



**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**

**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ**

---

**©2023**

**ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

---

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

---

Εισηγητές: Σκυριανόγλου Δωροθέα, ΑΜ 1265

Σταθάκης-Κορωνιός Νικόλαος, ΑΜ 1251

Επιβλέπων: Πετράκης Νικόλαος

**©2023**

**Υπεύθυνη Δήλωση :** Βεβαιώνω ότι είμαστε οι συγγραφείς αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχαμε για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχουμε αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες κάναμε χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνουμε ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμάς προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας του ΕΛ.ΜΕ.ΠΑ.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία επικεντρώνεται στην εξερεύνηση και ανάλυση των εννοιών των επιχειρηματικών Εξαγορών και Συγχωνεύσεων. Σε αυτό το πλαίσιο, παρέχονται γενικές κατηγορίες και ορισμοί για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές καθώς και τα κίνητρα που τις διέπουν. Επιπλέον, αναλύονται οι λόγοι που οδηγούν στην υλοποίηση Σ&Ε.

Στη συνέχεια, αναλύεται η εξέλιξη των Σ&Ε μέσα από διάφορα ιστορικά κύματα, καθώς και παραδείγματα στις ΗΠΑ, στην Ευρώπη και στην Ελλάδα. Αναλύονται οι τακτικές και στρατηγικές των αγοραστών, όπως και οι στόχοι και οι αμυντικές στρατηγικές των εταιρειών που υπόκεινται σε εξαγορές.

Επιπλέον, εξετάζει την επιχειρηματική αναδιάρθρωση μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, αναλύοντας τα πλεονεκτήματα, τη διαχείριση και τις επιπτώσεις αυτών των διαδικασιών. Επίσης, παρέχει μια μακροοικονομική επισκόπηση της δραστηριότητας Σ&Ε στην Ελλάδα και την Ευρώπη από το 2018 έως το 2022.

Επιπρόσθετα, παρέχεται μια επισκόπηση του νομικού πλαισίου για τις Σ&Ε στην Ελλάδα, συμπεριλαμβανομένων των μεθόδων και εννοιών, των βασικών νόμων και των φορολογικών κινήτρων που επηρεάζουν αυτές τις διαδικασίες.

Τέλος, γίνεται ανάλυση σε μία από τις σημαντικότερες εξαγορές του 2022. Η ανάλυση περιλαμβάνει την παρουσίαση και των δύο εταιρειών, με έμφαση στα βασικά χαρακτηριστικά τους. Παρέχεται επίσης η ιστορική αναδρομή, εξετάζοντας την πορεία και την ανάπτυξη των εταιρειών μέχρι την συγκεκριμένη εξαγορά καθώς και την συμφωνία μεταξύ των δύο εταιρειών, αναλύοντας τις βασικές πτυχές της και τον αντίκτυπο που αυτή έχει στον τομέα της οικονομίας και της επιχειρηματικότητας.

**Λέξεις Κλειδιά: Συγχωνεύσεις, Εξαγορές, Θεωρίες, Κύματα Ε&Σ, ΗΠΑ, Ελλάδα, Viva Wallet, JP Morgan**

## **ABSTRACT**

This thesis focuses on the exploration and examination of the concepts of business mergers and acquisitions. In this context, general categories and definitions of mergers and acquisitions are provided as well as the reasons for them. In addition, the reasons that lead to the implementation of M&A are analyzed.

Then, the evolution of M&A through various historical waves is analyzed, as well as examples of M&A activities in the US, in Europe and in Greece. The tactics and strategies of acquirers are analyzed, as well as the objectives and defensive strategies of companies subject to acquisitions.

Furthermore, it examines business restructuring through mergers and acquisitions, analyzing the advantages, management and implications of these processes. It also provides a macroeconomic overview of M&A activity in Greece from 2018 to 2021.

Moreover, it gives a broad overview of the legal system for M&A in Greece, including methods and concepts, key laws and tax incentives affecting these processes.

Finally, an examination of one of the most significant acquisitions of 2022 is provided. The analysis includes a presentation of both companies, focusing on their key characteristics. A historical background is also provided, looking at the course and development of the companies up to this acquisition, as well as the agreement between the two companies, analyzing its key aspects and its impact on the economy and entrepreneurship.

**Key Words: Merges, Acquisitions, Theories, A&M Waves, USA, Greece, Viva Wallet, JP Morgan**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	<b>9</b>
<b>ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>10</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ</b>	<b>11</b>
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b>	<b>12</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	<b>13</b>
<b>ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ &amp; ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ</b>	<b>13</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>13</b>
1.1 Κατηγορίες και Ορισμοί Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	13
1.2 Διαφορές μεταξύ Συγχώνευσης & Εξαγοράς	15
1.3 Τα Κίνητρα των Σ&Ε	16
1.3.1 Θεωρίες Οικονομικές	16
1.3.2 Θεωρίες Διοικητικές	17
1.3.3 Θεωρίες Χρηματοοικονομικές	18
1.3.4 Θεωρίες Στρατηγικές	18
1.3.5 Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών	19
1.4 Λόγοι Πραγματοποίησης Σ & Ε	19
1.4.1 Χρησιμοποίηση Οικονομιών Κλίμακας (Economies of Scale)	19
1.4.2 Χρησιμοποίηση Οικονομιών Φάσματος (Economies of Scope)	20
1.4.3 Συνδυασμός και Αλληλοσυμπλήρωση Πόρων	20
1.4.4 Αύξηση Δυναμικής στην Αγορά	20
1.4.5 Ελάττωση Χρόνου & Κόστους Εξέλιξης Νέων Προϊόντων	21
1.4.6 Υπέρβαση Δυσκολιών Εισόδου	22
1.4.7 Ποικιλοποίηση - Εξάπλωση Δραστηριοτήτων	22
1.4.8 Αποτροπή Υπερβάλλοντος Ανταγωνισμού	23
1.4.9 Αύξηση Μεριδίου	23

1.4.10 Εξάλειψη ελαττωμένης Αποδοτικότητας Επιχείρησης - Στόχου	24
1.4.11 Ελάττωση Υπερβάλλουσας Ρευστότητας - Αγοραστή	24
1.4.12 Φορολογικά Κέρδη (Tax Efficiency)	24
1.4.13 Επικερδής Επένδυση Μέσω “Ξεπουλήματος” των Περιουσιακών Δεδομένων της Αποκτηθείσας (Asset Stripping)	25
1.4.14 Αλαζονεία Διοίκησης (Managerial Hubris)	25
1.5 Λόγοι Αποτυχίας των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων	25
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	<b>27</b>
<b>Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ &amp; ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ</b>	<b>27</b>
2.1 Ιστορική Αναδρομή των κυμάτων	27
2.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α.	27
2.2.1 ΚΥΜΑ 1 <sup>ο</sup> , 1897 - 1904	27
2.2.2 ΚΥΜΑ 2 <sup>ο</sup> , 1916 - 1929	28
2.2.3 ΚΥΜΑ 3 <sup>ο</sup> , 1965 - 1970	28
2.2.4 ΚΥΜΑ 4 <sup>ο</sup> , 1984 - 1989	28
2.2.5 ΚΥΜΑ 5 <sup>ο</sup> , 1992 - 2000	29
2.2.6 ΚΥΜΑ 6 <sup>ο</sup> , 2004 - 2007	30
2.2.7 ΚΥΜΑ 7 <sup>ο</sup> , 2013 - 2015	30
2.3 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα	30
2.4 Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ	31
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	<b>34</b>
<b>ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΥΝΗΣ &amp; ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ</b>	<b>34</b>
3.1 Εισαγωγή	34
3.2 Τακτικές & Σχέδια των αγοραστών (Bidders)	34
3.2.1 Τα Στάδια Υλοποίησης των μεθόδων Σ&Ε	34
3.2.2 Η Συνέπεια των Στρατηγικών των Αγοραστών (bidders)	36

3.3 Στόχοι Εξαγοράς - Σχέδια Εταιρειών (Targets)	37
3.3.1 Λόγοι που Προκαλούν Αντίσταση στην Εξαγορά	37
3.3.2 Αμυντικές Στρατηγικές των στόχων-εταιρειών Εξαγοράς	37
3.3.3 Η Συνέπεια των μορφών άμυνας	42
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b>	<b>43</b>
<b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: ΕΞΑΓΟΡΕΣ &amp; ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ</b>	<b>43</b>
4.1 Στοχαστική Προσέγγιση και Ταξινόμηση Σ&Ε	43
4.2 Πλεονεκτήματα Σ & Ε	46
4.3 Management Σ & Ε	47
4.3.1 Φάσεις Σ & Ε	47
4.4 Συνέπειες Σ & Ε	51
4.4.1 Εμφανίσεις Οργανωτικής Τελειοποίησης των Σ & Ε	51
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</b>	<b>55</b>
<b>ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ</b>	<b>55</b>
5.1 Μέθοδοι και Βασικές έννοιες Συγχώνευσης Εταιρειών	55
5.2 Βασικοί Νόμοι	56
5.3 Φορολογικά Κίνητρα	57
5.3.1 Βάσει του Ν.1297/19725 και Ν.2166/1993	57
5.3.2 Βάσει του Ν.4601/2019	58
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6</b>	<b>60</b>
<b>ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2018-2022</b>	<b>60</b>
6.1 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2018	62
6.1.1. Επισκόπηση Μακροοικονομική	62
6.1.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	62

6.1.3. Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2018	65
6.1.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2018	65
6.2 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2019	66
6.2.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική	66
6.2.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	67
6.2.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2019	69
6.2.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2019	69
6.3 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ελλάδα το 2020	70
6.3.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική	70
6.3.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	71
6.3.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2020	73
6.3.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2020	74
6.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ελλάδα το 2021	75
6.4.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική	75
6.4.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	76
6.4.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2021	78
6.4.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2021	79
6.5 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2022	80
6.5.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική	80
6.5.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών	81
6.5.3 Δυναμική Συγχωνεύσεων & Εξαγορών το έτος 2023	83
6.5.4 Συμπεράσματα 2022	85
6.5.5 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2022	86
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7</b>	<b>89</b>
<b>ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ (Case Study)</b>	<b>89</b>
7.1 Εισαγωγή	89



7.2 Viva Wallet & J.P. Morgan	89
7.2.1 Viva Wallet	89
7.2.2 Ιστορική Αναδρομή	89
7.2.3 J.P. Morgan	90
7.3 Η Συμφωνία	90
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8</b>	<b>92</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>92</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>94</b>
Α. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ	94
Β. ΕΛΛΗΝΙΚΗ	98

## ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

<b>Πίνακας 1:</b> Βασικότεροι λόγοι πραγματοποίησης Ε & Σ.	19
<b>Πίνακας 2:</b> Αριθμός Συγχωνεύσεων 1897 – 1904	27
<b>Πίνακας 3:</b> Αριθμός Συγχωνεύσεων 1963 - 1970	28
<b>Πίνακας 4:</b> Αριθμός Συγχωνεύσεων και συνολική αξία 1970 - 1989	29
<b>Πίνακας 5:</b> Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 1990-1999	32
<b>Πίνακας 6:</b> Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 2000-2009	32
<b>Πίνακας 7:</b> Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 2010-2018	33
<b>Πίνακας 8:</b> Εσωτερικές άμυνες κατά το διάστημα πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)	38
<b>Πίνακας 9:</b> Εξωτερικές άμυνες κατά το διάστημα πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)	39
<b>Πίνακας 10:</b> Μορφές άμυνας κατά το διάστημα μετά την προσφορά (Post-bid defences )	40
<b>Πίνακας 11:</b> Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2018	64
<b>Πίνακας 12:</b> Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2019	68
<b>Πίνακας 13:</b> Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2020	72
<b>Πίνακας 14:</b> Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2021	77
<b>Πίνακας 15:</b> Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2022	82
<b>Πίνακας 16:</b> Οι μεγαλύτερες συναλλαγές στην Ευρώπη το 2022	87

## ΛΙΣΤΑ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

<b>Σχεδιάγραμμα 1:</b> Εσωτερική & Εξωτερική ανάπτυξη (internal, external growth)	44
<b>Σχεδιάγραμμα 2:</b> Συγχώνευση & Εξαγορά ως μορφή εξωτερικής ανάπτυξης	45
<b>Σχεδιάγραμμα 3:</b> Δραστηριότητα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα (αριθμός και αξία σε δις. Ευρώ)	60
<b>Σχεδιάγραμμα 4:</b> Κατεύθυνση Συναλλαγών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών	61
<b>Σχεδιάγραμμα 5:</b> Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2018	63
<b>Σχεδιάγραμμα 6:</b> 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2018	65
<b>Σχεδιάγραμμα 7:</b> Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2019	68
<b>Σχεδιάγραμμα 8:</b> 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2019	70
<b>Σχεδιάγραμμα 9:</b> Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2020	72
<b>Σχεδιάγραμμα 10:</b> 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2020	74
<b>Σχεδιάγραμμα 11:</b> Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2021	77
<b>Σχεδιάγραμμα 12:</b> 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2021	79
<b>Σχεδιάγραμμα 13:</b> Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2022	81
<b>Σχεδιάγραμμα 14:</b> 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2022	87

## **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ**

**ΑΕΠ**= Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

**ΔΑΑ**= Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών

**Δ Σ**= Διοικητικό Συμβούλιο

**Ε.Ε**= Ευρωπαϊκή Ένωση

**ΕΠΕ**= Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης

**ΗΠΑ**= Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

**ΚΝ**= Κωδικοποιημένου Νόμου

**ΜΜΕ**= Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης

**ΝΔ**= Νομοθετικό Διάταγμα

**Ν**= Νόμος

**ΟΝΕ**= Οικονομική και Νομισματική Ένωση

**Σ&Ε**= Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

**ΤΜΤ**= Τηλεπικοινωνίες, ΜΜΕ και Τεχνολογία

**LBO**= Leveraged Buyout, Μοχλευμένη Εξαγορά

**M&A**= Mergers and Acquisitions, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον κύριο Πετράκη Νικόλαο για την καθοδήγησή και την πολύτιμη εμπειρία που μοιραστήκατε μαζί μας. Οι συμβουλές σας και η ανοιχτή συζήτηση μας βοήθησαν να κατανοήσουμε βαθύτερα το θέμα μας και να προχωρήσουμε προς τη σωστή κατεύθυνση. Τέλος, ευχαριστούμε τους συμφοιτητές μας για τη συνεργασία, την ανταλλαγή ιδεών και την αμοιβαία στήριξη. Η κοινή προσπάθεια που καταβάλαμε μας επέτρεψε να αντιμετωπίσουμε προκλήσεις και να αναπτύξουμε μια εργασία που είμαστε περήφανοι.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

#### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο, θα εξετάσουμε τον κόσμο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, αρχίζοντας με τις βασικές κατηγορίες, ορισμούς αλλά και τις διαφορές μεταξύ τους. Κατόπιν, θα ερευνήσουμε τα κίνητρα όπου καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα οικονομικών, διοικητικών, χρηματοοικονομικών, στρατηγικών και συμπεριφορικών παραγόντων, όπου περιγράφονται με λεπτομέρεια παρακάτω. Τέλος, θα διερευνήσουμε τους λόγους που μπορεί να οδηγήσουν στην αποτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, αναδεικνύοντας τις πιθανές παγίδες και δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. Αυτό το κεφάλαιο είναι θεμελιώδες στην κατανόηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σε βάθος και θα μας προετοιμάσει για την ανάλυση πιο συγκεκριμένων θεμάτων στα επόμενα κεφάλαια.

#### 1.1 Κατηγορίες και Ορισμοί Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Η εξαγορά και η συγχώνευση είναι δύο διαφορετικές **διαδικασίες** που σχετίζονται με την αγορά εταιρειών. Μπορούν όμως να βοηθήσουν μια εταιρεία να αυξήσει το μέγεθος της ή την παρουσία της στο κλάδο δραστηριότητάς της.

Οι κατηγορίες των Σ&Ε ταξινομούνται σύμφωνα με μια ποικιλία κριτηρίων:

- 1. Με επίκεντρο τη νομική ουσία της εξαγοράς της επιχείρησης που ακολούθησε τη συγχώνευση και τη διαχείριση των λογιστικών θεμάτων που προέκυψαν από την συγχώνευση.**

Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο στην Ελλάδα, εμφανίζονται δύο κατηγορίες:

- **Η εξαγορά (Acquisition/Takeover)** είναι μια μέθοδος όπου μια εταιρεία αγοράζει το μεγαλύτερο ποσοστό των μετοχών μιας άλλης εταιρείας, με σκοπό να την ελέγχει. Η εξαγορά μπορεί να είναι φιλική όταν οι δύο εταιρείες συμφωνούν στη συναλλαγή ή εχθρική, όταν η εταιρεία που προσπαθεί να αγοράσει, αντιμετωπίζει άρνηση από την εταιρεία που προσπαθεί να αποκτήσει.

- **Η συγχώνευση (Merger)** ορίζεται η διαδικασία στην οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες ενώνονται και δημιουργούν μια καινούργια εταιρεία. Στη συγχώνευση, η μία εταιρεία απορροφάται από την άλλη εταιρεία και σταματάει να υπάρχει, ενώ η εταιρεία που επιζεί αποκτά όλη την περιουσία και τα δικαιώματα της απορριφθείσας εταιρείας. Η συγχώνευση μπορεί να περιλαμβάνει μια συγχώνευση ενεργητικού, στην οποία οι εταιρείες ενώνουν τα ενεργητικά τους και δημιουργούν μια νέα εταιρεία, ή μια συγχώνευση παθητικού, στην οποία μια εταιρεία απορροφάται από μια άλλη εταιρεία και στη συνέχεια σταματάει να υπάρχει.

## 2. Με βάση την μέθοδο της εξαγοράς που προσφέρεται, ταξινομούνται ως εξής:

- **Προσφορές δημόσιες προς τους μετόχους (Public Tender Offer) ή αλλιώς ΡΤΟ**

Μια δημόσια προσφορά στους μετόχους ΡΤΟ, είναι μία πρόταση αγοράς μετοχών μιας εταιρείας από μια άλλη εταιρεία. Στη διάρκεια μιας ΡΤΟ, ο αγοραστής προσφέρει να αγοράσει μετοχές από τους μετόχους της εταιρείας με ένα συγκεκριμένο τίμημα, το οποίο συνήθως είναι υψηλότερο από την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Ο σκοπός μιας ΡΤΟ είναι να αποκτήσει ο αγοραστής έλεγχο της εταιρείας ή να αυξήσει το μερίδιο του στην εταιρεία.

- **Συγχωνεύσεις**
- **Συγκρούσεις μέσω αντιπροσώπων (Proxy Fights ΗΠΑ)**

Οι Μάχες μέσω αντιπροσώπων (Proxy Fights) αναφέρονται στην διαμάχη μεταξύ δύο ή περισσότερων εταιρειών που οι μέτοχοι τους ψηφίζουν για την ανάδειξη των ατόμων που θα αποτελέσουν το διοικητικό συμβούλιο ή άλλα θέματα, όπως την επιλογή αυτού που θα οδηγήσει την εταιρεία.

## 3. Ανάλογα με τη διάθεση ή την αντίδραση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

- **Εχθρικές/Επιθετικές**

Όταν η επιχειρησιακή διοίκηση αντιδρά στην εξαγορά και την αποφεύγει.

- **Φιλικές**

Όταν οι δύο εταιρείες συμφωνούν και συνεργάζονται απόλυτα στην πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή εξαγοράς.

## 4. Βασιζόμενοι στο βαθμό τελειοποίησης του τομέα δραστηριότητας στη συσχέτιση.

- **Συσχετισμένες (Related mergers ή concentric mergers)**

Οι συσχετισμένες συγχωνεύσεις αποτελούν τις συγχωνεύσεις μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε ίδιες ή συμπληρωματικές αγορές και διακρίνονται σε:

1. **Οριζόντιες συγχωνεύσεις (horizontal mergers)**

Δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα δραστηριότητας. Παράδειγμα αυτού είναι η συγχώνευση δύο εταιρειών που κατασκευάζουν κτίρια.

2. **Κάθετες συγχωνεύσεις (vertical mergers)**

Δραστηριοποιούνται σε διαφορετικό κλάδο της παραγωγικής αλυσίδας. Παράδειγμα αυτού είναι η συγχώνευση μιας εταιρείας παραγωγής μηχανών τρένου με μια εταιρεία παραγωγής βαγονιών.

- **Ασυσχέτιστες (Unrelated mergers ή conglomerates)**

Οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις είναι συγχωνεύσεις δύο ή περισσότερων εταιρειών με δραστηριοποίηση σε διαφορετικούς κλάδους, χωρίς καμία κοινή βάση.

## 1.2 Διαφορές μεταξύ Συγχώνευσης & Εξαγοράς

Η Συγχώνευση και η Εξαγορά είναι δύο διαδικασίες που συμβαίνουν στον κόσμο των επιχειρήσεων και συνήθως σχετίζονται με τη συνένωση ή απόκτηση μιας εταιρείας από μια άλλη.

Πιο συγκεκριμένα στη **Συγχώνευση**, οι μέτοχοι συμφωνούν να ενώσουν τις εταιρείες τους και να συνεχίσουν ως ένα σύνολο, ενώ από την άλλη πλευρά, στην **Εξαγορά**, μία εταιρεία (αγοράστρια) αποκτά τον έλεγχο μιας άλλης εταιρείας (εξαγοραζόμενη) εξαγοράζοντας τις μετοχές της ή αποκτώντας την πλειοψηφική μετοχική της συνεργασία. Σε αντάλλαγμα για την εξαγορά, η αγοράστρια εταιρεία προσφέρει μετοχές, χρήματα ή άλλου είδους ανταλλάγματα και στο τέλος αποκτά τον έλεγχο και τη ιδιοκτησία της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Οι βασικές διαφορές μεταξύ τους αφορούν:

1. **Το είδος του ανταλλάγματος** που λαμβάνει χώρα και
2. **Το δικαίωμα λόγου** όπου στην περίπτωση της εξαγοράς στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, οι προηγούμενοι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, που εξαγοράζεται δεν έχουν



καμία συμμετοχή, ενώ στην συγχώνευση η συμμετοχή τους εξαρτάται από το ποσοστό που κατέχουν στη συγχωνευμένη επιχείρηση.

### **1.3 Τα Κίνητρα των Σ&Ε**

Σύμφωνα με τα τελευταία 50 έτη υπάρχουν πολλές θεωρίες που εξηγούν τα κίνητρα πίσω από τις Συγχωνεύσεις και τις Εξαγορές και θέλοντας να δείξουν τι προκαλούν την έντονη δραστηριότητα χωρίζονται στις εξής θεωρίες:

#### **1.3.1 Θεωρίες Οικονομικές**

Με βάση αυτές τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κατά κύριο λόγο οικονομικά και είναι οι ακόλουθες:

##### **1. Μειστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων (profit-maximisation theory).**

Η συγκεκριμένη θεωρία βασίζεται στη οικονομική προσέγγιση [Alchian (1950), Friedman (1953) και Becker (1962)] και υποστηρίζει ότι ο σκοπός της επιχείρησης είναι η ενίσχυση των κερδών, ενώ παράλληλα η μετοχική της αύξηση όπου προκύπτει από:

- I. Την βελτιωμένη απόδοση όπου επιτυγχάνεται μέσω της υλοποίησης συνεργειών.**
- II. Την ενίσχυση της επιρροής στον αγοραστικό χώρο (Increase in Market Power)**

##### **2. Ανισορροπία πληροφόρησης (Information Asymmetry Hypothesis)**

Στο πλαίσιο της θεωρίας αυτής οι συγχωνεύσεις οφείλονται στις διαφορετικές εκτιμήσεις της αξίας της εταιρείας/στόχου λόγω των ασυμμετριών πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές στην αγορά. Σύμφωνα με αυτό το θέμα, η διοίκηση μιας εξαγοράζουσας εταιρείας θα προσφέρει εξαγορά για μια διαφορετική εταιρεία επειδή, βάσει των αποκλειστικών πληροφοριών, μπορεί να υποθεθεί ότι η εταιρεία είναι αδικημένη από την αγορά και έτσι μπορεί να εκμεταλλευτεί την αληθινή δύναμη της επιχείρησης.

##### **3. Οικονομική διατάραξη των αγορών (Economic Disturbance Theory), του Gort (1969)**

Αναφέρεται στη μελέτη των επιπτώσεων και των αιτιών των διαταραχών στις αγορές αλλά και στην εξήγηση της αντίδρασης των επιχειρήσεων σε παράγοντες που προέρχονται από εξωτερικές πηγές και έχουν μακροπρόθεσμη επίδραση, όπως νέες τεχνολογίες ή διαθεσιμότητα κεφαλαίων που επεσήμαναν οι Mitchell και Mulherin το 1996 και Harford το 2005. Αν κάποιος από τους εξωγενείς παράγοντες διαταράζει την αγορά, οι εταιρείες μπορεί να αντιδράσουν διαφορετικά, ανάλογα με το πόσο εύκολα μπορούν να ταιριάξουν στις νέες συνθήκες.

#### **4. Υπεραντίδραση της αγοράς και υπερτίμηση της αγοράς**

Η υπεραντίδραση της αγοράς είναι μια θεωρία από τους DeBondt και Thaler (1985) με βάση τη διατάραξη των αγορών του Gort (1969), που υποστηρίζει ότι οι αγορές αντιδρούν με υπερβολή σε νέες/καλές εκτιμήσεις και πληροφορίες για τις εταιρείες και τις αγορές.

Από την άλλη μεριά, η υπερτίμηση της αγοράς είναι μια θεωρία που υποστηρίζει ότι οι αγορές μπορούν να υπερτιμηθούν σε αντίθεση με τις οικονομικές θεμελιώδεις αξίες τους.

#### **5. Θεωρία των παιγνίων (Games theory)**

Η θεωρία των παιγνίων είναι ένας τομέας που σχετίζεται με τη μελέτη της λήψης άριστων αποφάσεων, από ανθρώπους και είναι ιδιαίτερα σημαντική στο κομμάτι των επιχειρήσεων, διότι οι επιχειρηματικές αποφάσεις συνήθως λαμβάνονται σε ένα μέρος αλληλεπιδράσεων ανάμεσα σε διάφορες εταιρείες. Έτσι, η θεωρία των παιγνίων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους.

### **1.3.2 Θεωρίες Διοικητικές**

Οι Διοικητικές Θεωρίες ανήκουν στο ευρύτερο πλαίσιο των Διοικητικών Επιστημών και αναπτύχθηκαν τη δεκαετία του 1960 από των Winter, Marris και Galbraith, οι οποίες αναφέρουν την συνθήκη που κυριαρχεί σε αγορές που δεν κυριαρχεί τέλειος ανταγωνισμός. Συνεπώς, οι διοικήσεις των εταιρειών διαθέτουν την τάση να επικεντρώνονται στο να επιδιώξουν αύξηση του μεγέθους τους, παρά στον σκοπό της αύξησης των κερδών.

#### **1. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης (Agency Problem)**

Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αποτελεί ένα κλασικό θέμα της Οικονομικής Θεωρίας και αφορά τον τρόπο που οι επενδυτές μπορούν να ελέγχουν τις αποφάσεις

των αντιπροσώπων σε μια επιχείρηση. Οι Jensen και Meckling (1976) παρουσίασαν ένα θεωρητικό κομμάτι για την ανάλυση του προβλήματος αυτού τη καλούμενη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), ενώ οι Fama (1980) και Jensen (1983) διεύρυναν την ανάλυση με την εξέταση του ρόλου της αγοράς στην λύση του προβλήματος.

## **2. Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (Hubris Hypothesis)**

Η Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών είναι μια θεωρία που διατυπώθηκε από τον Michael Roll (1986) και σύμφωνα με αυτή η αλαζονεία μπορεί να οδηγήσει τους διοικητικούς στελέχους σε αρνητικές αποδόσεις, λάθη και αποτυχίες.

### **1.3.3 Θεωρίες Χρηματοοικονομικές**

Οι συγκεκριμένες θεωρίες αντιπροσωπεύουν έναν συνδυασμό νεοκλασικών και διοικητικών θεωριών, καθώς προτείνουν ότι η αγορά η ίδια αναλαμβάνει τον ρόλο της προώθησης της μεγιστοποίησης του κέρδους, λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς που αντιμετωπίζονται στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω του μηχανισμού των εξαγορών.

#### **1. Εταιρικός έλεγχος αγοράς (Market for Corporate Control)**

Βασίζεται στο έργο των Friedman (1953), Manne (1965) και Baumol (1965) όπου ο Manne διατύπωσε πρώτος ότι υπάρχει ένα σύστημα εταιρικού ελέγχου σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά. Επιπλέον αρκετές εμπειρικές μελέτες όπως οι Morck, Shleifer και Vishny (1988), Holl και Pickering (1988), Holl και Kyriazis (1997), επιβεβαίωσαν ότι οι εταιρείες με χαμηλές επιδόσεις σε προσφορές ήταν αρχικά στοχευμένες πριν την εξαγορά και στη συνέχεια εξαγοράστηκαν.

#### **2. Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών (Real Options Theory)**

Η συγκεκριμένη μπορεί να εφαρμοστεί σε επιλογές περιουσιακών στοιχείων, όπως άυλα και υλικά αγαθά, που καταπολεμά τις εξαγορές επιχειρήσεων ως ενδεχόμενη επιλογή για άλλες λύσεις όπως στρατηγικές συμμαχίες, εσωτερικού τρόπου εξέλιξης κ.λπ.

### **1.3.4 Θεωρίες Στρατηγικές**

Οι στρατηγικές θεωρίες και οι οικονομικές θεωρίες που συζητήθηκαν παραπάνω είναι αλληλεξαρτώμενες. Σύμφωνα με τον Porter (1985) πάνω στο στρατηγικό management, η

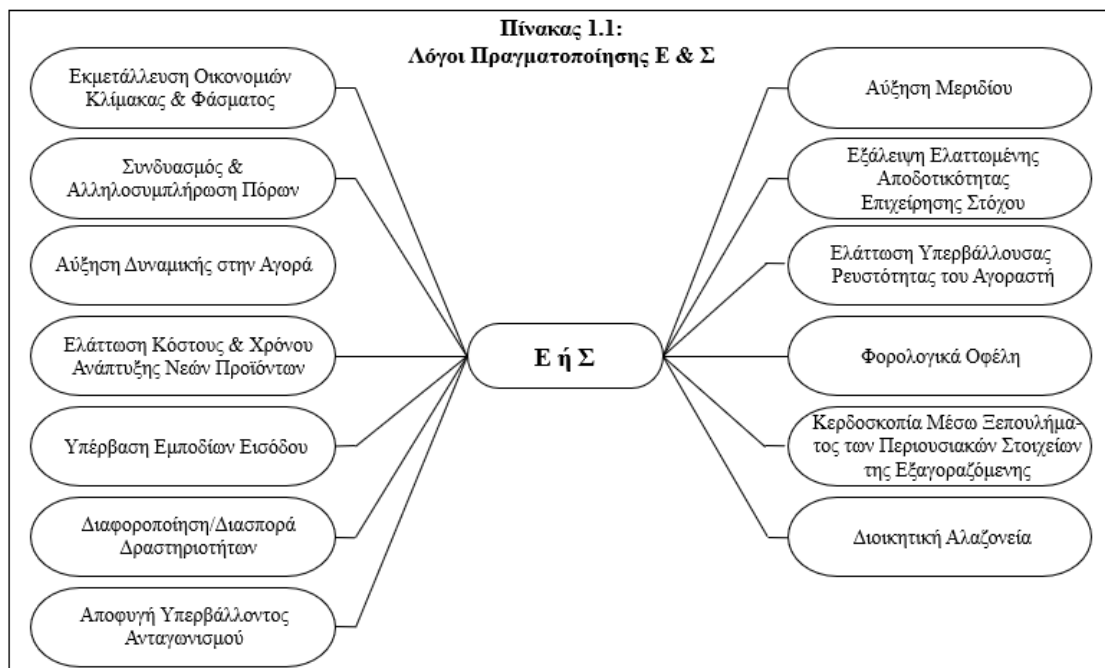
απόφαση του τρόπου εξέλιξης είναι αποτέλεσμα της στρατηγικής προτίμησης της επιχείρησης.

### 1.3.5 Θεωρίες Συμπεριφοράς Οργανισμών

Οι συγκεκριμένες θεωρίες, αναγνωρίζουν τη σημασία της πολιτικής δυναμικής στη διαδικασία λήψης αποφάσεων εντός ενός οργανισμού και τονίζουν ότι πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι πολιτικές παράμετροι κατά τον καθορισμό των αποφάσεων.

## 1.4 Λόγοι Πραγματοποίησης Σ & Ε

**Πίνακας 1: Βασικότεροι λόγοι πραγματοποίησης Ε & Σ.**



Πηγή: “Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία, 2016”

### 1.4.1 Χρησιμοποίηση Οικονομίων Κλίμακας (Economies of Scale)

Αυτά προέρχονται από το ανεβασμένο μέγεθος της καινούργιας επιχείρησης, όπως συμβαίνει σε περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων επιχειρήσεων. Ένας τρόπος για να γίνει μια εξαγορά και συγχώνευση είναι η μείωση του κόστους. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να

επιτευχθούν σε διάφορους κλάδους, όπως η οργάνωση των αποθεμάτων, η αγορά πρώτων υλών και η παραγωγή.

#### **1.4.2 Χρησιμοποίηση Οικονομιών Φάσματος (Economies of Scope)**

Πρόκειται για την παραχώρηση νέων παροχών και προϊόντων από την επιχείρηση, οι οποίες είναι εξειδικευμένες ή έχουν έντονη διαφοροποίηση. Μια δυνατότητα για την προκοπή αυτού του σκοπού είναι η βελτιστοποίηση της παραγωγής μέσω της ολοκληρωμένης ενσωμάτωσης των προμηθευτών και των διανομέων στο σύνολο του συστήματος. Αυτή η προσέγγιση έχει ως αποτέλεσμα την ελάττωση του κόστους που εμφανίζεται από την παρουσία των μεσαζόντων.

#### **1.4.3 Συνδυασμός και Αλληλοσυμπλήρωση Πόρων**

Οι πόροι αφορούν όλα από τις πρώτες ύλες έως το προσωπικό, όπως, η συνεργασία μιας φαρμακοβιομηχανίας με ισχυρή έρευνα και εξέλιξη με μια διαφορετική φαρμακοβιομηχανία που έχει εξειδίκευση στο μάρκετινγκ. Επιπλέον, η εταιρεία που επιθυμεί να αγοράσει μια άλλη επιχείρηση μπορεί να επιδιώκει να χρησιμοποιεί ορισμένες δεξιότητες της, όπως την είσοδο σε οικονομικές πρώτες ύλες, το δίκτυο διανομής ή το εξειδικευμένο προσωπικό. Ένα παράδειγμα συγχώνευσης ανάμεσα δύο ισχυρών φαρμακευτικών εταιρειών, της Pharmacia από την Ευρώπη και της Upjohn από τις Ηνωμένες Πολιτείες, είχε ως βασικό στόχο να δώσει την πρώτη πρόσβαση στις πωλήσεις της Βόρειας Αμερικής, ενώ η δεύτερη θα αποκτούσε μια πηγή καινούργιων φαρμάκων.

#### **1.4.4 Αύξηση Δυναμικής στην Αγορά**

Η ακύρωση πολλών ρυθμιστικών περιορισμών, μαζί με τις αναπτύξεις της τεχνολογίας που σημειώθηκαν στους κλάδους της τραπεζικής και ασφαλιστικής βιομηχανίας, οδήγησαν πολλές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες σε ολόκληρο τον κόσμο να επιλέξουν τον δρόμο των συγχωνεύσεων. Αυτές οι συγχωνεύσεις ήταν αναγκαίες για την επίλυση των αλλαγών και την διατήρηση της δυναμικότητά τους. Επιπρόσθετα, μια επιχείρηση γίνεται να επιτύχει την κατάκτηση μιας αγοράς μέσω μιας εξαγοράς, όταν τα όρια αυτής της αγοράς δεν έχουν ακόμη σχηματιστεί. Για παράδειγμα, η Intel προχώρησε στην εξαγορά της Xircom, μιας

εταιρείας που δημιουργεί ασύρματες κάρτες για διαδικτυακή σύνδεση, προσπαθώντας να κατακτήσει την αγορά των τηλεπικοινωνιών.

#### **1.4.5 Ελάττωση Χρόνου & Κόστους Εξέλιξης Νέων Προϊόντων**

Είναι αλήθεια πως η επιτυχία μιας καινοτομίας απαιτεί αρκετό χρόνο για να εκφραστεί και να οδηγήσει σε πραγματικά οικονομικά οφέλη για μια επιχείρηση. Αυτή η διαδικασία συνεπάγεται σε υψηλό κίνδυνο. Ως εκ τούτου, τα στελέχη επιλέγουν πιο συχνά να καταβάλλουν μεγάλο αντίτιμο για την εξαγορά μιας υπάρχουσας επιχείρησης, προκειμένου να αποφύγουν τον κίνδυνο που συνδέεται με την ανάπτυξη μιας καινούργιας επιχείρησης από το μηδέν. Ένα παράδειγμα που αναδεικνύει αυτή την κατηγορία είναι η εξαγορά της εταιρείας Prince Corporation από την Johnson Controls. Η Prince Corporation ήταν μια άμεση ανταγωνίστρια που κατασκεύαζε εξαρτήματα για το εσωτερικό των αυτοκινήτων. Ωστόσο, η Johnson Controls, κατανοώντας καλύτερα τις ανάγκες των πελατών της, κατάφερε να παράγει προϊόντα με υψηλότερο περιθώριο κέρδους. Η Johnson Controls απέκτησε γρήγορα τις γνώσεις από την Prince και ενσωμάτωσε αυτά τα πλεονεκτήματα στη δική της γκάμα προϊόντων. Μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι Ε&Σ αντικαθιστούν την ανάγκη για καινοτομία σε μια επιχείρηση. Αυτό συμβαίνει επειδή συχνά η επιχείρηση διαθέτει ελάχιστους πόρους, τους οποίους δεν επιθυμεί να επενδύσει σε έρευνα και εξέλιξη νέων προϊόντων. Η εναλλακτική στρατηγική μέσω Ε&Σ φαίνεται αρκετές φορές ελκυστική και προσφέρει οφέλη.

Κάποιος μπορεί να υποστηρίξει ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ε&Σ) αντικαθιστούν την αναγκαιότητα μιας επιχείρησης για πρωτοπορία. Ο λόγος είναι ότι συχνά οι επιχειρήσεις δεν έχουν αρκετούς πόρους και δεν είναι διατεθειμένες να επενδύσουν αυτούς τους πόρους στην έρευνα και εξέλιξη νέων προϊόντων. Η εναλλακτική στρατηγική εξέλιξης μέσω Ε&Σ μπορεί να φανεί ελκυστική.

Το παραπάνω φαινόμενο έχει καταγραφεί δραματικά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Με την έκρηξη των νέων τεχνολογιών, ακόμη και οι μεγάλες εταιρείες αντιμετωπίζουν δυσκολίες στο να παρακολουθήσουν τις εξελίξεις. Ως αποτέλεσμα, αντί να κεφαλαιοδοτήσουν στη δημιουργία και ανάπτυξη δικών τους τμημάτων έρευνας και ανάπτυξης, προτιμούν να εξαγοράζουν μικρές εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης. Με αυτόν τον

τρόπο, αποκτούν πρόσβαση σε σύγχρονη τεχνολογία και προϊόντα που έχουν ήδη αναπτυχθεί από αυτές τις μικρές εταιρείες.

Ένα κλασικό παράδειγμα αποτελεί η εταιρεία Cisco Systems, η οποία είναι η ηγέτιδα εταιρεία στην αγορά των δρομολογητών (routers). Η Cisco έχει εξαγοράσει 155 επιχειρήσεις σε λιγότερο από 15 χρόνια.

#### **1.4.6 Υπέρβαση Δυσκολιών Εισόδου**

Κατά τον ερχομό των επιχειρήσεων σε μια καινούργια χώρα, μπορούν να προκύψουν διάφορες δυσκολίες. Για παράδειγμα, η πρόσβαση σε αυτήν την αγορά μπορεί να απαιτεί σημαντικές επενδύσεις για την απόκτηση εξοπλισμού, την ίδρυση εγκαταστάσεων, τη διαφήμιση και την προώθηση των προϊόντων. Ειδικά όταν υπάρχει ήδη ανταγωνισμός στη συγκεκριμένη αγορά, η θέση μιας νεοεισερχόμενης επιχείρησης είναι ακόμα πιο δύσκολη.

Σε τέτοιες περιπτώσεις, μια επιχείρηση έρευνας και ανάπτυξης (Ε&Σ) που συμμετέχει στον ίδιο κλάδο με μια υφιστάμενη επιχείρηση μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρήσιμη. Μέσω αυτής της συνεργασίας, η νεοεισερχόμενη επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει γνώση για την αγορά και τις επιλογές των τοπικών πελατών, καθώς και ένα ήδη υπάρχον δίκτυο διανομής. Επιπλέον, η υφιστάμενη επιχείρηση μπορεί να διαθέτει ήδη εδραιωμένη εμπιστοσύνη από τους καταναλωτές, γνωστή και ως "brand loyalty", την οποία η νεοεισερχόμενη επιχείρηση μπορεί να επωφεληθεί.

Με την εξαγορά της Capital Cities/ABC από την Disney το 1995, η Disney κατάφερε να διπλασιάσει την αξία των χρημάτων της, αλλά επίσης και να επεκτείνει τις ενέργειές της στην Ευρώπη και στην Ασία. Η Capital Cities είχε ήδη αναπτύξει ένα δίκτυο διανομής των προϊόντων της σε αυτές τις περιοχές, και η εξαγορά της της έδωσε τη δυνατότητα να αξιοποιήσει αυτό το δίκτυο.

#### **1.4.7 Ποικιλοποίηση - Εξάπλωση Δραστηριοτήτων**

Είναι γνωστό ότι όταν μια επιχείρηση επιθυμεί να ποικιλοποιήσει και να εξαπλώσει την παραγωγή της σε νέες αγορές, αντιμετωπίζει αρκετά προβλήματα, κυρίως εξαιτίας της έλλειψης γνώσης των αγορών αυτών από τους στελέχους της. Έτσι, η εξαγορά μιας επιχείρησης που ήδη έχει εδραιωθεί σε αυτήν την αγορά αποτελεί μια πιο ασφαλή και

αποτελεσματική προσέγγιση για τη διασπορά των δραστηριοτήτων της, είτε αφορά σχετιζόμενους είτε ασυσχέτιστους κλάδους. Ένα κρίσιμο βήμα προς τη εξάπλωση των δραστηριοτήτων της έκανε η εταιρεία Sony Ιαπωνίας, όταν αποφάσισε να εξαγοράσει τις αμερικανικές εταιρείες CBS Records και Columbia Pictures. Μέσω αυτών των εξαγορών, η Sony όχι μόνο επέκτεινε τις δραστηριότητές της στον κλάδο των μέσων ενημέρωσης και της δημιουργίας ταινιών, αλλά ταυτόχρονα ενισχύθηκε και διευρύνθηκε στο δίκτυο διανομής της. Με αυτόν τον τρόπο η Sony άφησε πίσω τα προβλήματα εισόδου που αντιμετώπιζε στην αμερικανική αγορά.

Άλλο παράδειγμα είναι η εταιρεία TITAN, η οποία είναι ηγέτης στον τομέα των οικοδομικών υλικών και του τσιμέντου στην Ελλάδα. Η εταιρεία αυτή προχώρησε σε εξαγορές εργοστασίων στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Τουρκία και την Αίγυπτο, με στόχο να εδραιώσει την παρουσία της στο εξωτερικό και να μειώσει της εξάρτησή της από την ελληνική αγορά, η οποία αντιμετωπίζει μια παρατεταμένη ύφεση.

#### **1.4.8 Αποτροπή Υπερβάλλοντος Ανταγωνισμού**

Η επέκταση μιας επιχείρησης σε νέες αγορές, είτε σχετικές είτε μη, αποτελεί συχνά στρατηγική που μπορεί να μειώσει την εξάρτηση της από μια συγκεκριμένη αγορά στην οποία εστίαζε προηγουμένως, ιδίως όταν ο ανταγωνισμός ήταν έντονος. Κατά τη δεκαετία του 1980, αμερικανικές εταιρείες αντιμετώπιζαν προβλήματα λόγω της αυξανόμενης παρουσίας ιαπωνικών, γερμανικών και άλλων διεθνών εταιρειών σε διάφορους κλάδους. Ένα παράδειγμα αυτού ήταν η General Motors όπου ήταν σε μία ιδιαίτερα ισχυρή θέση στην αμερικανική αγορά αυτοκινήτων με την κυριαρχία του 50% του μεριδίου της αγοράς στη δεκαετία του 1980. Ωστόσο, με αυτήν την αύξηση, το ποσοστό της ελαττώθηκε στο 30% στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Με σκοπό να αντιμετωπίσει τον έντονο ανταγωνισμό, η επιχείρηση προχώρησε στην εξαγορά εταιρειών που δεν είχαν άμεση σχέση με αυτή, όπως η Electronic Data System και η Hughes Aerospace.

#### **1.4.9 Αύξηση Μεριδίου**

Η επιχείρηση επιτυγχάνει διαρκώς αύξηση του μεγέθους της μέσω της Σ&Ε, πράγμα που συνεπάγεται σε αύξηση της ισχύος της στην αγορά. Αυτό της παρέχει ασφάλεια και αυτοπεποίθηση στον ανταγωνιστικό τομέα, καθώς επίσης και τη δυνατότητα επίτευξης μεγαλύτερων κερδών. Παράλληλα, η ενίσχυση της ισχύος της επιτρέπει να μαγνητίσει τα



πλέον εξειδικευμένα στελέχη του κλάδου, να συνάπτει στρατηγικές συμμαχίες και να εφαρμόζει νέες Σ&Ε με την υπεροχή της θέσης της. Επιπλέον, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η επιχείρηση εδράζεται σε ισχυρότερη θέση εντός του κλάδου και ενισχύει την ισχύ της απέναντι σε προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές. Έτσι, είναι περισσότερο ικανή να εμποδίζει την είσοδο νέων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων, αλλά και να ανταποκρίνεται σε αντικαταστάσεις προϊόντων.

#### **1.4.10 Εξάλειψη ελαττωμένης Αποδοτικότητας Επιχείρησης - Στόχου**

Συχνά, η επιχείρηση που λειτουργεί ως πελάτης μπορεί να κατέχει διοικητικές και άλλες ικανότητες που μπορούν να καλυτερεύσουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης-στόχου. Ένα κλασικό παράδειγμα αυτού περιλαμβάνει η αγορά της Duracell από τη Gillette. Αξιοποιώντας ένα ευρύ δίκτυο διανομής προϊόντων προσωπικής φροντίδας η Gillette πέτυχε στη διάρκεια του πρώτου έτους να διαδώσει τα προϊόντα της Duracell σε 25 νέες αγορές, με αποτέλεσμα να παρουσιάσει εντυπωσιακή αύξηση στις εμπορικές συναλλαγές μπαταριών σε σταθερές διεθνείς αγορές.

#### **1.4.11 Ελάττωση Υπερβάλλουσας Ρευστότητας - Αγοραστή**

Η επιχείρηση διαθέτει σημαντικά ποσά κεφαλαίου και μια Ε&Σ φαίνεται ως μια ελκυστική επιλογή για την επένδυση αυτών των πόρων. Κατά τη δεκαετία του 1990, όταν εξελισσόταν η έντονη ανοδική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών και της υψηλής αύξησης των μετοχικών τιμών, πολλές ελληνικές επιχειρήσεις βρέθηκαν σε μια κατάσταση μεγάλης ρευστότητας. Ένα μεγάλο ποσοστό αυτών των επιχειρήσεων επένδυσε σε μαζικές Ε&Σ. Ωστόσο, η πλειονότητα έχασε τα κεφάλαιά της και κατέληξε σε πτώχευση ή εξαγοράστηκε.

#### **1.4.12 Φορολογικά Κέρδη (Tax Efficiency)**

Εάν η εταιρεία που προχωρά στην εξαγορά αντιμετωπίζει σημαντικά έσοδα και, συνεπώς, μεγάλες φορολογικές επιβαρύνσεις, μια επιλογή που μπορεί να ακολουθήσει είναι η συγχώνευση με διαφορετική εταιρεία που εμφανίζει προβλήματα. Αυτό γίνεται να οδηγήσει σε μείωση των φορολογικών υποχρεώσεων της. Επιπλέον, μια εταιρεία γίνεται να εκμεταλλευτεί φορολογικά αν επιλέξει να πραγματοποιήσει μία διακρατική συγχώνευση και η χώρα της εταιρείας-στόχου καθιστά υποχρεωτικά χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές. Αυτή η πρακτική γνωστή ιδίως σε διεθνές επίπεδο ως “inversion” (αντιστροφή)

είναι ένας δημοφιλής λόγος Εξαγοράς και Συγχώνευσης. Για παράδειγμα η δεύτερη πιο μεγάλη φαρμακευτική εταιρεία παγκοσμίως η Pfizer, το 2015 εξαγόρασε την εταιρεία Allegran από την Ιρλανδία (προϊόντα Botox). Η εξαγορά αυτή θα επιτρέψει στην Pfizer να μεταφέρει τη φορολογική της βάση στην Ιρλανδία και να μειώσει το επίπεδο φορολογίας που αντιμετωπίζει στις ΗΠΑ κατά περίπου 1/5.

#### **1.4.13 Επικερδής Επένδυση Μέσω “Ξεπουλήματος” των Περιουσιακών Δεδομένων της Αποκτηθείσας (Asset Stripping)**

Οι εταιρείες μπορεί να βρίσκονται σε μια κατάσταση υποτίμησης, όταν η αξία της περιουσίας τους υπερβαίνει την αξία της ίδιας της εταιρείας (αρνητική υπεραξία). Σε τέτοιες περιπτώσεις, η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να προχωρήσει στην πώληση των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Μέσω αυτής της διαδικασίας, γίνεται να εξοφλήσει το κόστος της εξαγοράς και να επιτύχει κέρδος.

#### **1.4.14 Αλαζονεία Διοίκησης (Managerial Hubris)**

Συχνά, στελέχη της διοίκησης εκδηλώνουν μια υπεροψία και αλαζονεία, νομίζοντας ότι είναι οι καλύτεροι στο να διοικούν τις επιχειρήσεις-στόχους. Η αλαζονεία της διοίκησης αρκετές φορές αποτελεί σημαντικό κίνητρο για εμπλοκή σε Σ&Ε. Σε υπερβολικά ασυνήθιστες καταστάσεις, μπορούμε να βρούμε εξαιρετικά ανήθικη και αλαζονική συμπεριφορά. Αν και αυτό αποτελεί ένα ιδιαίτερα ολέθριο παράδειγμα, πρέπει να κατανοήσουμε ότι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι πολύπλοκες, όπου διαφορετικά συμφέροντα συγκρούονται, καριέρες καταστρέφονται ή δημιουργούνται και αυτοκρατορίες δημιουργούνται.

### **1.5 Λόγοι Αποτυχίας των Εξαγορών & Συγχωνεύσεων**

#### **1. Ανεπαρκής Αξιολόγηση & Επιλογή Μη Κατάλληλου Στόχου (due diligence)**

Όταν μια επιχείρηση εξετάζει τη δυνατότητα να εξαγοράσει μια άλλη επιχείρηση, συνήθως ακολουθεί μια μέθοδο αξιολόγησης της επιχείρησης-στόχου, κατά την οποία αξιολογεί τα πλεονεκτήματα που θα προκύψουν και τα ενδεχόμενα ποσά που θα πρέπει να αντιμετωπιστούν.

#### **2. Υπερεκτίμηση Προσδοκώμενων Συνεργιών**

Οι προβλέψεις σχετικά με την επίτευξη συνεργιών μπορεί να αποδειχθούν εσφαλμένες, καθώς η εκτίμηση της αναμενόμενης αύξησης των εσόδων, για παράδειγμα, συνήθως αντιμετωπίζει σημαντικές δυσκολίες στον υπολογισμό της. Αυτό συμβαίνει καθώς βασίζεται από εξωτερικούς παράγοντες που αρκετές φορές βρίσκονται εκτός του χειρισμού της διοίκησης.

### **3. Υπερβολικό Τίμημα (Premium) - Χρέος**

Η επιχείρηση επιθυμεί την εξαγορά μιας άλλης εταιρείας και είναι πρόθυμη να δώσει υψηλό ποσό για να το επιτύχει, εάν πιστεύει ότι αυτή η εξαγορά θα της φέρει σημαντικά οφέλη. Ωστόσο, αν τα μετοχικά κεφάλαια της εταιρείας-στόχου διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά, η τιμή τους μεγαλώνει κατά τη τις συζητήσεις, προκαλώντας την εξαγοράζουσα εταιρεία να πληρώσει ένα ακόμα υψηλότερο ποσό (premium).

### **4. Ρόλος Στελεχών - Διοικητική Αλαζονεία**

Προηγούμενος στο υποκεφάλαιο 1.5 ( 1.5 Λόγοι Πραγματοποίησης Σ & Ε) είχαμε αναφέρει ότι η Διοικητική Αλαζονεία χαρακτηρίζεται ως λόγος πραγματοποίησης Σ&Ε. Ωστόσο, αποτελεί και λόγο αποτυχίας. Συχνά, τα στελέχη της επιχείρησης- αγοραστή μπαίνουν σε συζητήσεις διαπραγμάτευσης με μια αίσθηση υπεροψίας, θεωρώντας τα στελέχη της επιχείρησης- στόχου ως υποδεέστερα ή ανεπαρκή σε αξία, καθώς η επιχείρηση τους φτάνει στο σημείο να εξαγοραστεί. Πολλές συγχωνεύσεις έχουν αποτύχει εξαιτίας της έλλειψης συνεργασίας και αλληλοκατανόησης μεταξύ των στελεχών των δύο επιχειρήσεων, καταλήγοντας σε ουσιαστικό “διαζύγιο”.

### **5. Προβλήματα Συγχώνευσης - Ο Ανθρώπινος Παράγοντας - Η Σημασία Της Κουλτούρας**

Η αδυναμία άμεσης και επιτυχούς σύζευξης δύο επιχειρήσεων είναι ο κύριος λόγος αποτυχίας σε μια Σ&Ε. Η συμβατότητα ή ασυμβατότητα στην εταιρική κουλτούρα συχνά διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο σε αυτό. Εταιρική κουλτούρα είναι η συνολική συλλογή από σύμβολα, αξίες, ιδεολογίες και υποθέσεις που λειτουργούν στο εσωτερικό μιας επιχείρησης ή οργανισμού, συχνά χωρίς να είναι πλήρως συνειδητοποιημένες, καθοδηγώντας και διαμορφώνοντας την προσωπική και εταιρική συμπεριφορά. Παρόλο που η αρμονία της εταιρικής κουλτούρας είναι καθοριστική για την επιτυχία μιας Ε&Σ, συχνά αγνοείται κατά τη διαδικασία αυτή. Οι δυσάρεστες

συνέπειες αυτής της αδυναμίας εμφανίζονται κατά το διάστημα αλλαγής μετά τον καθορισμό της συμφωνίας και μπορούν να είναι κρίσιμες, με αποτέλεσμα μια Ε&Σ με πολλές υποσχόμενες προοπτικές να αποτύχει εντελώς.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

#### 2.1 Ιστορική Αναδρομή των κυμάτων

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι μια συνηθισμένη πρακτική στον τομέα των επιχειρήσεων όπου έχει διαπιστωθεί ότι εμφανίζονται κατά κύματα (merger waves), και η ιστορία τους εκτείνεται αρκετά χρόνια πίσω. Στις Η.Π.Α., οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έχουν ένα πλούσιο ιστορικό που αρχίζει από το 1890 και αυξήθηκε δραματικά στην δεκαετία του 1980, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ακολούθησαν μερικά χρόνια αργότερα.

#### 2.2 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α.

Στις Η.Π.Α. μπορούν να διακριθούν επτά 7 κατά κύριο λόγο κύματα από το 1897.

##### 2.2.1 ΚΥΜΑ 1<sup>ο</sup>, 1897 - 1904

Το αρχικό κύμα πρωτοεμφανίστηκε κατά τα χρονικά έτη μεταξύ 1897 - 1904 και είναι γνωστό ως το σπουδαιότερο κύμα συγχώνευσης. Το συγκεκριμένο κύμα συνέβη μετά την οικονομική κρίση του 1883 και επηρέασε σημαντικά την ταχεία ανάπτυξη της τεχνολογίας, της οικονομικής ανάπτυξης, της κρατικής νομοθεσίας και της βιομηχανίας στις Η.Π.Α..

<i>Year</i>	<i>Number of Mergers</i>
1897	69
1898	303
1899	1208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Πηγή: Merrill Lynch, Mergerstat Review, 1989

### **2.2.2 ΚΥΜΑ 2<sup>ο</sup>, 1916 - 1929**

Η περίοδος αυτή παρουσιάζεται μετά τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο, από το 1916 έως το 1929 και σε αντίθεση με το πρώτο κύμα χαρακτηρίστηκε από περισσότερες κάθετες συγχωνεύσεις παρά από οριζόντιες. Επίσης το συγκεκριμένο κύμα δημιούργησε περισσότερα ολιγοπώλια παρά μονοπώλια.

### **2.2.3 ΚΥΜΑ 3<sup>ο</sup>, 1965 - 1970**

Το τρίτο κύμα, γνωστό και ως κύμα μη συσχετισμένες συνενώσεις (conglomerates) εμφανίζεται το 1965 έως το 1970. Σε αυτή την περίοδο παρουσιάστηκαν τα υψηλότερα επίπεδα δραστηριότητας και οι συνενώσεις αυτές οδήγησαν στην δημιουργία τεράστιων εταιρειών. Σε αντίθεση με τα δύο πρώτα κύματα, το τρίτο κύμα επεκτάθηκε και στον ευρωπαϊκό χώρο.

**Πίνακας 3: Αριθμός Συγχωνεύσεων 1963 - 1970**

<i>Years</i>	<i>Number of Mergers</i>
1963	1361
1964	1950
1965	2125
1966	2377
1967	2975
1968	4462
1969	6107
1970	5152

Πηγή: Merrill Lynch, Mergerstat Review, 1989

### **2.2.4 ΚΥΜΑ 4<sup>ο</sup>, 1984 - 1989**

Η δεκαετία του 1980 ήταν μια περίοδο με αυξημένη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών αλλά το χαρακτηριστικό του κύματος είναι ο σημαντικός ρόλος των εχθρικών

συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα, στη δεκαετία αυτή έγινε χρήση της τεχνικής LBO (Leveraged Buyout) η οποία είναι μια τεχνική χρηματοδότησης εξαγορών όπου η χρήση της αυξήθηκε σημαντικά και χρησιμοποιήθηκε στην αγορά μεγάλων εταιρειών. Ωστόσο, η υπερβολική χρήση της οδήγησε σε υψηλό επίπεδο χρέους.

**Πίνακας 4: Αριθμός Συγχωνεύσεων και συνολική αξία 1970 - 1989**

<i>Years</i>	<i>Mergers</i>	<i>Total Dollar Value Paid</i>
1970	5152	16414,9
1971	4608	12619,3
1972	4801	16680,5
1973	4040	16664,5
1974	2861	12465,6
1975	2297	11796,4
1976	2276	20029,5
1977	2224	21937,1
1978	2106	34180,4
1979	2128	43535,1
1980	1889	44345,7
1981	2395	82617,6
1982	2346	53754,5
1983	2533	73080,5
1984	2543	122223,7
1985	3001	179767,5
1986	3336	173136,9
1987	2032	173136,9
1988	2258	246875,1
1989	2366	221085,1

Πηγή: Merrill Lynch, Mergerstat Review, 1989

### **2.2.5 ΚΥΜΑ 5<sup>ο</sup>, 1992 - 2000**

Το πέμπτο κύμα εντοπίζεται μεταξύ του 1992 και 2000 και παρά την ύφεση της δεκαετίας του 1990, οι συναλλαγές, μετοχές μετατράπηκαν απότομα σε θετικές στις αρχές του 1992. Επιπλέον ήταν το μεγαλύτερο από τα προηγούμενα κύματα.

Αίτια και χαρακτηριστικά:

1. Ενίσχυση κλάδων νέων τεχνολογιών (τηλεπικοινωνίες, διαδίκτυο).
2. Δημιουργία οργανισμών υπερεθνικών (Ε.Ε. , NAFTA).
3. Παγκοσμιοποίηση προϊόντων, κεφαλαιαγορών και υπηρεσιών.
4. Φιλελευθεροποίηση και απορρύθμιση αγορών, και ιδιωτικοποίηση σε κλάδους τραπεζικών ιδρυμάτων κ.λπ.

### **2.2.6 ΚΥΜΑ 6<sup>ο</sup>, 2004 - 2007**

Το έκτο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στη δεκαετία του 2000 αναπτύχθηκε από το 2004 και έφτασε σε απογείωση το 2005 μέχρι το 2007. Αποτέλεσε μια περίοδο υψηλής δραστηριότητας σε διάφορους τομείς μετάλλων, καυσίμων, τηλεπικοινωνιών, τραπεζών, υγείας και εταιρειών δημόσιου συμφέροντος (Δημήτριος Α. Κυριαζής, *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*). Το κύμα αυτό έφτασε στο τέλος του με την κρίση που ξεκίνησε το 2007 και η οικονομία εισήλθε σε ύφεση ένα χρόνο αργότερα.

### **2.2.7 ΚΥΜΑ 7<sup>ο</sup>, 2013 - 2015**

Το έβδομο κύμα των συγχωνεύσεων και εξαγορών στις Η.Π.Α. από το 2013 έως το 2015 αναγνωρίζεται ως το μεγαλύτερο όλων των εποχών σε ότι αφορά την αξία των συναλλαγών φθάνοντας αξία 4,9 τρις. δολάρια. Η κεφαλαιακή ρευστότητα φαίνεται ότι έχει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση αυτού του κύματος, διότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. εφάρμοσε την νομισματική πολιτική της ποσοτικής ξεκούρασης σε πρώτη φάση και σε μεταγενέστερο στάδιο, η πολιτική χαμηλών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας είχαν απαραίτητο ρόλο στην δημιουργία και διάδοση του.

## **2.3 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα**

Η κινητικότητα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα έχουν εμφανιστεί κυρίως στον τομέα της τράπεζας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το πρώτο κύμα εμφανίστηκε αρχές της δεκαετίας του '90 κατά την περίοδο προετοιμασίας για την είσοδο

της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ενοποίηση (ONE), όπου αρκετές μικρές εταιρείες συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν από μεγαλύτερες επιχειρήσεις, για να επιβιώσουν στον ανταγωνιστικό τους κλάδο. Το 1997-1999 η δραστηριότητα αυξήθηκε σημαντικά καθώς η Αθηναϊκή Χρηματιστηριακή Αγορά (ΧΑΑ) πέρασε σε μια μεγάλη αλλαγή, που λέγεται Ελληνική Χρηματιστηριακή Έκρηξη ή το Ελληνικό big bang. Το big bang ήταν μια σειρά βελτίωσης των βασικών μεγεθών της οικονομίας και μεταρρυθμίσεων με στόχο την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ελλάδας ενόψει των προοπτικών ένταξης στην ONE. Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων (π.χ. Eurobank και Τράπεζα Εργασίας, Alpha Bank και Ιονική Τράπεζα, Πειραιώς και Τράπεζα Χίου & Εγνατία, κ.α.).




















Το δεύτερο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών σημειώθηκε το 2002-2006 όπου ήταν μια σημαντική εξέλιξη στην οικονομία συνδεδεμένη με το “φθηνό” χρήμα που αφορούσε κυρίως τον τομέα των τηλεπικοινωνιών, διότι η ανάπτυξη του διαδικτύου και η ανάγκη για νέες τεχνολογίες αύξησαν την ζήτηση για εταιρείες που ειδικεύονται σε αυτό το κομμάτι. Μερικά από τα πιο σημαντικά παραδείγματα είναι η συγχώνευση ΟΤΕ και Γερμανός & COSMOTE, Phillip Morris και Παπαστράτος κ.α.

#### **2.4 Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ**

Επικεντρώνοντας την προσοχή στα τελευταία 30 χρόνια των Συγχωνεύσεων και εξαγορών, παρουσιάζουμε τις κορυφαίες από αυτές στην ιστορία. Προκειμένου ο αναγνώστης να αποκτήσει μια σαφή αντίληψη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών θα ταξινομηθούν σε τρία κορυφαία δεκάρια κατά τη περίοδο των τελευταίων τριάντα ετών. Η σύγκριση των τριών τελευταίων δεκαετιών θα παράσχει στον αναγνώστη μια εικόνα δραστηριότητας, της αξίας και τον κόπο που έδωσαν οι εταιρείες να επιτύχουν τους στόχους τους μέσω τέτοιων Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Παρακάτω βλέπουμε τα στοιχεία για την περίοδο 1990 - 1999.























**Πίνακας 5: Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 1990-1999**

Rank	Year	Purchaser	Purchased	Transaction Value (in billions USD)
1	1999	 Vodafone Group	 Mannesmann	202
2	1999	 Pfizer	 Warner-Lambert	118.8
3	1998	 Exxon	 Mobil	77.2
4	1998	 Citicorp	 Travelers Group	73
5	1999	 SBCCommunications	 Ameritech Corporation	63
6	1999	 Vodafone Group	 AirTouch Communications	60
7	1998	 Bell Atlantic	 GTE	53.36
8	1998	 BP	 Amoco	53
9	1999	 QwestCommunications	 US WEST	48
10	1997	 Worldcom	 MCI Communications	42

Πηγή: M&A Statistics - Worldwide, Regions, Industries & Countries". IMAA-Institute  
Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τα στοιχεία για την περίοδο 2000 - 2009.




















**Πίνακας 6: Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 2000-2009**

Rank	Year	Purchaser	Purchased	Transaction Value (in billions USD)
1	2000	 AOL Inc.	 Time Warner	165
2	2007	 RFS Holdings BV	 ABN Amro BV	98
3	2000	 Glaxo Wellcome Plc.	 SmithKline Beecham Plc.	76
4	2004	 RoyalDutchPetroleum	 ShellTransport&Trading Co.	75
5	2006	 AT&T Inc.	 BellSouth Corporation	73
6	2001	 Comcast Corporation	 AT&T Broadband	72
7	2009	 Pfizer Inc.	 Wyeth	68
8	2002	 Pfizer Inc.	 Pharmacia Corporation	60
9	2004	 JPMorgan Chase & Co.	 Bank One Corporation	59
10	2008	 InBev Inc.	 AnheuserBusch Companies, Inc.	52

Πηγή: M&A Statistics - Worldwide, Regions, Industries & Countries". IMAA-Institute

Παρακάτω βλέπουμε τα στοιχεία για την περίοδο 2010 - 2018.

**Πίνακας 7: Μεγαλύτερες 10 Συμφωνίες Ε & Σ περιόδου 2010-2018**

Rank	Year	Purchaser	Purchased	Transaction Value (in billions USD)
1	2013	 Verizon Communications	 Verizon Wireless	130
2	2015	 Dow Chemical	 DuPont	130
3	2015	 Anheuser-Busch InBev	 SAB Miller	130
4	2015	 Heinz	 Kraft	100
5	2018	 AT&T Inc.	 Time Warner	85.4
6	2016	 Linde AG	 Praxair	85
7	2015	 Charter Communications	 Time Warner Cable	78.7
8	2018	 The Walt Disney Company	 21st Century Fox	71.3
9	2015	 Actavis	 Allergan, Inc	70.5
10	2015	 Royal Dutch Shell	 BG Group	70

Πηγή: M&A Statistics - Worldwide, Regions, Industries & Countries". IMAA-Institute

Είναι προφανές ότι κατά τη δεκαετία του 1990 παρατηρείται η μεγαλύτερη συμφωνία Συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ιστορία. Ωστόσο, οι επόμενες συμφωνίες αυτής της δεκαετίας (δεκαετία του 1990) είναι μειωμένες κατά μεγάλο ποσοστό. Από την άλλη πλευρά, κατά τη δεκαετία του 2010 φαίνεται ότι δεν έχει πραγματοποιηθεί μια εξαιρετικά μεγάλη συμφωνία, όμως όλες οι συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν είναι αρκετά μεγαλύτερες από τις προηγούμενες δεκαετίες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΥΝΗΣ & ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ

#### 3.1 Εισαγωγή

Για να επιτευχθεί επιτυχώς μια προσφορά εξαγοράς, απαιτείται από την εταιρεία που ενδιαφέρεται (Bidder) να αποκτήσει ποσοστό μετοχών υψηλότερο από το 50% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας στόχου(target). Καθώς η αντιμετώπιση της αξίας των μετοχών από την εταιρεία στόχο δεν είναι αμελητέα, τα κίνητρα της διοίκησης και των μετόχων των δύο εταιρειών μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους.

- **Το κίνητρο του Bidder είναι η επιθυμία να ολοκληρώσει την εξαγορά της εταιρείας ή του στόχου ταχύτατα και με χαμηλό κόστος.**

Αυτό είναι πιθανό να συμβεί επειδή υπάρχει η υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών (shareholder value maximization hypothesis).

- **Ο στόχος του target είναι να επιδιώξει την αύξηση της τιμής της εξαγοράς του ή σε αντίθετη περίπτωση, τη ματαίωση της εξαγοράς.**

Αυτό μπορεί να συμβεί επειδή υπάρχει το "agency problem" και η διοίκηση του target μπορεί να έχει δικά της συμφέροντα που διαφέρουν από αυτά των υπολοίπων μετόχων, σύμφωνα με την υπόθεση της "shareholder entrenchment" που προτάθηκε από τον Stulz το 1988.

Τα παραπάνω κίνητρα αντικατοπτρίζονται και στις διαφορετικές στρατηγικές που ακολουθούνται από τους bidders και targets πριν και κατά τη διάρκεια της προσφοράς.

#### 3.2 Τακτικές & Σχέδια των αγοραστών (Bidders)

##### 3.2.1 Τα Στάδια Υλοποίησης των μεθόδων Σ&Ε

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές απαιτούν προσεκτική προετοιμασία και υλοποίηση για κάθε εταιρεία και τα στάδια υλοποίησης μπορούν να διαφέρουν ανάλογα με την περίπτωση, αλλά συνήθως μπορούμε να χωρίσουμε την διαδικασία σε πέντε στάδια.

1. **Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής και στρατηγικής εξαγορών (corporate strategy development)**

Σε αυτό το στάδιο, επιλέγεται η εταιρική στρατηγική που προσαρμόζεται καλύτερα στις αντίστοιχες ανταγωνιστικές στρατηγικές. Η εταιρική στρατηγική πρέπει να καθορίζει τα μέσα και τους στόχους για την σωστή ανάπτυξη της επιχείρησης, καθώς και με τον τρόπο όπου η εταιρεία θα ανταποκρίνεται στις αλλαγές του εξωτερικού περιβάλλοντος

## 2. Επιλογή ειδικής στρατηγικής εξαγορών (selection of acquisition strategy)

Για να επιτύχει μια στρατηγική εξαγοράς, απαιτείται σωστή αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης εταιρείας βάσει δύο κριτηρίων:

- **Τη δημιουργία αξίας από την συγχώνευση (value creation).**

Όπου μπορεί να μετατραπεί σε απόδοση πάνω από το κόστος κεφαλαίου η οποία μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και των συνεργειών.

- **Τη στρατηγική καταλληλότητα (strategic fit) της εταιρείας/στόχου (target).**

Όστε να αφήνει περιθώριο για συμπληρωματικότητα και συνέργειες στο κόστος και τα έσοδα με σκοπό το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

## 3. Οικοδόμηση διαπραγμάτευσης και συμφωνίας εξαγοράς (deal negotiation and structuring)

Αναφέρεται σε τεχνικά ζητήματα που σχετίζονται με:

- **Την επιλογή των απαραίτητων συμβούλων ( π.χ. δικηγόρων, επενδυτικών τραπεζών, δικηγόρων ,κλπ.)**

- **Τον εξονυχιστικό έλεγχο της εταιρείας/στόχου εξαγοράς,**

όπου πραγματοποιείται από κατάλληλη ομάδα εσωτερικών ή εξωτερικών συμβούλων ή ελεγκτών, προκειμένου να συγκεντρωθούν οι πληρέστερες δυνατές πληροφορίες για όλες τις πλευρές της εν λόγω εταιρείας.

- **Την αποτίμηση της εταιρείας στόχου και καθορισμός της κλίμακας τιμών του premium,**

όπου ο Πλειοδότης μπορεί να προσφέρει τις υποτιθέμενες συνεργίες από τη συγχώνευση χωρίς τον κίνδυνο να τις χάσει.

- **Την διαπραγμάτευση των διαφορετικών θέσεων που θα αποκτήσουν τα στελέχη της διοίκησης μετά την συγχώνευση.**

Σε αρκετές περιπτώσεις, οι διαδικασίες συγχώνευσης τερματίστηκαν λόγω διαφωνιών σχετικά με την κατανομή των διοικητικών θέσεων.

**4. Την ανάπτυξη των διαφόρων σχεδίων εξαγοράς (bid tactics) από πλευράς πλειοδότη (bidder) και μορφών αμύνης από πλευράς εταιρείας/στόχου σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο.**

Αυτή η διαδικασία είναι απαραίτητη και περιλαμβάνει τα βήματα που πρέπει να ακολουθηθούν πριν και μετά την περίοδο της προσφοράς, με σκοπό να γίνει πιο αποτελεσματική και οικονομική η εξαγορά του target.

**5. Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρείας (post-acquisition integration)**

Πρόκειται για τη διαχείριση των πραγματικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει η εξαγορασθείσα εταιρεία, καθώς και τη διαχείριση του ανθρώπινου παράγοντα και την ολοκλήρωση των συστημάτων παραγωγής, οργάνωσης και πληροφόρησης.

**6. Αξιολόγηση της συγχώνευσης και εκμάθηση (post-acquisition audit and learning)**

Μόλις ολοκληρωθεί η συγχώνευση το τελευταίο αυτό στάδιο είναι απαραίτητο για τα τελικά συμπεράσματα καθώς περιλαμβάνει την αξιολόγηση της διαχείρισης, της στρατηγικής, των διαδικασιών και των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης. Στόχος της είναι ο προσδιορισμός των σημείων που χρειάζονται βελτίωση, καθώς και η ανίχνευση των παραγόντων που επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά την επιτυχία που είναι σημαντική για τη διαδικασία αξιολόγησης και ανάπτυξης μιας εταιρικής στρατηγικής. Η εκμάθηση περιλαμβάνει την αναθεώρηση των διαδικασιών κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης, καθώς και τη σύνταξη αναφοράς με τα διδάγματα που αποκτήθηκαν και τα σημεία βελτίωσης στο μέλλον.

### **3.2.2 Η Συνέπεια των Στρατηγικών των Αγοραστών (bidders)**

- **Ο τρόπος πληρωμής (μετρητά αντί μετοχές)** μεταβάλλει ευνοϊκά τα αποτελέσματα των μετόχων των bidders και targets και την νικηφόρα απόφαση της προσφοράς εξαγοράς. Αυτός ο παράγοντας ελαττώνει την προσφορά premium που κατακτούν οι μέτοχοι της εταιρείας/στόχου.
- **Το ποσοστό των μετοχών** που έχουν μεγάλοι μέτοχοι και θεσμικοί επενδυτές αλλά και στελέχη της κυρίαρχης διοίκησης της εταιρείας-στόχου. Η σύνδεση αυτού του παράγοντα αναφέρεται σε μελέτες και είναι μη γραμμική, όπου υπάρχει ένα

καθορισμένο όριο που ονομάζεται “βέλτιστο σημείο”, στο ποσοστό της ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας-στόχου, το οποίο αποτρέπει τις προσφορές από τους αγοραστές, μειώνοντας την αξία των μετόχων τους.

### 3.3 Στόχοι Εξαγοράς - Σχέδια Εταιρειών (Targets)

#### 3.3.1 Λόγοι που Προκαλούν Αντίσταση στην Εξαγορά

Λόγω του γνωστού ζητήματος της αντιπροσωπείας (agency problem), οι λόγοι των μετοχών της εταιρείας-στόχου ενδέχεται να μην ευθυγραμμίζονται με αυτά των στελεχών της διοίκησης. Ωστόσο, δεδομένου ότι το θέμα αντιπροσώπευσης καθορίζει την εχθρότητα ή τη φιλικότητα (mood) του bid, είναι σημαντικό να αναλύονται τα κίνητρα των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας-στόχου για την αντίσταση, όπου μπορεί να είναι:

- Η επιδίωξη αύξησης της αξίας των μετόχων με την επίτευξη υψηλότερου bid premium ή την διατήρηση της εταιρικής ανεξαρτησίας.
- Η προσπάθεια παροχής υπηρεσιών των προσωπικών τους κερδών όπως την παραμονή στη θέση τους και την απόλαυση των προνομίων που παρέχει αυτή.

#### 3.3.2 Αμυντικές Στρατηγικές των στόχων-εταιρειών Εξαγοράς

Οι αμυντικές μορφές μπορούν να διαχωριστούν στην:

- **Διάστημα πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)**
- **Διάστημα μετά την προσφορά (Post-bid defenses)**

Οι συγκεκριμένες μορφές αναπτύσσονται κατά βάση στις Αγγλοσαξονικές χώρες, διότι σε αυτές γίνεται εκτεταμένη η χρήση του μηχανισμού συμμόρφωσης της αγοράς (disciplinary market control mechanism) μέσω των εχθρικών εξαγορών, των οποίων η διαχείριση είναι αναποτελεσματική. Στα πιο πρόσφατα χρόνια οι εξαγορές των εχθρών εμφανίζονται και σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπου θα έχει ως συνέπεια την επέκταση στην χρήση των ποικίλων μορφών άμυνας, με εξαίρεση την αναφορά στις εποπτικές αρχές αλλά και στα συνδικάτα των εργαζομένων, όπως εφαρμοζόταν ανέκαθεν στις χώρες αυτές.

Κατά το διάστημα **πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)**, χωρίζονται σε δύο κύριες κατηγορίες: Εσωτερικές και Εξωτερικές άμυνες

**Πίνακας 8: Εσωτερικές άμυνες κατά το διάστημα πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)**

Στρατηγική	Αποτέλεσμα
1. Πρόοδος εκτελεστικής απόδοσης και ελάττωση κόστους.	Αύξηση των earnings per share (EPS) και της χρησιμότητας της επιχείρησης.
2. Επανοργάνωση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.	Αύξηση των EPS και του κεφαλαίου της επιχείρησης, πιο περίπλοκο το asset stripping από τον αγοραστή.
<p>3. Διαφοροποίηση της σύνθεσης περιουσίας και του καταστατικού της εταιρείας</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Χρηματοδότηση μέσω δανείων αντί μετοχών.</li> <li>● Επιβολή μετοχών με υψηλά προνόμια ψήφου (dual class share, golden share)</li> <li>● Αγορές παρόμοιων μετοχών από πολλούς ή κύριους μετόχους (stock repurchases)</li> <li>● Poison pills (αγορές παρόμοιων μετοχών που έχουν έκπτωση - flip-in pills και αγορές μετοχών του αγοραστή με έκπτωση - flip-over pills).</li> </ul>	Περίπλοκο να κατακτήσει την καθοδήγηση ο αγοραστής και περίπλοκο να γίνει ένα LBO.
4. Διαφοροποιήσεις στη σύνδεση	Επέκταση του κόστους και του χρόνου

της, όπως συμβούλια διοικητικά με μακροχρόνια θητεία των πιο πολλών μελών (staggered boards) και απαίτηση αποζημιώσεων μελών Δ.Σ. (golden parachutes).	για τον αγοραστή.
5. Κομματική δραστηριότητα και σχέσεις με το κοινό με ταμεία εργαζομένων και εργατικά σωματεία, κ.λπ.	Βοηθητικές συνεργασίες, Employee Stock Ownership Plans (ESOPs).

**Πίνακας 9: Εξωτερικές άμυνες κατά το διάστημα πριν την προσφορά (Pre-bid defenses)**

<b>Στρατηγική</b>	<b>Αποτέλεσμα</b>
1. Θετικές συνεργασίες με επενδυτές και μετόχους ιδίως θεσμικούς.	Απόκτηση βοήθειας από τους κύριους μετόχους.
2. Καλή πληροφόρηση και επαφή αναλυτών που έχουν σχέση με την εταιρική στρατηγική, τα επενδυτικά προγράμματα και τις πολιτικές χρηματοδότησης.	Ελάττωση της διακινδύνευσης χαμηλής εκτίμησης των μετοχών και αύξηση του κόστους εξαγοράς.
3. Θετική αντίληψη από το κοινό.	Δημόσια εικόνα προς τον εισβολέα.
4. Συνεργασία με διαφορετικές επιχειρήσεις π.χ. εναλλακτικές μετοχικές συνεργασίες με άλλες επιχειρήσεις, Joint Ventures.	Αρκετά ακατόρθωτη έως απόλυτα δύσκολη η απόκτηση ελέγχου.
5. Τσεκάρισμα για pre-bid stake	Σωστή έναρξη των αμυντικών



building.	σχεδίων.
-----------	----------

Οι παραπάνω αμυντικές στρατηγικές έχουν σχεδιαστεί για να αυξήσουν το κόστος εξαγοράς για τον πλειοδότη, έτσι ώστε να είναι δύσκολο ή απαγορευτικό να αποκτήσει κανείς τον έλεγχο του target.

Μερικές από αυτές τις τακτικές (π.χ. poison pills) δεν συναίνεσαν στις χώρες της ΕΕ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά μόνο στις ΗΠΑ.

Στις ΗΠΑ το διοικητικό τμήμα των targets είναι εξοπλισμένο με πιο πολλές αμυντικές μορφές από το Ηνωμένο Βασίλειο.

Κατά το διάστημα **μετά την προσφορά (Post-bid defenses)**, χωρίζονται σε:

**Πίνακας 10: Μορφές άμυνας κατά το διάστημα μετά την προσφορά (Post-bid defences)**

Μορφές Άμυνας	Περιγραφή και Σκοπός
1. Κείμενο με απάντηση πάνω στην προσφορά (knocking copy).	Επιθετικότητα στη σωστή σκέψη και στις προϋποθέσεις εξαγοράς.
2. Κείμενο σχηματισμών άμυνας (defense document).	Ενημέρωση στην αποτελεσματικότητα και στις ευκαιρίες της εταιρείας target και επίθεση στις προοπτικές και στην αποτελεσματικότητα του πλειοδότη.
3. Προγνώσεις κερδών.	Προγνώσεις κερδών με αύξηση για να εμφανίζεται η πρόταση του πλειοδότη εξευτελιστική.
4. Εγγύηση για μελλοντική αύξηση μερισμάτων.	Αύξηση των αποτελεσμάτων των μετόχων κάτω από την τρέχουσα διοίκηση και αντίθεση με τις αποδόσεις που εγγυάται ο bidder.

5. Αναδιοργάνωση αξίας περιουσιακής κατάστασης (revaluation of assets).	Αναδιοργανώσεις αξίας άυλων και υλικών παγίων στοιχείων, για να δείχνει ότι ο bidder υποτιμά το target.
6. Επιχείρηση διερεύνησης συνεργατών (π.χ. white squire & white knight)*	Δοκιμή έλξης και διαφορετικών υποψηφίων πλειοδοτών (πελατών ή ανταγωνιστών του bidder), έναρξη πλάνων ESOPs (μετοχική περιουσία εργαζομένων).
7. Αναφορά σε ρυθμιστικό όργανο και στην Επιτροπή Μονοπωλίων & Ανταγωνισμού.	Αγώνας για απόρριψη της συγχώνευσης από τις ρυθμιστικές αρχές (αντιμονοπωλιακοί κανονισμοί).
8. Αναφορά στα Δικαστήρια (litigation).	Αγώνας για απόρριψη της συγχώνευσης από το δικαστικό σύστημα.
9. Εξαγορές διαφορετικών εταιρειών (acquisitions, MBOs) & αποσχίσεις θυγατρικών και κλάδων (divestmentes).	Τεράστια και απροσδόκητη αύξηση του κόστους του πλειοδότη και ασάφεια της στρατηγικής του.
10. Κοινοπραξίες με εργατικά σωματεία και πολιτικούς.	Political lobbying ενάντια του πλειοδότη.
11. Κοινοπραξία με προμηθευτές και αγοραστές.	Δοκιμή υποταγής των Αντιμονοπωλιακών αρχών ότι οι αυτόνομοι δεσμοί με τους αγοραστές και προμηθευτές θα βλαβούν.
12. Επίθεση στον πλειοδότη σε θέματα εξωτερικά (red herring issues).	π.χ. τύποι ενάντια του πλειοδότη που έχουν να κάνουν με τις διακρίσεις φύλων, φυλή, ηλικία και οικολογικές ανησυχίες, μειονοτικά ζητήματα.
13. Επιβλαβή διαφήμιση του bid.	Μέσω M.M.E.

\* White Squire : αναφέρεται σε λιτή απόκτηση ενός συνόλου μετοχών από ένα επιεική πλειοδότη

\*White Knight : αναφέρεται στην απόκτηση της υπεροχής συμμετοχής και ολικής εξέτασης από το φιλικό bidder.

Πηγή : Sudarsanam, P.S. ‘Defensive Strategies of Target Firms in UK Contested Takeovers’. *Managerial Finance* 17, (1 June 1991): 47–56.

Σύμφωνα με πληροφορίες του Ηνωμένου Βασιλείου (Holl και Kyriazis, ‘WEALTH CREATION AND BID RESISTANCE IN U.K. TAKEOVER BIDS’,1997), οι πιο κοινές αμυντικές στρατηγικές είναι χρηματοοικονομικής φύσης (αυξημένα μερίσματα, προβλέψεις κερδών και εκ νέου αξιολόγηση περιουσιακών στοιχείων), κατόπιν επίθεση του πλειοδότη που έχει να κάνει με την προσφορά εξαγοράς, συνεργασίες με άλλους πλειοδότες (white knights) και κεντρικούς μετόχους, ενώ συχνές είναι και οι ενστάσεις στις Διοικητικές και Εποπτικές Αρχές (π.χ. Επιτροπή Ανταγωνισμού).

### **3.3.3 Η Συνέπεια των μορφών άμυνας**

Ερευνητικές μελέτες έχουν αναφέρει ότι τα αμυντικά κόστη έναντι μιας εχθρικής προσφοράς είναι πολύ υψηλά και για τους μετόχους των εταιρειών targets αλλά και για τους μετόχους των αγοραστών. Στο βαθμό που στοχεύουν στην αύξηση του bid premium και τις προϋποθέσεις εξαγοράς, όπου είναι ευνοϊκοί για τους μετόχους των εταιρειών-στόχων, αλλά εάν στοχεύουν να αποτρέψουν μια συγχώνευση που δημιουργεί αξία, βλάπτουν τους μετόχους της εταιρείας target.

Εμπειρικές μελέτες έχουν αναφέρει ότι οι ποικίλες μορφές άμυνας μεγαλώνουν την πιθανότητα αποτυχίας του bid. Επιπλέον εμπειρικές έρευνες έχουν δώσει ανάμεικτα αποτελέσματα σχετικά με τις επιπτώσεις της αντίστασης και των διαφόρων μορφών άμυνας στην περιουσία των μετόχων του στόχου. Από τη μια πλευρά, προκαταρκτικές μελέτες στις Ηνωμένες Πολιτείες υποδηλώνουν συσχέτιση με κατώτερα αποτελέσματα των μετόχων της εταιρείας target και από την άλλη μεριά υποδηλώνουν ακριβώς το αντίθετο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: ΕΞΑΓΟΡΕΣ & ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

#### 4.1 Στοχαστική Προσέγγιση και Ταξινόμηση Σ&Ε

Η ανάγκη για επιχειρηματική ανάπτυξη είναι συνεχής. Από την οπτική γωνία της αειφόρου ανάπτυξης, η επιχείρηση πρέπει να εξασφαλίζει επαρκή αποτελεσματικότητα και μακροπρόθεσμη επιβίωση.

Υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι ανάπτυξης μιας επιχείρησης:

##### 1. Η εσωτερική εξέλιξη (internal growth)

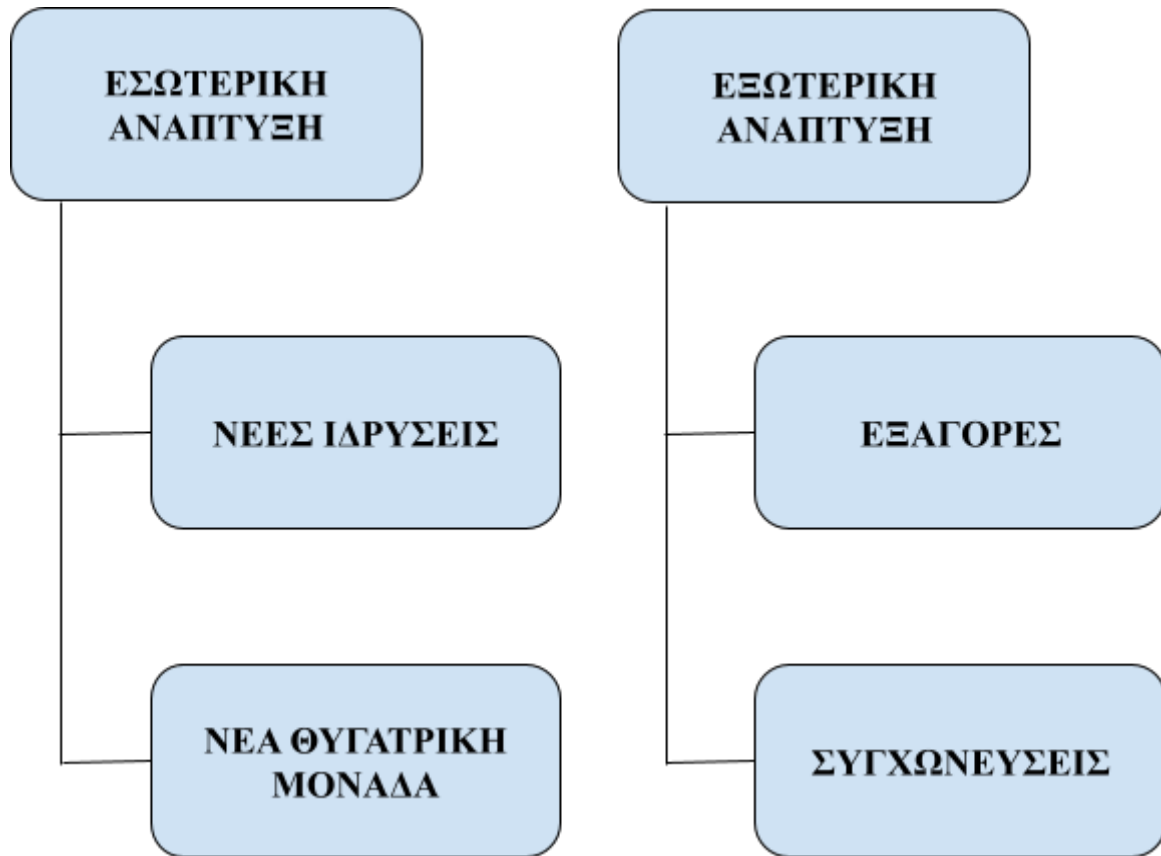
Σε αυτήν, η επιχείρηση εξελίσσεται με τις προσωπικές τις δυνάμεις, χρησιμοποιώντας μόνο τους δικούς της πόρους. Έτσι, καθώς πραγματοποιείται η ανάπτυξη, η αναδιάρθρωση και ο μετασχηματισμός οργανωτικής και διοικητικής δομής πραγματοποιείται εσωτερικά εντός της ίδιας νομικής οντότητας χωρίς τη συμμετοχή άλλων εταιρειών. Η εξέλιξη αυτή βασίζεται κυρίως στα παρόμοια μέσα της επιχείρησης, πραγματοποιείται μέσω επένδυσης κεφαλαίου και έχει ως αποτέλεσμα την επέκταση των περιουσιακών στοιχείων της (assets).

##### 2. Η εξωτερική εξέλιξη (external growth)

Εδώ το βασικό μέσο για την ανάπτυξη της επιχείρησης δεν είναι το εσωτερικό περιβάλλον αλλά το εξωτερικό. Αυτό περιλαμβάνει επίσης επένδυση κεφαλαίου και επέκταση των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, αυτό γίνεται μέσω της εξαγοράς ή της συγχώνευσης με διαφορετικές επιχειρήσεις.

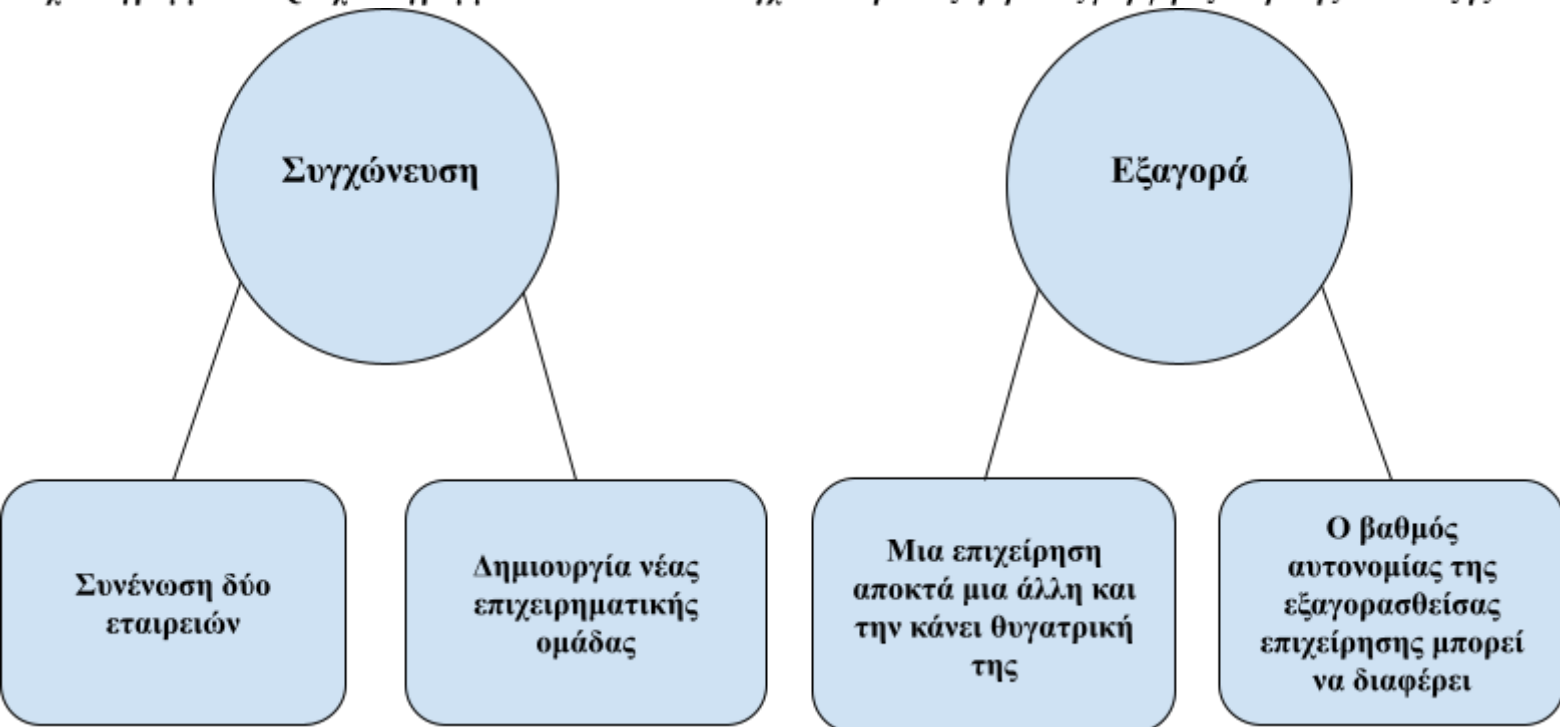
Η ταξινόμηση αυτή αντικατοπτρίζει δύο αντίθετες επιχειρηματικές στρατηγικές και απεικονίζεται στο παρακάτω σχήμα.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα V<sup>o</sup> ARABIC I: Εσωτερική & Εξωτερική ανάπτυξη (internal, external growth)



Στη συνέχεια, η ανάλυση επικεντρώνεται στις συγχωνεύσεις και εξαγορές ως μορφές εξωτερικής ανάπτυξης και η ταξινόμηση τους απεικονίζεται στο παρακάτω σχήμα.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα \\* ARABIC 2: Συγχώνευση & Εξαγορά ως μορφή εξωτερικής ανάπτυξης



Μια διαφορετική ταξινόμηση των Σ&Ε στηρίζεται στη τελειοποίηση βιομηχανικής δομής και οργάνωσης που οι συγκεκριμένες διαμορφώνουν και αλλάζουν.

Έτσι έχουμε:

- **Οριζόντιες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (horizontal M&As).**

Στην οριζόντια τελειοποίηση οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επικεντρώνουν επιχειρήσεις που είναι ανταγωνιστικές και λειτουργούν στον ίδιο κλάδο βιομηχανίας ή στην ίδια αγορά.

- **Κάθετες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (vertical M&As).**

Οι κάθετες συγχωνεύσεις και εξαγορές αναφέρονται στις συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων σε διαφορετικά στάδια της ίδιας αλυσίδας διανομής ή παραγωγής. Συνήθως είναι είτε προμηθευτής είτε πελάτης της.

- **Υβριδικές ή ανομοιογενείς Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (hybrid or conglomerate M&As).**

Σε αυτή οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αναφέρονται σε συναλλαγές όπου δύο επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους συγχωνεύονται ή μια επιχείρηση όπου εξαγοράζει μια άλλη διαφορετική από τον κλάδο της.

#### 4.2 Πλεονεκτήματα Σ & Ε

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές προσφέρουν αρκετά πλεονεκτήματα στους αγοραστές. Τα πλεονεκτήματα αυτά, τα οποία οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν κατά περίπτωση, είναι τα ακόλουθα:

- **Το πλεονέκτημα με βάση την ταχύτητα (speed advantage):**

Σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον, η ταχεία εισαγωγή και επέκταση σε νέες αγορές αποτελεί βασική παράμετρο για τη διαφοροποίηση από τους ανταγωνιστές. Από αυτή την άποψη, η εξαγορά μιας υπάρχουσας τοπικής εταιρείας με ένα εκτεταμένο και προηγμένο δίκτυο διανομής είναι μια πολύ αποτελεσματική μέθοδος από εκείνη που συστήνει την δημιουργία μιας καινούργιας μονάδας και την “οικοδόμηση” μιας καινούργιας οργανωτικής σύνθεσης για την παραγωγή και τις πωλήσεις.

- **Η διερεύνηση και το απόκτημα στοιχείων περιουσίας στρατηγικής σημασίας (acquisition of strategic resources):**

Η είσοδος σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία ιδιοκτησίας (π.χ. δίκτυα πωλήσεων, brand names, technical know-how) είναι ένα δύσκολο έργο, διότι τα συγκεκριμένα δεν είναι ανεξάρτητα αγαθά (δηλαδή δεν υπάρχουν στην αγορά χωρίς περιορισμούς), και χρειάζεται ειδική γνώση, σημαντική κεφαλαιαγορά και πολύ χρόνο για να αναπτυχθούν. Τέτοιο πλεονέκτημα μπορεί, στις περισσότερες περιπτώσεις, να αποκτηθεί, μόνο μέσω εξαγοράς ή συγχώνευσης με εταιρείες που τα διαθέτουν ήδη.

- **Η διερεύνηση υψηλότερου μεγέθους (business size) και υψηλότερης δύναμης στην αγορά (market advantages):**

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επιδιώκουν την εξουσία και την ισχύ στην αγορά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις, οι οποίες συνήθως

αποσκοπούν στην επίτευξη ολιγοπωλιακής θέσης στην αγορά και στην αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης.

- **Η διερεύνηση χρηματοοικονομικού κέρδους (financial advantages):**

Η διερεύνηση αυτή παρατηρείται στις Σ&Ε, που διαθέτουν προσωπικότητα επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Σε τέτοιες περιπτώσεις, το management της εταιρείας-στόχου μπορεί να έχει κακή διαχείριση, οι κεφαλαιαγορές μπορεί να είναι ατελείς ή να υπάρχει χρηματοπιστωτική κρίση, με αποτέλεσμα η συγχώνευση και εξαγορά να δημιουργεί τους παράγοντες για άμεσα κέρδη (short - term financial gains). Ορισμένες συγχωνεύσεις και εξαγορές της ίδιας κατηγορίας αποσκοπούν επίσης την εξαγορά μιας επιχείρησης και στη συνέχεια τη διάσπαση της και την πώληση της σε υψηλότερες τιμές (asset stripping).

### **4.3 Management Σ & Ε**

#### **4.3.1 Φάσεις Σ & Ε**

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν μια σύνθετη διαδικασία που απαιτεί προετοιμασία, χρήση και παρακολούθηση με επαγγελματικό τρόπο. Καταβάλλοντας προσεκτική προσπάθεια στον σχεδιασμό τους, (Steinöcker, *Akquisitionscontrolling*, 1993 & Steinöcker, *Mergers and acquisitions*. 1998), μπορούν να ενσωματωθούν με επιτυχία σε έναν στρατηγικό προγραμματισμό, καλύπτοντας τις τρεις κύριες φάσεις ενός προγράμματος Σ&Ε:

- 1. Φάση πριν τη Συγχώνευση και Εξαγορά,**
- 2. Φάση κατά τη Συγχώνευση και Εξαγορά,**
- 3. Φάση μετά τη Συγχώνευση και Εξαγορά.**

#### **Φάση πριν τη Συγχώνευση και Εξαγορά:**

Αρχικά, αναλύεται η τρέχουσα ανταγωνιστική θέση, τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της. Από αυτή την διερεύνηση και την κατανόηση της τρέχουσας περίπτωσης (systematic self-analysis), εμφανίζονται οι επερχόμενοι στρατηγικοί στόχοι της επιχείρησης. Η εξαγορά χρειάζεται να αξιολογηθεί και να θεωρηθεί ως ένα από τα βασικά μέσα για την επίτευξη αυτών των επερχόμενων στόχων εξέλιξης. Για το επίτευγμα της, θα χρειαστεί πρώτα να δημιουργηθεί μια υπεύθυνη ομάδα έμπειρων στελεχών, ενδεχομένως σε συνεργασία με



διεθνείς εταιρείες ειδικών συμβούλων, που θα ασχοληθεί με το θέμα αυτό αποκλειστικά (full time effort) και όχι μερικής απασχόλησης. Έπειτα, ακολουθεί έρευνα των πιθανών υποψήφιων στόχων. Τίθενται οι ακόλουθες βασικές ερωτήσεις:

- Ποιες είναι οι γενικότερες προϋποθέσεις (χρηματοδοτικές, θεσμικές, οικονομικές κ.λπ.) για Σ&Ε;
- Πως είναι το ιστορικό στον τομέα των πωλητών επιχειρήσεων και ποια στον τομέα των αγοραστών;
- Σε ποια ζώνη, αγορές και τομείς κατασκευής είναι οι υποψήφιοι στρατηγικοί στόχοι;
- Ποια χρειάζεται να είναι τα πιο απαραίτητα τους γνωρίσματα (π.χ. προϊόντα, μέγεθος, τεχνολογία);

Αφού καθοριστούν τα κριτήρια που πρέπει να κατέχουν οι προσφέροντες, επιλέγεται η καταλληλότερη επιχείρηση για την συγχώνευση και εξαγορά. Ειδικότερα, πραγματοποιούνται οι ακόλουθες ενέργειες;

- Γίνεται ο προσδιορισμός ενός μικρού καταλόγου πιθανών στόχων.
- Εκτιμούνται οι στόχοι αυτοί με κάποιους τρόπους τιμολόγησης.
- Διαλέγεται η επιχείρηση target που χαρακτηρίζεται ως η πιο απαραίτητη για εξαγορά.
- Η εκλεγμένη επιχείρηση διερευνάται με λεπτομέρειες στους βασικούς τομείς, συμπεριλαμβανομένων του ισολογισμού, των μακροχρόνιων σχεδίων, των μετόχων, της διοίκησης, των πελατών, της τεχνολογίας, των προμηθευτών, τις ταμειακές ροές, των προϊόντων και του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος/μειονεκτήματος.

Είναι σαφές ότι η ανάθεση της τελικής επιχείρησης-στόχου θα πρέπει να αντιδρά τόσο στα κίνητρα που έχει θέσει ο αγοραστής όσο και στους γενικούς στόχους της εξαγοράς. Επιπλέον, οι εξαγορές θα πρέπει να πραγματοποιούνται σε τομείς, προϊόντα και αγορές με σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης.

### **Βήματα πριν την εξαγορά:**

- 1. Αυτοαξιολόγηση**
- 2. Στρατηγικοί στόχοι**

### 3. Παραγωγή ομάδας στελεχών αναδιάρθρωσης

### 4. Εύρεση υποψηφίων στόχων

#### **Φάση κατά τη Συγχώνευση και Εξαγορά:**

Μετά την ανάθεση του υποψηφίου στόχου, γίνονται οι αρχικές συζητήσεις και ξεκινούν οι συμφωνίες. Η γενική φάση των συμφωνιών περιέχει, τα παρακάτω:

- Την τιμή εξαγοράς,
- Τη σύνθεση και το περιεχόμενο της συναλλαγής, σύμφωνα της μεθόδου χρηματοδότησης (π.χ. μετοχές, μετρητά) και του ποσοστού εξαγοραζόμενων μεριδίων κλπ.,
- Τη αλλαγή του συμβολαίου,
- Συμφωνίες επιπρόσθετες.

Έχουν υπάρξει αρκετές μέθοδοι που χρησιμοποιούσαν για τον προσδιορισμό της τιμής εξαγοράς. Ορισμένες από αυτές περιλαμβάνουν τη βασική χρήση των κερδών ή των πωλήσεων, τη χρηματιστηριακή αξία, την προεξόφληση των μελλοντικών καθαρών εισπράξεων, τις αγοραπωλησίες παρόμοιων επιχειρήσεων, τις στρατηγικές παραμέτρους και άλλες παρόμοιες προσεγγίσεις.

Οι αιτίες που μπορούν να προκαλέσουν τον τερματισμό μιας συμφωνίας είναι οι εξής:

- Υψηλό κόστος αγοράς της επιχείρησης-στόχου,
- Η επιχείρηση στόχος είναι ανεπιτυχής,
- Αποτυχία εκτέλεσης συνεργιών,
- Ελλιπής διαχείριση,
- Έλλειψη προσδοκιών ανάπτυξης της επιχείρησης target,
- Περιβαλλοντολογικά προβλήματα που εμφανίζονται μετά την εκτέλεση της επένδυσης,
- Μη αξιόπιστη πρόταση στην διαδικασία τελειοποίησης,
- Ο πωλητής δεν είναι πρόθυμος να δώσει μετρητά,
- Η επιχείρηση target έχει υποστεί υψηλές οικονομικές υποχρεώσεις από προηγούμενες χρονιές,

- Εύρεση αντίθετων με τον νόμο ενεργειών,
- Εύρεση απαραίτητων καθηκόντων που δεν είχαν αναγνωριστεί στον ισολογισμό,
- Αβεβαιότητα των εκτιμήσεων (π.χ. σε αντίθεση με κέρδη, εξέλιξη),
- Δυσκολίες που προκύπτουν από τη νομοθεσία περί ανταγωνισμού,
- Περιορισμοί που αφορούν τη διαχείριση του εργασιακού δυναμικού λόγω κοινωνικών παραγόντων,
- Δίλημμα για φορολογικά και νομικά ζητήματα.

### **Φάση μετά τη Συγχώνευση και Εξαγορά:**

Μετά την υπογραφή της συμφωνίας, ολοκληρώνεται η συνολική διαδικασία εξαγοράς με το πιο σημαντικό στάδιο, την ενσωμάτωση της επιχείρησης-στόχου στην επιχειρηματική ομάδα του αγοραστή. Σε αυτό το στάδιο υπερτερούν πιο πολύ τα σκόπιμα θέματα. Για παράδειγμα, η μακροχρόνια σχέση μεταξύ του αγοραστή και της εξαγορασθείσας μονάδας, η αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων της συγκεκριμένης μονάδας μαζί με την παράλληλη εξέλιξη ορισμένων τμημάτων και προϊόντων της, η αποκοπή επικαλυπτόμενων λειτουργιών, η αναδιάταξη τμημάτων και των δύο επιχειρήσεων (του αγοραστή και του πωλητή) καθώς και ο τρόπος περιορισμού της εξαγορασθείσας μονάδας από τη μητρική επιχείρηση του αγοραστή.

Ίσως τα δύο πιο απαραίτητα ζητήματα που πρέπει να αποκαθιστούν σε αυτό το στάδιο είναι ο τρόπος τελειοποίησης της εξαγορασθείσας μονάδας και η αποτελεσματική διαχείριση των πιθανών πολιτισμικών διαφορών,

Η ένταξη της εξαγοραζόμενης μονάδας στον επιχειρηματικό όμιλο του αγοραστή είναι αναμφισβήτητα η πιο απαιτητική φάση ολόκληρης της διαδικασίας εξαγοράς και αναμφισβήτητα η σημαντικότερη, καθώς ο βαθμός επίτευξης της καθορίζει και το τελικό αποτέλεσμα. Εδώ τα στρατηγικά ζητήματα που πρέπει να αποφασιστούν σε αυτό το στάδιο είναι τα εξής:

- Ποια θα είναι η δομή του νέου οργανισμού μετά την εξαγορά.
- Ποιοι θα αναλάβουν κρίσιμες θέσεις στη διοίκηση της εξαγορασθείσας επιχείρησης,
- Ποιοι κανόνες οργανωτικής συμπεριφοράς θα πρέπει να τηρηθούν (π.χ. εκτέλεσε γρήγορα, σχεδίασε, συμπεριφέρσου σωστά).
- Ποια θα είναι η βαθμολογία πραγματοποίησης του στρατηγικού στόχου Σ&Ε.

- Ποιος είναι ο βαθμός επιτυχίας σε σχέση με τα κέρδη, τις πωλήσεις, τις ταμειακές ροές, την παραγωγικότητα, κ.λπ.
- Ποιος είναι ο βαθμός ενίσχυσης του “κέντρου” των επιχειρηματικών εργασιών (ανταγωνιστικό πλεονέκτημα).
- Τι παρουσιάζει η καινούργια τιμολόγηση-αξιολόγηση της εξαγορασθείσας εταιρείας, σύμφωνα με τα καινούργια στοιχεία που έχει ο αγοραστής.
- Ποιος είναι ο βαθμός πραγματοποίησης της ελπίδας σε αντίθεση με τις συνέργειες, το management και άλλα.

#### 4.4 Συνέπειες Σ & Ε

##### 4.4.1 Εμφανίσεις Οργανωτικής Τελειοποίησης των Σ & Ε

Οι κύριες εμφανίσεις οργανωτικής τελειοποίησης που γίνεται να δημιουργηθούν από την εξαγορά είναι οι εξής (Steinöcker, *Akquisitionscontrolling.*, 1993):

- **Ανεξαρτησία της εξαγορασθείσας μονάδας (Stand-alone-position),**
- **Μερική τελειοποίηση (Partielle Integration),**
- **Πλήρης τελειοποίηση (Vollkommene Integration).**

##### **Αυτονομία της εξαγορασθείσας μονάδας (Stand-alone-position):**

Σε αυτήν την περίπτωση, η προμηθεύτρια επιχείρηση διατηρεί πλήρη αυτοτέλεια από νομικής άποψης, ενώ ο αγοραστής υφίσταται μια ουσιαστική μεταμόρφωση σε μια εταιρεία συγκροτημάτων. Η προτίμηση για την αυτονομία της οργάνωσης προκύπτει από το γεγονός ότι οι δύο επιχειρήσεις μπορεί να έχουν:

- A. Αντίθετα σχέδια,
- B. Καλύπτουν επιπρόσθετα προϊόντα και αγορές,
- C. Ο επιθυμητός στόχος και τα πλεονεκτήματα της εξαγοράς μπορεί να πραγματοποιηθούν αποτελεσματικότερα μέσω μιας απλούστερης οργανωτικής σύνθεσης.

**Τα βασικά πλεονεκτήματα αυτής της οργανωτικής σύνθεσης είναι τα εξής:**

- Η εφαρμογή της είναι σχετικά απλή, καθώς δεν απαιτεί σημαντικές διαφοροποιήσεις στην εταιρεία που αγοράστηκε. Τα στελέχη, οι μηχανισμοί και οι μορφές διοίκησης παραμένουν σχεδόν ίδια, και οι αρμοδιότητες των διαφόρων τμημάτων και διευθύνσεων δεν διαφέρουν σημαντικά, αποφεύγοντας έτσι αρνητικές επιπτώσεις στην αποδοτικότητα της επιχείρησης, τουλάχιστον στην αρχή.
- Αποφεύγεται η πιθανότητα ενός πολιτισμικού σοκ, το οποίο συχνά προκαλεί αποτυχία σε μια εξαγορά.
- Μειώνονται οι αρνητικές εκπλήξεις σε περίπτωση που οι αναμενόμενες συνέργειες δεν πραγματοποιηθούν. Αντίθετα, αν υπάρξουν συνέργειες, το οργανωτικό κόστος για την επίτευξη τους θα είναι χαμηλό.
- Η εξαγορασμένη μονάδα μπορεί να πωληθεί (divestment) χωρίς μεγάλες δυσκολίες, διότι διατηρείτε ανεξάρτητη εντός του επιχειρηματικού ομίλου του αγοραστή.
- Με επίκεντρο αυτά τα πλεονεκτήματα, αυτή η οργανωτική δομή παρουσιάζεται ως μια σοβαρή επιλογή για επιχειρήσεις που εφαρμόζουν για πρώτη φορά εξαγορές και δεν έχουν την ανάλογη γνώση και εμπειρία στην τελειοποίηση και επαναδιάταξη επιχειρηματικών ομίλων.

Όμως από την άλλη, αυτός ο τύπος τελειοποίησης έχει επίσης τα ακόλουθα **μειονεκτήματα**:

Δεν μπορεί να προκύψει καμία εγγύηση ότι η εξαγορασθείσα εταιρεία θα συνεχίσει να δρα και να προσφέρει όπως πριν από την εξαγορά (π.χ. λόγω διαφοροποίησης του εσωτερικού της κλίματος).

Η παραχώρηση ανεξαρτησίας μπορεί μεταξύ άλλων, να οδηγήσει στη μη πραγματοποίηση των οφελών που θα μπορούσαν να προκύψουν από ένα υψηλότερο βαθμό τελειοποίησης και πιο συγκεκριμένα από:

- Το σύστημα προγραμματισμού και ελέγχου της αποκτηθείσας μονάδας πρέπει να δημιουργηθεί αμέσως.
- Την διευκρίνηση των επερχόμενων στόχων και των καθηκόντων της μονάδας αυτής, για παράδειγμα μετά από την επίτευξη συμφωνίας μεταξύ του βασικού και τοπικού management που είχαν διαφορετικές απόψεις. Αυτό θα γίνει στο περιβάλλον της εκπαίδευσης ενός ιδιαίτερου χρονοδιαγράμματος για την ανάπτυξη της μονάδας.

### **Μερική Τελειοποίηση (Partielle Integration)**

Κατά τη μερική τελειοποίηση, ο αγοραστής εντάσσει στη δική του επιχείρηση μόνο τα κομμάτια της μονάδας που αποκτήθηκε όπου γίνεται να δώσουν ώθηση για μελλοντική ανάπτυξη. Τα άλλα τμήματα της μονάδας, όπως οι διευθύνσεις σχεδιασμού, χρηματοοικονομικές λειτουργίες και άλλες παρόμοιες, δεν θα υφίστανται πλέον, διότι τέτοιου είδους υποστηρικτικές λειτουργίες θα αναλαμβάνονται ήδη από τη μητρική εταιρεία του αγοραστή. Επομένως, σε αυτόν τον τύπο τελειοποίησης, η παρούσα οργανωτική δομή του αγοραστή παραμένει άθικτη. Στην αγορά των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, αυτό το είδος οργάνωσης πραγματοποιείται συνήθως από μεγάλους πολυεθνικούς ομίλους (Nestle, Electrolux, GeneralElectric κ.λπ.). Η υλοποίηση αυτού του τύπου τελειοποίησης προϋποθέτει σημαντική δεξιότητα και τεχνογνωσία στον τομέα της εκτέλεσης των προμηθειών. Η γνώμη αυτή επιβεβαιώνεται από το συμβάν ότι το επιχειρηματικό κύκλωμα του αγοραστή πρέπει να ενσωματώνει τις απαραίτητες διαδικασίες και τεχνικές, συμπεριλαμβανομένης της προσαρμογής, την τυποποίησης, του συντονισμού και την ορθολογικοποίηση των καινούργιων τμημάτων.

### **Πλήρης Τελειοποίηση (Vollkommene Integration)**

Η πιο δύσκολη μορφή οργανωτικής ενσωμάτωσης είναι η πλήρης τελειοποίηση. Στην περίπτωση την συγκεκριμένη η οργανωτική φιλοσοφία αντικατοπτρίζεται σε μια προσπάθεια να επιτραπεί στις δύο επιχειρήσεις να αναπτύξουν τις ικανότητες και τις συνθέσεις τους και στη συνέχεια να εφαρμοστούν ως μια ομοιόμορφη ολοκληρωμένη επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα, είναι απαραίτητο να αναπτυχθεί μια καινούργια μέθοδος, να δημιουργηθεί μια νέα οργανωτική δομή, να επιλεγούν τα απαραίτητα στελέχη και οι πιο ικανοί συνεργάτες, και να εισαχθούν νέες πρακτικές διαχείρισης και σχετικές πολιτιστικές αντιλήψεις. Για να γίνει σαφέστερη η δυσκολία της υλοποίησης της πλήρους τελειοποίησης, είναι χρήσιμο να αναφερθούν μερικοί βασικοί τομείς εκτέλεσης της όπως:

- Ομοιογενοποίηση και Τυποποίηση των διεργασιών δημιουργίας και διαχείρισης (διοικητικό, στρατηγικό και λειτουργικό στάδιο), ενισχύοντας τη διασύνδεση και

την ενημέρωση. Η επίτευξη οικονομικής τελειοποίησης συνεπάγεται με την εφαρμογή μιας κεντρικής διαχείρισης των χρηματοοικονομικών ροών, τον υπολογισμό των κερδών και των ζημιών, καθώς και τη χρήση συντηρητικών λογιστικών μεθόδων και άλλων ανάλογων πρακτικών.

- Ένταξη των κύριων κατηγοριών προϊόντων και υπηρεσιών στο ολικό φάσμα των δραστηριοτήτων που αποτελούν το «χαρτοφυλάκιο» του τμήματος marketing.
- Ο στόχος είναι η βελτίωση και η λογικοποίηση των τεχνολογιών παραγωγής, των ερευνητικών και αναπτυξιακών σχεδίων και άλλων περιουσιακών στοιχείων, όπως εξοπλισμός και εγκαταστάσεις, στις επιχειρήσεις.
- Η πολιτισμική τελειοποίηση αναφέρεται στην πρόκληση του αποτελεσματικού συνδυασμού διοικητικών στελεχών με διαφορετικές φιλοσοφίες και εμπειρίες. Περιλαμβάνει τη διακρατική μεταφορά τους, την διαφοροποίηση των οργανωτικών δομών και την εξέλιξη μιας νέας, επίκαιρης αντίληψης και οργανωτικής συμπεριφοράς. Επιπλέον, περιλαμβάνει την έγκριση και την ενεργοποίηση του προσωπικού, καθώς και την απόκτηση καινούργιων στελεχών και άλλες παρόμοιες δράσεις. Ο σκοπός είναι η δημιουργία μιας ενοποιημένης και συνεκτικής οργανωτικής κουλτούρας που θα επιτρέπει την αποτελεσματική λειτουργία και ανάπτυξη του οργανισμού.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

#### 5.1 Μέθοδοι και Βασικές έννοιες Συγχώνευσης Εταιρειών

Σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο της Ελλάδας, υπάρχουν κυρίως τρεις τρόποι για την εκτέλεση μιας συγχώνευσης:

**1. Συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας (απορροφώμενη) από την απορροφώσα.**

Η συγχώνευση με απορρόφηση είναι μια διαδικασία όπου μία ή πιο πολλές ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες) καταστρέφονται χωρίς εκκαθάριση και μετακινούν όλα τα περιουσιακά στοιχεία τους (ενεργητικό και παθητικό) σε μια άλλη ισχύουσα ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα). Ανταλλάσσουν τα περιουσιακά στοιχεία αυτά για μετοχές που κυκλοφορούν από την απορροφώσα εταιρεία και, πιθανόν, γίνεται και καταβολή ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά για την εξόφληση των μετοχών που τους αναλογούν. Το ποσό αυτό δεν μπορεί να περνάει το 10% της εγγεγραμμένης αξίας των μετοχών που δίνονται στους μετόχους των απορροφούμενων εταιρειών και συνολικά την οικονομική αξία του καθαρού κεφαλαίου των συγκεκριμένων εταιρειών.

**Άρθρο 68, § 2 του Ν. 2190 / 1920**

Στάδια Συγχώνευσης με απορρόφηση:

**2. Συγχώνευση με λύση των συγχωνευόμενων εταιρειών και σχηματισμός μιας εντελώς νέας εταιρείας.**

Η συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας είναι μια διαδικασία όπου ανώνυμες εταιρείες διαλύονται χωρίς εξόφληση των χρεών τους. Κατά τη διαδικασία αυτή, μεταφέρουν την περιουσία τους σε μια νέα εταιρεία και ανταλλάσσουν μετοχές, ενδεχομένως με χρηματικό ποσό, με οριο το 10% της ονομαστικής αξίας των μετοχών.

**Άρθρο 68, § 3 του Ν. 2190/1920**

**3. Εξαγορά μιας ή περισσότερων εταιρειών από μια άλλη ανώνυμη εταιρεία.**



Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η δράση της εξαγοράς μπορεί να εξομοιωθεί με απορρόφηση (άρθρο 79, Κ.Ν.2190/20) με τη μοναδική αλλαγή ότι οι επιχειρήσεις που εξαγοράζονται παραχωρούν ολόκληρη την περιουσία τους σε αντάλλαγμα προς τους μετόχους του χρηματικού ποσού των προνομίων τους. Από την άλλη πλευρά, όταν μια συγχώνευση πραγματοποιείται με απορρόφηση ή δημιουργία καινούργιας εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 68, §2 και §3 του Κ.Ν.2190/20, οι μέτοχοι της εταιρείας που απορροφάτε δέχονται μετοχές της εταιρείας ως αντίτιμο, με βάση μιας ανταλλαγής που καθορίζεται από την αξιολόγηση της Επιτροπής του άρθρου 9 κ.ν 2190/1920.

Μια ξεχωριστή περίπτωση εξαγοράς είναι αυτή ενός χαρτοφυλακίου μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας (είτε είναι εισηγμένη είτε όχι) από μια διαφορετική ανώνυμη εταιρεία. Σε αυτήν την περίπτωση, η εταιρεία από την οποία πραγματοποιείται η εξαγορά δεν καταργείται ως νομικό πρόσωπο. Οι εξαγορές οι συγκεκριμένες μπορεί να πραγματοποιηθούν μέσω δημόσιων προσφορών (public offers) στην περίπτωση που οι εταιρείες είναι καταχωρημένες στο χρηματιστήριο και το αντίτιμο της εξαγοράς είναι μετρητά (cash offers).

Κατά τη διαδικασία της συγχώνευσης εταιρειών, υπάρχουν δύο σημαντικοί ρόλοι που πρέπει να ληφθούν υπόψη: αυτός της απορροφώσας εταιρείας και αυτός της απορροφούμενης εταιρείας. Στην ουσία, η απορροφούμενη εταιρεία καταποντίζεται χωρίς περαιτέρω διαδικασίες και όλα τα στοιχεία της περιουσίας της μεταβιβάζονται στην απορροφούσα εταιρεία. Ως αντάλλαγμα, οι μέτοχοι της απορροφούμενης εταιρείας λαμβάνουν νέες μετοχές από την απορροφώσα εταιρεία. Για να καλυφθούν αυτές οι νέες μετοχές, η απορροφούσα εταιρεία πρέπει να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο. Σύμφωνα με τον νόμο, υπάρχει ένα υψηλότερο όριο για την ονομαστική αξία αυτών των μετοχών, το οποίο πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο με την καθαρή θέση της απορροφούμενης εταιρείας. Αυτό το μέτρο εξασφαλίζει την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών της απορροφούμενης εταιρείας.

## **5.2 Βασικοί Νόμοι**

Οι βασικοί νόμοι που ρυθμίζουν τις συγχωνεύσεις είναι:

1. Τα άρθρα 68-80 του Κ.Ν.2190/20, όπου αφορούν αποκλειστικά τη συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών, χρησιμοποιώντας τις τρεις προηγούμενες μεθόδους που αναφέρθηκαν.
2. Ο νόμος Ν.Δ. 1297/72 και τα άρθρα 1-5 του Ν.Δ. 2166/93 αναφέρονται σε συγχωνεύσεις εταιρικών τύπων και ατομικών επιχειρήσεων σε Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε.) ή Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.).
3. Τα άρθρα 54-55 του Ν.3190/55 αφορούν τη συγχώνευση εταιρειών περιορισμένης ευθύνης, είτε με τη δημιουργία καινούργιας Ε.Π.Ε., είτε με την απορρόφηση από μια διαφορετική Ε.Π.Ε. ή διαφορετικών Ε.Π.Ε.).
4. Το άρθρο 16 του Ν.2515/97 διαμορφώνει τις συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.
5. Το άρθρο 9 του Ν.2992/2002 παρέχει φορολογικά κίνητρα στις εταιρείες που έχουν συγχωνευτεί.
6. Το άρθρο 29 του Ν.3091/2002 οργανώνει την απόσβεση της υπεραξίας (goodwill) κατά την εξαγορά.
7. Τα άρθρα 52-54 του Ν.4172/2013 περιλαμβάνουν διατάξεις που παρέχουν φορολογικά προνόμια, όπου έχουν ισχύ κατά την εισφορά ενεργητικού αντί τίτλων (άρθρο 52), κατά την ανταλλαγή τίτλων (άρθρο 53), ή κατά την απορρόφηση μιας ή πιο πολλών εταιρειών από μια διαφορετική υφιστάμενη εταιρεία, συγχώνευσης δύο ή πιο πολλών εταιρειών με τη δημιουργία μιας καινούργιας εταιρείας, καθώς και τη διάσπαση μια εταιρείας σε δύο ή πιο πολλές υφιστάμενες ή νέες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένης επιπλέον της μερικής διάσπασης (άρθρο 54).

### **5.3 Φορολογικά Κίνητρα**

#### **5.3.1 Βάσει του Ν.1297/1972 και Ν.2166/1993**

Εφόσον οι συγχωνεύσεις πραγματοποιηθούν σύμφωνα με τους αναπτυξιακούς νόμους (Ν.Δ. 1297/72 και Ν.2166/93), τότε προσφέρονται ποικίλες φορολογικές ελαφρύνσεις και ευκολίες για τις συγχωνεύσεις μεταξύ Ανωνύμων Εταιρειών (Α.Ε.) και Εταιρειών Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.). Οι κυριότερες των οποίων είναι:

- Εξαίρεση από οποιοδήποτε φόρο ή τέλος προς το Δημόσιο ή τρίτους, όπως ορίζεται στη σύμβαση μετατροπής ή συγχώνευσης, καθώς και από την υποχρέωση πληρωμής

εισφοράς και παραχώρησης περιουσιακών στοιχείων, καθώς και εκτέλεσης οποιασδήποτε συναφούς συμφωνίας ή δράσης.

- Ελευθέρωση των ακινήτων που πληρώνουν φόρο μεταβίβασης (από την απορροφημένη στην απορροφώσα).
- Απαλλαγή από τη φορολογία της αυξημένης αξίας που προέρχεται από τη μετατροπή ή συγχώνευση.
- Τα σφάλματα που προκύπτουν από την τρέχουσα και τις προηγούμενες χρήσεις, αν υπάρχουν στον ισολογισμό της ετασχηματιζόμενης επιχείρησης, μετακινούνται στη νέα εταιρεία. Αυτές οι ζημιές μπορούν να συνυπολογιστούν με τα κέρδη που πηγάζουν από τη χρήση του μετασχηματισμού και τα κέρδη των επόμενων δύο χρήσεων (άρθρο 9.Ν.2992/2002).

Στον Ν.2992/02 αναφέρεται ότι οι νώνυμες εταιρείες με μετοχές που δεν είναι καταχωρημένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και πηγάζουν από απορρόφηση ή συγχώνευση διαφορετικών εταιρειών με οποιαδήποτε νομική μορφή, υπόκεινται σε φορολόγηση για τα κέρδη που αναδύονται από τον πρώτο ισολογισμό μετά την τελειοποίηση της μετασχηματιστικής διαδικασίας με τον φορολογικό συντελεστή μειωμένο κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες για κέρδη του δεύτερου ισολογισμού, με τον φορολογικό συντελεστή να μειώνεται κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες σε αυτήν την περίπτωση.

Η ελάττωση του φορολογικού συντελεστή κατά 10 και 5 ποσοστιαίες μονάδες εφαρμόζεται για τις ανώνυμες εταιρείες με μετοχές που είναι καταχωρημένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όπου ενσωματώνουν μία ή πιο πολλές εταιρείες, είτε καταχωρημένες είτε μη, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αυτή η μείωση εφαρμόζεται με παρόμοιους όρους για όλες τις προαναφερόμενες εταιρείες.

### **5.3.2 Βάσει του Ν.4601/2019**

Ο Νόμος 4601/2019, με τίτλο “Εταιρικοί μετασχηματισμοί”, αποσκοπεί στην αναδιοργάνωση του εταιρικού δικαίου που αφορά τους μετασχηματισμούς επιχειρήσεων, παρουσιάζοντας τον για πρώτη φορά σε ένα συγκεντρωτικό νομοθετικό κείμενο.

Στον όρο “μετασχηματισμοί” αναφέρονται νομικές διαδικασίες και πράξεις που υπόκεινται στο εταιρικό δίκαιο και προσδιορίζουν τη μεταβολή της νομικής μορφής μιας επιχειρηματικής οντότητας. Αυτές οι αλλαγές γίνονται χωρίς την ανάγκη επίλυσης ή εκκαθάρισης της επιχείρησης ή της μεταβίβασης των περιουσιακών της στοιχείων με τους

κανόνες που ισχύουν για την ειδική διαδοχή. Οι μετασχηματισμοί αυτοπραγματοποιούνται με τα μέσα που προβλέπει το εταιρικό δίκαιο και επιτυγχάνουν νομικά αποτελέσματα ταυτόχρονα με την εγγραφή τους στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.). Κατά τη διαδικασία αυτή, οι εταιρικές οντότητες που υφίστανται μετασχηματισμό συνενώνονται, διαιρούνται ή αλλάζουν τη νομική τους μορφή, χωρίς την ανάγκη επίλυσης της επιχείρησής τους. Οι εταίροι αυτών των επιχειρήσεων γίνονται αυτόματα εταίροι των νέων εταιρικών οντοτήτων που προκύπτουν από τον μετασχηματισμό, και η μεταβίβαση της περιουσίας τους πραγματοποιείται χωρίς εκκαθάριση, διανομή και εισφορά, με τη μορφή καθολικής διαδοχής, προβαίνοντας στη μεταβίβαση του συνόλου του ενεργητικού και του παθητικού χωρίς την ανάγκη μεταβίβασης κάθε περιουσιακού στοιχείου ξεχωριστά.

#### **Η σχέση του Ν.4601/2019 με τις φορολογικές διατάξεις**

**α)** Οι διατάξεις του ν.δ. 1297 (Α' 217), των νόμων 2166/1993 (Α' 137), 4172/2013 (Α'167) και άλλων σχετικών νόμων, ειδικότερα όσον αφορά τις φορολογικές ή αναπτυξιακές πτυχές που αναφέρονται σε μετασχηματισμούς που περιγράφονται στο παρόν κείμενο, παραμένουν ισχύουσες όσον αφορά τις φορολογικές τους ρυθμίσεις και τα παρεχόμενα πλεονεκτήματα ή κίνητρα. Κατά τα άλλα, οι προαναφερθείσες τροποποιήσεις που αφορούν τους προαναφερθέντες νόμους, υποβάλλονται στις κατευθυντήριες γραμμές του παρόντος κειμένου, ειδικότερα όσον αφορά τις επιτρεπτές μεταβολές, τις προϋποθέσεις, τη διαδικασία υλοποίησης και τα αποτελέσματά τους.

#### **β) Εγκύκλιοι**

- **E.2048/2019.** Η αναφορά σε αυτό το κείμενο είναι: Προώθηση των διατάξεων του νόμου 4601/2019 σχετικά με τους εταιρικούς μετασχηματισμούς και την ευθυγράμμιση του νομοθετικού πλαισίου με τις οδηγίες της 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, που δημοσιεύτηκαν στις 16 Απριλίου 2014, σχετικά με την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων, καθώς και άλλες σχετικές διατάξεις. (ΦΕΚ Α'44/9.3.2019)
- **E.2051/2019** Οι κανόνες που αφορούν την απόσχιση του τμήματος της τραπεζικής δραστηριότητας με την ενσωμάτωσή του σε υπάρχον πιστωτικό ίδρυμα ή τη δημιουργία νέου πιστωτικού ιδρύματος, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 27 παράγραφος 3 και 27Α του Κώδικα Φορολογίας Εισοδημάτων(ν.4172/2013,ΚΦΕ),

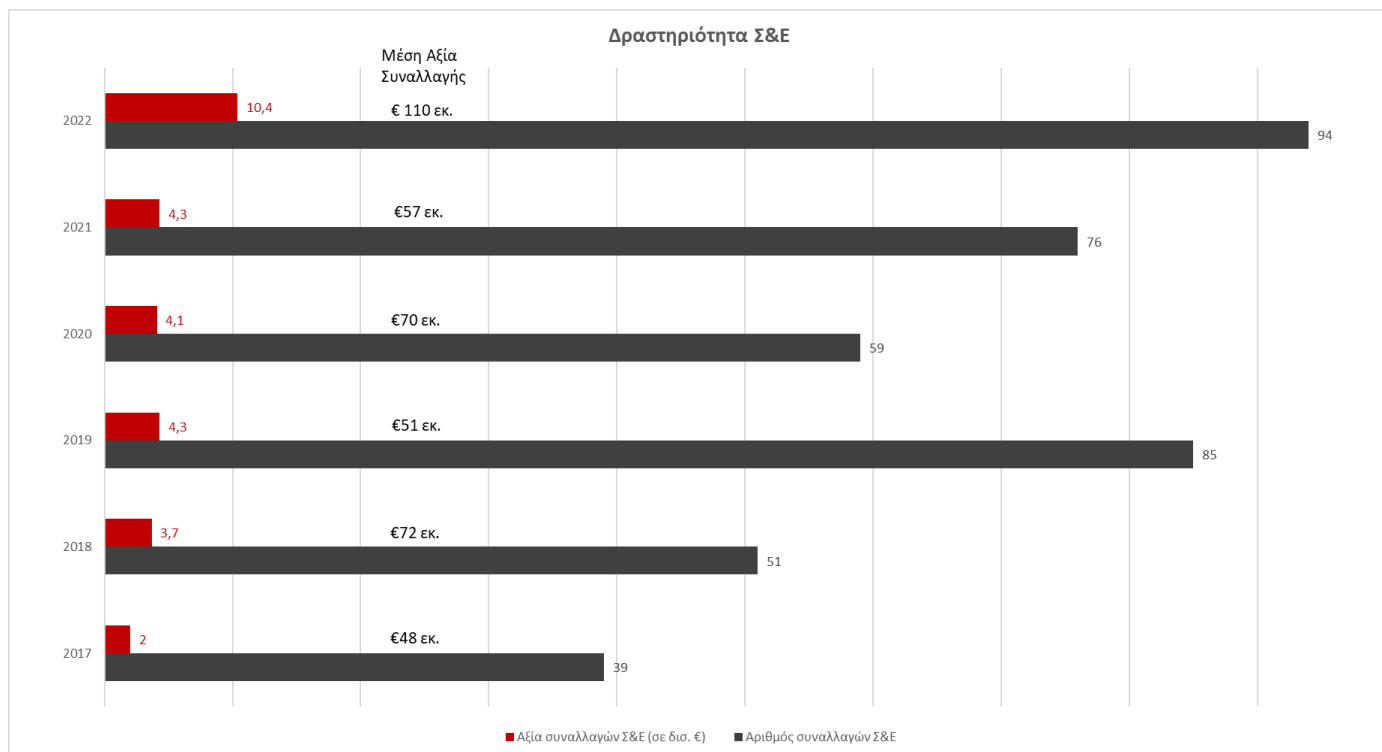
εφαρμόζονται βάσει του νόμου 4601/2019 και του άρθρου 16 του νόμου 2515/1997, όπως αυτά είναι σήμερα σε ισχύ.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2018-2022**

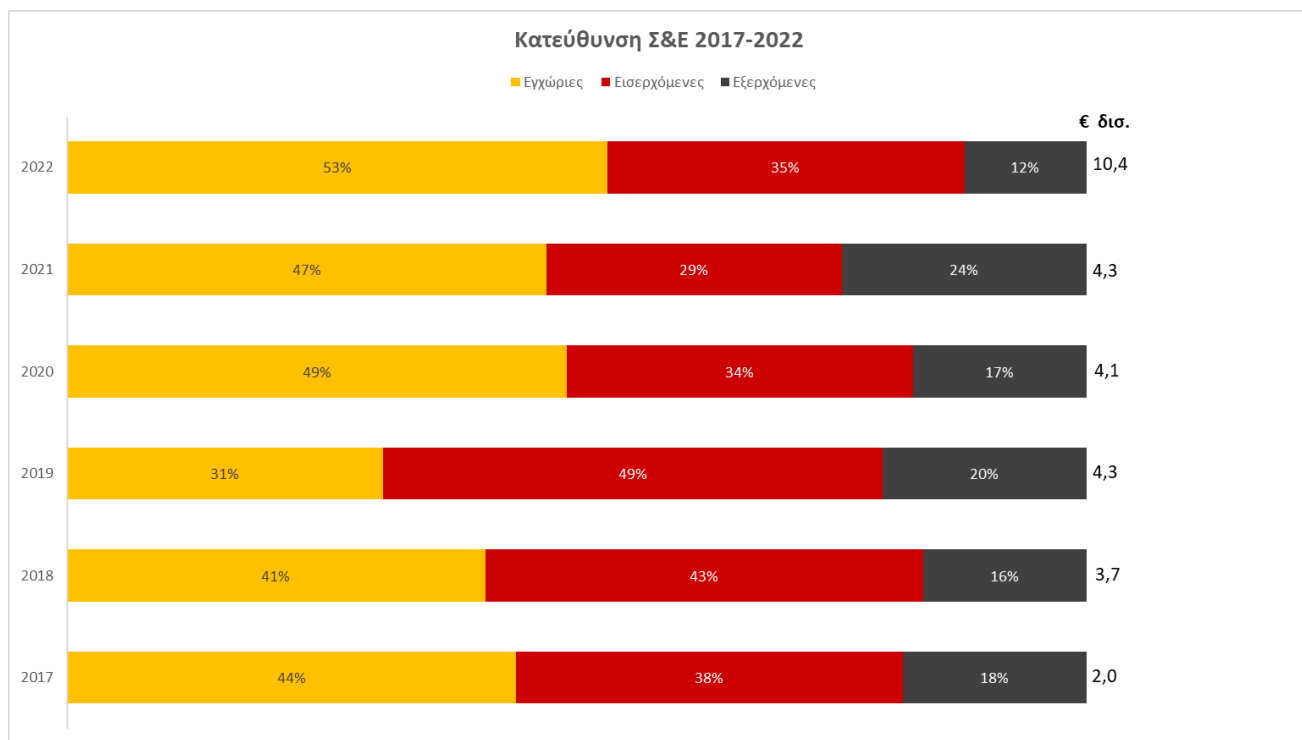
Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά ο όγκος και η αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα και στην Ευρώπη την περίοδο 2018-2022. Τα δεδομένα στο Σχεδιάγραμμα 3 παρουσιάζουν την εξέλιξη των συναλλαγών Σ&Ε για την εξεταζόμενη περίοδο. Το 2018 και 2019 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση στον αριθμό των συναλλαγών σε σύγκριση με το 2017, φτάνοντας τις 51 συνολικά και 85 αντίστοιχα. Όμως το 2020, παρατηρήθηκε μείωση στον αριθμό, με 59 συνολικά και μείωση της συνολικής αξίας. Το επόμενο έτος ο αριθμός αυξήθηκε πάλι, αγγίζοντας τις 76 συναλλαγές και τέλος το 2022 ο αριθμός των συναλλαγών αυξήθηκε κατά 18 φτάνοντας τις 94 όπου είναι οι περισσότερες που καταγράφηκαν μεταξύ των ετών.

**Σχεδιάγραμμα 3: Δραστηριότητα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα (αριθμός και αξία σε δις. Ευρώ)**



Όπως παρουσιάζεται στο παρακάτω σχεδιάγραμμα, το διάστημα μεταξύ 2018 και 2022, η ποσότητα των εξερχόμενων συναλλαγών αντιστοιχούσε σε περίπου 18% του ολοκληρωτικού αριθμού συναλλαγών. Οι συναλλαγές που εισέρχονται αποτελούσαν τον κυρίαρχο παράγοντα με το 38% της αγοράς. Οι εγχώριες συναλλαγές κυμαίνονται πάνω κάτω σε παρόμοια ποσοστά από 41% μέχρι 53%, με εξαίρεση το 2019 όπου είχε καταγραφεί μείωση, φθάνοντας το 31%.

#### Σχεδιάγραμμα 4: Κατεύθυνση Συναλλαγών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών



Ως εγχώριες Ε&Σ οι συναλλαγές όπου ο αγοραστής και η εταιρία στόχος είναι ελληνική, ως εισερχόμενες Ε&Σ οι συναλλαγές όπου η εταιρία στόχος είναι ελληνική ενώ ο αγοραστής είναι αλλοδαπός και ως εξερχόμενες Ε&Σ οι συναλλαγές από ελληνική εταιρία αγοραστή και αλλοδαπή εταιρία στόχο.

### 6.1 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2018

#### 6.1.1. Επισκόπηση Μακροοικονομική

Το 2018, ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι Ελληνικές επιχειρήσεις έφτασε σε ένα υψηλό επίπεδο των € 5,5 δισ., όπου τα € 3,8 δισ. προέκυψαν από 51 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, € 635 εκ. σχετίζονται με ομόλογα εταιρικά, και \$ 1 δισ. έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις. Τα προηγούμενα χρόνια, η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας χαρακτηρίστηκε αναιμική, ενώ υπήρχαν λίγοι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι. Ωστόσο, στην οικονομική ανάπτυξη αυτή, αναδείχθηκε η ανάγκη για ένα τείχος με μεταρρυθμίσεις προς τα εμπρός.

Αν και οι κεντρικοί οικονομικοί δείκτες εμφάνιζαν σταδιακή βελτίωση, εξακολούθησαν να είναι υποβαθμισμένοι και το επίπεδο των επενδύσεων δεν ήταν ανάλογο με την ανοδική πορεία. Η υψηλή φορολογία ασκούσε πίεση στην κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα. Επιπλέον, οι μειωμένες επενδύσεις αποτελούσαν το μεγαλύτερο εμπόδιο για την τροφοδότηση της ανάπτυξης.

Παρά τα δημοσιονομικά πλεονάσματα, οι λειτουργικές και δημοσιονομικές αδυναμίες του κράτους εξακολούθησαν να υπάρχουν. Το φορολογικό σύστημα παρουσίαζε ανισορροπίες και στρεβλώσεις, ενώ η δημόσια διοίκηση δεν είχε υποστεί ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις. Οι ελληνικές τράπεζες αντιμετωπίζουν προβλήματα στην επίτευξη γρήγορης μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPEs) που υπήρχαν στους ισολογισμούς τους. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με διαρθρωτικές και λειτουργικές αδυναμίες που αντιμετώπιζαν, καθιστούσε δύσκολη την εξασφάλιση χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις.

Η Ελλάδα ολοκλήρωσε επιτυχώς το τρίτο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής με ένα αποθεματικό ρευστότητας πολύ αξιόλογο περίπου €24 δισ. Το ποσό αυτό, μαζί με την μείωση του χρέους, τα κέρδη από τα ελληνικά ομόλογα και τις ιδιωτικοποιήσεις, κάλυπταν τις χρηματοδοτικές αναγκαιότητες του κράτους έως τα τέλη του 2022. Εφόσον οι κύριοι οικονομικοί παράγοντες παρέμεναν χαμηλοί, η εξέλιξη της οικονομίας θα παρέμενε αναιμική. Η Ελλάδα θα επωφελούνταν από σημαντικές δομικές μεταρρυθμίσεις, καθώς το οικονομικό της πρότυπο φαινόταν μη συμβατό με την βιώσιμη εξέλιξη.

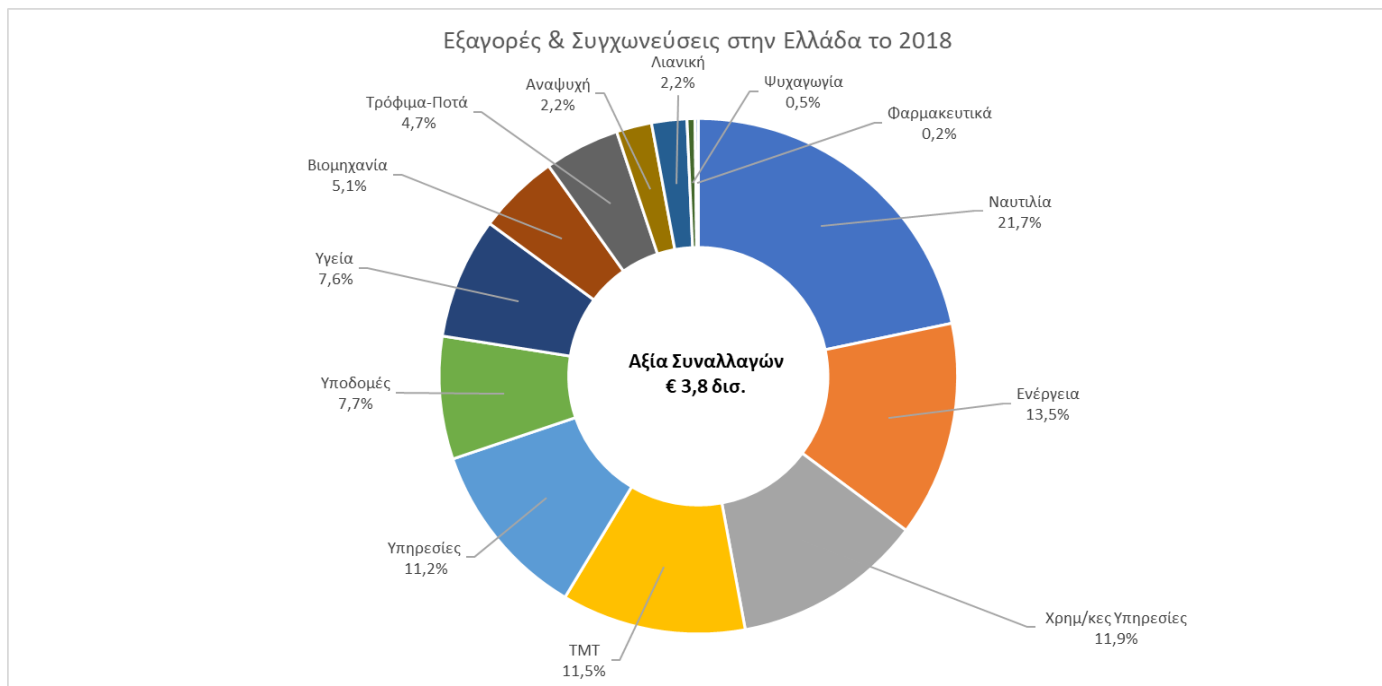
### **6.1.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Το 2018 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση στον αριθμό των Σ & Ε, φθάνοντας όπως αναφέραμε προηγουμένως τις 51 συνολικά συναλλαγές. Η αύξηση της συνολικής αξίας αυτών ανήλθε σε €1.9 δισ. σε σύγκριση με το 2017. Αυτή η αύξηση οφείλεται κυρίως στις μεγάλες συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν σε διάφορους κλάδους. Αναλυτικά, οι κλάδοι αυτοί ήταν:

1. Ο κλάδος της Ναυτιλίας με ποσοστό 21,7% της συνολικής αξίας.
2. Ο κλάδος της Ενέργειας με ποσοστό 13,5%.
3. Ο κλάδος των Χρημ/κων Υπηρεσιών με ποσοστό 11,9%.
4. Ο κλάδος των TMT με ποσοστό 11,5%.



### Σχεδιάγραμμα 5: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2018



Στον τομέα της ναυτιλίας οι συναλλαγές αντιπροσώπευσαν το 22% της ολοκληρωτικής αξίας των συναλλαγών Σ & Ε το 2018 και ακολουθεί ο τομέας της Ενέργειας με ποσοστό 13,5%

Η ολοκληρωτική αξία των Σ & Ε ανήλθε στα €3,8 δισ. το 2018 και ήταν €1,9 δισ. πιο ψηλά από εκείνη του 2017.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι 5 μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το έτος 2018

#### Πίνακας 11: Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2018

A.A.	Αγοραστής	Πωλήτρια εταιρεία	Στόχος	Αξία συναλλαγής (€ εκ.)
1	Global Ship Lease, Inc.	Kelso & Company	Poseidon Containers Holdings LLC	689,5
2	Otokoc ABG Holland	Τράπεζα Πειραιώς	80% μερίδιο στην Olympic	310,6

	BV		Εμπορικές-Τουριστικές Επιχειρήσεις Α.Ε. (Avis Hellas)	
3	Banca Transilvania	Eurobank Εργασίας SA	99,15% μερίδιο στη Bancpost SA, ERB Retail Services IFN SA και ERB Leasing IFN SA	301,0
4	SENFLUGA Energy Infrastructure Holdings S.A	ΕΛΠΕ Α.Ε.	35% μερίδιο στην εταιρεία ΔΕΣΦΑ Α.Ε.	283,7
5	Hellenic Healthcare Sarl (CVC Capital Partners)	Υγεία Α.Ε.	70,38% μερίδιο στην Υγεία Α.Ε.	204,4
			<b>Συνολική αξία συναλλαγών</b>	<b>1.789,2</b>

Πηγή: Price Waterhouse Coopers (PwC)

Οι συναλλαγές Σ & Ε παρουσίασαν μικρές αλλαγές σε σχέση με το 2017. Οι εισερχόμενες συναλλαγές αυξήθηκαν, ενώ οι εξερχόμενες και οι εγχώριες συναλλαγές μειώθηκαν.

### 6.1.3. Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2018

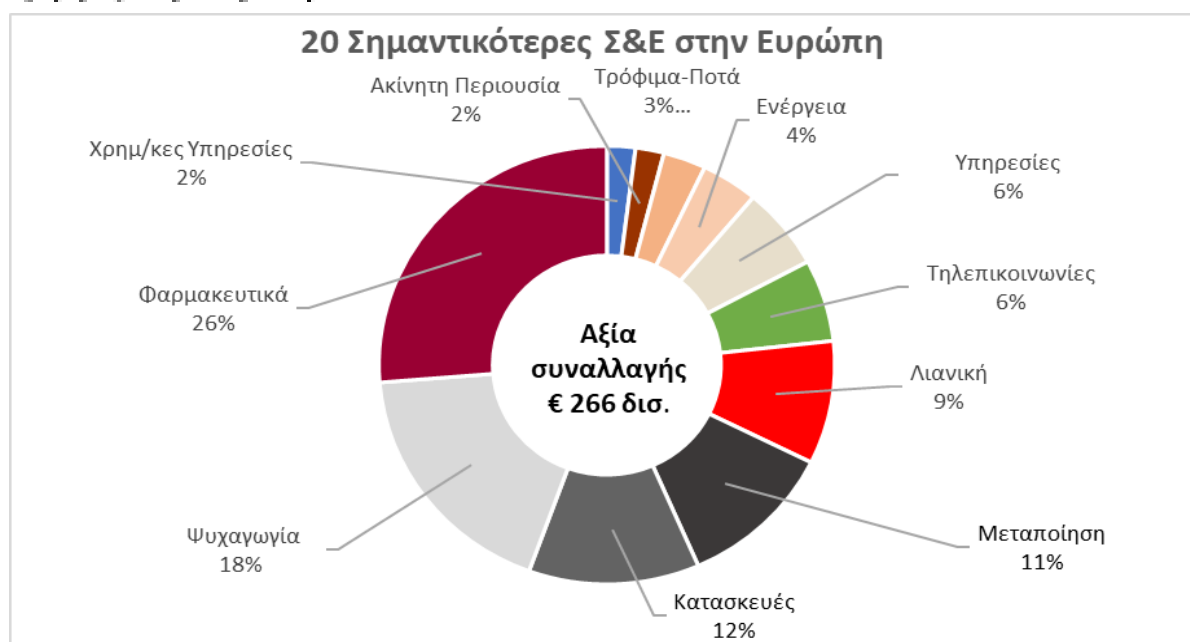
Το 2018, οι 51 Σ&Ε ανήλθαν σε συνολικό ποσό € 3,8 δισ., με κύριες επιρροές από τους τομείς της Ναυτιλίας, της Ενέργειας και από Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες όπου παρατηρήθηκε αύξηση του μέσου μεγέθους κατά € 27 εκ., με μια μετάβαση από μικρότερες συναλλαγές σε συναλλαγές μεγαλύτερης αξίας. Στην Ελλάδα, οι Σ&Ε έχουν πλέον παύσει να υφίστανται την επιρροή αποεπενδύσεων των ελληνικών συστημικών τραπεζών σε διαφορετικούς κλάδους και επιχειρηματικές δραστηριότητες. Επιπλέον, τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις το 2018 ήταν €1 δισ., το οποίο απέχει από τις εκτιμήσεις €

2,7 δισ. Κατά το 2018, πραγματοποιήθηκαν 6 συναλλαγές αναδιάρθρωσης, με κύριο επίκεντρο τη βιομηχανία, ενώ προγραμματίζονταν επιπλέον συναλλαγές για το μέλλον. Επιπρόσθετα, κατά το έτος εκδόθηκαν μόνο 4 διαπραγματεύσιμα εταιρικά ομόλογα με συνολικό ύψος € 635 εκ. Τέλος, Οι συναλλαγές για την απόκτηση μειοψηφικών πακέτων ομολόγων ανήλθαν σε € 257 εκ., με το 58% του ποσού να προέρχεται από τον κλάδο των Υποδομών.

#### 6.1.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2018

Το 2018, ο συνολικός όγκος των 20 μεγαλύτερων συναλλαγών στην Ευρώπη ανήλθε σε € 261 δισεκατομμύρια όπως παρουσιάζεται στο παρακάτω σχεδιάγραμμα.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα V\* ARABIC 6s 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2018



Από τις 20 σημαντικότερες Ευρωπαϊκές συμφωνίες, το 26% εστιάζει στο Φαρμακευτικό τομέα, το 18% αφορά τον τομέα της Ψυχαγωγίας, ενώ το 12% αφορά τον τομέα των Κατασκευών.

## 6.2 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2019

### 6.2.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική

Το 2019, ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι Ελληνικές επιχειρήσεις έφτασε σε ένα επίπεδο των € 12 δισ. , όπου τα € 4,3 δισ. προέρχονταν από Σ&Ε, τα € 5 δισ. σχετίζονται με ομόλογα εταιρικά, τα € 1,2 δισ. αφορούν ιδιωτικοποιήσεις και τα € 1,5 δισ. αναφέρονται σε συναλλαγές δανείων που δεν ήταν εξυπηρετούμενα από τράπεζες της Ελλάδας. Η ώθηση των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων και εξυγίανση των τραπεζών είχαν την δυνατότητα να δώσουν ώθηση σε μια εφικτή και διατηρήσιμη εξέλιξη. Οι κύριοι οικονομικοί δείκτες, παρά την σταδιακή βελτίωση, παρέμειναν αδύναμοι και η φάση των επενδύσεων δεν επαρκούσε για υψηλή εξέλιξη. Η κατανάλωση συνεχίστηκε να ελαττώνεται από το εισόδημα που ήταν διαθέσιμο. Η ελάττωση του επιχειρησιακού φόρου από 28% σε 24%, και η ελάττωση του μερισματικού φόρου στο 5% αναμενόταν να υποστηρίξουν τον τομέα των επιχειρήσεων και να ισχυροποιήσουν το ενδιαφέρον για επενδύσεις. Το κράτος βρισκόταν σε ένα στάδιο αναδιοργάνωσης και αναβάθμισης των δομών δραστηριότητας του. Οι τράπεζες της Ελλάδας επιτάχυναν τη φάση ελάττωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων από τους ισολογισμούς τους, αλλά με τα λειτουργικά και δομικά τους ελαττώματα δεν μπορούσαν να υποστηρίξουν πλήρης εξέλιξη. Ο τομέας της Ακίνητης Περιουσίας εμφάνιζε σημεία μεγάλης ανάκαμψης, αναβαθμισμένος από την ελάττωση του ΕΝΦΙΑ το έτος 2019, με ποσοστό 22% μεσοσταθμικά.

Σύμφωνα με τα δημοσιονομικά, η Ελλάδα:

1. Από το 2016 και μετά, η χώρα πραγματοποιεί δημοσιονομικά πλεονάσματα που υπερβαίνουν τους στόχους της.
2. Από τις αρχές του 2019, έχει αναβαθμιστεί τρεις φορές από διεθνείς οίκους αξιολόγησης, με στόχο να μεταβεί σε επενδυτική βαθμίδα τους προσεχούς μήνες.
3. Όσον αφορά την επανέναρξη απόκτησης των κρατικών ομολόγων, αγοράστηκαν € 11,5 δισ. σε πέντε εκδόσεις σε παρόμοια περίοδο.
4. Η μέση διάρκεια του δημοσίου χρέους είναι περίπου 21 έτη, δηλαδή 2,7 φορές μεγαλύτερη από το μέσο όρο των παρόμοιων ευρωπαϊκών χωρών. Σε συνδυασμό με την επιστροφή των ANFAs/SMP και τη σημαντική μείωση του

κόστους αποπληρωμής του χρέους, αυτό θα μπορούσε να καλύψει τις ανάγκες του επερχόμενου μέλλοντος.

Η περιορισμένη οικονομική ανάπτυξη θα συνεχιζόταν εφόσον οι επενδύσεις σε μακροπρόθεσμο κεφάλαιο παρέμεναν χαμηλότερες από τις αποσβέσεις που πραγματοποιούντουσαν. Το οικονομικό πλάνο της χώρας δεν ταίριαζε ακόμη με τη βιώσιμη εξέλιξη και θα γινόταν να επωφεληθεί από σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Υπήρχαν ορισμένοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, αλλά δεν αναποδογύρισαν τη θετική δυναμική της χώρας. Το επίτευγμα των τότε επόμενων χρόνων ήταν η επίτευξη και η θεμελίωση μιας μακροχρόνιας διατηρήσιμης εξέλιξης.

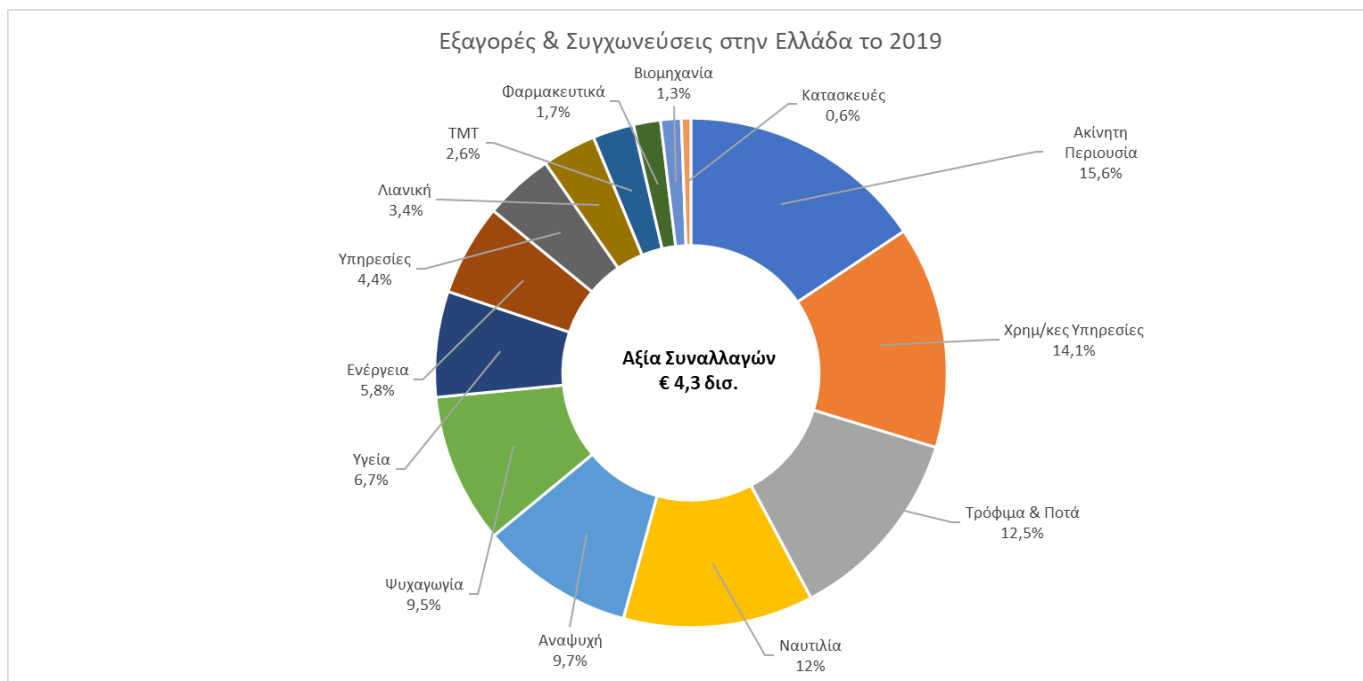
### 6.2.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

Το 2019, οι συναλλαγές των Σ&Ε αυξήθηκαν σε 85. Επιπλέον, το τελικό ποσό των συναλλαγών αυξήθηκε κατά € 0,6 δισ. σε σύγκριση με το έτος 2018 φτάνοντας τα 4,3 δις ευρώ.

Το πλήρες ποσό των συναλλαγών το 2019 επικεντρώθηκε σε διάφορους κλάδους. Αναλυτικά, οι κλάδοι αυτοί ήταν:

1. Ο κλάδος της Ακίνητης Περιουσίας με ποσοστό 15,6% της συνολικής αξίας.
2. Ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών με ποσοστό 14,1%.
3. Ο κλάδος των Τροφίμων & Ποτών με ποσοστό 12,5%.
4. Ο κλάδος της Ναυτιλίας με ποσοστό 12%.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα \\* ARABIC 7: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2019



Το 2019, ο μέσος όρος αξίας των συναλλαγών που ήταν εξερχόμενες έφτασε τα € 72 εκ.. Αυτό αντιστοιχεί σε αύξηση € 41 εκ. σε σχέση με το έτος 2018. Αυτή η αύξηση αποτελεί αντικατοπτρισμό της σταθεροποιητικής τάσης της αγοράς των Σ&Ε, αλλά και της ενίσχυσης της επενδυτικής δραστηριότητας των εταιρειών.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι 5 μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το έτος 2019

**Πίνακας 12: Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2019**

A.A.	Αγοραστής	Πωλήτρια εταιρεία	Στόχος	Αξία συναλλαγής (€ εκ.)
1	DryLog (θυγατρική της ελληνικής ναυτιλιακής CERES)	ArcelorMittal	50% της Global Chartering	478,2
2	Invel Real Estate II B.V.	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	32.70% της Εθνικής Παναγιάς ΑΕΕΑΠ	390,0
3	Intrum Group SA	Τράπεζα Πειραιώς	80% της Πειραιώς RBU	328,0
4	Coca Cola HBC AG	MidEuropa Partners	100% της Bambi A.D.	260,0
5	Sazka Group	Μέτοχοι	7.25% του ΟΠΑΠΑ.Ε.	213,0
			<b>Συνολική αξία συναλλαγών</b>	<b>1.669,2</b>

Πηγή: Price Waterhouse Coopers (PwC)

### 6.2.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2019

Οι συναλλαγές Σ&Ε ανήλθαν €4,3 δισ. το 2019, και παρατηρήθηκε αύξηση στις συναλλαγές, αλλά μείωση στο μέσο όρο της αξίας τους κατά €21εκ., υποδηλώνοντας την τάση για συναλλαγές χαμηλότερης αξίας. Η κατανομή των συναλλαγών σε διάφορους τομείς

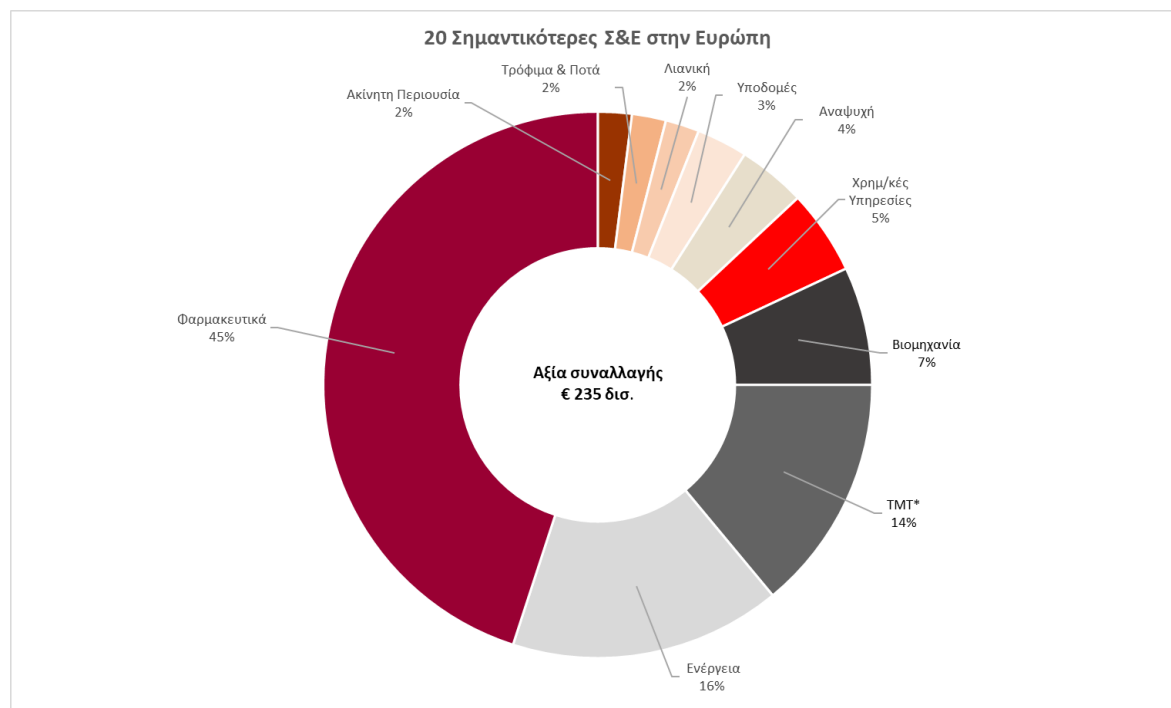
αποτελέσει σημαντικό χαρακτηριστικό, με αποκρατικοποιήσεις συστημικών τραπεζών να μην είναι πλέον η κύρια πηγή δραστηριότητας των Σ&Ε.

Το 2019, ο μέσος όρος αξίας των εξερχόμενων συναλλαγών ανήλθε σε €72εκ. σημειώνοντας αύξηση σε σύγκριση με το 2018, αντανακλώντας σταθερή τάση στις αγορές συγχωνεύσεων και εξαγορών και την τάση των επιχειρήσεων να επενδύουν στο εξωτερικό. Τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις έφτασαν τα €1,2 δισ. το 2019. Το 2019 περιλάμβανε επίσης την τιτλοποίηση του χαρτοφυλακίου μη εξυπηρετούμενων δανείων και μερική πώληση μιας συστημικής τράπεζας στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Επιπλέον, εκδόθηκαν 12 εταιρικά ομόλογα ύψους €5 δισ. και οι μειοψηφικές συναλλαγές ανήλθαν σε €990 εκ., με το 40% αυτού του ποσού να προέρχεται από τον τομέα της Ακίνητης Περιουσίας.

#### 6.2.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2019

Το 2019, ο συνολικός όγκος των 20 μεγαλύτερων συναλλαγών στην Ευρώπη ανήλθε σε € 235 δισεκατομμύρια.

#### Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα \\* ARABIC 8: 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2019



\*TMT: Τηλεπικοινωνίες, MME & Τεχνολογία

Από τις 20 σημαντικότερες Ευρωπαϊκές συμφωνίες, το 45% εστίαζε στο Φαρμακευτικό κλάδο, το 16% αφορούσε τον ενεργειακό τομέα, ενώ το ποσοστό 14% αφορούσε τα ΤΜΤ.

### **6.3 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ελλάδα το 2020**

#### **6.3.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική**

Το 2020, ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν επιχειρήσεις Ελληνικών ενδιαφερόντων έφτασε συνολικά τα € 6 δισ., όπου τα € 4,1 δισ. προέρχονταν από Σ&Ε, € 1,7 δισ. αφορούν εταιρικά ομόλογα, € 119 εκ. αφορούν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου όπου ήταν καλυμμένες από αποδοτικούς επενδυτές, € 45 εκ. από αποκρατικοποιήσεις, και € 0,6 δισ. αναφέρονται σε συναλλαγές δανείων που δεν είναι εξυπηρετούμενα από τις τράπεζες της Ελλάδος.

Η εξάπλωση της πανδημίας είχε αντίκτυπο στη δραστηριότητα Σ&Ε, με αποτέλεσμα να μειωθεί ο αριθμός των συναλλαγών, ειδικά το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του έτους 2020.

Η κορονοϊός είχε σοβαρές επιπτώσεις στην αγορά, ιδιαίτερα από τον Απρίλιο μέχρι τον Αύγουστο 2020. Τα ποσά των συναλλαγών μειώθηκε κατά 24% και 71% σε σχέση με το 2019, αλλά καταγράφηκε αύξηση κατά το 4ο τρίμηνο. Οι συναλλαγές των Σ&Ε και τα εταιρικά ομόλογα κυμαίνονταν σε χαμηλά επίπεδα, καθώς επηρεάστηκαν από την αβεβαιότητα και την αστάθεια της οικονομίας. Η πανδημία και το οικονομικό κλίμα επέφεραν καθυστερήσεις στις μη τακτικές συναλλαγές, όπως τις ιδιωτικοποιήσεις και πωλήσεις χαρτοφυλακίων. Σημειώθηκαν συναλλαγές εξυγίανσης εταιρειών και εξαγορές στον τομέα του ηλεκτρονικού εμπορίου λόγω των αναγκών που προέκυψαν από την πανδημία.

#### **6.3.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Ο κορονοϊός οδήγησε σε σημαντικά αποτελέσματα στο χρονοδιάγραμμα των αποκρατικοποιήσεων, προκαλώντας σημαντικές καθυστερήσεις, με τις εισπράξεις να φτάνουν μόνο τα € 45 εκατ. Το μεγαλύτερο μερίδιο στα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις για το 2020 το έφερε η τελειοποίηση της παραχώρησης της μαρίνας Αλίμου.

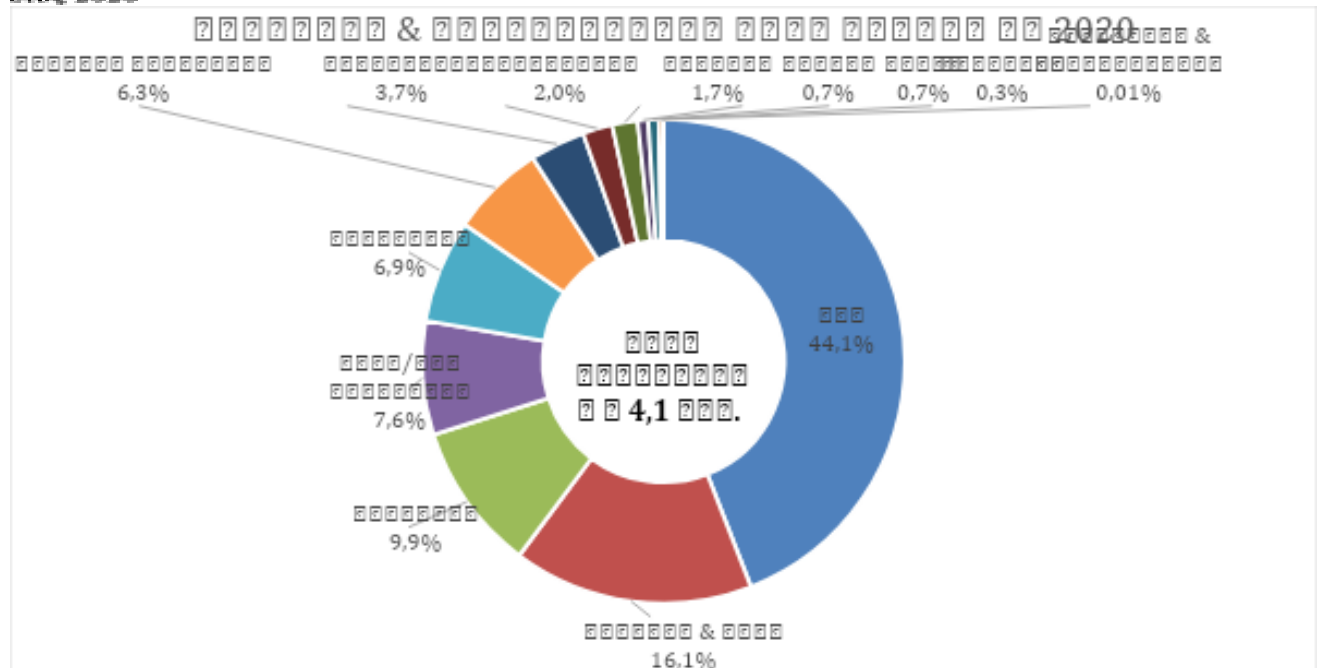


Το 2020, οι συναλλαγές των Σ&Ε ελαττώθηκαν αρκετά, φθάνοντας τις 59 και η αξία τους περιορίστηκε σε € 4,1 δισ..

Η μεγαλύτερη συνολική αξία συναλλαγών το 2020 επικεντρώθηκε σε διάφορους κλάδους. Αναλυτικά, οι κλάδοι αυτοί ήταν:

1. Ο κλάδος των ΤΜΤ με ποσοστό 44,1% της συνολικής αξίας.
2. Ο κλάδος των Τροφίμων & Ποτών με ποσοστό 16,1%.
3. Ο κλάδος της Ενέργειας με ποσοστό 9,9%.
4. Ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών με ποσοστό 7,6%.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα N° ARABIC 9: Συγκριτικές και Εξαγωγές στην Ελλάδα το έτος 2020



Η συνολική αξία των Σ&Ε άγγιξε τα € 4,1 δισ., ελαττωμένη κατά € 160 εκ. σε σύγκριση με το 2019.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι 5 μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το έτος 2020

**Πίνακας 13: Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2020**

	<i>Αγοραστής</i>	<i>Πωλήτρια εταιρεία</i>	<i>Στόχος</i>	<i>Αξία συναλλαγής (€ εκ.)</i>
1	Vantage Towers Greece	Wind Hellas Telecommunications S.A. και Vodafone Group Plc	Κλάδος διαχείρισης, ανάπτυξης και εκμετάλλευσης του παθητικού εξοπλισμού και υποδομής της κάθε εταιρείας	814,17
2	Upfield Holdings BV	SouthBridge Europe Mezzanine GP, S.a.r.l.	100% της Arivia SA	500,0
3	Lliad SA	Tollerton Investments Ltd (θυγατρική του ομίλου Olympia)	20.1% της PLAY Communications	440,0
4	Delivery Hero SE	Venture Friends 400W Management B.V.	100% της InstaShop Ltd	304,6
5	Energean Oil & Gas	Edison S.p.A.	100% της Edison E&P	232,8
			<b>Συνολική αξία συναλλαγών</b>	<b>2.292,2</b>

Πηγή: Price Waterhouse Coopers (PwC)

Το 2020, ο μέσος όρος αξίας των συναλλαγών που εισέρχονται έφτασε στα € 104 εκ. Αυτό αντιστοιχεί σε αύξηση € 46 εκ. σε σύγκριση με το 2019. Αυτή η αύξηση παρά τον κορονοϊό, έκανε τις εταιρείες του εξωτερικού να χρησιμοποιήσουν το πλεονέκτημα προχωρώντας σε σημαντικής αξίας Σ&Ε με εταιρείες ελληνικές.

Επιπλέον, οι Σ&Ε αφορούσαν κυρίως συναλλαγές εγχώριες, όπου κατά βάση ήταν μικρού μεγέθους και χαρακτηρίζονταν από τη συμμετοχή ελληνικών κεφαλαίων. Παράλληλα, οι εισερχόμενες συναλλαγές και οι εξερχόμενες, ήταν μικρότερες σε αριθμό, αλλά χαρακτηρίζονταν από μεγαλύτερο μέσο όρο μεγέθους.

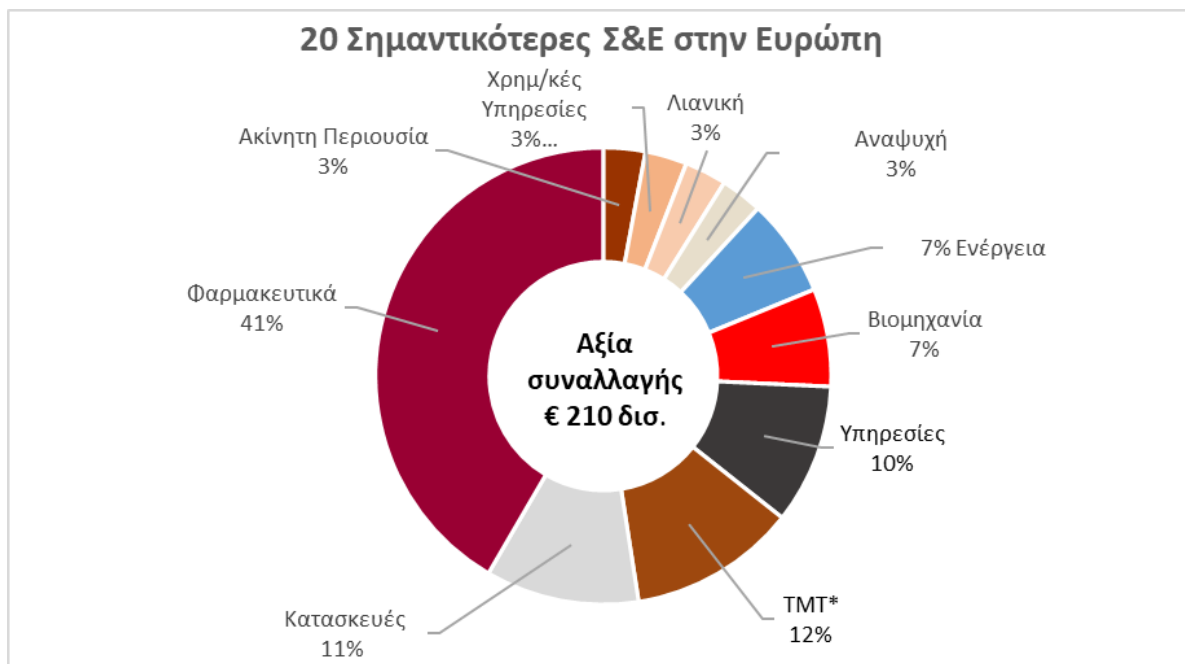
### **6.3.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2020**

Το 2020, οι Σ&Ε έφτασαν τις 59 συναλλαγές και τα € 4,1 δισ. συνολική αξία, με μείωση των εσόδων κατά € 160 εκ. σε σχέση με το 2019. Αν και οι συναλλαγές μειώθηκαν, ο μέσος όρος του μεγέθους των συναλλαγών αυξήθηκε κατά € 19 εκ., δείχνοντας μια τάση για συναλλαγές υψηλότερης αξίας. Η μεταβολή στον τομέα των TMT αποτέλεσε κύριο στοιχείο, ακολουθώντας μια παγκόσμια τάση. Ο μέσος όρος των συναλλαγών που εισέρχονταν ήταν € 104 εκ. το 2020, σημειώνοντας αύξηση σε σύγκριση με το 2019. Παρά την επιρροή του κορονοϊού, οι εταιρείες με έδρα στο εξωτερικό αξιοποίησαν το πλεονέκτημα, εκτελώντας υψηλής οικονομικής αξίας Σ&Ε με εταιρείες της Ελλάδας. Τα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις ήταν € 45 εκ. το 2020. Οκτώ συναλλαγές αναδιάρθρωσης πραγματοποιήθηκαν το 2020, χωρίς εστίαση σε συγκεκριμένο οικονομικό τομέα. Έξι μεταβιβάσιμα εταιρικά ομόλογα εκδόθηκαν εντός του 2020, με ύψος € 1,7 δισ. Οι συναλλαγές πακέτων με μειοψηφία έφθασαν τα € 1,0 δισ., όπου το 45% προήλθε από τον τομέα των TMT. Οι ενισχύσεις κεφαλαίου λόγω συμμετοχής στρατηγικών επενδυτών ήταν μόλις € 119 εκ. το 2020.

### **6.3.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2020**

Το 2020, ο συνολικός όγκος των 20 μεγαλύτερων συναλλαγών στην Ευρώπη ανήλθε σε € 210 δισεκατομμύρια.

**Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα \\* ARABIC 10: 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2020**



Από τις 20 σημαντικότερες Ευρωπαϊκές συμφωνίες, το 41% εστίαζε στο Φαρμακευτικό κλάδο, το 12% αφορούσε τα ΤΜΤ και το 11% αφορούσε τον κλάδο των Κατασκευών.

## 6.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ελλάδα το 2021

### 6.4.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική

Το 2021, ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι επιχειρήσεις της Ελλάδας έφτασε συνολικά τα € 12 δισ. , όπου τα € 4,3 δισ. προήλθαν από Σ&Ε, € 4,2 δισ. αφορούν εταιρικά ομόλογα, € 512 εκ. αφορούν Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου όπου ήταν καλυμμένες από στρατηγικούς Επενδυτές, € 3,0 δισ. από αποκρατικοποιήσεις.

Η πορεία της ανάπτυξης μετά την πανδημία είχε εξαρτηθεί από το πως θα αντιμετωπίζονταν ο αυξημένος πληθωρισμός και το υψηλό κόστος ενέργειας, τα οποία αποτελούσαν προκλήσεις.

Το 2021, η ελληνική οικονομία εμφάνισε θετική εξέλιξη με αύξηση του ΑΕΠ κατά 8,5% επιτυγχάνοντας έναν υψηλό ρυθμό αληθινής οικονομικής εξέλιξης. Με βάση με την Επιτροπή της Ευρώπης, η Ελλάδα κατατάχθηκε δεύτερη ως η χώρα με τον πιο υψηλό ρυθμό ανάπτυξης μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης.

Μετά την ολοκλήρωση των τριών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής ξεκίνησε η διαδικασία μετάβασης σε ένα πρόγραμμα μεταπρογραμματικής παρακολούθησης (Post Programme Surveillance - PPS). Κατά τη διάρκεια του PPS, η επίτευξη υγιεινών δημοσιονομικών πολιτικών είναι σημαντική, αλλά αντιμετωπίζεται με προσοχή λόγω των προκλήσεων της διατήρησης της δημοσιονομικής σταθερότητας. Παράλληλα, αντιμετωπίζεται η ανάγκη παροχής οικονομικής στήριξης σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις λόγω των αυξήσεων στις τιμές της ενέργειας και του πληθωρισμού.

Η Ελλάδα, διαφύλαξε την αξιοπιστία των αγορών και των θεσμικών επενδυτών με τις παρακάτω ενέργειες:

1. Το 2021, πραγματοποίησε συνολικά έξι εκδόσεις ομολόγων, αντλώντας συνολική ρευστότητα με μέγεθος 14 δισ. ευρώ. Τα αποτελέσματα αυτών των ομολόγων κυμάνθηκαν από 0% έως 1,67%, επιτυγχάνοντας ένα ιστορικό χαμηλό επίπεδο.
2. Ο οίκος Fitch διατήρησε την αξιολόγηση του ελληνικού αξιοχρεούς στην επενδυτική βαθμίδα BB τον Ιούλιο του 2021, ενώ διατήρησε επίσης σταθερές προοπτικές για τη χώρα (outlook).

Οι Ελληνικές τράπεζες βρίσκονταν σε μια σημαντική φάση, καθώς κατάφεραν να τηρήσουν την υπόσχεσή τους για τη ελάττωση των δανείων που δεν εξυπηρετούνται (NPLs) στους ισολογισμούς τους κατά τη διάρκεια του έτους. Ιδιαίτερα εντυπωσιακή ήταν η πρόοδος τους τον Σεπτέμβριο του 2021, καθώς κατάφεραν να μειώσουν αυτά τα δάνεια σε 20,9 δισεκατομμύρια ευρώ, μειώνοντας τα κατά 15% σε σχέση με το συνολικό ύψος των δανείων. Ο βασικός στόχος για το επόμενο έτος παραμένει η επίτευξη μονοψήφιου ποσοστού για τα δάνεια που δεν είναι εξυπηρετούμενα έως το 2022.

Κατά τη διάρκεια του 2021, στην Ελλάδα παρατηρήθηκε αύξηση του ποσοστού πληθωρισμού. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΓΔΤΚ) αυξήθηκε κατά 1,2%, σε αντίθεση προς τον αντιπληθωρισμό της προηγούμενης χρονιάς του -1,2%. Οι ασυμμετρίες που προέκυψαν εξαιτίας της δυναμικής οικονομικής βελτίωσης και των δυσκολιών στη παγκόσμια αλυσίδα εφοδιασμού επιδεινώθηκαν αργότερα με την επίθεση της Ρωσίας στην Ουκρανία τον Φεβρουάριο του 2022. Η υπερβολική αύξηση των πιέσεων οδήγησε σε αύξηση των τιμών της ενέργειας και των πρώτων υλών, με επίδραση στο ελεύθερο εισόδημα των καταναλωτών και στα λειτουργικά έξοδα των επιχειρήσεων.

#### 6.4.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

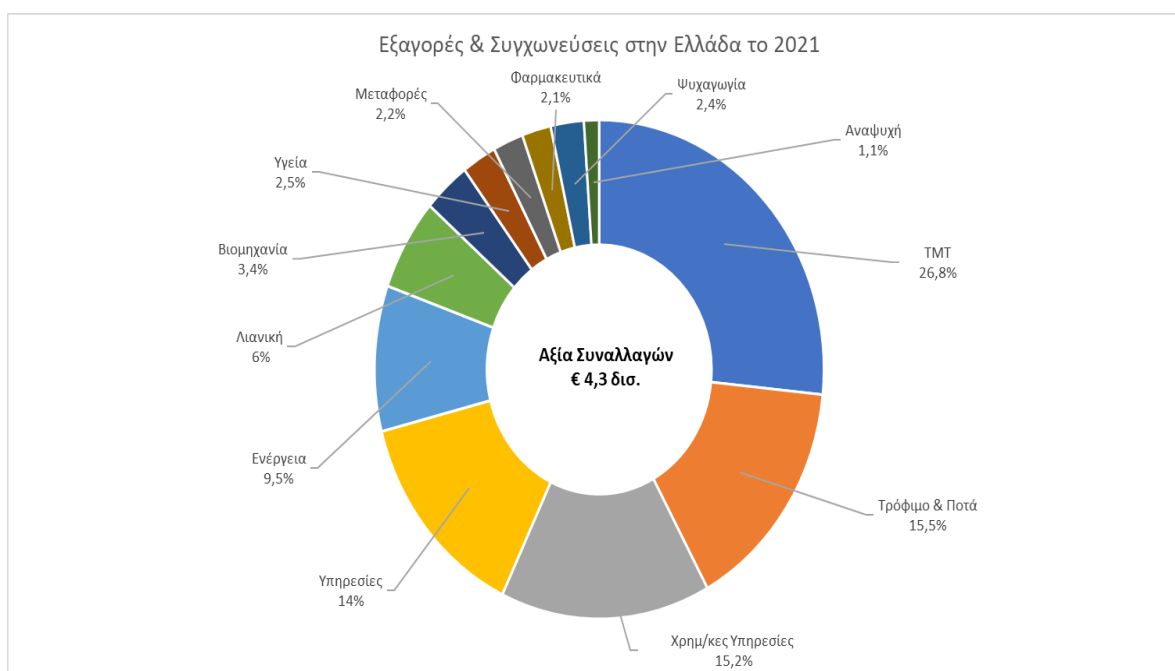
Το 2021, έγιναν ιστορικά σημαντικές αποκρατικοποιήσεις, οι οποίες θα επηρέαζαν τα θετικά τα κρατικά έσοδα. Η βαθμιαία αναγέννηση της οικονομίας συνέβαλε στη δημιουργία σημαντικών εσόδων, οι οποίες αναβλήθηκαν λόγω του κορονοϊού το 2020. Επιπλέον, πραγματοποιήθηκε η αρχική κατάθεση για την πώληση του Ελληνικού, ανακοινώθηκε η μετατόπιση της ΔΕΠΑ στην Italgas και πουλήθηκε το 49 % της ΔΕΔΔΗΕ με συνολική αξία € 1,3 δισ.

Το 2021, οι συναλλαγές των Σ&Ε ανέβηκαν, φθάνοντας τις 76. Επιπλέον, η συνολική αξία των συναλλαγών ανέβηκε κατά € 200 εκ. σε σύγκριση με το 2020 και ανήλθε σε € 4,3δισ.

Η μεγαλύτερη συνολική αξία των συναλλαγών το 2021 επικεντρώθηκε σε διάφορους κλάδους. Αναλυτικά, οι κλάδοι αυτοί ήταν:

1. Ο κλάδος των TMT με ποσοστό 26,8% της συνολικής αξίας.
2. Ο κλάδος των Τροφίμων & Ποτών με ποσοστό 15,5%.
3. Ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών με ποσοστό 15,2%.
4. Ο κλάδος των Υπηρεσιών με ποσοστό 14%.

#### Σχεδιάγραμμα 11: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2021



Η συνολική αξία Σ&Ε έφτασε τα € 4,3 δισ., ανεβασμένη κατά € 200 εκ. σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι 5 μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το έτος 2021

**Πίνακας 14: Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2021**

	<i>Αγοραστής</i>	<i>Πωλήτρια εταιρεία</i>	<i>Στόχος</i>	<i>Αξία συναλλαγής (€ εκ.)</i>
1	PeopleCert International Limited	Capita plc (CPI.L)	AXELOS Limited	450,0
2	Orange Romania	OTE	Telekom Romania	295,6
3	Vantage Towers AG	Crystal Almond Sarl	Vantage Towers Greece S.A.	288,0
4	Netcompany Group A/S	Intracom S.A. Holdings	Intrasoft International	184,6
5	Generali Hellas AAE	AXA	AXA Ασφαλιστική Α.Ε	167,0
			<b>Συνολική αξία συναλλαγών</b>	<b>1,385,2</b>

Πηγή: Price Waterhouse Coopers (PwC)

Το 2021, ο αριθμός των εισερχομένων συναλλαγών αντιπροσώπευε περίπου το 30% του συνολικού αριθμού συναλλαγών, ενώ παράλληλα διακρίνονταν για την υψηλότερη μέση αξία συναλλαγής (€87 εκ.). Ταυτόχρονα, είχε παρατηρηθεί αύξηση στις εξερχόμενες συναλλαγές.

Οι εγχώριες συναλλαγές, όπου παρουσίαζαν κυρίως μικρό μέγεθος και ακολουθούμενες από κεφάλαια, είχαν καταλάβει το πιο μεγάλο κομμάτι των συναλλαγών και κατέγραψαν ελάχιστη κάθοδο, εκπροσωπώντας πλέον το 47% συνολικών συναλλαγών.

#### 6.4.3 Συμπεράσματα Σ & Ε για το έτος 2021

Το 2021, οι 76 Ε&Σ ανήλθαν σε συνολικό ποσό 4,3 δισεκατομμυρίων ευρώ, αυξημένο κατά 200 εκατομμύρια ευρώ σε σχέση με το 2020. Πραγματοποιήθηκαν 4 συναλλαγές αναδιάρθρωσης, με το μισό αυτών να επικεντρώνεται στον τομέα τροφίμων και ποτών. Οι συναλλαγές με μειωηφικά πακέτα ανήλθαν σε 232 εκατομμύρια ευρώ, εκ των οποίων το 69,8% προέρχονταν από τον τομέα τροφίμων και ποτών. Οι αυξήσεις στο μετοχικό κεφάλαιο με στρατηγικούς επενδυτές έφτασαν τα 512 εκατομμύρια ευρώ. Οι ιδιωτικοποιήσεις αυξήθηκαν σημαντικά, φθάνοντας τα 3 δισεκατομμύρια ευρώ, με αναμονή για συνέχιση αυτής της διαδικασίας και το 2022. Παρά την αύξηση του αριθμού των συναλλαγών, το μέσο μέγεθος τους μειώθηκε κατά 13 εκατομμύρια ευρώ, υποδεικνύοντας τάση προς συναλλαγές μικρότερης αξίας. Εκδόθηκαν συνολικά 14 διαπραγματεύσιμα εταιρικά ομόλογα αξίας 4,2 δισεκατομμυρίων ευρώ. Σημαντική ανάπτυξη παρατηρήθηκε στον τομέα της τιτλοποίησης ανοιγμάτων δανείων που δεν εξυπηρετούνται και στις διασπάσεις τμημάτων από ελληνικές συστημικές τράπεζες. Ο μέσος όρος αξίας των συναλλαγών που εισέρχονταν ήταν 87 εκατομμύρια ευρώ, σημειώνοντας μείωση σε σχέση με το 2020 (104 εκατομμύρια ευρώ).

#### 6.4.4 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2021

Το 2021, ο συνολικός όγκος των 20 μεγαλύτερων συναλλαγών στην Ευρώπη ανήλθε σε € 265,6 δισεκατομμύρια.

Σχεδιάγραμμα SEQ Σχεδιάγραμμα \\* ARABIC 12: 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2021





Από τις 20 σημαντικότερες Ευρωπαϊκές Συμφωνίες, το 21,6% εστίαζε στον κλάδο των ΤΜΤ, το 18,6% αφορούσε τη βιομηχανία και το 13,0% αφορούσε τον κλάδο της Λιανικής.

## **6.5 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το έτος 2022**

### **6.5.1 Επισκόπηση Μακροοικονομική**

Το 2022, ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι Ελληνικές επιχειρήσεις έφτασε σε ένα υψηλό επίπεδο των € 12 δισ., όπου τα € 10,4 δισ. προέκυψαν από Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, € 530 εκ. σχετίζονται με ομόλογα εταιρικά, € 489 εκ. από αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου, και € 595 δισ. έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις.

Η ελληνική οικονομία όχι μόνο αντιμετώπισε με επιτυχία την ενεργειακή κρίση και τις αυξημένες τιμές των ενεργειακών πόρων λόγω του πολέμου στην Ουκρανία, αλλά κατάφερε επίσης να αναπτυχθεί δυναμικά σημειώνοντας σημαντική μείωση του ποσοστού ανεργίας, το οποίο έφτασε το 11,8%.

Αν και αντιμετώπισε διεθνείς προκλήσεις, η Ελλάδα παρουσίασε τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μετά την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και τη Σλοβενία. Ο ρυθμός ανάπτυξης ανήλθε στο 5,5% σε σύγκριση με το 3,5% της Ε.Ε. Επιπλέον, η Ελλάδα κατέγραψε τη μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση του λόγου χρέους προς το ΑΕΠ, με τον λόγο να μειώνεται από 194,5% το 2021 σε 168,9% το 2022. Αυτή η επίδοση απέσπασε την εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Παρά την δημοσιονομική επέκταση που εξακολουθεί να απαιτείται λόγω της ενεργειακής κρίσης και του υψηλού πληθωρισμού, η Ελλάδα κατόρθωσε να κερδίσει την εμπιστοσύνη των αγορών και των θεσμικών επενδυτών. Στις 20 Αυγούστου 2022, η χώρα απελευθερώθηκε από την ενισχυμένη εποπτεία στην οποία υπόκειτο από το 2018. Ακολούθως στις 17 Ιανουαρίου 2023, η Ελλάδα επιτέλεσε επιτυχώς μια νέα εκδοχή 10-ετούς ομολόγου στις αγορές, απορροφώντας σημαντικά κεφάλαια που καλύπτουν το 50% του συνολικού δανεισμού της για την τρέχουσα χρονιά. Στις 27 Ιανουαρίου 2023, ο οίκος εκτίμησης Fitch αναβάθμισε την ελληνική αξιοπιστία των οικονομικών συναλλαγών, βάζοντας την 1 βαθμίδα μακριά από την επενδυτική βαθμίδα, κάτι που σηματοδοτεί την πιθανή μείωση του κόστους χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις.

Η Ελλάδα πέτυχε να ολοκληρώσει τις απαιτούμενες παραγωγικές μεταρρυθμίσεις της νωρίτερα από το αναμενόμενο χρονικό πλαίσιο. Στις 19 Ιανουαρίου 2023, ανάμεσα στις

πρώτες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ελλάδα διέθεσε τη δεύτερη δόση από το Ταμείο Ανάκαμψης για τον οικονομικό μετασχηματισμό της χώρας, όπως προκύπτει από το εθνικό πλάνο “Ελλάδα 2.0”. Αυτό το γεγονός υπογραμμίζει την εξελιγμένη αξιοπιστία της Ελλάδας. Οι ελληνικές τράπεζες έδειξαν σημαντική αφοσίωση στον στόχο της ελάττωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) από τους ισολογισμούς τους, φτάνοντας στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2009, δηλαδή το 9,1% του συνόλου των δανείων τους. Αυτό έδωσε τη δυνατότητα στις τράπεζες να υποστηρίξουν την οικονομική ανάκαμψη μέσω της χορήγησης δανείων.

Καταλήγοντας, το έτος 2023 φέρνει σημαντικές προκλήσεις για την Ελλάδα, περιλαμβάνοντας εκλογές και την αβεβαιότητα που απορρέει από τον πόλεμο στην Ουκρανία αλλά και τον υψηλό πληθωρισμό. Ωστόσο, η κυβέρνηση πρέπει να κρατήσει τη θετική δυναμική που είχε στο τέλος του 2022 και να δείξει αφοσίωση στις μεταρρυθμίσεις, τη δημοσιονομική πειθαρχία και την τήρηση των αυστηρών χρονοδιαγραμμάτων που έχει θέσει το Ταμείο Ανάκαμψης, προκειμένου να διασφαλίσει την πορεία της χώρας.

#### **6.5.2 Συναλλαγές Συγχωνεύσεων & Εξαγορών**

Το 2022, οι συναλλαγές των Σ&Ε αυξήθηκαν σημαντικά σε 94. Επιπλέον, το τελικό ποσό των συναλλαγών αυξήθηκε κατά € 6,1 δισ. σε σύγκριση με το έτος 2021.

Το πλήρες ποσό των συναλλαγών το 2022 επικεντρώθηκε σε διάφορους κλάδους. Αναλυτικά, οι κλάδοι αυτοί ήταν:

1. Ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών με ποσοστό 26,2%.
2. Ο κλάδος των Τροφίμων & Ποτών με ποσοστό 22,9%.
3. Ο κλάδος των TMT με ποσοστό 17,8%.
4. Ο κλάδος της Ενέργειας με ποσοστό 10,8%.

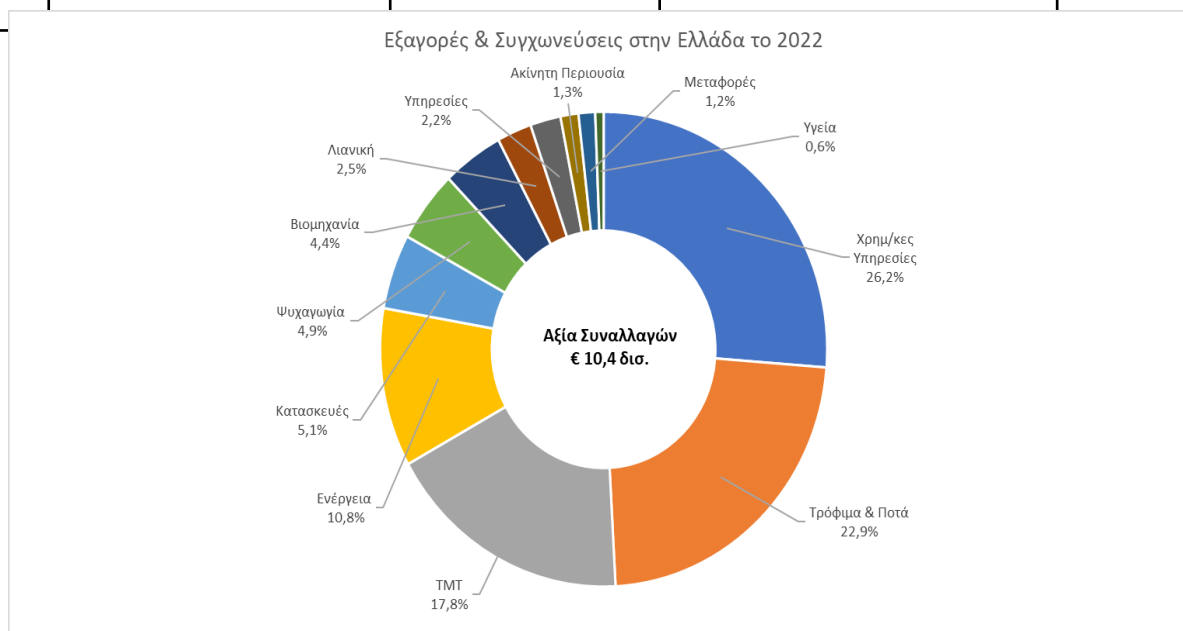
### Σχεδιάγραμμα 13: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2022

Η ολοκληρωτική αξία Σ&Ε έφτασε τα € 10,4 δισ., ανεβασμένη κατά € 6,1 δισ. σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι 5 μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το έτος 2022

**Πίνακας 15: Οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ελλάδα το 2022**

	Αγοραστής	Πωλήτρια εταιρεία	Στόχος	Αξία συναλλαγής (€ εκ.)
1	Mondelez International, Inc	The Olayan Group, Θεοδωρόπουλος	Chipita S.A.	1.370,9
2	United Group	Crystal Almond Holdings Limited	Wind Ελλάς Τηλεπικοινωνίες Α.Ε.	1.000
3	J.P Morgan	Viva Wallet Holdings Software Development S.A.	Viva Wallet Holdings Software Development S.A.	753,4
4	Άνεμος Συμμετοχών (Motor Oil Ανανεώσιμη	ΑΠΕ (ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΑΠΕ (ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.)	671,5



	Ενέργεια Α.Ε.)	Α.Ε.)		
5	Εθνική Συμμετοχών S.a.r.l. (CVC Capital Partners' Fund VII)	Εθνική Τράπεζα	Εθνική Ασφαλιστική	457
			<b>Συνολική αξία συναλλαγών</b>	<b>4.252,8</b>

Πηγή: Price Waterhouse Coopers (PwC)

Το 2022, το ποσοστό των εισερχόμενων συναλλαγών ανήλθε σε περίπου 35% του συνολικού όγκου των συναλλαγών και χαρακτηρίστηκαν από το υψηλότερο μέσο όρο τιμής ανά συναλλαγή, που άγγιξε τα € 203 εκ. Παράλληλα, παρατηρήθηκε ελάττωση στον αριθμό των εξερχόμενων συναλλαγών.

Οι εγχώριες συναλλαγές, που κυριαρχούνταν από ελληνικά κεφάλαια, αντιστοιχούν στο μεγαλύτερο μέρος του όγκου των συναλλαγών και σημείωσαν σημαντική αύξηση, αντιπροσωπεύοντας πλέον το 53% του συνόλου.

### 6.5.3 Δυναμική Συγχωνεύσεων & Εξαγορών το έτος 2023

Για το έτος 2023 οι Σ & Ε αναμένεται να πλησιάσουν αυτές του 2022. Ανά τομέα δραστηριότητας έχουν ανακοινωθεί οι παρακάτω συμφωνίες Σ & Ε.

#### 1. Ενέργεια.

Ο όμιλος Motor Oil ανακοίνωσε την απόκτηση ολόκληρης της εταιρείας Thalys ES, η οποία είναι αφοσιωμένη στην κυκλική οικονομία. Αναμένεται ότι η συμφωνία θα ολοκληρωθεί μέχρι το τέλος του 2023. Επιπλέον, η εταιρεία Fairfax Financial Holdings, που εδρεύει στον Καναδά, πρόκειται να αποκτήσει το 1,9% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας Μυτιληναίος, με την συνολική αξία της συναλλαγής να εκτιμάται στα € 50 εκ. Επίσης, εντός του 2023 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά της εταιρείας Watt και Volt Εκμετάλλευση Διαφορετικών Ειδών Ενέργειας Α.Ε. από την Mytilineos S.A., με αντίτιμο περίπου € 36 εκ. Τέλος, αναμένεται η πώληση μέσω της εταιρείας Enel Green Power Hellas με εκτιμητική τιμή περίπου € 1 δις.

#### 2. Μεταφορές.

Η ελληνική εταιρεία μεταφορών GEODIS ανακοίνωσε την πρόθεση να εξαγοράσει τη γερμανική εταιρεία Trans-O-Flex, με σκοπό την επιμήκυνση του δικτύου μεταφοράς προϊόντων στη Γερμανία. Ο όμιλος Olympia ανακοίνωσε την αγορά της εταιρείας Box Now, με στόχο τη παραγωγή ενός μεγάλου δικτύου αποθηκευμένων ντουλαπιών στη ΝΑ Ευρώπη. Επιπλέον, ο αμερικανικός επενδυτικός όμιλος HIG ολοκλήρωσε την απόκτηση του 80% του ομίλου Βεϊνόγλου όπου να διατηρεί τον έλεγχο του 20%. Τέλος, ο ακτοπλοϊκός όμιλος Attica Group ανακοίνωσε ένα σχέδιο επιβίωσης για την εξαγορά της ακτοπλοϊκής εταιρείας ANEK, με την συμφωνία να φαίνεται ότι έχει ολοκληρωθεί και αναμενότουσαν αποφάσεις από τις αρμόδιες αρχές το πρώτο εξάμηνο του 2023.

### **3. Υπηρεσίες Χρηματοοικονομικές.**

Η αποεπένδυση του TXT από την Εθνική Τράπεζα και την Τράπεζα Πειραιώς αναμενόταν να πραγματοποιηθεί. Ωστόσο, υπάρχει πιθανότητα να αναβληθεί μέρος αυτής της διαδικασίας για το 2024. Επιπλέον, αναμενόταν αυξημένη δραστηριότητα στον τομέα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς και η ολοκλήρωση συμφωνηθέντων συναλλαγών ύψους € 6,4 δις., αλλά και η έναρξη διαδικασιών για την πώληση χαρτοφυλακίων αξίας άνω των € 10 δις., κυρίως στη δευτερογενή αγορά.

### **4. Τρόφιμα & Ποτά.**

Αναμενόταν η αγορά της εταιρείας United Milk Co από την Tyrbul, μια θυγατρική της Hellenic Diaries που ανακοινώθηκε τον Σεπτέμβριο του 2022. Θα ολοκληρωνόταν μέσα στο 2023.

### **5. Αναψυχή.**

Μέσα στο 2022, αναμενόταν να ολοκληρωθεί η συμφωνία στρατηγικής συνεργασίας μεταξύ του ομίλου Sani/Ikos και της GIC, η οποία αναμενόταν να αξιολογηθεί περίπου στα € 2,5 δις. Επιπλέον, αναμενόταν να ολοκληρωθεί και η συμφωνία για την πώληση όλων των μετοχών του ποδοσφαιρικού συλλόγου ΠΑΕ Παναιτωλικός.

### **6. Βιομηχανία.**

Ο εφοπλιστής Γιώργος Προκοπίου αναδείχθηκε ως ο υψηλότερος προσφέροντας στον διαγωνισμό για την ειδική διαχείριση της Ελληνική Ναυπηγεία Α.Ε., με το ποσό της προσφοράς του να ανέρχεται σε € 25 εκ. Επιπλέον, η προσφορά του για τα ακίνητα της ΕΤΑΔ ανήλθε σε € 37,2 εκ. Προβλεπόταν ότι οι συμφωνίες θα ολοκληρωνόντουσαν το 2023.

## **7. Κατασκευές.**

Η εταιρεία Intracom, που συνδέεται με τον Σωκράτη Κόκκαλη, ανακοίνωσε της υπογραφή μιας δεσμευτικής συμφωνίας για την απόκτηση του 27,61% της τεχνικής – κατασκευαστικής εταιρείας με την επωνυμία Ι. Κλουκίνας – Ι. Λάππας Τεχνική και Εμπορική Α.Ε. Το ποσό που αναμενόταν να κοστίσει αυτή η συμφωνία εκτιμόταν περίπου στα € 10 εκ. Επιπλέον, αναμενόταν η πώληση του ομίλου Παυλίδη Μαρμαρά-Γρανίτες στην ECM Partners.

## **8. Υγεία.**

Ανακοινώθηκε μια συμφωνία μεταξύ της Blantyre Capital Limited και της Ημίθεα Α.Ε. για τη συγχώνευση του νοσοκομείου “Ερρίκος Ντυνάν” με τον ιατρικό όμιλο Euromedica. Προβλέπεται ότι η έγκριση από την Επιτροπή Ανταγωνισμού θα δοθεί μέσα στο 2023.

## **9. Ακίνητη Περιουσία.**

Η Alpha Bank έχει επιτελέσει μια συμφωνία με την κοινοπραξία της Dimand Α.Ε. και της Premia Properties για τη δημιουργία μιας μετοχικής συνεργασίας στον τομέα των ακινήτων. Βάσει της συμφωνίας, η Alpha Bank θα κατέχει το 65% της συνεργασίας, με το τίμημα να εκτιμόταν περίπου στα € 438 εκ.

## **10. Λιανική.**

Εντός του 2023 προβλεπόταν ότι θα ολοκληρωθεί το δικαστικό θέμα της εταιρείας Follie-Follie, με στόχο την ολοκλήρωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης της. Επιπλέον, αναμενόταν να ολοκληρωθεί η αγορά της FCA Greece από την κοινοπραξία AutoHellas και Samelet μέσα στο ίδιο έτος.

## **11. TMT.**

Στο πρώτο τρίμηνο πραγματοποιήθηκε η κατάκτηση της CGSoft από την Entersoft έναντι € 3,5 εκ.

## **12. Αποκρατικοποιήσεις.**

Στις αρχές του έτους, πραγματοποιήθηκε η πώληση της εταιρείας ΛΑΡΚΟ Μεταλλευτική και Μεταλλουργική Α.Ε. σε μια συνεργασία μεταξύ των εταιρειών ΓΕΚ Τέρνα και AD Holdings AG. Εντός του 2023, αναμενόταν να πραγματοποιηθεί η αποκρατικοποίηση της Εγνατίας Οδού από τον όμιλο ΓΕΚ Τέρνα, με την εκτιμώμενη τιμή πώλησης να ανέρχεται σε περίπου € 1,5 δις. Επιπλέον, αναμενόταν η πώληση του 30% του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών μέσω του Χρηματιστηρίου

Αθηνών, με την τιμή πώλησης να κυμαίνεται από € 800 εκ. έως € 1 δις. Τέλος αναμενόταν η ολοκλήρωση της παραχώρησης της Αττικής Οδού μέσα στο 2023.

#### **6.5.4 Συμπεράσματα 2022**

Ο μέσος όρος μεγέθους των συναλλαγών Σ&Ε αυξήθηκε σημαντικά, με 94 συναλλαγές να φτάνουν σε συνολική αξία τα €10,4 δις. το 2022, αυξημένες κατά €6,1 δις. σε σύγκριση με το 2021. Επιπλέον, οι συναλλαγές μεγάλωσαν συνολικά, με το μέσο όρο μεγέθους των συναλλαγών να αυξάνεται κατά €54 εκατ.

Μια σημαντική τομεακή ανάπτυξη παρατηρήθηκε στους τομείς των Τροφίμων & Ποτών και των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Επιπρόσθετα, οι ξένοι επενδυτές ενδιαφέρονται ολοένα και περισσότερο για τις ελληνικές επιχειρήσεις, καθώς η μέση αξία των συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν από αυτούς ανήλθε σε €203 εκατ. το 2022, αυξημένη σε σύγκριση με το 2021 (€138 εκατ.).

Το έτος 2022 χαρακτηρίστηκε επίσης από αποκρατικοποιήσεις, με τα κέρδη από αυτές να φτάνουν τα €595 εκατ., και μεγάλες αποκρατικοποιήσεις να αναμένονται και μέσα στο 2023. Εκτός τούτου, πραγματοποιήθηκαν 6 συναλλαγές αναδιάρθρωσης το 2022, με το 50% αυτών να αφορούν τον τομέα των Τροφίμων & Ποτών.

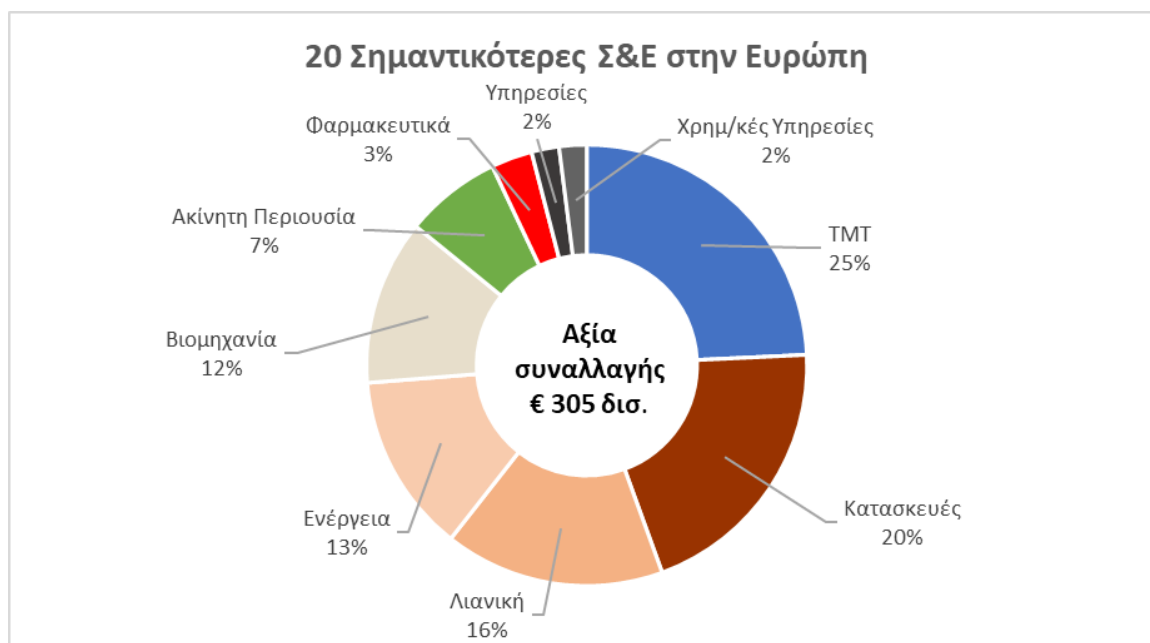
Επίσης, είδαμε τη συνέχιση της επιθετικής βελτιστοποίησης των τραπεζών μέσω της πώλησης δανείων που δεν εξυπηρετούνταν από τις συστημικές τράπεζες. Αυτό συνέβη λόγω της απόκλισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους τραπεζικούς ισολογισμούς και της ολοκλήρωσης του προγράμματος Ηρακλής το 2022.

Το 2022 χαρακτηρίστηκε επίσης από την κυκλοφορία 4 διαπραγματεύσιμων εταιρικών ομολόγων ύψους €530 εκατ., καθώς και από συναλλαγές μειοψηφικών πακέτων που έφτασαν τα €887 εκατ., με το 49,2% αυτών να προέρχεται από τον τομέα της Ψυχαγωγίας. Τέλος, το 2022 παρατηρήθηκαν αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου ύψους €489 εκατ. λόγω της επένδυσης από στρατηγικούς επενδυτές.

#### **6.5.5 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στην Ευρώπη το έτος 2022**

Το 2022, ο συνολικός όγκος των 20 μεγαλύτερων συναλλαγών στην Ευρώπη ανήλθε σε € 305 δισεκατομμύρια.

**Σχεδιάγραμμα 14: 20 Σημαντικότερες Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ευρώπη το 2022**



Από τις 20 σημαντικότερες Ευρωπαϊκές Συμφωνίες, το 24% εστίαζε στον κλάδο των TMT, το 20% αφορούσε τις κατασκευές και το 16% αφορούσε τον κλάδο της Λιανικής.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες Σ&Ε στην Ευρώπη το έτος 2022 ανά τομέα

**Πίνακας 16: Οι μεγαλύτερες συναλλαγές στην Ευρώπη το 2022**

Τομέας	Συναλλαγματική Αξία (€ εκ.)	Ποσοστό Ολοκληρωτικής Αξίας	Ποσότητα συναλλαγών (αρ.)	Ποσοστό Συναλλαγών	Μέσο Μέγεθος Συναλλαγής (€ εκ.)
TMT	72.990	23,9%	5	25,0%	14.598
Κατασκευές	60.656	19,9%	2	10,0%	30.328



Λιανική	48.391	15,9%	2	10,0%	24.196
Ενέργεια	41.004	13,4%	4	20,0%	10.251
Βιομηχανία	36.870	12,1%	3	15,0%	12.290
Ακίνητη Περιουσία	21.000	6,9%	1	5,0%	21.000
Φαρμακευτικά	10.429	3,4%	1	5,0%	10.429
Υπηρεσίες	7.100	2,3%	1	5,0%	7.100
Χρημ/κές Υπηρεσίες	6.432	2,1%	1	5,0%	6.432
<b>Σύνολο 2022</b>	<b>€ 304.873</b>	<b>100,0 %</b>	<b>20</b>	<b>100,0 %</b>	<b>€ 15.244</b>
	<b>εκ.</b>				<b>εκ.</b>
<b>Σύνολο 2021</b>	<b>€ 265.592</b>		<b>20</b>		<b>€ 13.280</b>
	<b>εκ.</b>				<b>εκ.</b>

Πηγή: MergerMarket

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ (Case Study)

#### 7.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο, θα αναλύσουμε μία από τις μεγαλύτερες εξαγορές του 2022, ανάμεσα στην εξαγοραζόμενη Viva Wallet Holdings Software Development S.A. (Viva Wallet) και την εξαγοράζουσα αμερικάνικη τράπεζα J.P Morgan. Εκτός από την περιγραφή της κάθε εταιρείας θα αναφερθεί η Ιστορική Αναδρομή καθώς και η Συμφωνία των δύο εταιρειών.

#### 7.2 Viva Wallet & J.P. Morgan

##### 7.2.1 Viva Wallet

Η Viva Wallet με έδρα την Αθήνα είναι η πρώτη Neobank που παρουσιάζεται στον Ευρωπαϊκό χώρο όπου κατέχει πλήρες θεμέλιο στο Microsoft Azure με υποκαταστήματα σε 24 χώρες της Ευρώπης και περισσότερους από 700 υπαλλήλους. Προσφέρει παροχές σε 20 γλώσσες και δέχεται πληρωμές σε 10 διαφορετικά νομίσματα.

Η Viva Wallet ήταν η πρώτη «Unicorn» startup στην Ελλάδα.

##### 7.2.2 Ιστορική Αναδρομή

- Το 2000, ο ιδρυτής της Viva Wallet Χάρης Καρώνης ίδρυσε στην Αθήνα την εταιρεία λογισμικού (Realize S.A.).
- Το 2006 ιδρύθηκε η Viva Electronic Services ή αλλιώς Viva.gr.
- Το 2010 επεκτάθηκε στην αγορά ηλεκτρονικών εισιτηρίων.
- Μετά από 1 χρόνο το 2011 ο Χάρης Καρώνης μαζί με τον Μάκη Αντύπα ίδρυσαν την Viva Payments ως ίδρυμα πληρωμών.
- Το 2014 απέκτησε Άδεια Ηλεκτρονικού Χρήματος. Ολοκλήρωση του Series A γύρου χρηματοδότησης.
- Το 2015, πραγματοποιήθηκε η μετονομασία της εταιρείας Realize SA σε Viva Wallet.

- Το 2017 αποκτά την επίσημη πιστοποίηση από τις Visa και Mastercard για την παροχή υπηρεσιών.
- Το 2018 πραγματοποιήθηκε άνοιγμα πρώτον υποκαταστημάτων στο Βέλγιο και στην Αγγλία. Ολοκλήρωση της σειράς B γύρου χρηματοδότησης αξίας 15 εκατ. ευρώ.
- Το 2019, η Viva Wallet επεκτάθηκε, ιδρύοντας γραφεία σε πολλές χώρες της Ευρώπης.
- Ανακοίνωση του Series C γύρου χρηματοδότησης ύψους 75 εκατ. ευρώ της εταιρείας.
- Το 2020, η Viva Wallet επέκτεινε σε άλλες 23 χώρες της Ευρώπης τις υπηρεσίες της.
- Το 2021, η Viva Wallet ολοκλήρωσε το Serie D γύρο χρηματοδότησης.

Τα συνολικά κεφάλαια στο τέλος του 2020 φτάνουν τα 95 εκατ. ευρώ, τα 76 εκατ. ευρώ από γύρους χρηματοδότησης των σειρών A, B και Γ και τα 19 εκατ. ευρώ από συνεισφορές επενδυτών.

### **7.2.3 J.P. Morgan**

Η J.P. Morgan Chase & Co. είναι μία από τις μεγαλύτερες και παλαιότερες αμερικανικές πολυεθνικές εταιρείες στον κόσμο με έδρα την Νέα Υόρκη και περιλαμβάνει περισσότερα από 1.200 προγενέστερα ιδρύματα που ενώθηκαν όλα αυτά τα χρόνια για να σχηματίσουν τη σημερινή εταιρεία. Πρωτοεμφανίστηκε το 1799 στην Νέα Υόρκη με την εταιρεία The Chase Manhattan Bank και στο πέρασμα των χρόνων συνδυάστηκε με άλλες πολύ γνωστές εταιρείες όπως την JP Morgan & Co, την Chemical Bank, Bank One και Bears Stearns. Κάθε μία από αυτές συνέβαλαν στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και των ΗΠΑ. Η J.P. Morgan Chase & Co. ιδρύθηκε το 2000 όταν η JP Morgan & Co συγχωνεύθηκε με την The Chase Manhattan Corporation, δημιουργώντας μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στον κόσμο. Από το 2021, η εταιρεία διαθέτει περισσότερο από 260.000 προσωπικό σε πάνω από 100 χώρες και με περιουσία άνω των 3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Οι ιδρυτές είναι John Pierpont Morgan, Aaron Burr, John Thompson και Balthazar P. Melick.

### **7.3 Η Συμφωνία**

Η J.P. Morgan Chase & Co. ανακοίνωσε τον Ιανουάριο του 2022 πως έκανε συμφωνία με την Viva Wallet, όπου αφορά τη διασύνδεση των πλατφορμών πληρωμών της Viva Wallet με την τεχνολογία πληρωμών της JP Morgan , για την απόκτηση ενός μεριδίου με ποσοστό περίπου 49%, όπου η τράπεζα εκτιμήθηκε στα 1,77 δισ. ευρώ. Με βάση αυτή την εκτίμηση κλειδώθηκαν τα επενδυτικά κεφάλαια Hedosophia, Deca και το Office Family της Μαριάννας Λάτση όπου ανήκουν εδώ και κάποια χρόνια στο μετοχικό κεφάλαιο της Viva. Αμέσως μετά την ολοκλήρωση του deal με αυτούς τους τρεις μετόχους δεν προχώρησαν στην ολοκλήρωση της διαπραγμάτευσης εκείνη την φάση διότι οι βασικοί μέτοχοι εκτιμούσαν τη μελλοντική αξία της ψηφιακής τράπεζας περισσότερο από 1,77 δισ. ευρώ. Μετά από πολλές διαπραγματεύσεις, με προθεσμία μέχρι τα τέλη Νοεμβρίου του 2022, τα προβλήματα και οι αντιρρήσεις ξεπεράστηκαν και οι δύο πλευρές κατέληξαν σε οριστική συμφωνία του 48,5% της Viva Wallet στην JP Morgan (Hedosophia 25%, Deca 10% και το Family Office της Μαριάννας Λάτση 13,5%). Η συναλλαγή εκτιμάται ότι ξεπέρασε τα 753,40 εκατ. ευρώ, ενώ πληροφορίες αναφέρουν ότι αναμένεται να αποκτηθεί το δεύτερο έτος, το 51,5%.

Η συνεργασία της Viva Wallet με τη JP Morgan θα επιφέρει αρκετά οφέλη για τους πελάτες της ελληνικής fintech εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, οι πελάτες της Viva Wallet θα μπορούν να χρησιμοποιούν την τεχνολογία πληρωμών της JP Morgan για τις πληρωμές τους στο εξωτερικό και να επωφελούνται από τις χαμηλές χρεώσεις που προσφέρονται από την Viva Wallet.

Επιπλέον, η συνεργασία αναμένεται να πετύχει τον στόχο της Viva Wallet να πραγματοποιήσει μια από τις πιο αξιόλογες εταιρείες πληρωμών στον Ευρωπαϊκό χώρο. Η επέκταση στη διεθνή αγορά θα ενισχύσει τη θέση της στον ανταγωνιστικό των fintech εταιρειών και θα της επιτρέψει να παρέχει παραπάνω καινοτόμες υπηρεσίες στους πελάτες της.

Πρόκειται αναμφίβολα για την συμφωνία του 2022, που θα αποτελέσει μία νέα διαφήμιση για την Ελλάδα και τις ικανότητες των εγχώριων επιχειρήσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Καταρχάς, το αρχικό ζήτημα της εργασίας είναι η κατανόηση των εννοιών των Σ&Ε και των κινήτρων που τις διέπουν αποτελώντας τη βάση για την περαιτέρω ανάλυση. Επίσης η εργασία προσφέρει μια συνολική εικόνα των θεμελιωδών αρχών και ορισμών των Σ&Ε. Η ιστορική εξέλιξη αυτών, καθώς και παραδείγματα από τις ΗΠΑ, την Ευρώπη και την Ελλάδα, αποκαλύπτουν τις διαφορετικές φάσεις και τις τάσεις που διαμόρφωσαν τον τομέα των Σ&Ε.

Η ανάλυση των τακτικών και στρατηγικών των αγοραστών και των εταιρειών που υπόκεινται σε εξαγορές είναι κομβική για την αντίληψη του πώς ενεργούν αυτές οι διαδικασίες στην πράξη. Τα διάφορα κίνητρα και οι στρατηγικές που χρησιμοποιούνται αναδεικνύουν την ποικιλομορφία των Σ&Ε.

Η μακροοικονομική επισκόπηση της δραστηριότητας Σ&Ε στην Ελλάδα και στην Ευρώπη από το 2018 έως το 2022 αναδεικνύει τη σημασία αυτών των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στην εθνική οικονομία. Κατά την περίοδο αυτή, η αγορά υπέστη αξιοσημείωτες μεταβολές. Για τα έτη 2018 και 2019 η συνολική αξία των συναλλαγών ανήλθε σε € 3,8 δις. και € 4,3 δις. αντίστοιχα και η αγορά διακρίθηκε από αυξημένο αριθμό συναλλαγών σύγκριση με το 2017. Το 2020 παρατηρήθηκε μικρή μείωση στα € 4,1 δις. λόγω της πανδημίας του κορονοϊού όμως το 2021, παρατηρήθηκε αύξηση της συνολικής τους αξίας κατά € 200 εκ. φτάνοντας τα € 4,3 δις. Γενικά, από το 2018 και μετά, όπου η Ελλάδα εξήλθε από το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, παρατηρήθηκε μια σημαντική αύξηση στον συνολικό όγκο των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι ελληνικές επιχειρήσεις.

Το τελευταίο έτος της ανάλυσης, το 2022 ο συνολικός όγκος των Σ & Ε σημείωσε απότομη άνοδο φτάνοντας τα € 10,4 δις., με συνολικά 94 συναλλαγές από €4,3 δις και 76 συναλλαγές

το 2021. Αυτό υποδεικνύει ότι η διεθνής και εγχώρια επιχειρηματική κοινότητα εμπιστεύεται την ελληνική οικονομία και βλέπει ευκαιρίες για ανάπτυξη και αποδοτικές επενδύσεις. Η αύξηση του αριθμού και της αξίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών δείχνει ότι οι επιχειρήσεις εξετάζουν ενεργά ευκαιρίες συνεργασίας και εξέλιξης μέσω της αγοράς και συγχώνευσης άλλων εταιρικών οντοτήτων. Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές επηρέασαν κυρίως κλάδους όπως οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, η ενέργεια, τα τρόφιμα και τα ποτά, την ναυτιλία καθώς και τις τηλεπικοινωνίες και τις μεταφορές.

Ο συνολικός όγκος των κεφαλαίων που προσέλκυσαν οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα αυξήθηκε σημαντικά από το 2018 μέχρι το 2022, από περίπου € 5,5 δισ. σε περίπου € 12 δισ. Συνολικά, η συνεχής αύξηση των επενδύσεων και η αύξηση του αριθμού των συγχωνεύσεων και εξαγορών υποδεικνύουν την υψηλή σταθερότητα και το επίπεδο εμπιστοσύνης που λαμβάνει η ελληνική αγορά. Επίσης αντικατοπτρίζουν τη βελτίωση της οικονομική κατάσταση της Ελλάδας και το ενδιαφέρον των επενδυτών για τη χώρα. Παρά τις διακυμάνσεις και τις προκλήσεις, η αγορά Σ&Ε διατήρησε και επέκτεινε τη δραστηριότητα της, αποδεικνύοντας τη σταθερότητά της και την τάση προς επενδυτική ανάκαμψη για τις επόμενες περιόδους. Συνολικά, η πτυχιακή εργασία παρέχει ένα υλικό για την κατανόηση, την ανάλυση και την αξιολόγηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών προσφέροντας πλήρη εικόνα του θέματος.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Alchian, Armen A. ‘Uncertainty, Evolution, and Economic Theory’. *Journal of Political Economy* 58, (June 1950): 211–21. <https://doi.org/10.1086/256940>.
- Baumol, William J. *Economic theory and operations analysis*. 3d ed. Prentice-Hall international series in management. Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall, 1971.
- Becker, Gary S. ‘Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis’. *Journal of Political Economy* 70, Part 2 (October 1962): 9–49. <https://doi.org/10.1086/258724>.
- De Bondt, Werner F. M., and Richard Thaler. ‘Does the Stock Market Overreact?’ *The Journal of Finance* 40, (July 1985): 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>.
- DeAngelo, Harry, and Edward M. Rice. ‘Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth’. *Journal of Financial Economics* 11, (April 1983): 329–59. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90016-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90016-8).
- Dodd, Peter. ‘Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth’. *Journal of Financial Economics* 8, (June 1980): 105–37. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90014-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90014-8).
- Elliman, Michael, και Frederick Roll. *The Pink Plaque Guide to London*. London: GMP, 1986.

- Fama, Eugene F. 'Agency Problems and the Theory of the Firm'. *Journal of Political Economy* 88, (April 1980): 288–307. <https://doi.org/10.1086/260866>.
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. 'Separation of Ownership and Control'. *The Journal of Law and Economics* 26, (June 1983): 301–25. <https://doi.org/10.1086/467037>.
- Faulkner, David, Satu Teerikangas, and Richard J. Joseph, *The handbook of mergers and acquisitions*. First edition. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- Franks, Julian, and Colin Mayer. 'Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure'. *Journal of Financial Economics* 40, (January 1996): 163–81. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00840-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00840-B).
- Friedman, Milton. *Essays in Positive Economics*. London Chicago: University of Chicago press, 1953.
- Gaughan, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Sixth edition. Wiley corporate F&A series. Hoboken: Wiley, 2015.
- Gort, Michael. 'An Economic Disturbance Theory of Mergers'. *The Quarterly Journal of Economics* 83, (November 1969): 624. <https://doi.org/10.2307/1885453>.
- Gregoriou, Greg N., and Luc Renneboog, *Corporate governance and regulatory impact on mergers and acquisitions: research and analysis on activity worldwide since 1990*. Quantitative finance series. Amsterdam; Boston: Academic Press, 2007.
- Harford, Jarrad. 'What Drives Merger Waves?' *Journal of Financial Economics* 77, (September 2005): 529–60. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>.
- 'History of Our Firm'. (Access Date 26 August 2023). [https://www.jporganchase.com/about/ourhistory?fbclid=IwAR3cv\\_OOT0QhsIqZ2pH0uP9Lj-4WPr8i25cJQOb10jyRIz64J-GVq7tTwB4](https://www.jporganchase.com/about/ourhistory?fbclid=IwAR3cv_OOT0QhsIqZ2pH0uP9Lj-4WPr8i25cJQOb10jyRIz64J-GVq7tTwB4).



Holl, P., and J. F. Pickering. 'The Determinants and Effects of Actual, Abandoned and Contested Mergers'. *Managerial and Decision Economics* 9, (March 1988): 1–19. <https://doi.org/10.1002/mde.4090090101>.

Holl, Peter, και Dimitris Kyriazis. 'WEALTH CREATION AND BID RESISTANCE IN U.K. TAKEOVER BIDS'. *Strategic Management Journal* 18, 6 (June 1997): 483–98. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199706\)18:6<483::AID-SMJ895>3.0.CO;2-6](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199706)18:6<483::AID-SMJ895>3.0.CO;2-6).

'Home - Mergermarket'. (29 August 2023). <https://info.mergermarket.com/>.

Jemison, David B., and Sim B Sitkin. 'Corporate Acquisitions: A Process Perspective'. *The Academy of Management Review* 11, (January 1986): 145–63. <https://doi.org/10.2307/258337>.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure'. *Journal of Financial Economics* 3, (October 1976): 305–60. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

'JPMorgan Chase'. *Wikipedia*, 25 August 2023. [https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=JPMorgan\\_Chase&oldid=1172224840](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=JPMorgan_Chase&oldid=1172224840).

Linn, Scott C., and John J. McConnell. 'An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices'. *Journal of Financial Economics* 11, (April 1983): 361–99. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90017-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90017-X).

'M&A Statistics: Transactions and Activity by year. M&A Trends | IMAA'. (Access Date 29 August 2023). <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>.

- Malatesta, Paul H., and Ralph A. Walkling. 'Poison Pill Securities'. *Journal of Financial Economics* (January 1988): 347–76. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90050-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90050-5).
- Manne, Henry G. 'Mergers and the Market for Corporate Control'. *Journal of Political Economy* 73, (April 1965): 110–20. <https://doi.org/10.1086/259000>.
- Martynova, M. & Renneboog, L. *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?* *Journal of Banking and Finance*. 32, 2008.
- Merrill Lynch. *Mergerstat Review*, 1989.
- Mitchell, Mark L., and J. Harold Mulherin. 'The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity'. *Journal of Financial Economics* 41, (June 1996): 193–229. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00860-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00860-H).
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 'Management Ownership and Market Valuation'. *Journal of Financial Economics* (January 1988): 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7).
- Paul Malatesta and Ralph A. Walkling. *Journal of Financial Economics*, 1988.
- PricewaterhouseCoopers. 'PwC'. PwC. (Access Date 26 August 2023). <https://www.pwc.com/gx/en.html>.
- Ravenscraft, D. *The 1980s merger wave: An industrial organization perspective*. Boston: Federal Reserve Bank. 1987°.
- Ribeiro, H. *The Missing Links of Mergers & Acquisitions Waves*. *The IUP Journal of Business Strategy*. 2010o VII (3).
- Ryngaert, Michael. 'The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth'. *Journal of Financial Economics* (January 1988): 377–417. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90051-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90051-7).

Steinöcker, Reinhard. *Akquisitionscontrolling: strategische Planung von Firmenübernahmen; Konzeption - Transaktion - Integration*. 1. Aufl. Berlin Bonn Regensburg: Walhalla, 1993.

*Mergers and acquisitions: strategische Planung von Firmenübernahmen; Konzeption - Transaktion - Controlling*. Metropolitan professional 147. Düsseldorf Regensburg: Metropolitan Verl, 1998.

Stulz. *shareholder entrenchment hypothesis*, 1988.

Sudarsanam, P. S. 'The Role of Defensive Strategies and Ownership Structure of Target Firms: Evidence from UK Hostile Takeover Bids'. *European Financial Management* 1, (November 1995): 223–40.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1995.tb00018.x>.

Sudarsanam, P.S. *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*. Prentice Hall International, 2003.

Sudarsanam, P.S. 'Defensive Strategies of Target Firms in UK Contested Takeovers'. *Managerial Finance* 17, (1 June 1991): 47–56.

<https://doi.org/10.1108/eb013690>.

TBH, Team. 'Inside JPMorgan & Chase Co: Exploring the History and Future of Banking Giant'. The Brand Hopper, 8 March 2023.

<https://thebrandhopper.com/2023/03/08/inside-jpmorgan-chase-co-exploring-the-history-and-future-of-a-global-banking-giant/>.

Very, Philippe, and David M Schweiger. 'The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-Border Deals'. *Journal of World Business* 36, (March 2001): 11–31.

[https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00052-3](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00052-3).

'Viva Wallet Group'. *Wikipedia*, 11 August 2023.

[https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Viva\\_Wallet\\_Group&oldid=1169761535](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Viva_Wallet_Group&oldid=1169761535)

## B. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

‘Άρθρα Ωρίων - Μετασχηματισμοί Επιχειρήσεων: Χαρτογράφηση της Νομοθεσίας και των Διαδικασιών’. Ημερομηνία πρόσβασης 30 Σεπτέμβριος 2023.  
<https://www.taxheaven.gr/circulars/44671/arora-wriwn-metasxhmatismoι-epixeirhsewn-xartografhsh-ths-nomooesias-kai-twn-diadikasiwn>.

‘ΒΟΥΛΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ’. <https://www.hellenicparliament.gr/>.

Business Daily. ‘Viva: Ένα βήμα πριν τις ανακοινώσεις, μεγάλη πρόοδος στις διαπραγματεύσεις’. [https://www.businessdaily.gr/epiheiriseis/76374\\_viva-ena-bima-prin-tis-anakoinoseis-megali-proodos-stis-diapragmateyseis](https://www.businessdaily.gr/epiheiriseis/76374_viva-ena-bima-prin-tis-anakoinoseis-megali-proodos-stis-diapragmateyseis)

Επιστημονικά άρθρα της PwC για τα έτη 2018-2022

Κυριαζής, Δημήτριος. *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*. 2016 2η έκδ. ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ, Αθήνα, Εκδόσεις Διπλογραφία.

Μπέλλος, Ηλίας. ‘Σκληρές διαπραγματεύσεις για να ολοκληρωθεί το deal JP Morgan – Viva | Moneyreview.gr’.  
<https://www.moneyreview.gr/business-and-finance/business/94229/sklires-diapragmateyseis-gia-na-oloklirothei-to-deal-jp-morgan-viva/>.

Παπαδάκης, Βασίλης . *Στρατηγική των Επιχειρήσεων, Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*. 2016, 7η έκδ, Αθήνα, Εκδόσεις Ε.Μπένου

‘Τι είναι η Viva Wallet; | Viva Wallet Support’.  
<https://help.vivawallet.com/el/articles/4866239-τι-είναι-η-viva-wallet>.

‘To deal του 2022. Ποια είναι η JPMorgan και τι είναι η Viva Wallet; | Liberal.gr’.  
<https://www.liberal.gr/apopsi/deal-toy-2022-poia-einai-i-jpmorgan-kai-ti-einai-i-viva-wallet>

STARTUPPER. ‘Viva Wallet: Η ιστορία της ελληνικής Neobank και η πορεία της προς την κορυφή του fintech’, 3 February 2022.

<https://startupper.gr/news/82770/viva-wallet-i-istoria-tis-ellinikis-neobank-kai-i-poreia-tis-pros-tin-koryfi-tou-fintech/>

Viva Wallet. ‘Η J.P. Morgan Επενδύει Στη Viva Wallet’. (Access Date 26 August 2023).  
[https://www.vivawallet.com/gr\\_el/press-article-jpmorgan-to-acquire-a-stake-in-viva-wallet?fbclid=IwAR0ZB7OUCLQjvZ4-jUvktC2Lfg6qVYNdVdh1ek1YAp72PPnTk7YO86BqoE8](https://www.vivawallet.com/gr_el/press-article-jpmorgan-to-acquire-a-stake-in-viva-wallet?fbclid=IwAR0ZB7OUCLQjvZ4-jUvktC2Lfg6qVYNdVdh1ek1YAp72PPnTk7YO86BqoE8)