βαθμό ώστε να θεωρείται το πλέον σημαντικό από στρατηγικής άποψης έργο στην εταιρία.
4. Στελέχωση στις θέσεις κλειδιά, με τα καλύτερα και πλέον δυναμικά και έμπειρα στελέχη και ιδιαίτερα σε επίπεδο διευθυντών που αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της επιχείρησης.
5. Γρήγορη όσο το δυνατόν υλοποίηση του σχεδίου μετάβασης, δίνοντας προτεραιότητα σε βελτιώσεις που μπορεί να είναι εμφανείς και να επιτευχθούν άμεσα, που εμπυχώνουν το προσωπικό και διατηρούν το ρυθμό υλοποίησης.
6. Όπως κάθε έργο αναδιάρθρωσης, η λειτουργική συγχώνευση δεν περιορίζεται μόνο σε αναδιάταξη στα οργανωτικά κουτάκια. Αντίθετα, συνδυάζει τον ανασχεδιασμό όλων των παραμέτρων λειτουργίας της επιχείρησης: διαδικασίες, τεχνολογία – πληροφορική, ανθρώπινο δυναμικό κ.λ.
7. Άμεση αντιμετώπιση των όποιων αντιδράσεων, διατήρηση ήρεμου και θετικού κλίματος και επίτευξη όσον το δυνατόν γενικότερης αποδοχής από τους εργαζομένους και πελάτες της επιχείρησης.
8. Συνεχής παρακολούθηση της προόδου του έργου με τη θέσπιση βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων στόχων (ποιοτικών και ποσοτικών), αλλάζοντας πορεία πλεύσης, ανάλογα με τα όποια προβλήματα απαντηθούν κατά τη διάρκεια της υλοποίησης.

## 7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στο οικονομικό περιβάλλον, το οποίο έχουμε επιλέξει να ανήκουμε, αποτελεί ανάγκη για επιβίωση ή βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας μέσω μείωσης του κόστους ( και κατ' επέκταση της τιμής), αλλά και της παράλληλης βελτιστοποίησης της ποιότητας των παραγόμενων προϊόντων και των παρεχόμενων υπηρεσιών. Στο πλαίσιο αυτό, η τάση των συγκεντρώσεων είναι αναπόφευκτη, αλλά για να είναι και αποτελεσματική θα πρέπει να υπάρξει γερή εξήγηση εκ των προτέρων και γερός προγραμματισμός της λειτουργικής συγχώνευσης, ώστε να αντληθούν το ταχύτερο δυνατόν και με τον καλύτερο δυνατό τρόπο οι αναμενόμενες συνεργίες και οικονομίες κλίμακας από ένα τέτοιο εγχείρημα.

## 8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ

- Γεωργακοπούλου Ν. Βασιλική «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις»
- Σακέλλης, Εμμανουήλ Ι., Συγχωνεύσεις - διασπάσεις - εξαγορές - μετατροπές εταιρειών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεων : από άποψη νομική φορολογική λογιστική, Βρύκουσ 2001.
- Λεοντάρης, Μιλτιάδης Κ., Μετατροπή, συγχώνευση διάσπαση εταιρειών : από άποψη νομική, οικονομική, λογιστική και φορολογική Αθήνα : Πάμισος 1994
- ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Β. (1999). «Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία». 3η έκδοση. Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, σελ. 339-375.
- BRAMSON R.N. (2000): "HR's Role in Mergers and Acquisitions". Training and Development, Vol.54, No.10.
- DAS T. & TENG B. (2000): "Between trust and control: developing confidence in partner cooperation in alliances". Academy of Management Review, Vol.23, No.2.
- HOSKISSON R., HITT M., WAN W., YIU D. (1999): "Theory and research in strategic management: swings of a pendulum". Journal of management, Vol. 23, No3, pp.417-456.
- COFF R. (2002): "Human capital, shared expertise and the likelihood of impasse in corporate acquisitions". Journal of management, Vol. 28. No.1, pp.107-128.
- ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ Η.Ν. (1999): «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις: Εταιρική Στρατηγική». IRAJ.
- ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Β. (2002). «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις. Ελληνική και Διεθνής εμπειρία». Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών – London Business School. Αθήνα.
- BRUNER R. & SPEKMAN R. (1998): "The dark side of alliances: Lessons from Volvo-Renault". European Management Journal, Vol.16, No.2, PP.136-150.



- KRISHAN H.A. and PARK D. (2002): "The impact of work force reduction on subsequent performance in major mergers and acquisitions". *Journal of Business Research*, Vol.55, pp.285-292.
- BIRKINSHAW J. (1999): "Acquiring intellect: managing the integration of the knowledge intensive acquisitions". *Business Horizons*, Vol.42, No3.
- WALTER A.G. & BARNEY J. 1990): "Management objectives in Mergers and Acquisitions". *Strategic Management Journal*, Vol.11, No1, pp.79-86.
- BLUMENTHAL B. & HASPELAGH P. (1994): "Toward a definition of corporate transformation". *Sloan Management Review*, Spring, pp.101-106.
- NADLER D. & TUSHMAN M. (1980): "A model for diagnosing organizational behaviour: applying a congruence perspective". *Organizational Dynamics*, Vol. 9, No.3, pp.35-51.
- NIKANΔΠΟΥ Ε. (1998). «Ο ανθρώπινος παράγοντας στην εξαγορά των επιχειρήσεων». Διδακτορική διατριβή. ΑΣΟΕΕ, Αθήνα.
- KITCHEN P.F., DALY F. (2002): "Internal communication during change management". *Corporate communications: An International Journal*, Vol.7, No.1 pp.46-53.
- HILL C.W.L. & JONES G.R. (2001): "Strategic Management: An integrated Approach". Boston, Houghton Mifflin Company, 5<sup>th</sup> edition, chapter 10.
- BARONCELLI A. (1998): "Telecom Italia: Merging five companies into one". *Long Range Planning*, Vol.31, No.3, pp.377-395.
- SCHULER R. & JACKSON S. (2001): "HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions". *European Management Journal*, Vol.19, No.3, pp.239-253.
- SIROWER M. (1997): "The Synergy Trap: How companies lose the acquisition game". New York, The Free Press, pp.44-47.
- CAMPBELL A. (1999): "Reviewing Portfolio Strategy". *Long Range Planning*, Vol.29, December.
- MARKIDES C. & DANIEL O. (1998): "International Acquisitions: Do they Create Value for Shareholders?". *European Management Journal*, Vol.16, No.2, 2<sup>nd</sup> April.
- HUNT J. (1990): "Changing Pattern of Acquisition Behaviour in Takeovers and the Consequences for Acquisition Processes". *Strategic Management Journal*, Vol.11, pp.69-77.

- AGRAWAL A., JAFFE J., MANDELKER G. (1992): "The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly". Journal of Finance, Vol.47, pp.1605-1621.
- LOUGHRAN T. & VIJH A. (1997): "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?". Journal of Finance, Vol.52, pp.1765-1790.
- HEALY P.M., PALEPU K.G., RUBACK R.S. (1992): "Does corporate performance improve after mergers?". Journal of Financial Economics, No.31, PP.135-175.
- JEMISON D.B. & SITKIN S.B. (1986): "Acquisitions: The process can be a problem". Harvard Business Review, March-April, pp.107-116.
- HITT M.A., IRELAND D.R., HOSKISSON R.E. (2001): "Strategic Management: Competitiveness and Globalization". South-Western College Publishing, 4<sup>th</sup> edition, pp.296-298.
- CAREY D. (2000): "Lessons from Master Acquirers: A CEO Roundtable on Making Mergers Succeed". Harvard Business Review, May-June, pp.145-154.
- AIELLO R. & WATKINS M. (2000): "The Fine Art of Friendly Acquisitions". Harvard Business Review, Fall, pp.106-107.
- SUDARSANAM S. (2003): "Creating Value from Mergers and Acquisitions". Prentice Hall, chapters 5-8, pp.13-35.
- BROUTHERS K.D., HASTENBURG P., VAN DEN VEN J. (1998). "If most mergers fail, why are they so popular?" Long Range Planning, Vol. 31, No.3 pp.347-353.
- Νικ. Κ. Ρόκα, «Αναδιάρθρωση επιχειρήσεων στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου», Εισήγηση σε ημερίδα Ε.Ο.Φ.Ν., ΕΒΕΑ. 15-16 Μαΐου
- Ευ. Περάκη, «Η μορφολογία των εξαγορών», ΔΕΕ 2001,235.
- Γ. Μιχαλόπουλος, «Η τύχη της μειοψηφίας κατά τη συγχώνευση α.ε.», σε Τιμ.τ. Κ.Ν. Ρόκα, σ. 77.
- Κ.Γ. Παμπούκης, «Το Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», 1991, 185 επ.
- Ι. Πασσιά, «Το Δίκαιο της ΑΕ», τ. 2, 1969, 1063-1064
- Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», 1996, 2<sup>η</sup> έκδοση, 632, 638.
- Λ. Γεωργακόπουλο, «Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου», εκδόσεις ΑΦΟΙ Π.

Σακκουλά, Αθήνα 1996, τεύχος 2 – εταιρείες και συνδεδεμένες επιχειρήσεις ,638-651

- Νικ. Κ. Ρόκα, «Εμπορικές Εταιρείες», 4<sup>η</sup> έκδοση, 1996
- Π. Καραμανώλη, «Παροχή Δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών», ΔΕΕ 1997, 248.
- Χρ. Χρυσάνθη, «Μεταβίβαση δανείων», ΔΕΕ 1996, 133.
- Γεωργίου Α. Καραθανάση «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Εκδόσεις Γ. Μπένου, Γ' Έκδοση, Αθήνα 2002, σελ. 568-577.
- Βασίλης Μ. Παπαδάκης, «Στρατηγική των επιχειρήσεων:Ελληνική και Διεθνώς Εμπειρία τόμος Α΄:θεωρία», εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα 2007, σελ. 447-508.
- [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- [www.asqtax.co.uk/gr/eng/about/svcs/cfr/data.pdf](http://www.asqtax.co.uk/gr/eng/about/svcs/cfr/data.pdf)
- [www.asqtax.co.uk/gr/eng/about/svcs/cfr/data.pdf](http://www.asqtax.co.uk/gr/eng/about/svcs/cfr/data.pdf)

## 9. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



### Η ιστορία της Ολυμπιακής Αεροπορίας

53 χρόνια στον αέρα...

1957: Ιδρύεται η Ολυμπιακή Αεροπορία από τον Αριστοτέλη Ωνάση.

1965: Πραγματοποιείται η παραγγελία των πρώτων αεροσκαφών τύπου Boeing 707-0320.

1975: Η Ολυμπιακή Αεροπορία αλλάζει χέρια και περνάει στο ελληνικό Δημόσιο.

1976: Παρουσιάζονται τα πρώτα ελλείμματα στους ισολογισμούς.

1993: Υποβάλλεται από την κυβέρνηση της Ν.Δ. το πρώτο σχέδιο προγράμματος εξυγίανσης της Ολυμπιακής Αεροπορίας.

1994: Η νέα κυβέρνηση ΠΑΣΟΚ παίρνει την έγκριση της Ε.Ε. για την υλοποίηση προγράμματος εξυγίανσης.

1995: Καταβάλλονται από το Δημόσιο κρατικές ενισχύσεις 17 δισ. δρχ.

1997: Επιβεβαιώνεται η αποτυχία του τετραετούς προγράμματος εξυγίανσης.

1998: Η Κομισιόν εγκρίνει δεύτερο πρόγραμμα εξυγίανσης για την Ολυμπιακή Αεροπορία, ύψους 35 δισ. δρχ.

1999: Η κυβέρνηση προσλαμβάνει τη βρετανική Speedwing, θυγατρική της British Airways, ως μάνατζερ της ΟΑ. Προϋπόθεση της συμφωνίας είναι ότι η μητρική εταιρεία θα αγοράσει ποσοστό της ΟΑ.

2000: Η British Airways ανακοινώνει ότι δεν ενδιαφέρεται να αποκτήσει ποσοστό στην ΟΑ και διακόπτεται η συνεργασία. Ξεκινά νέος διαγωνισμός για την ιδιωτικοποίηση της εταιρείας. Ως προτιμητέος υποψήφιος επιλέγεται η Αxon του ομίλου Λιακουνάκου.

2001: Ναυαγούν οι συνομιλίες καθώς ότι η Αxon κλείνει και ο διαγωνισμός κηρύσσεται άγονος.

2002: Δρομολογείται νέος διαγωνισμός ιδιωτικοποίησης. Ως προτιμητέος υποψήφιος επιλέγεται η Golden Aviation, με δεύτερο την Aegean Airlines

2003: Κηρύσσεται άγονος και ο δεύτερος διαγωνισμός και η κυβέρνηση αποφασίζει αλλαγή πλεύσης.

2003 -12-12 γεννιούνται οι Ολυμπιακές Αερογραμμές.

2004: Ξεκινά νέα διαδικασία πώλησης.

2005: Το ελληνικό Δημόσιο υπογράφει προσύμφωνο με το επενδυτικό σχήμα York Capital/Olympic Investors, αλλά μετέπειτα κηρύσσεται άγονος ο διαγωνισμός.

2006- : Η Ε.Ε. επικυρώνει σειρά προστίμων ύψους 701 εκατ. ευρώ ως παράνομες κρατικές ενισχύσεις για την περίοδο 1998-2004.

2008: Προκηρύσσονται τρεις διαγωνισμοί για επιμέρους τμήματα της ΟΑ.

2008-11-11 Νόμος 3717 για τους εργαζόμενους στην Ο.Α.

2009: Ο 7ος διαγωνισμός κηρύσσεται άγονος.

Η κυβέρνηση κάνει έκκληση σε Έλληνες επιχειρηματίες να αναλάβουν την εταιρεία. Πρώτη ανταποκρίνεται η MIG, η οποία προχωρά σε αποκλειστικές διαπραγματεύσεις για 3 εβδομάδες με το Δημόσιο. Μία ημέρα πριν τη λήξη η Aegean και η Chrysler καταθέτουν νέες προσφορές.

2009-03-06 Συμφωνία MIG - Δημοσίου (προσύμφωνο).

... έπεται συνέχεια ...;

### **«Πέφτουν οι υπογραφές» σε MIG - Δημόσιο για ΟΑ**

Αναμένεται η υπογραφή των συμβάσεων του ελληνικού δημοσίου και της Marfin Investment Group για την πώληση των τριών εταιριών της Ο.Α. Οι συμβάσεις για την πώληση των εταιριών μετά την υπογραφή τους θα τεθούν προς κύρωση στη Βουλή. Το σύνολο των διαδικασιών αυτών εκτιμάται ότι θα ολοκληρωθεί ως το τέλος του μήνα, ενώ το πέρασμα των εταιριών στον έλεγχο της MIG προβλέπεται να ολοκληρωθεί σε δύο φάσεις.

Στην πρώτη φάση, αμέσως μετά την κύρωση της σύμβασης από τη Βουλή, η MIG θα εξαγοράσει το 49% της Πάνθεον, ενώ το υπόλοιπο 51% θα περάσει στον έλεγχο της Ολυμπιακές Αερογραμμές Α.Ε. (ΟΑΕ).

Στη δεύτερη φάση, το αργότερο έως την 30ή Σεπτεμβρίου 2009, η MIG θα εξαγοράσει το υπόλοιπο 51% της Πάνθεον, αποκτώντας έτσι το 100%, και θα ολοκληρωθεί τυπικά η διαδικασία της αποκρατικοποίησης. Κατά τη μεταβατική περίοδο, μεταξύ της πρώτης και της δεύτερης φάσης, θα γίνει σταδιακά η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της ΟΑΕ στην Πάνθεον.

Η MIG αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει το συνολικό τίμημα για τη μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων και να θέσει σε πλήρη λειτουργία την Πάνθεον το αργότερο έως τις 30 Σεπτεμβρίου 2009. Από την 1η Οκτωβρίου του 2009 η Ολυμπιακή θα πετά υπό τον πλήρη έλεγχο του ομίλου MIG.

Παράλληλα με την προώθηση των τυπικών ενεργειών ο όμιλος MIG κινείται με εντατικούς ρυθμούς προκειμένου να ολοκληρώσει τις απαραίτητες διεργασίες για τη λειτουργία των εταιριών που, μεταξύ άλλων, αφορούν στην εξαγορά αεροσκαφών, στην κατάθεση αιτήσεων απόκτησης - επέκτασης των απαραίτητων αδειών, στη διαδικασία για την πρόσληψη προσωπικού.

Σε ό,τι αφορά το προσωπικό για τις εταιρίες πτητικού έργου και τεχνικής βάσης, για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι σχετικές αγγελίες, έχουν κατατεθεί έως τώρα περισσότερες από 5.000 αιτήσεις.

Τις επόμενες μέρες αναμένεται να δημοσιευτούν αγγελίες για τις προσλήψεις στην εταιρία επίγειας εξυπηρέτησης αλλά και για την κάλυψη διοικητικών θέσεων. Συνολικά ο όμιλος της Ολυμπιακής, υπό τη MIG, θα απασχολεί περισσότερους από 4.000 υπαλλήλους οι προσλήψεις των οποίων θα γίνουν με βάση τη διαδικασία που έχει ανακοινωθεί.

---Οι κινήσεις των πιλότων

Κατά τη γενική συνέλευση της Ένωσης Χειριστών Πολιτικής Αεροπορίας (ΕΧΠΑ) αποφασίστηκε να γίνει μαζική αποστολή των βιογραφικών από τους συνολικά 461 πιλότους της Ολυμπιακής.

Οι πιλότοι της Ο.Α. υποστήριξαν την άποψη ότι είναι χαμηλό το όριο των 4.000 ωρών πτήσης που τίθεται από τη MIG ως προϋπόθεση για την πρόσληψη στη θέση του πιλότου και όπως ανέφεραν αυτό έχει στόχο να προσελκύσει πιλότους από άλλες, εκτός Ο.Α. εταιρίες, με μικρότερη πείρα.

Οι πιλότοι της Ο.Α. διεκδίκησαν από το υπουργείο Μεταφορών τη δημιουργία για τους ίδιους προσωποπαγών θέσεων στην Υπηρεσία Πολιτικής Αεροπορίας όπου θα προσληφθούν όσοι θελήσουν να κάνουν χρήση της δυνατότητας μετάταξης σε άλλη υπηρεσία του Δημοσίου, όπως προβλέπεται στα μέτρα που έχουν ανακοινωθεί για το σύνολο των μονίμων εργαζομένων της Ολυμπιακής.

### **ΟΑ: Οκ διυπουργικής για πώληση handling στη MIG**

Την έγκρισή της για την πώληση και του τρίτου πυλώνα της Ολυμπιακής Αεροπορίας, της εταιρείας επίγειας εξυπηρέτησης (handling), στον Όμιλο MIG έδωσε η Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποιήσεων η οποία ολοκλήρωσε την συνεδρίασή της πριν από λίγο.

Αμέσως μετά σε δηλώσεις του υπουργός Ανάπτυξης κ. Κωστής Χατζηδάκης ο οποίος είχε την ευθύνη για τον διαγωνισμό αποκρατικοποίησης της Ολυμπιακής τόνισε ότι με την έγκριση της Διυπουργικής, το θέμα κλείνει και ολοκληρώνεται η αποκρατικοποίηση της Ολυμπιακής, γεγονός που κατέστη εφικτό χάρις στην επιμονή της κυβέρνησης. Σύμφωνα με τον υπουργό Ανάπτυξης την επόμενη εβδομάδα θα ακολουθήσει υπογραφή των συμβάσεων ανάμεσα στο δημόσιο και την MIG και η διαδικασία θα τελειώσει με την κύρωσή τους από την Βουλή.

Η πώληση των στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας επίγειας εξυπηρέτησης στην MIG θα γίνει αντί 44,8 εκατομμυρίων ευρώ, όσο δηλαδή ήταν και η αποτίμηση του ανεξάρτητου εκτιμητή.

Ο κ. Χατζηδάκης σημείωσε ότι το άμεσο ταμειακό όφελος για το δημόσιο από την πώληση των στοιχείων ενεργητικού του Ομίλου της Ολυμπιακής Αεροπορίας θα είναι 177.2 εκατομμύρια ευρώ. Επιπλέον, σημείωσε το δημόσιο θα έχει έσοδα ύψους 150 εκατομμυρίων ευρώ την νέα εταιρεία τα οποία θα προέρχονται από τις δαπάνες για ΙΚΑ, για φόρο μισθωτών υπηρεσιών, για την πληρωμή του τέλους ανάπτυξης αεροδρομίων κλπ.

Τέλος το δημόσιο με την πώληση της Ολυμπιακής βάζει τέλος σε μία οικονομική αιμορραγία ύψους περίπου 350 εκατομμυρίων ευρώ το χρόνο, αφού η λειτουργία της εταιρείας υπό τον έλεγχο του δημοσίου κόστιζε επιβάρυνε τον προϋπολογισμό κατά περίπου 1 εκατομμύριο ευρώ την ημέρα.

### **MIG: Διευκρινίσεις για Ολυμπιακή**

Η "MARFIN INVESTMENT GROUP ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ανακοινώνει ότι έλαβε γνώση της Συνέντευξης Τύπου του Υπουργού Ανάπτυξης Κωστή Χατζηδάκη μετά τη συνεδρίαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων της 11.3.2009 για την Ολυμπιακή, σε απόσπασμα της οποίας και αναφέρεται:

<... Η Διυπουργική Επιτροπή Αποκρατικοποιήσεων αποφάσισε να εγκρίνει την εισήγηση των χρηματοοικονομικών και νομικών συμβούλων της Κυβέρνησης, που όπως ξέρετε ήταν προσυπογεγραμμένη από τον Επίτροπο Παρακολούθησης, σχετικά με τις συμβάσεις για την αποκρατικοποίηση των δυο από τις τρεις εταιρείες, που σχετίζονται με την Ολυμπιακή, δηλαδή του Πητικού Έργου και της Τεχνικής Βάσης. Για κάθε δε εταιρεία - για να είμαι πιο ακριβής- υπογράφεται σύμβαση αγοραπωλησίας μετοχών αφ' ενός και συμφωνία μετόχων αφ' ετέρου, για τη μεταβατική περίοδο.

Οι διαπραγματεύσεις για την τρίτη εταιρεία για την Επίγεια Εξυπηρέτηση, όπως ξέρετε συνεχίζονται. Υπάρχει αποκλειστική διαπραγμάτευση με τη Swissport αυτή την ώρα. Εάν υπάρχει θετικό αποτέλεσμα αυτό θα υπάρχει μέχρι την Παρασκευή το απόγευμα, διαφορετικά υπάρχει η δέσμευση της MIG, ότι θα αγοράσει κι αυτή την εταιρεία.

Η Διυπουργική Επιτροπή αποφάσισε και επισήμως οι συμβάσεις αυτές όταν ολοκληρωθούν όλες οι συμβάσεις, να προωθηθούν στη Βουλή για κύρωση και να έχουν ισχύ νόμου του κράτους. ...>

### **ΥΜΕ: Πληροφορίες προς τους εργαζομένους της ΟΑ**

Με αφορμή την επικείμενη έναρξη ιδιωτικοποίησης των εταιριών του ομίλου της Ολυμπιακής Αεροπορίας (Ολυμπιακή Αεροπορία Υπηρεσίες Α.Ε., Ολυμπιακές Αερογραμμές και Ολυμπιακή Αεροπλοΐα), το υπουργείο Μεταφορών και Επικοινωνιών, όσον αφορά στους εργαζομένους στις παραπάνω εταιρίες, υπενθυμίζει ότι:

\* Από τις 26 Ιανουαρίου 2009 λειτουργούν ήδη με βάση τις διατάξεις της νομοθεσίας τα Γραφεία Ενημέρωσης Εργαζομένων, τα οποία παρέχουν τη δυνατότητα στους εργαζομένους των εταιριών να έχουν έγκυρη ενημέρωση για τα ζητήματα των ρυθμίσεων του Ν. 3717/2008 που τους αφορούν.



Η λειτουργία και οι υπηρεσίες των Γραφείων Ενημέρωσης αφορά στην παροχή έγκυρης ενημέρωσης και διευκρινίσεων σχετικά με θέματα Ασφαλιστικού και συνταξιοδοτικού, σύμφωνα με όσα προβλέπονται στη σχετική νομοθεσία.

Οι πληροφορίες προς τους εργαζομένους παρέχονται μέσω είτε του Διαδικτύου είτε των Διευθύνσεων Ανθρωπίνου Δυναμικού των τριών εταιριών του ομίλου.

Ερωτηθείς σχετικά με την τύχη των εργαζομένων των ομίλων της Ο.Α. μετά την αρχή της ιδιωτικοποίησός τους, ο υπουργός Μεταφορών και Επικοινωνιών κ. Ευριπίδης Στυλιανίδης επανέλαβε την κυβερνητική δέσμευση: "Τα δικαιώματα των εργαζομένων της Ο.Α. είναι ήδη νομικά κατοχυρωμένα". Επίσης τόνισε χαρακτηριστικά : "Όλες οι διατάξεις του νόμου θα εφαρμοστούν σε κάθε τους λεπτομέρεια".

Σε συνέχεια του από 5.2.2009 Δελτίου Τύπου, η εταιρία "MARFIN INVESTMENT GROUP A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ" ("MIG") ανακοινώνει ότι υπέβαλε προς τους επενδυτικούς συμβούλους της Κυβέρνησης δεσμευτική προσφορά για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που σχετίζονται με το πτητικό έργο και την τεχνική βάση της Ολυμπιακής μέσω της απόκτησης της εταιρίας "ΠΑΝΘΕΟΝ Α.Ε." και νέας εταιρίας τεχνικής βάσης στις οποίες θα περιέλθουν τα περιουσιακά στοιχεία στα πλαίσια διαδικασίας αποκλειστικών απευθείας διαπραγματεύσεων με την Κυβέρνηση και τους συμβούλους της.

Το ύψος της προσφοράς ανέρχεται: α) στο ποσό των 45,7 εκατ. ευρώ και 16,7 εκατ. ευρώ αντιστοίχως για τα ανωτέρω περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με το πτητικό έργο και την τεχνική βάση της Ολυμπιακής και β) σε ποσό ίσο με την καθαρή θέση της "ΠΑΝΘΕΟΝ Α.Ε." αφενός και της ως άνω νέας εταιρίας αφετέρου κατά το χρόνο υπογραφής των σχετικών συμφωνιών.

Η δεσμευτική προσφορά της MIG υπόκειται στους συνήθεις όρους και προϋποθέσεις για συναλλαγές αυτού του είδους, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται η έγκριση των τελικών όρων της συναλλαγής από το Διοικητικό Συμβούλιο της MIG.

### **Olympic airways 2.0**

Η εξαγορά της Ολυμπιακής θα κοστίσει τελικά 177,2 εκατ. ευρώ στην MIG. Με αυτό το ποσό η MIG αγοράζει "το δικαίωμα χρήσης των υποδομών της Ολυμπιακής σε όλα τα αεροδρόμια της χώρας (επίγεια εξυπηρέτηση)" αλλά και "Τα δικαιώματα χρήσης του εμπορικού σήματος και της επωνυμίας της Ολυμπιακής. Μαζί με αυτά η MIG αποκτά και το δικαίωμα χρήσης των χρονοθυρίδων προσαπογείωσης των Ολυμπιακών Αερογραμμών σε συγκεκριμένα διεθνή αεροδρόμια (πτητικό έργο)", "Το

δικαίωμα χρήσης των εγκαταστάσεων της Ολυμπιακής στα Σπάτα για τη συντήρηση και επισκευή αεροσκαφών (τεχνική βάση)”, Το ποσό των σχεδόν 180 εκατομμυρίων ευρώ που ξόδεψε η MIG μου φάνηκε μικρό για το hardware και το knowhow που έχει η Ολυμπιακή αλλά χωρίς πληροφόρηση εκ των έσω, η συμφωνία και οι όροι είναι blackbox. Κοιτώντας στο crunchbase τις εξαγορές startups τον τελευταίο 1,5 χρόνο, αν η Ολυμπιακή ήταν startup θα μπορούσε να είχε εξαγοραστεί από την AT&T, την Sony, την Microsoft, την Apple, την Comcast, την Nokia, το eBay κλπ.

Η παρακάτω λίστα δείχνει τον μήνα της εξαγοράς, την εταιρεία που εξαγοράστηκε, την εταιρεία που έκανε την εξαγορά και το κόστος αυτής. Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια δολάρια ή ευρώ και περιλαμβάνουν ποσά κοντά σε αυτό που πλήρωσε η MIG για την Ολυμπιακή. Προφανώς έχουν γίνει περισσότερες εξαγορές με μικρότερο ή μεγαλύτερο κόστος. Καλή τύχη στην νέα Ολυμπιακή!

11/08 Transmeta - Novafora - \$256M  
 11/08 Wayport - AT&T - \$275M  
 10/08 ChinaHR - Monster - \$174M  
 10/08 dba.dk - eBay - \$380M  
 8/08 Greenfield Online - Microsoft - \$486M  
 8/08 PostPath - Cisco - \$215M  
 7/08 Mezimedia - ValueClick - \$352M  
 6/08 IONA Technologies - Progress Software - \$162M  
 6/08 Symbian - Nokia - €264M  
 5/08 Plaxo - Comcast - \$150M  
 4/08 PA Semi - Apple - \$278M  
 4/08 Packeteer - Blue Coat Systems - \$268M  
 4/08 Gracenote - Sony - \$260M  
 4/08 Iomega - EMC Corporation - \$213M  
 1/08 XIV - IBM - \$300M  
 1/08 Maven Networks - Yahoo! - \$160M  
 1/08 Fraud Sciences - eBay - \$169M  
 1/08 TicketsNow - Ticketmaster - \$265M  
 2008 Homestead Technologies - Intuit - \$170M

## **Η εξαγορά της Ολυμπιακής από την MIG επιτεύχθηκε, ποιος είναι όμως ο στόχος;**

09 Μάρτιος 2009

Το πράσινο φως λαμβάνει αύριο από την Commission η συμφωνία ελληνικού δημοσίου με την MIG για την Ολυμπιακή. Ήδη οι αρμόδιες επιτροπές της Commission έχουν εγκρίνει την συμφωνία και οι ανακοινώσεις θα επιβεβαιώσουν ότι η συμφωνία τυγχάνει πλήρους αποδοχής από την ΕΕ.

Από την επένδυση αυτή η MIG αποκτά πέραν των οικονομικών οφελών τα οποία θα έρθουν δυνητικά στο μέλλον κυρίως κοινωνικοπολιτική ισχύ. Ο επικεφαλής του ομίλου Marfin A. Βγενόπουλος ουσιαστικά ανοίγει τους διαύλους επικοινωνίας με το ελληνικό δημόσιο ενώ ταυτόχρονα αποκτά ισχυρά κοινωνικά ερείσματα. Η κίνηση της MIG με την Ολυμπιακή θα αποτελέσει κίνηση ματ στα γενικότερα σχέδια της MIG. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η κίνηση Βγενόπουλου θα πρέπει να αξιολογηθεί δυναμικά και όχι στατικά. Η συμμετοχή της MIG στην Ολυμπιακή πραγματοποιήθηκε γιαυτό που έχει αναφέρει η διοίκηση Βγενόπουλου να διασωθεί η Ολυμπιακή. Ωστόσο ο επικεφαλής του ομίλου Marfin κατάφερε με την κίνηση αυτή να αποτελεί προνομιούχο πλέον συνομιλητή του ελληνικού δημοσίου. Ο Α. Βγενόπουλος δεν αποτελεί τον επιτιθέμενο επιχειρηματία (ΟΤΕ) για το ελληνικό δημόσιο αλλά τον οικονομικό παράγοντα που στηρίζει τις επιλογές του δημοσίου και βγάζει από αδιέξοδο την κυβέρνηση στην περίπτωση της Ολυμπιακής.

Ταυτόχρονα διατηρώντας ανοικτούς διαύλους επικοινωνίας και με το ΠΑΣΟΚ καταφέρνει ο Α. Βγενόπουλος να μετεξελιχθεί σε πυλώνα της ελληνικής οικονομίας με πολλαπλασιαστικά οφέλη για τον όμιλο της MIG. Η κίνηση με την Ολυμπιακή απλά αποτελεί ένα από τα πολλά βήματα στρατηγικής που θα υλοποιηθούν μεσοπρόθεσμα από τον όμιλο της MIG με βασικό στρατηγικό στόχο βεβαίως τις εξαγορές στον χώρο των τραπεζών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι συνολικά ισχυροί οικονομικοί παράγοντες όπως η οικογένεια Βαρδινογιάννη αντιμετωπίζουν θετικά τις κινήσεις Βγενόπουλου για την Ολυμπιακή. Ταυτόχρονα και άλλοι ισχυροί οικονομικοί κύκλοι διάκινται θετικά στο εγχείρημα της MIG για την Ολυμπιακή. Είναι προφανές ότι στα μάτια των ισχυρών επιχειρηματικών κύκλων της χώρας ο ρόλος Βγενόπουλου έχει πλήρως αναβαθμιστεί. Αναγνωρίζεται και πλέον ο παράγοντας αυτός εμφανίζει πολύ μεγάλη αξία.



### Στα χέρια της Wind η Tellas!!

Πλήρη ανατροπή των δεδομένων παρουσιάστηκε στην επικείμενη πώληση στην Wind του μεριδίου που κατείχε η ΔΕΗ στην Tellas. Μέχρι την προηγούμενη εβδομάδα, η διοίκηση της ΔΕΗ δεν είχε απαντήσει στην πρόταση του μεγαλομετόχου του ομίλου Weather (και ιδιοκτήτη της Wind), Ναγκλίμπ Σαουίρις, ενώ αναλυτές του χώρου εκτιμούσαν πως η ΔΕΗ δεν θα έμπαινε σε διαδικασία αγοραπωλησιών πριν τις εκλογές. Αποτέλεσμα της στάσης αυτής ήταν να στραφεί ο κ. Σαουίρις, σε εναλλακτικές λύσεις, αναθέτοντας στην Deutsche Bank την πώληση του μεριδίου που κατείχε στην Tellas. Η κίνηση αυτή είχε ερμηνευτεί ποικιλοτρόπως, αφού τμήμα της αγοράς την είχε χαρακτηρίσει ως μέτρο πίεσης του αιγύπτιου επιχειρηματία προς την διοίκηση της ΔΕΗ.

Τελικά, στις αρχές της εβδομάδας, η ΔΕΗ αποδέχτηκε την βελτιωμένη κατά 20 εκατομ. € πρόταση του κ. Σαουίρις. Το τελικό ύψος της εξαγοράς του 49% της Tellas που κατέχει η ΔΕΗ, ανέρχεται στα 175 εκατομ. €. Η σχετική ανακοίνωση της ΔΕΗ έχει ως εξής: «Το δ.σ. της ΔΕΗ Α.Ε. αποφάσισε σήμερα την αποδοχή της προσφοράς της Weather Investments S.p.A. για εξαγορά της έμμεσης συμμετοχής της ΔΕΗ στην ΤΕΛΛΑΣ Α.Ε. (μέσω της πώλησης της συμμετοχής της ΔΕΗ Τηλεπικοινωνίες Α.Ε. στην ολλανδική εταιρεία Wind PPC Holding N.V.), έναντι τιμήματος 175.000.000 ευρώ. Επίσης, αποφάσισε τη συνέχιση της μίσθωσης δικτύου της ΔΕΗ προς τη ΤΕΛΛΑΣ καθώς και τη συνέχιση παροχής τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών από την ΤΕΛΛΑΣ προς τη ΔΕΗ». Κύκλοι της αγοράς εκτιμούν ότι το ισχύον καθεστώς της χρήσης του δικτύου των οπτικών ινών της ΔΕΗ από την Tellas θα διατηρηθεί μέχρι το 2009 με δικαίωμα παράτασης της συμφωνίας.

Ο γάμος **Wind – Tellas** θα έχει πολύπλευρες επιπτώσεις στην ελληνική αγορά τηλεπικοινωνιών. Από την μία, η Wind έχει πλέον την ευκαιρία να προσφέρει ενοποιημένα πακέτα υπηρεσιών σταθερής τηλεφωνίας, κινητής τηλεφωνίας και broadband internet (3-triple, 4-play) αφού απελευθερώνεται από το προηγούμενο καθεστώς, το οποίο της απαγόρευε να δραστηριοποιηθεί στην αγορά της σταθερής τηλεφωνίας (η Tellas αποτελούσε εταιρεία κοινών συμφερόντων). Παράλληλα θα είναι σε θέση να δώσει την δική της «απάντηση» στη πρόσφατη είσοδο της Vodafone (πακέτο 3 in 1) στην αγορά του ADSL. Η Wind αποκτά πλέον ένα ιδιαίτερα εκτεταμένο δίκτυο ευρυζωνικής πρόσβασης, το οποίο τις δίνει δυνατότητα να κινηθεί ιδιαίτερα δυναμικά στην εν λόγω αγορά. Δεν αποκλείεται μάλιστα, να έχουμε μέσα στους επόμενους 1-2 μήνες τις πρώτες ανακοινώσεις πακέτων. Οι επιπτώσεις δεν αφορούν μόνο την Wind, αλλά και για τον ΟΤΕ, αφού καλείται και αυτός να απαντήσει (πιθανότατα μέσω Otenet και Cosmote) στις κινήσεις των Vodafone και Wind.

Σίγουρος κερδισμένος από τις νέες συνθήκες που δημιουργούνται, είναι ο τελικός καταναλωτής, ο οποίος θα έχει στη διάθεση του όλο και περισσότερες αλλά και πιο οικονομικές προσφορές, για να καλύψει τις τηλεπικοινωνιακές του ανάγκες.

#### ΠΗΓΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ

<http://aparamyalos.wordpress.com/?s=>

<http://www.euro2day.gr/news/economy/124/articles/479903/Article.aspx>

<http://www.euro2day.gr/news/economy/124/articles/480769/Article.aspx>

[http://www.euro2day.gr/market\\_announcements/announcements/182/articles/476512/ArticleMarketAnnouncements.aspx](http://www.euro2day.gr/market_announcements/announcements/182/articles/476512/ArticleMarketAnnouncements.aspx)

<http://www.euro2day.gr/news/economy/124/articles/475734/Article.aspx>

# Εξαγορές και Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων 2004\*

## Τρίτη ετήσια έρευνα



### Έκδοση 2005



2 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004



Η τρίτη ετήσια έρευνα για τις Εξαγορές & Συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων για το 2004 εκδίδεται και φέτος από την PricewaterhouseCoopers. Στη φετινή έκδοσή μας, παρουσιάζουμε και συγκρίνουμε τα αποτελέσματα του 2004 με τις δύο προηγούμενες χρονιές, καθώς και τους παράγοντες αυτούς που ενδέχεται να επηρεάσουν τις εξαγορές & συγχωνεύσεις στους σημαντικότερους κλάδους της οικονομίας στο μέλλον.

Οι ιδιαίτερα χαμηλές επενδύσεις ξένων κεφαλαίων στην Ελλάδα συγκριτικά με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνεχίστηκαν και το 2004. Παρ' όλα αυτά, το 2005, με τις παρακάτω δύο σημαντικές συναλλαγές, παρατηρείται μια τάση ανατροπής της χαμηλής έως τώρα προσέλευσης ξένων κεφαλαίων στη χώρα μας.

- Η πορτογαλική Banco Comercial Português SA (BCP) εξαγόρασε το υπόλοιπο 50% της NovaBank, αποκτώντας πλέον το 100% της ελληνικής τράπεζας. Η αξία της συναλλαγής για το 50%, σύμφωνα με τα δημοσιεύματα, ανήλθε σε €330 εκατ., τίμημα που υποδηλώνει ένα δείκτη αποτίμησης για τη συναλλαγή πολύ υψηλότερο από ό,τι έχει καταγραφεί στην Ελλάδα για αρκετό διάστημα.
- Η ανακάλυψη τον Απρίλιο του 2005 για την εξαγορά του 81% περίπου των μετοχών της TIM Hellas από τις εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών Arax Partners και Texas Pacific Group για €1,1 δισεκατομμύρια περίπου, σε ένα κλάδο ο οποίος είναι σχετικά ώριμος και έντονα ανταγωνιστικός (κινητή τηλεφωνία).

Η προώθηση των επενδύσεων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, στην οποία στοχεύουν ο νέος αναπτυξιακός νόμος (Ν. 3299/2004), η παράταση των φορολογικών κινήτρων του Ν. 2992/2002 καθώς και η σταδιακή μείωση της φορολογίας εταιριών στο 25% έως το 2007, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη από τους επενδυτές και σε συνδυασμό με τις καινούργιες απαιτήσεις των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ).





Στους κυριότερους στόχους των ΔΠΧΠ περιλαμβάνονται η αυξημένη διαφάνεια και η μέτρηση της αποδοτικότητας των εταιριών. Οι στόχοι αυτοί σχετίζονται άμεσα με την απεικόνιση και τη μέτρηση της επίδρασης των εξαγορών και συγχωνεύσεων στις οικονομικές καταστάσεις των εταιριών. Η παρούσα έκδοση περιλαμβάνει μία σύντομη αναφορά στα κυριότερα σημεία των ΔΠΧΠ που επηρεάζουν τις εταιρικές συναλλαγές και τα οποία οι επενδυτές είναι ιδιαίτερα σημαντικό να γνωρίζουν και να κατανοήσουν.

Μια άλλη κατηγορία συναλλαγών, η οποία ήταν απύσχα το 2004, αλλά αναμένεται να επηρεάσει τις εξελίξεις στο τοπίο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο μέλλον, είναι αυτή που σχετίζεται με προβληματικές επιχειρήσεις (distressed M&A). Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι πιστωτές μιας προβληματικής εταιρίας/ομίλου θα αντιμετωπίσουν στο μέλλον μεγαλύτερη πίεση (και λόγω ΔΠΧΠ) να εξετάσουν όλες τις πιθανές λύσεις αναφορικά με τις απαιτήσεις τους. Πιστεύουμε ότι η βελτίωση του Δικαίου εξυγίανσης και εκκαθάρισης προβληματικών επιχειρήσεων, καθώς και των σχετικών διαδικασιών, είναι απαραίτητη και θα υποστηρίξει όχι μόνο τις παραπάνω συναλλαγές αλλά και την ευρύτερη ευρωστία και εξυγίανση της οικονομίας.

Υπάρχουν ενδείξεις και πιέσεις για πιθανές σημαντικές εξαγορές από ξένες εταιρίες στην Ελλάδα μέσα στο 2005 και το 2006 σε διάφορους κλάδους της οικονομίας, δεδομένου ότι δεν θα συμβούν σημαντικές οικονομικές ή γεωπολιτικές αλλαγές. Για τους παραπάνω λόγους, θεωρούμε ότι θα πρέπει να προσδοκούμε μία αυξημένη κινητικότητα στο χώρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων στο μέλλον.

Τα αναλυτικά στοιχεία της μελέτης μας είναι διαθέσιμα στην ιστοσελίδα της PwC στη διεύθυνση [www.pwc.com/gr/masurvey](http://www.pwc.com/gr/masurvey).

Με τιμή,

Αμιλίους Γιαννούλας, Ρεζίσι  
Επικεφαλής Τμήματος  
Εταιρικών Συναλλαγών



## Περιεχόμενο

### Σελίδα

5	Διοικητική Σύνοψη
6	Οι εταιρικές συναλλαγές το 2004
10	ΑΕΙΑ συναλλαγών
13	Εξαγορές και Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης
16	Γεωγραφική κατανομή
20	Ο νέος Αναπτυξιακός και ο νέος Φορολογικός νόμος
22	Οι σημαντικότεροι κλάδοι
26	Τάσεις σε επιλεγμένους κλάδους
30	Εταιρικές συναλλαγές στον ευρωπαϊκό και ελληνικό χώρο
32	Οι σημαντικότερες συναλλαγές του 2004
34	Επικοινωνία

## Διοικητική Σύνοψη

Το 2004 ο αριθμός των εξαγορών & συγχωνεύσεων αυξήθηκε κατά 24% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, φτάνοντας τις 209 συναλλαγές. Από αυτές, τα δύο τρίτα περίπου αντιστοιχούν σε συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ εταιριών ελληνικών συμφερόντων.

Από τις υπόλοιπες, όπως και τις 500 προηγούμενες χρονιές, το μεγαλύτερο μέρος αφορά σε επενδύσεις ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό, ενώ η προσέλευση ξένων εταιριών στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 11% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά.

Η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε στα €2 δις από €3 δις το 2003, γεγονός που υποστηρίζεται και από την αύξηση του ποσοστού εξαγοράς μειοψηφικών πακέτων έναντι μεριδίων πλειοψηφίας και συνεπώς την καταβολή χαμηλότερων τιμημάτων ανά συναλλαγή. Η μέση αξία συναλλαγής μειώθηκε στα €28 εκατ. από €56 εκατ. το 2003.

Όπως και πέρσι, η πλειοψηφία των επενδυτικών εταιριών ήταν μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών ξεπερνά τα €50εκ., ενώ πραγματοποιήθηκε ιδιαίτερα χαμηλός αριθμός επενδύσεων από εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Οι κλάδοι, που εμφάνισαν τη σημαντικότερη κινητικότητα σε εξαγορές & συγχωνεύσεις το 2004 ήταν αυτοί των τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών και της βιομηχανίας, οι οποίοι πραγματοποίησαν το 44% των συνόλου του συναλλαγών.

Αναφορικά με τις τάσεις που αναμένουμε για το μέλλον, πιστεύουμε ότι οι ελληνικές τράπεζες θα συνεχίσουν το επενδυτικό τους ενδιαφέρον προς τα Βαλκάνια και πιθανόν την Τουρκία, ενώ υπάρχει ενδεχόμενο για εντατικοποίηση των συναλλαγών και των επενδύσεων/κοινοπραξιών στον κλάδο της ενέργειας.



1 Οι εταιρικές συναλλαγές το 2004



Οι εταιρικές συναλλαγές παρέμειναν χαμηλές σε αριθμό το 2004, όπως και την προηγούμενη χρονιά, σε σχέση με το 2002...

... και στην πλειοψηφία τους αποσκοπούσαν στην απόκτηση μειοψηφικού ποσοστού συμμετοχής

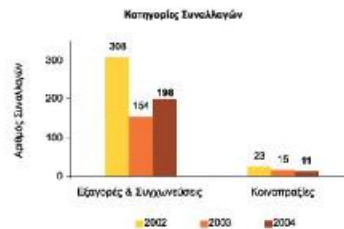
8. Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

Το 2004 παρουσιάστηκε μια αύξηση στον αριθμό συναλλαγών, οι οποίες έφτασαν τις 209. Συνεχίζουν να

Το 2004 καταγράφηκαν στην Ελλάδα συνολικά 209 συναλλαγές παρουσιάζοντας μία αύξηση σε σχέση με το 2003 της τάξεως του 24%. Παρ' ούτ' αυτή, η δραστηριότητα στο χώρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων παρέμεινε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, μειωμένη κατά 37% περίπου από τις συναλλαγές του 2002<sup>1</sup> (12% μείωση εάν από το 2002 εξαιρεθούν οι συναλλαγές του κατασκευαστικού κλάδου).

Όπως και το 2003, έτσι και για το 2004, καταγράφηκε ένα σημαντικό αριθμό συγχωνεύσεων στα πλαίσια εσωτερικής αναδιοργάνωσης ομίλων εταιρειών, παραδείγματα των οποίων παρουσιάζονται στο διπλανό πίνακα. Δεδομένου ότι οι συναλλαγές αυτές δεν απέρφεραν σημαντικές μεταβολές στη μετοχική σύνθεση των εμπλεκόμενων εταιρειών, δεν συμπεριλαμβάνονται στην παρούσα ανάλυση.

Παρατηρούμε ότι μεγάλοι, κυρίως, ελληνικοί όμιλοι εταιρειών συνεχίζουν την προσπάθεια για τον εξορθολογισμό της οργανωτικής δομής και λειτουργίας τους.

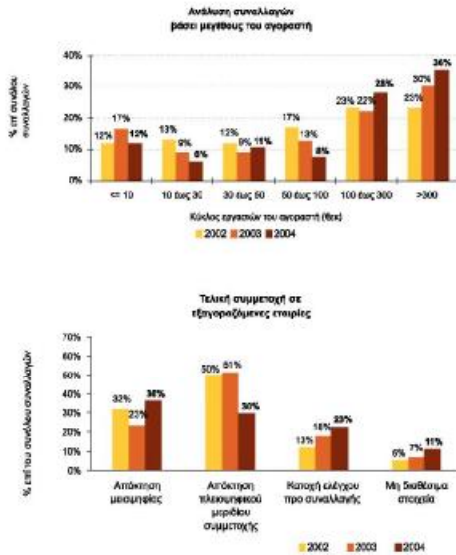


ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΟΜΙΛΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ 2004	
Περιγραφή Συναλλαγής	Κλάδος Επιχείρησης Στόχου
Η Εταιρική Τράπεζα συγχωνεύθηκε με τις θυγατρικές εταιρίες Εμπορική Κρατικού και Εμπορική Fooding.	Τραπεζικός & Ασπίς Χρηματικός Υπηρεσίας
Η Μάρκος συγχωνεύθηκε και απορρόφησε την Οεπίστονα.	Βιομηχανία
Η Κόρα απορρόφησε τη συγχώνευση των θυγατρικών εταιριών της Ελλάδος και Ασπίδας σε μία νέα εταιρία.	Ιχθυοκαλλιέργειες
Η Περιπεδικό Ισοκαπλής απορρόφησε τη θυγατρική της εταιρία Ευρωστίασμα.	Διαχείριση Ακινήτων Περιουσίας
Οι Μύλοι Αλάη απορρόφησε τη θυγατρική της Μύλοι Αγίου Γεωργίου.	Βιομηχανία
Ο Μουσικός Όμιλος Φίλιππος Νίκας απορρόφησε τη θυγατρική της Ελληνική Μουσική Εταιρία.	Ασπίς Υπηρεσίας
Συγχωνεύθηκαν οι θυγατρικές της Forthnet, Internet Hellas και Hellas Net.	Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες
Η Νίκας απορρόφησε τη θυγατρική της Βίβ C.Ty.	Λιανικό εμπόριο & Χονδρεμπόριο

1. Στο συνολικό αριθμό συναλλαγών για το 2002 περιλαμβάνονται και αναδιοργανώσεις ομίλων



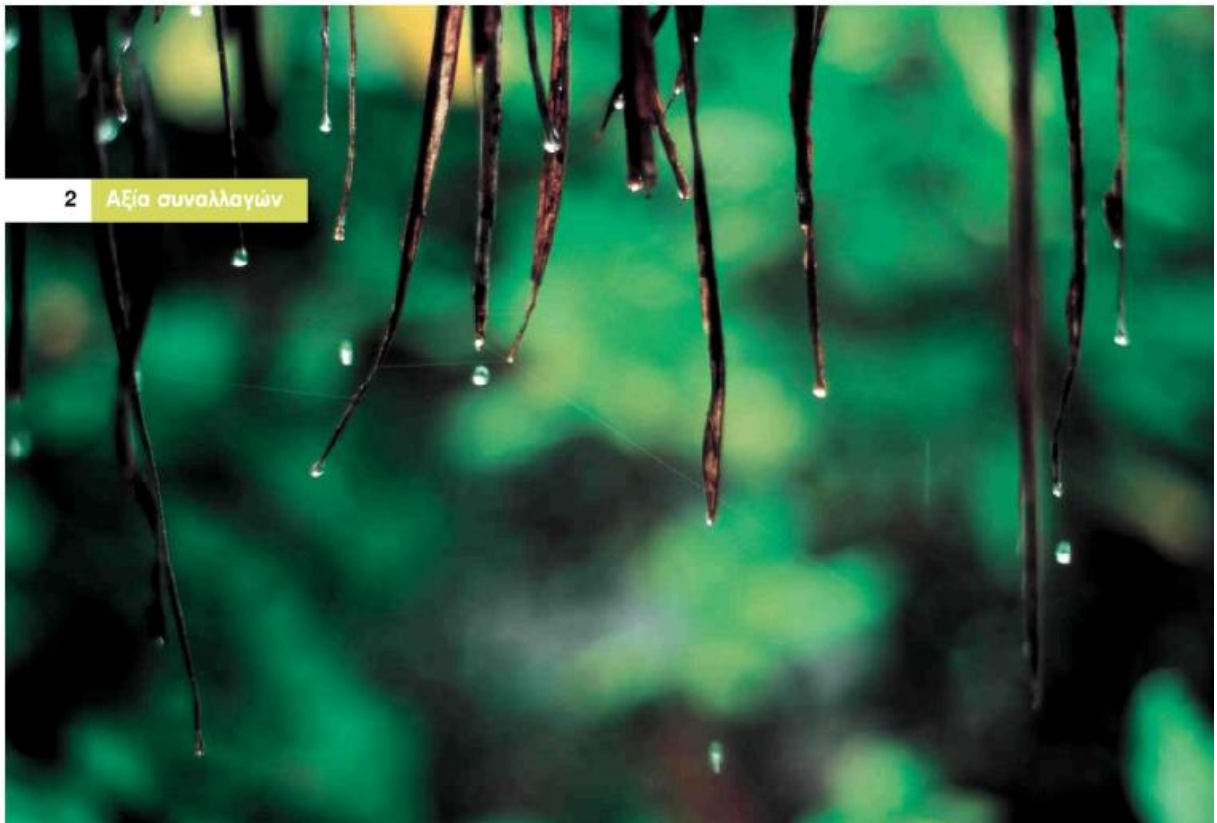
πραγματοποιούνται από μεγάλες εταιρίες, που αποσκοπούν το 2004 στην απόκτηση μεριδίου μειοψηφίας,



Ενώ η πλειοψηφία των συναλλαγών (72%) του 2004 πραγματοποιήθηκε και πάλι από σχετικά μεγάλες εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω του €50 εκ., παρατηρούμε μια αύξηση στις συναλλαγές από ιδιαίτερα μεγάλες εταιρίες ή ομίλους εταιριών. Οι εταιρίες με κύκλο εργασιών άνω των € 100 εκ. πραγματοποίησαν το 64% των συναλλαγών το 2004, σε σχέση με το 52% των συναλλαγών το 2003.

Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες χρονιές, το 2004 η πλειοψηφία των συναλλαγών (38%) είχε ως αποτέλεσμα την απόκτηση μειοψηφικού μεριδίου συμμετοχής, γεγονός που υποδηλώνει την αυξημένη συμμετοχή στρατηγικών επενδυτών σε άλλες εταιρίες. Από τις 72 συναλλαγές οι οποίες δεν αποσκοπούσαν στην απόκτηση πλειοψηφικού πακέτου, το 36% αφορά σε τελικό ποσοστό συμμετοχής άνω του 35%, προσδίδοντας στους επενδυτές αυτούς αυξημένα δικαιώματα μειοψηφίας.

Οι λόγοι για τους οποίους οι εταιρίες επιλέγουν να συμμετάσχουν με μειοψηφικό ποσοστό σε άλλες εταιρίες διαφέρουν σε κάθε περίπτωση και ενδέχεται να περιλαμβάνουν την επιθυμία για περιορισμό του ρίσκου της επένδυσης, την περιορισμένη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από τη μεριά των επενδυτών, την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων, χωρίς να παραχωρείται ο έλεγχος της εταιρίας, από την μεριά των πωλητών, τις υπάρχουσες δυνατότητες ανάπτυξης κάποιων ελληνικών εταιριών, μέρος της οποίας επιθυμούν να καρπωθούν οι στρατηγικοί επενδυτές.



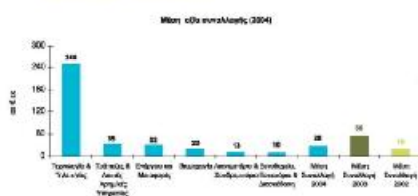
Η συνολική δημοσιευμένη αξία των συναλλαγών το 2004 μειώθηκε στα €2 δις από €3 δις το 2003, παρά την αύξησή τους σε αριθμό

12 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

Η συνολική αξία των συναλλαγών μειώθηκε σημαντικά σε σχέση με το 2003, φτάνοντας τα €2 δις.



Οι μεγάλες συναλλαγές του κλάδου τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών αύξησαν τη μέση αξία συναλλαγής



Το γεγονός ότι οι περισσότερες συναλλαγές το 2004, σε αντίθεση με το 2003, απασκοπούσαν στην απόκτηση μεσομηφικού πακέτου, αντικατοπτρίζεται και στη μείωση της συνολικής τους αξίας συγκριτικά με το 2003, παρά την αύξησή τους σε αριθμό. Συγκεκριμένα η συνολική αξία των συναλλαγών έφτασε τα €2 δις, μειωμένη κατά 36% σε σχέση με τα €3 δις το 2003.

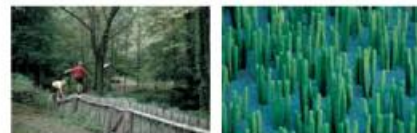
Τα αποτελέσματα αυτά αναφέρονται στις συναλλαγές για τις οποίες υπάρχουν δημοσιευμένα στοιχεία, ο αριθμός των οποίων για το 2004 ανήλθε σε 71, αντιστοιχώντας στο 34% του συνόλου (έναντι 33% για το 2003).

Η μείωση αυτή υποστηρίζεται και από την ύπαρξη λιγότερων συναλλαγών με τίμημα μεγαλύτερο των €10εκ. Το 2004 οι συναλλαγές αυτές μειώθηκαν στα επίπεδα του 2002 και αντιστοιχούν στο 6% του συνόλου, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό το 2003 ήταν στο 16%.

Τα τελευταία τρία χρόνια οι συναλλαγές στην Ελλάδα, με τίμημα μέχρι και €1 εκ., αντιπροσωπεύουν το 30% περίπου του συνόλου, γεγονός που υποδεικνύει ότι τα μεγέθη ενός μεγάλου μέρους των συναλλαγών που πραγματοποιούνται δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικά.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η μέση αξία ανά συναλλαγή το 2004 ήταν σημαντικά χαμηλότερη από τοντις τα €28 εκ. έναντι €56 εκ. το 2003, παραμένοντας υψηλότερη από τα €19 εκ. του 2002.

Η μέση αξία συναλλαγής διαφοροποιείται σημαντικά το 2004 μεταξύ του κλάδου Τεχνολογίας και Τηλεπικοινωνιών και των λοιπών κλάδων. Αν εξαιρέσουμε τις μεγάλες συναλλαγές του κλάδου Τεχνολογίας & Τηλεπικοινωνιών, η μέση αξία συναλλαγής για το 2004 μειώνεται κατά 60% και διαμορφώνεται σε €18 εκ. περίπου.







14 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

### Η αποτύπωση των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης ...

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις που διενεργούνται από την 1 Ιανουαρίου 2004 από εισηγμένες εταιρίες αποτυπώνονται στις οικονομικές τους καταστάσεις με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ). Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ, και ιδιαίτερα του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου (ΔΛΠ) 3, του ΔΛΠ 38 και του ΔΛΠ 39, έχει ως συνέπεια την αυξημένη διαφάνεια σχετικά με τις εξαγορές, γεγονός το οποίο προσδίδει στην αγορά την ευκαιρία καλύτερης κατανόησης του αντικειμένου και της λογικής της συναλλαγής καθώς και των προσδοκιών της Διοίκησης σχετικά με τη συναλλαγή.

Η εφαρμογή των ΔΠΧΠ έχει ως συνέπεια τις ακόλουθες σημαντικές αλλαγές:

- Κατάργηση της μεθόδου συνένωσης συμφερόντων (συγχωνεύσεων). Σε όλες τις επιχειρηματικές συνενώσεις θα πρέπει πλέον να είναι αναγνωρίσιμος ο αγοραστής και η επιχειρηματική συνένωση να καταγράφεται ως εξαγορά.
- Εξχωριστή αναγνώριση και αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων της εξαγορασθείσας εταιρίας (π.χ. εμπορικά σήματα, πατεντολόγιο, ανεκτέλεστες παραγγελίες, άδειες, συμβάσεις, λογισμικό, κλπ).
- Αποτίμηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων της εξαγορασθείσας εταιρίας στη δικαίη αξία τους.
- Η υπεραξία (goodwill) υπολογίζεται πλέον ως η διαφορά μεταξύ της δικαίης αξίας του τιμήματος της εξαγοράς και της δικαίης αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτώνται, συμπεριλαμβανομένων των άυλων περιουσιακών στοιχείων και των ενδεχόμενων υποχρεώσεων.
- Κατάργηση της πρακτικής απόσβεσης και της άμεσης διαγραφής της υπεραξίας. Η υπεραξία πλέον υπόκειται μόνο σε ετήσιο έλεγχο απομείωσης (impairment).
- Δημόσχευση λεπτομερών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις σχετικά με τις εξαγορές, τους λόγους για την προκύπτουσα υπεραξία και τους ελέγχους απομείωσης.
- Για σκοπούς ενοποίησης σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ, η κάθε μητρική εταιρία πρέπει να ενοποιεί στις οικονομικές της καταστάσεις όλες τις εταιρίες στις οποίες ασκεί έλεγχο ή δεσπίζουσα επιρροή. Συνεπώς, παύει να ισχύει η μη ενοποίηση εταιριών λόγω μη συναφούς αντικειμένου.

### ... ενδέχεται να επηρεάσει την στρατηγική των εξαγορών...

Για το λόγο αυτό πρέπει το Διοικητικό Συμβούλιο να αναμειχθεί ενεργά στην εφαρμογή του ΔΛΠ 3 (και ΔΛΠ 38 και 39 όπου χρειάζεται) και να κατανοήσει τις συνέπειες στην στρατηγική εξαγορών και στο πως αυτές επηρεάζουν τα αποτελέσματα της εταιρίας.

**θα επηρεάσει τα αποτελέσματα...**

Η πρόβλεψη των αποτελεσμάτων θα είναι δυσκολότερη:

- Η κατάρτιση της απόφασης της υπεραξίας ενδέχεται βραχυπρόθεσμα να επηρεάσει θετικά τα αποτελέσματα.
- Η διενέργεια ελέγχου απομείωσης της υπεραξίας θα προσδώσει αβεβαιότητα στα αποτελέσματα, εφόσον θα αναγνωρίζονται πιο έγκυρα οι απομειώσεις από ό,τι πριν.
- Η αναγνώριση καινούργιων άυλων στοιχείων, θα αυξήσει τις αποσβέσεις στα αποτελέσματα.
- Η κατάρτιση της αρνητικής υπεραξίας αυξάνει τον κίνδυνο μελλοντικής εδαφικής απομείωσης.
- Τα έξοδα αναδιοργάνωσης θα χρεώνονται στις περισσότερες περιπτώσεις στα αποτελέσματα και όχι στην υπεραξία, καθιστώντας δυσκολότερο στην εταιρία να δείξει, ότι η εξαγορά επηρεάζει θετικά τα κέρδη άμεσα.

**... και θα επιφέρει αυξημένο όγκο εργασιών στις εταιρίες.**

Οι εταιρίες θα υπόκεινται σε αυξημένα έξοδα και όγκο εργασίας λόγω των παρακάτω:

- Εκτίμηση δίκαιης αξίας τμήματος.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας στοιχείων ενεργητικού (π.χ. ακίνητα, συμμετοχές) που αποκτώνται.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας άυλων στοιχείων ενεργητικού που αποκτώνται.
- Εκτίμηση δίκαιης αξίας υποχρεώσεων (συμπεριλαμβανομένων ενδεχόμενων υποχρεώσεων) που αναλαμβάνονται.
- Αναγνώριση Μονάδων Δημιουργίας Ταμειακών Ροών («ΜΔΤΡ») (Cash Generating Units «CGU») και επιμερισμός της υπεραξίας στα ΜΔΤΡ κατά την ημερομηνία της συναλλαγής.
- Έλεγχος απομείωσης της υπεραξίας βάσει της επιμέτρησης στα ΜΔΤΡ.
- Προετοιμασία των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιευθούν.

**4 Γεωγραφική κατανομή**



## Οι διασυνοριακές συναλλαγές το 2004 παρέμειναν περίπου στα ίδια επίπεδα με το 2003, με κύριο προορισμό την περιοχή των Βαλκανίων

18 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

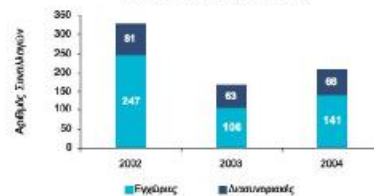
Σε παρόμοια επίπεδα με την προηγούμενη χρονιά κινήθηκε ο αριθμός των διασυνοριακών συναλλαγών, οι οποίες ανήλθαν σε 88 έναντι 83 το 2003 και αντιπροσωπεύουν το 33% του συνόλου για το 2004, έναντι 37% το 2003. Συνεπάγεται ότι η αύξηση του συνολικού αριθμού των συναλλαγών για το 2004 σε σχέση με το 2003 οφείλεται κυρίως σε συναλλαγές μεταξύ εγχώριων εταιριών.

Από το σύνολο των διασυνοριακών συναλλαγών το 2004, το 71% περίπου αφορά σε επενδύσεις ελληνικών εταιριών ή θυγατρικών αυτών στο εξωτερικό, ενώ μόλις το 29% αφορά σε επενδύσεις μέσω εξοχιστών και συγχωνεύσεων ξένων εταιριών στην Ελλάδα. Η αναλογία αυτή (70-30 περίπου) έχει παραμείνει σταθερή τα τελευταία τρία χρόνια και υποδηλώνει ότι συνεχίζεται η περιορισμένη δυνατότητα αύξησης της προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων στην Ελλάδα.

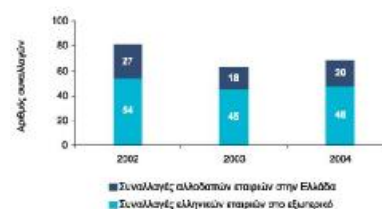
Ποσοστό γύρω στα 50% των επενδύσεων των ελληνικών εταιριών προς το εξωτερικό προορίστηκε το 2004 προς τις γειτονικές χώρες των Βαλκανίων. Η τάση αυτή διαφαίνεται τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα προς τις υποψήφιες χώρες-μέλη της ΕΕ Βουλγαρία και Ρουμανία, οι οποίες έχουν δεσμευθεί σε προγράμματα δομικής αναδιοργάνωσης από διεθνείς οργανισμούς.

Για λόγους συγκρισιμότητας, στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν συμπεριληφθεί και για τα δύο έτη 2003 και 2004 τα δέκα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, με ισχύ από την 1η Μαΐου 2004.

Γεωγραφική ανάλυση συναλλαγών

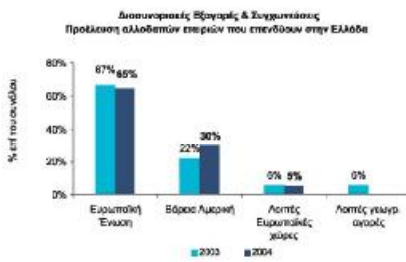


Ανάλυση Διασυνοριακών Εξαγορών & Συγχωνεύσεων

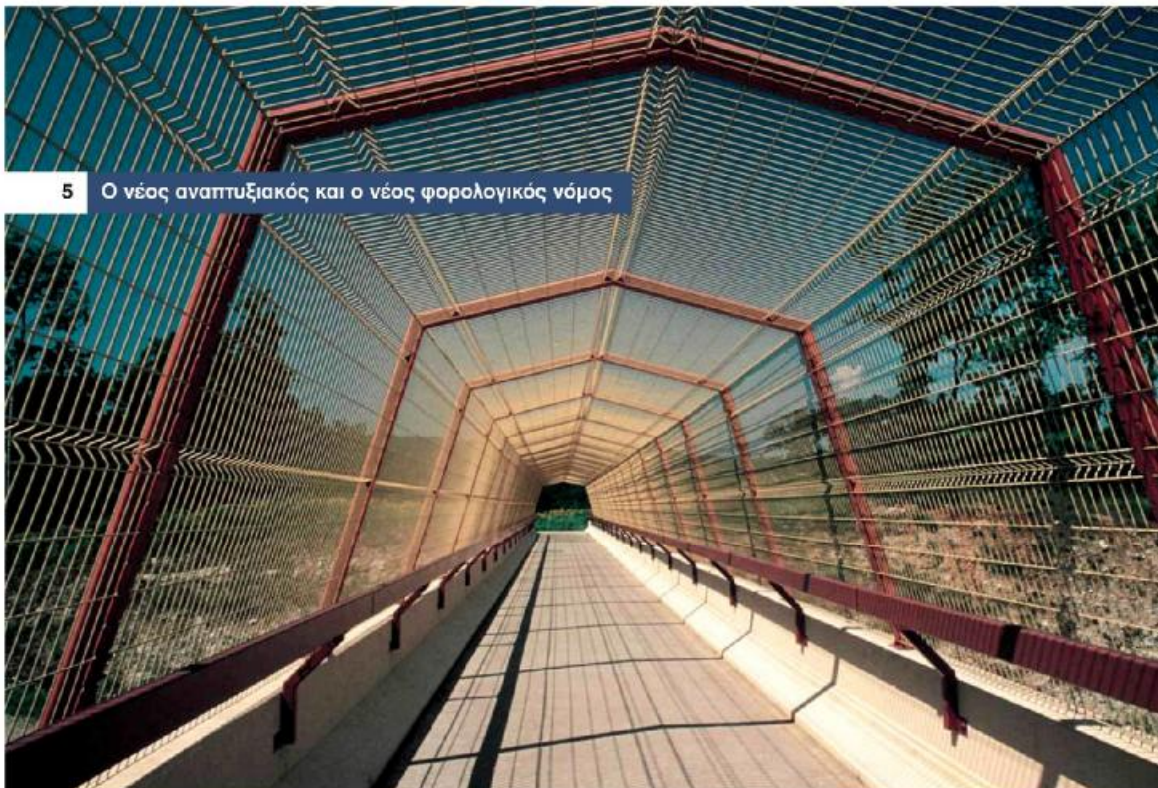




Και το 2004 οι επενδύσεις ξένων εταιριών στην Ελλάδα μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν περιορισμένες, φθάνοντας μόλις τις 29 στο σύνολό τους (από 18 το 2003). Οι χώρες της ΕΕ-25 επιδεικνύουν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τις ελληνικές εταιρίες, αποτελώντας το 67% των αντίστοιχων συναλλαγών.



Ο νέος αναπτυξιακός νόμος Ν.3299/2004, ο οποίος παρέχει αυξημένα κίνητρα για ιδιωτικές επενδύσεις, σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση της φορολογίας επιχειρήσεων από 35% το 2004 σε 25% το 2007 και την παράταση των φορολογικών κινήτρων για συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του Ν.2902/2002 έως το τέλος του 2005 (Ν.3259/2004), θεωρούμε ότι δύναται να αποτελέσουν πύλο έλξης ξένων επενδύσεων σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα στην Ελλάδα.



**5 Ο νέος αναπτυξιακός και ο νέος φορολογικός νόμος**

### Ο νέος αναπτυξιακός νόμος N.3299/2004

Στα υπαγόμενα στις διατάξεις του παρόντος νόμου επενδυτικά σχέδια παρέχονται, τα ακόλουθα είδη ενισχύσεων, το ύψος των οποίων διαμορφώνεται ανάλογα με την περιοχή της Ελλάδας στην οποία θα γίνει η σχετική επένδυση:

- επιχορήγηση χρηματικού ποσού ή/και επιδότηση του κόστους χρηματοδοτικής μίσθωσης από το Δημόσιο για την κάλυψη τμήματος μέχρι και 40% της ενισχυόμενης δαπάνης του επενδυτικού σχεδίου, ή
- φορολογική απαλλαγή μέχρι και 100% των μη διανεμόμενων κερδών για τα πρώτα 10 χρόνια από την πραγματοποίηση της επένδυσης, με τη δημιουργία αφορολόγητου αποθεματικού, ή
- επιδότηση μέχρι και 48% του κόστους μεθοδολογίας των νέων θέσεων εργασίας που δημιουργούνται από την επένδυση για τα δύο πρώτα χρόνια.

Το σύνολο των ενισχύσεων δεν μπορεί να υπερβεί το 55% του συνολικού κόστους της επένδυσης.

Τα κυριότερα σημεία του νέου αναπτυξιακού νόμου συνοψίζονται ως ακολούθως:

- παρέχονται κίνητρα επιχειρηρήσεων και σε παλαιές επιχειρήσεις (σε αυτές που έχει παρέλθει βετία από τη σύσταση τους)
- παροχή ισχυρότερων κινήτρων επιχειρηρήσεων στον τουρισμό και στην ίδρυση-επέκταση ξενοδοχείων 4 ή 5 αστέρων.
- παροχή επιπρόσθετων επιδοτήσεων μέχρι και 15% στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.
- μείωση από 40% σε 25% της ελάχιστης υποχρεωτικής Ίδιας Συμμετοχής στην επένδυση.

### Ο νέος φορολογικός νόμος

Σύμφωνα με το νέο φορολογικό νόμο, η φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων θα μειωθεί σταδιακά από το ισχύον 35% ως εξής:

- 32% για το 2005.
- 29% για το 2006.
- 25% για το 2007 και έπειτα.

## 6 Οι σημαντικότεροι κλάδοι





## Οι τράπεζες και ο κλάδος της τεχνολογίας παρέμειναν και το 2004 οι πιο δραστήριοι σε εξαγορές & συγχωνεύσεις

24 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

### Τράπεζες & Λοιπές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες

Τα τελευταία χρόνια ο κλάδος των τραπεζών & λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κινητικότητα στον χώρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Κατά το 2004, τη σημαντικότερη συναλλαγή αποτέλεσε η εξαγορά του 51% της Γενικής Τράπεζας από την Société Générale, η πρώτη εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ελληνικής από ξένη τράπεζα για πάνω από μία δεκαετία. Επιπρόσθετα, συνεχίστηκε η τάση των μεγάλων ελληνικών τραπεζών για επέκταση και ενίσχυση της θέσης τους στον χώρο των Βαλκανίων. Στο πλαίσιο αυτό, τρεις από τις μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες πραγματοποίησαν τρεις συναλλαγές, οι οποίες αφορούσαν σε αύξηση του μεριδίου τους σε υφιστάμενες θυγατρικές τους. Οι επενδύσεις των ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια συνεχίστηκαν λόγω:

- της επικείμενης έναρξης ορισμένων Βαλκανικών χωρών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Βουλγαρία, Ρουμανία),
- των υψηλών προσδοκιών για ανάπτυξη της πιστωτικής επέκτασης στις χώρες αυτές,
- της ανάγκης εύρεσης νέων αναπτυσσόμενων αγορών ενόψει της μεσοπρόθεσμης ωρίμανσης της ελληνικής αγοράς,
- της γεωγραφικής εγγύτητας.

Επιπρόσθετα, από το σύνολο των 31 συναλλαγών του κλάδου τραπεζών και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι 7 αφορούσαν σε συναλλαγές μεταξύ ασφαλιστικών εταιριών, γεγονός που υποδηλώνει μια τάση συγκέντρωσης στον συγκεκριμένο κλάδο. Από τις υπόλοιπες συναλλαγές, το 15% πραγματοποιήθηκε μεταξύ εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, επενδύσεων χαρτοφυλακίου και χρηματοπιστωτικών εταιριών. Αναφορικά με αναδιοργανώσεις τραπεζικών ομίλων ερχορίζουμε τα ακόλουθα:

1. την αναδιοργάνωση του Ομίλου της Εμπορικής με την συγχώνευση τεσσάρων θυγατρικών της και
2. την αύξηση της συμμετοχής δύο τραπεζών στις θυγατρικές τους εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, με πιθανό ενδεχόμενο τη μελλοντική συγχώνευσή τους ούτως ώστε να αξιοποιήσουν τις φορολογικές απαλλαγές του Ν.2992/2002, οι οποίες βάσει του Ν.3259/2004 παραστέθηκε έως το τέλος του 2006.

### Ανάλυση Συναλλαγών ανά κλάδο

(σε παρένθεση τα στοιχεία του 2003)	Αριθμός συναλλαγών	% επί συνόλου	
Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες	34	(21)	15% (12%)
Τράπεζες & Λοιπές Χρημ. Υπηρεσίες	31	(29)	15% (17%)
Βιομηχανία	27	(14)	13% (8%)
Λιανεμπόριο & Χονδρεμπόριο	24	(8)	11% (5%)
Τρόφιμα & Ποτά	15	(17)	7% (10%)
Ξενοδοχεία, Εστιατόρια & Διασκέδαση	13	(9)	8% (5%)
Πlastικά & Συσκευασίες	12	(7)	8% (4%)
Κινητροφία & Ιχθυοτροφία	11	(6)	5% (4%)
Καπνοκευτές	9	(10)	4% (6%)
Λοιπά / Μη δημοσιευμένα	5	(9)	2% (5%)
Λοιπές Υπηρεσίες	5	(9)	2% (5%)
Ένδυση	5	μ/ε	2% μ/ε
Χημικά & Φαρμακευτικά	5	μ/ε	2% μ/ε
Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας	4	(10)	2% (6%)
Υγεία	4	(5)	2% (3%)
Ενέργεια και Μεταφορές	3	(15)	1% (9%)
Ναυτιλία	2	μ/ε	1% μ/ε
<b>Σύνολο</b>	<b>209</b>	<b>169</b>	<b>100% 100%</b>



### Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες

Ο κλάδος τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών σηματοδοτήθηκε από τις δύο μεγαλύτερες σε αξία συναλλαγές στην Ελλάδα για το 2004, την ολοκλήρωση της εξαγοράς της Vodafone Panafon από την Vodafone Group plc, και την πώληση της Delta-Singular Outsourcing Services στην αμερικανική First Data Corp. Στο σύνολό του, ο κλάδος αποτελεί το 16% του συνόλου των εταιρικών συναλλαγών, με την πλειοψηφία αυτών να αφορούν σε ενχώριες συναλλαγές και να πραγματοποιούνται από εταιρίες στο χώρο της πληροφορικής, ενισχύοντας την ανάγκη για απερόφηση των δραστηριοτήτων των μικρών εταιριών από μεγαλύτερες. Το 12% των συναλλαγών αφορά σε επενδύσεις και κοινοπραξίες ελληνικών εταιριών σε χώρες των Βαλκανίων και της κεντρικής Ευρώπης (Πολωνία).

### Βιομηχανία

Ο κλάδος της βιομηχανίας παρουσίασε σημαντική αύξηση το 2004, αποτελώντας το 13% του συνόλου των συναλλαγών έναντι 8% για το 2003. Το 27% των συναλλαγών αποτελούν εξαγορές κυρίως σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στα Βαλκάνια. Την μεγαλύτερη κινητικότητα στον κλάδο της Βιομηχανίας αναφορικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις παρουσιάζουν οι εταιρίες αλουμινίου και ακολουθούν οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην εξόρυξη μετάλλων/ορυκτών (ερυχρία).

Αναφορικά με τις συναλλαγές εταιριών εξόρυξης ορυκτών θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έντονη δραστηριότητα οφείλεται στην πρόσφατη αύξηση της παγκόσμιας ζήτησης στον τομέα αυτό.



7 Τάσεις σε επιλεγμένους κλάδους

## τάσεις στον τραπεζικό κλάδο και στον κλάδο της ενέργειας...

28 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

Η μεγαλύτερη κινητικότητα σε συναλλαγές που αναμένεται, το 2005 στον κλάδο των τραπεζών προέρχεται από την περαιτέρω επέκταση των μεγάλων ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια, η οποία προβλέπεται να πραγματοποιηθεί με ένα συνδυασμό οργανικής ανάπτυξης και επιλεγμένων εξαγορών. Οι αποκρατικοποιήσεις που συνεχίζονται στον τραπεζικό τομέα σε ένα αριθμό χωρών των Βαλκανίων (όπως για παράδειγμα στη Σερβία και Μαυροβούνιο, στη Ρουμανία κ.ά.) ενδέχεται να συγκεντρώσουν το ενδιαφέρον των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες ανταγωνίζονται πλέον στην περιοχή αυτή με ευρωπαϊκές τράπεζες κυρίως της Ιταλίας και της Αυστρίας. Προσεκτική και περιορισμένη μεσοπρόθεσμα κινητικότητα ενδέχεται να υπάρξει και προς τη γειτονική και μεγάλη αγορά της Τουρκίας, αλλά και προς τις μεγάλες αγορές της Πολωνίας και της Ουκρανίας.

Στην Ελλάδα, δεν παρατηρούμε προς το παρόν σημαντική πίεση ανάμεσα στις μεγάλες τράπεζες για περαιτέρω συγκέντρωση στον κλάδο, δεδομένων των υψηλών επιπέδων κερδοφορίας τους, της συνεχόμενης ανάπτυξης της τραπεζικής αγοράς, καθώς και της δυσκολίας μείωσης των σταθερών εξόδων σε ενδεχόμενες συγχωνεύσεις. Αντιθέτως, σε μεσοπρόθεσμα ορίζοντα, καθώς η ελληνική τραπεζική αγορά θα πλησιάζει την ωρίμανση αναμένουμε την πίεση για συγκέντρωση να μεγαλώνει. Στην πιθανή περίπτωση που μία μεγάλη είτε ξένη είτε ελληνική τράπεζα αποφασίσει να προχωρήσει στην εξαγορά κάποιας από τις πέντε μεγάλες ελληνικές τράπεζες αναμένουμε ότι θα ακολουθήσει μια σειρά σημαντικών αμυντικών συγχωνεύσεων.

Αναφορικά με τις μικρές και τις μεσαίες τράπεζες, αναμένουμε κάποια κινητικότητα σε συναλλαγές, κυρίως μεταξύ τραπεζών παρόμοιων μεγεθών. Η πίεση του ανταγωνισμού είναι πιο εμφανής σε αυτή την κατηγορία των τραπεζών, και πιθανές συναλλαγές θα πραγματοποιηθούν για λόγους συνένωσης μεριδίων αγοράς και οικονομικών κλίμακος.

Η μετοχοποίηση του Ταχυδρομικού Ταμειοτηρίου και ενδεχομένως η εισαγωγή των μετοχών του στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η οποία αναμενόταν το 2004, έχει ανακαινωθεί ότι θα παραταθεί μέχρι το τέλος του 2005 ή και τις αρχές του 2006, ούτως ώστε να προχωρήσει η αναδιοργάνωση του ιδρύματος καθώς και η προτεινόμενη εκατέρωθεν συμμετοχή του Ταχυδρομικού Ταμειοτηρίου στο μετοχικό κεφάλαιο των Ελληνικών Ταχυδρομείων.

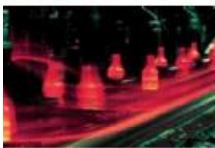
*Επενδυτικές κινήσεις προς τα Βαλκάνια με συνδυασμό οργανικής ανάπτυξης και επιλεγμένων εξαγορών*



*Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών δεν δημιουργεί προς το παρόν πίεση για περαιτέρω συγκέντρωση μεταξύ των μεγάλων τραπεζών*

**Οι τράπεζες θα συνεχίσουν να εκδηλώνουν επενδυτικό ενδιαφέρον προς τα Βαλκάνια**





Η είσοδος του Ισπανικού Ενεργειακού κολοσσού, Iberdrola, στο μετοχικό κεφάλαιο της Χ.ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ σηματοδοτεί αναμφίβολα μία νέα εποχή στον τομέα των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας («ΑΠΕ»). Αποτελεί, παράλληλα, ένδειξη ότι από τις ελληνικές επιχειρήσεις του κλάδου θα πρωταγωνιστήσουν οι μεγάλες και καλά οργανωμένες. Αναμένουμε ότι κατά τη διάρκεια του επομένου έτους οι συναλλαγές στον κλάδο των ΑΠΕ θα εντατικοποιηθούν, καθώς οι εξαγγελίες της κυβέρνησης αναφορικά με το νέο πλαίσιο των ΑΠΕ και ο νέος αναπτυξιακός νόμος 3299/2004 θα αποτελέσουν σημαντικά κίνητρα για την συγκέντρωση αλλαγών παραγωγής και την προσέλκυση νέων επενδύσεων.

Επιπλέον, στην αύξηση δραστηριότητας συναλλαγών στην ηλεκτροπαραγωγή αναμένουμε να συμβάλει και η ΔΕΗ, καθώς συνεχίζει τα σχέδια επέκτασής της στα Βαλκάνια και την Ανατολική Ευρώπη.

Αναφορικά με τον κλάδο πετρελαιοειδών, αναμένουμε εντονότερη δραστηριότητα τόσο σε ανάπτυξη υποδομών όσο και σε αναδιρθρωτικές κινήσεις, καθότι εκτιμούμε ότι οι τιμές του πετρελαίου θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα και θα συνεχίσουν να ενισχύουν τη ρευστότητα των εταιριών του κλάδου.

Στα πλαίσια της απελευθέρωσης της αγοράς του φυσικού αερίου, ιδιαίτερης σημασίας αναμένουμε να είναι και η κατάληξη της διαδικασίας ιδιωτικοποίησης της ΔΕΦΑ, η οποία θεωρούμε ότι θα είναι επιτυχής σε περίπτωση που εφαρμοστούν οι πρόσφατες εξαγγελίες της διοίκησης ότι ο κλάδος της μεταφοράς θα αποτελέσει θυγατρική εταιρία του κλάδου εμπορίου μετά τον υποχρεωτικό διαχωρισμό των λειτουργιών.

### ...Τάσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων στην αγορά της Ενέργειας



8 Εταιρικές συναλλαγές στον ευρωπαϊκό και ελληνικό χώρο

Η PwC έχει τη γνώση και αναγνωρίζεται διεθνώς για τις συμβουλευτικές της υπηρεσίες στο χώρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων

A/A	Σύμβουλος	Αξία συναλλαγών (\$ εκατ)	Αριθμός συναλλαγών
1	Rollschild	14.247,7	87
2	JP Morgan	14.101,8	84
3	Citigroup	13.172,3	59
4	Lazard	11.803,4	54
5	Goldman Sachs & Co	10.558,4	36
6	<b>PricewaterhouseCoopers</b>	<b>10.244,1</b>	<b>80</b>
7	UBS	9.583,1	42
8	Credit Suisse First Boston	9.366,8	43
9	Morgan Stanley	9.180,2	39
10	Deutsche Bank AG	8.970,7	37

Πηγή: Thomson Financial, 2004

### Σύνολο Ευρώπης

Η PwC είναι ανάμεσα στους 10 πρώτους συμβούλους εξαγορών & συγχωνεύσεων στην Ευρώπη για το 2004.

Το 2003 η PwC κατέλαβε την 1η θέση ως σύμβουλος σε εξαγορές και συγχωνεύσεις στην Ελλάδα.

A/A	Σύμβουλος	Αξία συναλλαγών (\$ εκατ)
1	<b>PricewaterhouseCoopers</b>	<b>853,6</b>
2	JP Morgan	784,1
3	ABN AMRO	633,2
3	UBS	633,2
3	National Bank of Greece SA	633,2
6	Deutsche Bank AG	576,0
7	Goldman Sachs & Co	378,0
8	Citigroup	40,0
9	KPMG Corporate Finance	13,2
10	Evolution Group	6,6

Πηγή: Thomson Financial, 2003

Acquisitions 2005

Mid-market Adviser  
of the Year

PRICEWATERHOUSECOOPERS

Η PricewaterhouseCoopers ανακηρύχθηκε ως ο Σύμβουλος Συγχωνεύσεων και Εξαγορών για την χρονιά 2004 από το «Acquisitions Monthly» για την αγορά μεσαίου μεγέθους εταιριών.

Κατέχει την 2η θέση στο Ηνωμένο Βασίλειο για το 2004 με βάση την αξία συναλλαγών.

32 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΤΟΥ 2004 (μέσα αξίας συναλλαγής)					
A/A	Περιγραφή Συναλλαγής	Προέλευση Αγοραστή	Προέλευση Εταιρίας Στόχου	Κλάδος	Αξία Συναλλαγής (€ εκ.)
1	Η Vodafone Group εξαγόρασε αρχικά το 16,03% της Vodafone-Rafanof μέσω XAA και κατόπιν μέσω δημόσιας πρότασης επιπλέον 7,4% της εταιρίας. Συνολικά κατέχει το 98,2% της εταιρίας.	Ηνωμένο Βασίλειο	Ελλάδα	Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες	784
2	Η First Data Corporation εξαγόρασε το 100% της Delta Singular Outsourcing Services.	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	Ελλάδα	Τεχνολογία & Τηλεπικοινωνίες	208
3	Η European Goldfields εξαγόρασε το 35% της Hellas Gold και συνολικά κατέχει το 65% του στόχου.	Καναδάς	Ελλάδα	Εξόρυξη ορυκτών	130
4	Η Société Générale εξαγόρασε το 51% της Γενικής Τράπεζας.	Γαλλία	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	125
5	Η EFG Eurobank Ergasias εξαγόρασε το 100% της Intertrust.	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	100
6	Η Diakon Group εξαγόρασε αρχικά το 38,7% της Κυπαρίσσιος Α.Ε. και κατόπιν μέσω δημόσιας πρότασης και μέσω XAA αγόρασε επιπλέον το 25,6% της εταιρίας.	Ηνωμένο Βασίλειο	Ελλάδα	Χονδρεμπόριο & Λιανεμπόριο	89
7	Η Alpha Bank εξαγόρασε το 8,52% της Alpha Leasing μέσω Δημόσιας Πρότασης και μετά εξαγόρασε μέσω XAA το 12,26% της εταιρίας.	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	53
8	Η Εμπορική Τράπεζα απορρόφησε το 47,8% της Εμπορικής Επενδυτικής ΑΕΕΧ	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	45
9	Η Τράπεζα Πειραιώς εξαγόρασε το 10% της Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	44
10	Η Αργυρομεταλλευμάτων & Βαρύτης ΑΕ εξαγόρασε το 100% της Stahlberg.	Ελλάδα	Γερμανία	Βιομηχανία	44
11	Η Iberdrola εξαγόρασε το 21% της X.Ρόκας.	Ισπανία	Ελλάδα	Ενέργεια & Μεταφορές	32
12	Η Τράπεζα Πειραιώς εξαγόρασε αρχικά το 7% της Παραϊώς Χρηματοδοτικές Μισθώσεις και κατόπιν απέκτησε επιπλέον 13% στην εταιρία, κατέχοντας συνολικά το 83%.	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	32
13	Τα Ελληνικά Χρηματούχια εξαγόρασαν το 29% του Κεντρικού Αποθετηρίου αποκτώντας το 100% της εταιρίας.	Ελλάδα	Ελλάδα	Τράπεζες & Λοιπές Χρηματικές Υπηρεσίες	24
14	Η Αποίδα Mondadori Editore απέκτησε το 20% στις Απικές Εκδόσεις.	Ιταλία	Ελλάδα	Μέσα Μαζικής Επικοινωνίας	23
15	Η Hermann Gultmann Werke, βιομηχανική εταιρία της ALCO Hellas, εξαγόρασε το 100% της Josef Gariner GmbH.	Ελλάδα	Γερμανία	Βιομηχανία	22





34 Εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων το 2004

## Επικοινωνία

Το τμήμα Εταιρικών Συναλλαγών συμβουλεύει επιχειρήσεις κατά το στρατηγικό σχεδιασμό και την υλοποίηση εταιρικών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων υπηρεσιών που αφορούν σε:

- Συγχωνεύσεις, εξαγορές και κοινοπραξίες (joint ventures), στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.
- Πωλήσεις εταιριών, κλάδων και μετοχικών πακέτων.
- Αντίληψη νέων κεφαλαίων, Ξένων (δάνεια και ομόλογα) και ιδίων (εταιρίες επιχειρηματικών συμμετοχών και άλλα).

Για περισσότερες πληροφορίες:

### Αιμίλιος Γιαννόπουλος

Μέτοχος

Επικεφαλής Τμήματος Εταιρικών Συναλλαγών

Τηλ: +30 210 6874 640

emil.yiannopoulos@gr.pwc.com

### Νικόλαος Πεγιδιώτης

Ανώτερος Διευθυντής

Τμήμα Εταιρικών Συναλλαγών

Τηλ: +30 210 6874 452

nicholas.peyiotis@gr.pwc.com

### Σωκράτης Λεπτός-Μπούρτζι

Ανώτερος Διευθυντής

Τμήμα Υποστήριξης Εταιρικών Συναλλαγών και Due Diligence

Τηλ: +30 210 6874 693

socrates.leptos.-bourgi@gr.pwc.com

### Για επιπλέον αντίτυπο επικοινωνήστε:

Κατερίνα Βλάχου

Λ. Κηφισίας 208, 152 02 Χαλάνδρι, Αθήνα

Τηλ: +30 210 6874 841

Fax: +30 210 6874 842

katelena.vlachou@gr.pwc.com



Η PwC είναι ο μεγαλύτερος οργανισμός επαγγελματικών υπηρεσιών στην Ελλάδα και προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών – ελεγκτικές, φορολογικές και συμβουλευτικές – σε εταιρίες και ιδιώτες. Το τμήμα Εταιρικών Συναλλαγών στην PwC προσφέρει επίσης τις ακόλουθες υπηρεσίες:

#### Εταιρικές συναλλαγές

- Αποτιμήσεις εταιριών
- Ειδικός έλεγχος (financial due diligence).

#### Διαχείριση κρίσεων

- Επιχειρηματική ανάκαμψη και διαχείριση χαρτοφυλακίου δανείων
- Ανάλυση εταιρικών διαφορών και διερεύνηση οικονομικού εγκλήματος.

#### Έργα υποδομής και δημόσιες φορέας

- Χρηματοδότηση μεγάλων έργων (project finance)
- Ίδρυση εταιριών.