

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

PANTEION UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

**ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΥ ΚΑΙ REAL ESTATE ΚΛΑΔΟΥ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Χριστίνα Κακαέ

Αθήνα, 2021

Λιάπης Κων/νος, Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου (επιβλέπων)

Κυβέλου Χιωτίνη Στ., Καθηγήτρια Παντείου Πανεπιστημίου

Δούβλης Β., Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου



Copyright © Χριστίνα Κακαέ, 2021

All rights reserved. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ' ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Η έγκριση διπλωματικής εργασίας από το Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών δεν δηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
ABSTRACT	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	9
ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	9
1.1 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ – ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	9
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	14
1.3 ΛΟΓΟΙ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	20
1.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ.....	25
1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΝΟΠΙΟΗΣΗΣ	29
1.6 ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ	31
1.7 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ Σ&Ε ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	34
1.8 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ.....	38
1.8.1 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ	38
1.8.2 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ.....	42
1.9 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	45
1.9.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΡΟΩΝ	45
1.9.2 ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ (COMPARABLE COMPANY ANALYSIS)	46
1.9.3 ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ '	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	49
Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ EUROBANK ERGASIAS A.E & GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ.....	49
2.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	49
2.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ.....	54
2.3 ΜΟΡΦΗ ΚΑΙ ΟΡΟΙ ΤΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:	60

ΜΕΛΕΤΗ Σ&Ε ΣΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	60
3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ.....	60
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ.....	60
ΚΛΑΔΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	64
3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	67
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	67
ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ.....	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ Α.Ε.Ε.Α.Π ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2015-2020.....	79
3.3 ΜΕΛΕΤΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ.....	83
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	91
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	92

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός αυτής της διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση και μελέτη του σύνθετου φαινομένου των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των επιχειρήσεων του κατασκευαστικού κλάδου καθώς και του κλάδου των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Πιο συγκεκριμένα, μέσω ενδελεχούς επισκόπησης της ελληνικής και ξένης βιβλιογραφίας, επιχειρείται αρχικά διερεύνηση και προσέγγιση των Σ&Ε, ως ένα από τα βασικότερα σύγχρονα εργαλεία εταιρικής στρατηγικής. Εξετάζονται τα κίνητρα που οδηγούν στην πραγματοποίησή τους, αλλά και οι λόγοι για τους οποίους πολλές φορές αποτυγχάνουν να εκπληρώσουν τον βασικό τους στόχο. Ενώ παράλληλα, παρουσιάζεται η διαδικασία ενοποίησης, οι διάφοροι τρόποι πληρωμής του τιμήματος εξαγοράς, καθώς και οι μηχανισμοί άμυνας που υιοθετούνται, πριν και μετά την προσφορά. Σημαντική είναι τέλος, και η αναφορά που γίνεται στους τρόπους αποτίμησης της αποδοτικότητας των Σ&Ε, σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον, στην παρούσα εργασία, γίνεται προσπάθεια ιστορικής ανασκόπησης των εξελίξεων του κατασκευαστικού κλάδου και των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία την τελευταία δεκαετία, με κύριο άξονα εστίασης, τις πραγματοποιηθείσες συγχωνεύσεις και εξαγορές και κατά πόσο αυτές επηρέασαν την εξέλιξη τους και ειδικότερα την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών τους και την κεφαλαιοποίηση τους. Τέλος, εξετάζεται η Συγχώνευση των εταιριών Eurobank Ergasias A.E. Grivalia Properties A.E.E.A.Π. και οι συμφωνηθέντες όροι ανταλλαγής.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to examine and study the complex phenomenon of Mergers and Acquisitions of companies in the construction industry and the real estate investment industry. More specifically, through a thorough review of the Greek and foreign literature, an initial investigation and approach of M&A as one of the most primary modern tools of corporate strategy is attempted. The motivations that lead to their accomplishment are examined, as well as the reasons why they often fail to fulfill their main objective. While the consolidation process, the different ways of paying the takeover price and the defense mechanisms adopted before and after the offer are presented. Finally, the ways of evaluating the efficiency of M&As according to the international literature are stated as well. Moreover, in this paper, an attempt is made to provide a historical review of the developments in the construction sector and real estate investments over the last decade, with a main focus on the mergers and acquisitions that have taken place and whether they have influenced their evolution and, in particular, their stock market value and capitalization. Finally, the merger of Eurobank Ergasias S.A. and Grivalia Properties S.A.E. and the agreed terms of exchange are examined.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σύγχρονη εποχή, το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης σε συνδυασμό με την συνεχή ανάπτυξη της τεχνολογίας, έχει επηρεάσει σημαντικά την ανάγκη αλληλεπίδρασης των διάφορων αγορών. Για τις επιχειρήσεις, ως ενεργά μέλη των αγορών, οι διεθνείς εξελίξεις αποτελούν βασικό παράγοντα βάσει του οποίου διαμορφώνονται και συγκροτούνται, ώστε να ανταπεξέλθουν στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες, να ενισχύσουν τη θέση τους στην αγορά και να επιτύχουν τον βασικό τους στόχο, τη μεγιστοποίηση της αξίας τους. Για το σκοπό αυτό, αναπτύσσουν εργαλεία εταιρικής στρατηγικής, όπως η διαφοροποίηση των προϊόντων τους, η ανάπτυξη νέων αλλά και η είσοδός τους σε νέες αγορές, είτε με τη γεωγραφική έννοια, είτε βάσει νέων προϊόντων και υπηρεσιών.

Στο πλαίσιο αυτό, αναπτύχθηκε σε μεγάλο βαθμό, η στρατηγική των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών των επιχειρήσεων, όπου αποτελεί ένα εργαλείο στρατηγικής με μεγάλη εμβέλεια που έχει υιοθετηθεί και συνεχώς αναπτύσσεται και εξελίσσεται. Οι επιχειρήσεις μέσω της στρατηγικής αυτής, στοχεύουν στην εδραίωση και ισχυροποίηση της θέσης τους στην αγορά με παράλληλη μείωση του κόστους και αύξηση των κερδών τους.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές - Σ&Ε (Mergers and Acquisitions - M&As) εντοπίζονται με μεγάλη συχνότητα σε πολλούς κλάδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, με έναν από αυτούς και τον κατασκευαστικό κλάδο. Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι αποτελούν μια πολύπλοκη και σύνθετη διαδικασία. Έτσι παρότι το βασικό κίνητρο των αντισυμβαλλόμενων μερών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών τους, είναι δυνατό να οδηγήσουν σε μη επιθυμητά αποτελέσματα. Είναι συνεπώς εμφανές ότι απαιτείται ενδελεχής σχεδιασμός της διαδικασίας και των στρατηγικών που θα υιοθετηθούν κατά τη σύναψη μιας Σ&Ε. Τονίζεται επιπλέον η σημαντικότητα του σωστού αυτού σχεδιασμού σε περιπτώσεις αντισυμβαλλόμενων επιχειρήσεων διαφορετικού αντικειμένου, έτσι ώστε να επιτευχθεί η επιθυμητή επιτυχία της στρατηγικής αυτής.

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα αποτελέσει η εξέταση του φαινομένου των Σ&Ε, όπου πάρα τις όποιες αδυναμίες, αποτελούν ένα από τα βασικότερα εργαλεία στρατηγικής στο σύγχρονο και συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον. Σκοπός της εξέτασης τους φαινομένου αυτού, θα είναι η

ανάλυση της αποτελεσματικότητας του μέσα από την αναγνώριση των κύριων γνωρισμάτων τους και την ταξινόμηση τους αντίστοιχα καθώς και την εξέταση των διάφορων κίνητρων, που οδηγούν στην επιλογή της στρατηγικής αυτής.

Στην δεύτερη ενότητα της εργασίας αυτής, θα μελετηθεί η συγχώνευση της Eurobank Ergasias A.E. με τη Grivalia Properties A.E.E.A.Π και η μορφή αυτής και οι συμφωνηθέντες όροι ανταλλαγής. Ενώ, στο επόμενο κεφάλαιο, θα προχωρήσουμε στην ανάλυση της πορείας των εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου καθώς και των εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Πώς αυτά εξελίχθηκαν την τελευταία δεκαετία, πώς επηρεάστηκαν από τις διάφορες κοινωνικοπολιτικές και οικονομικές εξελίξεις. Ενώ, θα εστιάσουμε επιπλέον στην επίδραση των διάφορων συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν και κατά πόσο αυτές επηρέασαν την κεφαλαιοποίηση τους. Ειδικότερα, στον κατασκευαστικό κλάδο, θα προχωρήσουμε στη μελέτη υποδείγματος χρησιμοποιώντας τα στοιχεία εννέα εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών τη χρονική περίοδο 2007-2020. Κάνοντας λοιπόν χρήση τριών μεταβλητών, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, η πραγματική λογιστική αξία των εταιριών και ο κατασκευαστικός δείκτης σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε πώς έχει επηρεαστεί η κεφαλαιοποίηση του κατασκευαστικού κλάδου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1 ΒΑΣΙΚΟΙ ΟΡΙΣΜΟΙ – ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών και ειδικότερα η εννοιολογική σημασία των όρων αυτών, έχει μελετηθεί εκτενέστερα τα τελευταία χρόνια τόσο από την ξένη όσο και από την ελληνική βιβλιογραφία. Και οι δύο αυτοί όροι με διαφορετική νομική έννοια ο καθένας από αυτούς, πραγματεύονται την συνένωση δύο ή και περισσότερων επιχειρήσεων σε μία, η οποία θα υπηρετεί ένα κοινό σκοπό. Συγκεκριμένα οι ορισμοί των Σ&Ε όπως αυτοί διατυπώνονται στη βιβλιογραφία είναι οι εξής:

Εξαγορά, είναι εκείνη η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος (πλειοψηφικού μέρους) ή και ολόκληρης της ιδιοκτησίας της επιχειρήσεως, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρία καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο και με αυτόν τον τρόπο αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχειρήσεως. Η μεταβίβαση γίνεται τις περισσότερες φορές μέσω της καταβολής μετρητών, ενώ δεν αποκλείεται η ανταλλαγή/αγορά μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου. Η επιχείρηση που αποτελεί τον στόχο εξαγοράς αναφέρεται ως εταιρία στόχος/εξαγοραζόμενη και η εταιρία που κινεί τη διαδικασία της εξαγοράς αναφέρεται ως εξαγοράζουσα/αγοράστρια επιχείρηση. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να συνεχίσει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, αποτελώντας ουσιαστικά μία θυγατρική εταιρία της εξαγοράζουσας. Υπάρχουν ωστόσο και περιπτώσεις όπου η εξαγοράζουσα εταιρία κατέχει μειοψηφικό πακέτο μετοχών ή ποσοστό ανάλογο επί της συνολικής ιδιοκτησίας και ταυτόχρονα αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης καθώς είτε έχει τη δυνατότητα να ασκεί ουσιώδη επιρροή στη διοίκηση είτε τα εναπομείναντα μερίδια μετοχών είναι κατακερματισμένα.

Συγχώνευση, είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων σε μία, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό και παθητικό) της απορροφημένης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφούσα επιχείρηση (έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσεως ανταλλαγής), η οποία συνήθως διατηρεί την αρχική εταιρική της ταυτότητα και αναλαμβάνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ενιαίας

επιχειρηματικής δομής. Η απορροφημένη επιχείρηση από την άλλη πλευρά παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, δηλαδή λύεται χωρίς ωστόσο να εκκαθαρίζεται.

Στην πράξη δεν υπάρχει σαφής διάκριση μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς αλλά έγκειται στον χαρακτηρισμό της ως φιλική ή εχθρική, καθώς και από τον τρόπο με τον οποίο θα ανακοινωθεί δημοσίως. Συνεπώς η πραγματική διαφορά διακρίνεται στο πώς η πρόθεση αγοράς θα ανακοινωθεί επικοινωνιακά από την εξαγοράζουσα εταιρία στην εξαγοραζόμενη, και πώς θα την εκλάβει η διοίκηση, οι μέτοχοι και οι εργαζόμενοι της δεύτερης. Οι ορισμοί όπως αυτοί ορίζονται βάσει του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου θα αναλυθούν εκτενέστερα σε επόμενη ενότητα.

Ωστόσο ειδικότερα σύμφωνα με τη βιβλιογραφία οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές μπορούν να ταξινομηθούν με βάση τα παρακάτω κριτήρια:

Τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης:

Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας (merger by consolidation), όπου μια εξ ολοκλήρου νέα εταιρία δημιουργείται και η εξαγοράζουσα εταιρία και η εξαγοραζόμενη εταιρία παύουν την προηγούμενη νομική ύπαρξή τους και γίνονται μέρος της νέας εταιρίας.

Συγχώνευση με απορρόφηση (merger by absorption): που συχνά αναφέρεται ως εξαγορά (**acquisition**) μια εταιρία παύει να υφίσταται. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της εταιρίας που διαλύεται αποτελούν πλέον στοιχεία της εταιρίας που απορροφά. Η αγοράστρια διατηρεί τόσο την οντότητα της όσο και το όνομα της αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα όλες τις υποχρεώσεις και τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφημένης.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι στην περίπτωση της συγχώνευσης, δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις προχωρούν στη συνένωση τους σε μια νέα νομική οντότητα ενώ αντίθετα στην περίπτωση της εξαγοράς, αγοράζεται μια εταιρία από μια άλλη με φιλικό είτε όχι τρόπο. Έτσι έχουμε την εξής κατηγοριοποίηση:

Τη στάση/διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας:

Φιλική (friendly): είναι μια συνένωση επιχειρήσεων, η οποία προκύπτει μέσα από την συμφωνία των διοικήσεων των εμπλεκόμενων πλευρών και ιδιαίτερα την έγκριση της εταιρίας-στόχου. Περιλαμβάνει την από κοινού αποδοχή του αντιτίμου εξαγοράς της εταιρίας, ενώ ταυτόχρονα γίνεται δημοσιοποίηση της παραπάνω συμφωνίας στους μετόχους στους οποίους γίνεται σύσταση να προβούν σε έγκριση της με βάση τις νομικές διαδικασίες.

Επιθετική-εχθρική (hostile): αποτελεί εκείνη την κατηγορία ενοποίησης κατά την οποία η διοίκηση της εταιρίας-στόχου απορρίπτει την προσφορά αλλά ο αγοραστής εξακολουθεί να επιθυμεί την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Η διάσταση απόψεων των εμπλεκόμενων πλευρών είναι δυνατόν να αφορά το αντίτιμο εξαγοράς και την αξία του μετοχικού κεφαλαίου, την εφαρμογή συγκεκριμένων πολιτικών κατά τη διάρκεια και την κατά την ολοκλήρωση της Σ&Ε, όπως επίσης την εξέλιξη και την προσωπική φιλοδοξία των ανώτερων στελεχών της εταιρίας στόχου. Για την αντιμετώπιση της παραπάνω κατάστασης και την πραγματοποίηση της συμφωνίας εξαγοράς η διοίκηση της εταιρίας-αγοραστή προβαίνει είτε σε αθόρυβη απόκτηση του ελέγχου του διοικητικού της εξαγοραζόμενης με την σταδιακή κατοχή μετοχών της στο χρηματιστήριο, είτε σε δημοπρασία προσφοράς στους μετόχους, προκειμένου να τους πείσει να πουλήσουν το μερίδιο τους. Είναι δυνατό, βέβαια, να υπάρξει και συνδυασμός των δύο παραπάνω μεθόδων προκειμένου να εγκριθεί η εξαγορά, ενώ προϋποθέσεις για την χρήση τους είναι η επιχείρηση να αποτελεί εισηγμένη εταιρία στο χρηματιστήριο και να υπάρχει μεγάλη διασπορά στη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου της, ώστε να καθίσταται δύσκολη η κατοχή πλειοψηφικού πακέτου μετοχών ικανού να ελέγχει τις αποφάσεις της διοίκησης. Παρατηρείται πως συνήθως οι συγχωνεύσεις είναι φιλικές, ενώ οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές.

Χαρακτηριστικές περιπτώσεις εχθρικών ενοποιήσεων αποτελούν οι παρακάτω μηχανισμοί:

- **Αγκαλιά αρκούδας Bear hug**

Άτυπη προσφορά απευθείας στους μετόχους-στόχους. Πρόκειται για μία προσφορά εξαγοράς που είναι τόσο ικανοποιητική για τους μετόχους, ώστε η διοίκηση της εταιρίας – στόχου αναγκάζεται να την εξετάσει. Ο υποψήφιος αγοραστής υποβάλλει απροειδοποίητα μία πολύ υψηλή προσφορά με σκοπό αφενός την γρήγορη αποδοχή της και αφετέρου την αποφυγή προσφορών από άλλους υποψήφιους αγοραστές. Για τον λόγο αυτό η προσφορά είναι τόσο ελκυστική, ώστε το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας έχει ως μόνη επιλογή να εισηγηθεί στους μετόχους την αποδοχή της (Financial Times Lexicon, 2017).

- **Προσφορά Tender offer**

Επίσημη προσφορά απευθείας στους μετόχους της στοχευόμενης επιχείρησης. Οι μέτοχοι πρέπει να δώσουν τις μετοχές τους, δηλαδή να αποδεχθούν την προσφορά. Ο υποψήφιος αγοραστής κάνει αρχικά μία προσφορά για αριθμό μετοχών ικανών να του δώσουν τον έλεγχο της εταιρίας και έπειτα κάνει μία μικρότερη προσφορά για τις εναπομείνουσες μετοχές. Αυτή η μέθοδος βασίζεται στην άγνοια των μετόχων για το κατά πόσον άλλοι μέτοχοι θα αποφασίσουν την πώληση των μετοχών τους. Οι μέτοχοι εξετάζουν την πρώτη προσφορά, ακόμη και αν την θεωρούν χαμηλή, φοβούμενοι ότι, εάν αρνηθούν, στη συνέχεια θα αναγκαστούν να αποδεχθούν τη δεύτερη χαμηλότερη τιμή. Όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά των δύο τιμών τόσο μεγαλύτερη είναι και η πίεση που ασκείται στους μετόχους. Αυτή η μέθοδος επιτρέπεται στις Η.Π.Α., αλλά απαγορεύεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου η τιμή προσφοράς πρέπει να είναι ενιαία (McSweeney, 2014).

- **Κτήση Πληρεξούσιων Proxy fight**

Αναφέρεται στην προσπάθεια μερίδας μετόχων ή του management να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρίας και του διοικητικού συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω των αντιπροσώπων(proxy contests) (Κυριαζής, 2007). Η απόκτηση δηλαδή της πλειοψηφικής εκπροσώπησης μέσω πληρεξούσιων (ψηφοί).Με αυτό τον τρόπο αποκτά εκπροσώπους που εκλέγονται στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας-στόχου.

Τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας - βαθμός ολοκλήρωσης

Βάσει του αντικειμένου δραστηριοποίησης αγοράζουσας και αγοραζόμενης επιχείρησης, οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια (συσχετισμένη ολοκλήρωση) ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (conglomerates ή αλλιώς ασυσχέτιστη).

Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της κατηγορίας αυτής, αποτελούν οι περιπτώσεις όπου μία επιχείρηση εξαγοράζει τους προμηθευτές της, προκειμένου να επωφεληθεί οικονομικά από τον περιορισμό των εξόδων της παραγωγικής διαδικασίας. Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας, παράγουν δηλαδή ή παρέχουν συναφή προϊόντα και υπηρεσίες. Τέλος, οι ασυσχέτιστες ολοκληρώσεις, αφορούν κλάδους δραστηριότητας όπου δεν σχετίζονται άμεσα μεταξύ τους. Καλύπτουν έτσι σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους.

1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η εμφάνιση των συγχωνεύσεων και εξαγορών συναντάται με διάφορους μικροοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες, που παρατηρούνταν ανά περιόδους (Κυριαζής, 2007). Πρωτοστάτης στην εμφάνιση των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτέλεσαν οι Η.Π.Α. Ακολούθησε το Ηνωμένο Βασίλειο και αργότερα οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Η χώρα με τις περισσότερες συγχωνεύσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι αναμφισβήτητα το Ηνωμένο Βασίλειο και ακολουθούν λοιπές ευρωπαϊκές χώρες όπως η Γερμανία, η Γαλλία και η Ολλανδία. Οι μεσογειακές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, λόγω του παραδοσιακού τρόπου διάρθρωσης της εθνικής τους οικονομίας έχουν μείνει αρκετά πιο πίσω.

Το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορεί να αναλυθεί ιστορικά σε τέσσερις περιόδους (Σακέλλης, 1991, Παπαδάκης, 2016). Η πρώτη περίοδος που αφορά κυρίως τα έτη 1898-1902 χαρακτηρίζεται κατά βάση από οριζόντιες ολοκληρώσεις, που αποσκοπούσαν στη δημιουργία μονοπωλίων στην αγορά. Είναι αξιοσημείωτο ότι κατά την διάρκεια του πρώτου αυτού κύματος η βιομηχανική παραγωγή στις Η.Π.Α. αναπτύχθηκε κατά 100%. Πάνω από εβδομήντα ολιγοπωλιακές ή ανταγωνιστικές βιομηχανίες μετατράπηκαν σε μονοπωλιακές. Οι συγχωνεύσεις αυτές είχαν μεταξύ άλλων σαν αποτέλεσμα την συγκέντρωση σχεδόν του 40% της συνολικής αγοράς. Για τον λόγο αυτό, ο George Stigler περιέγραψε το πρώτο κύμα ως «συγχωνεύσεις για μονοπώλια» .

Η δεύτερη περίοδος που ορίζεται από το 1925 έως και το 1930 χαρακτηρίζεται και πάλι από συγχωνεύσεις οριζόντιας ολοκλήρωσης, με τη διαφορά ότι δεν παρατηρήθηκε η κατάλυση του ανταγωνισμού στην αγορά με την επιβολή μονοπωλίων. Το κύμα αυτό ήταν συγκριτικά πολύ μικρότερο σε σχέση με το πρώτο καθώς ακολούθησε την οικονομική κρίση της περιόδου 1903-1904 και τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Το κραχ του 1929 στο χρηματιστήριο και η επακόλουθη παγκόσμια οικονομική κρίση των επόμενων τεσσάρων ετών είχε σαν αποτέλεσμα την κατάρρευση και χρεοκοπία των περισσότερων εταιριών που είχαν δημιουργηθεί κατά τη διάρκεια του δεύτερου κύματος (Sudarsanam, 2003).

Η τρίτη ιστορική φάση που κράτησε από το 1966 έως και το 1968 αφορούσε κυρίως τις λεγόμενες διαγώνιες συγχωνεύσεις. Διαγώνιες συγχωνεύσεις είναι αυτές κατά τις

οποίες συνασπίζονται επιχειρήσεις με τελείως διαφορετικό αντικείμενο δραστηριοτήτων. Κατά την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε μια τάση διαφοροποίησης και επέκτασης των επιχειρήσεων σε νέα προϊόντα και αγορές. Είχε πολύ μεγαλύτερη διάρκεια από τα δύο προηγούμενα και οδήγησε σε μια μαζική στρατηγική μετατόπιση των επιχειρήσεων για μεγαλύτερη διαφοροποίηση των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Η επίδραση στη δομή των επιμέρους κλάδων και στην συνολική συγκέντρωση των μεγάλων επιχειρήσεων ήταν αρκετά μικρή, για αυτό τον λόγο το τρίτο κύμα χαρακτηρίστηκε σαν «συγχώνευση για ανάπτυξη» (Sudarsanam,2003).

Η τελευταία φάση που περιλαμβάνει το διάστημα από το 1974 μέχρι και σήμερα έχει ως κοινό χαρακτηριστικό την προσπάθεια μεγάλων επιχειρήσεων να «διεθνοποιήσουν» και να παγκοσμιοποιήσουν τις δραστηριότητες τους και μέσω αυτού να εκμεταλλευτούν τις λεγόμενες οικονομίες κλίμακας. Την ίδια περίοδο έκαναν και την εμφάνιση τους και οι λεγόμενες διασυνοριακές συγχωνεύσεις, οι οποίες σχετίζονται με την προσπάθεια κυρίως αμερικανικών επιχειρήσεων να εισέλθουν στον ευρωπαϊκό χώρο και να επωφεληθούν από την διενεργούμενη τότε Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση.

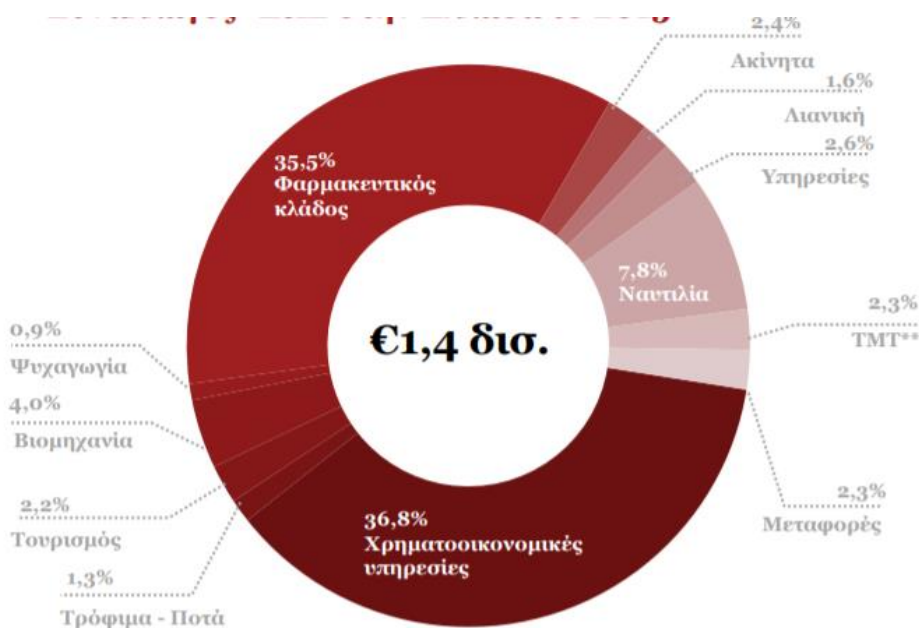
Από την παραπάνω σύντομη ιστορική ανασκόπηση προκύπτει βέβαια ότι οι συγχωνεύσεις «γεννήθηκαν» μέσα από τις οικονομικές συνθήκες που επικράτησαν στα τέλη του 19^{ου} και στις αρχές του 20^{ου}, οπότε κύρια ανάγκη της εποχής αποτέλεσε η δημιουργία μεγάλων και ισχυρών επιχειρήσεων (Αλεξανδρίδου, 2012).

Στη χώρα μας, παρατηρείται αργός ρυθμός εξοικείωσης των επιχειρηματιών σε σχέση με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές (Ρόκας, 2018). Σημαντικό ρόλο για την εξέλιξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη χώρα μας διαδραματίζει ιστορικά η ένταξη της χώρας μας στην ΕΕ. Μέσω την εξέλιξης αυτής δημιουργήθηκε η ανάγκη ισχυροποίησης των παραδοσιακά ατομικιστικών και οικογενειακών επιχειρήσεων στη χώρα μας και δημιούργησε νέες ευκαιρίες. Έτσι ως αρχή των συγχωνεύσεων και των εξαγορών στη χώρα μας, ορίζεται η δεκαετία του 1990. Λόγω της ραγδαίας ανόδου του Χρηματιστηρίου κατά τα έτη 1997-1999 αυξήθηκαν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεδομένης και της διαθεσιμότητας των κεφαλαίων. Η μετέπειτα πτώση του Χρηματιστηρίου οδήγησε σε μείωση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών κάτι που ενισχύθηκε και κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης (Παπαδάκης, 2016).

Στη συνέχεια γίνεται μια σύντομη επισκόπηση των Συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ευρώπη και κατ' επέκταση στην Ελλάδα την τελευταία πενταετία (2015 – 2020).

Συγκεκριμένα θα εξετασθεί η συνολική αξία των συναλλαγών αυτών με την πάροδο του χρόνου στους διάφορους κλάδους δραστηριοποίησης και ειδικότερα στον κατασκευαστικό κλάδο και τον κλάδο της Ακίνητης Περιουσίας, όπως αυτά καταγράφηκαν στις ετήσιες εκθέσεις της PWC, μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες παροχής υπηρεσιών λογιστικής, τήρησης βιβλίων και ελέγχου και παροχής φορολογικών συμβουλών.

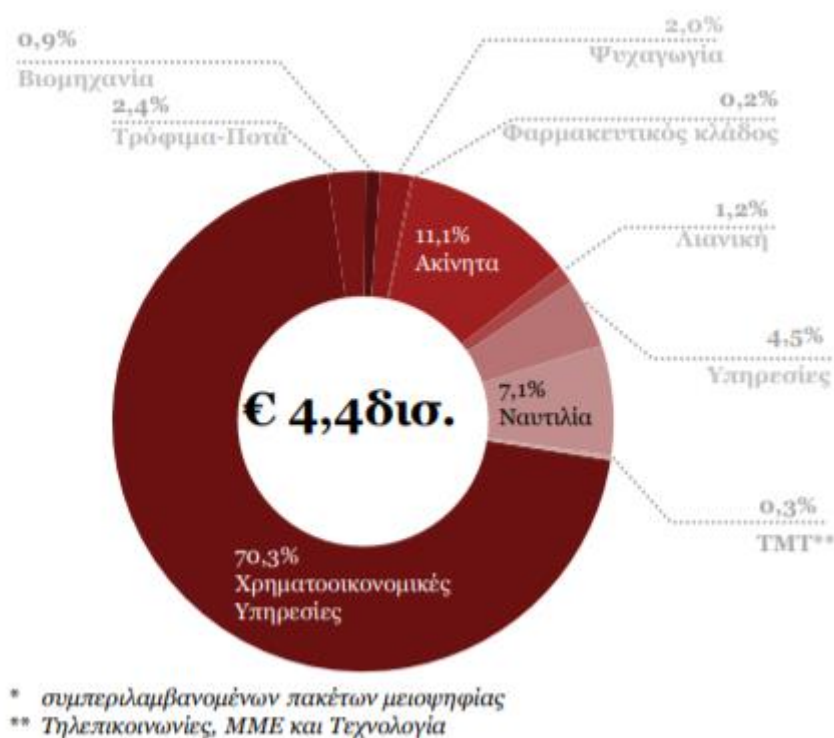
2015: Οι Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη το 2015, ανήλθαν σε € 584δισ., από τα οποία 42% αφορούσαν τον φαρμακευτικό κλάδο, 21% τον κλάδο των καταναλωτικών προϊόντων και 13,9% τους κλάδους τηλεπικοινωνιών, ΜΜΕ και Τεχνολογίας. Στην Ελλάδα ειδικότερα πραγματοποιήθηκαν 29 Εξαγορές και Συγχωνεύσεις (Ε&Σ) αξίας € 1,4δισ. περίπου 39% λιγότερο από το 2014 και συνολικά πολύ λίγες σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη. Από αυτές μόνο το 2,4% αφορούσε τον κλάδο των ακινήτων (Σχήμα 1.1). Η μείωση αυτή θα μπορούσε να αποδοθεί στη συνεχιζόμενη οικονομική αστάθεια στην Ελλάδα.



Σχήμα 1.1: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2015, Πηγή pwc.com

2016: Οι 20 μεγαλύτερες Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη το 2016, ανήλθαν σε € 293δισ., από τα οποία 36% αφορούσαν τους κλάδους των τηλεπικοινωνιών, ΜΜΕ και Τεχνολογίας, 22% τον κλάδο της βιομηχανίας και 17% τον κλάδο των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις

προσέλκυσαν συνολικά € 4,4 δισ. εκ. από συνολικά 38 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Η αύξηση αυτή σε σχέση με το προηγούμενο έτος οφείλεται κατά κύριο λόγο στη συμφωνία της Finansbank με την Qatar National Bank όπου απέφερε κέρδος € 2,8εκ. Αύξηση παρατηρείται ωστόσο στον κλάδο των ακινήτων, όπως φαίνεται και στο Σχήμα 1.2, με μια από τις πιο κερδοφόρες εξαγορές, αυτή του Astir Palace Hotel SA από την εταιρία Apollo Investments Holdco (100% θυγατρική της Jeremyn Street Real Estate Fund) κατά 90.17% και συνολικό κέρδος € 393εκ.

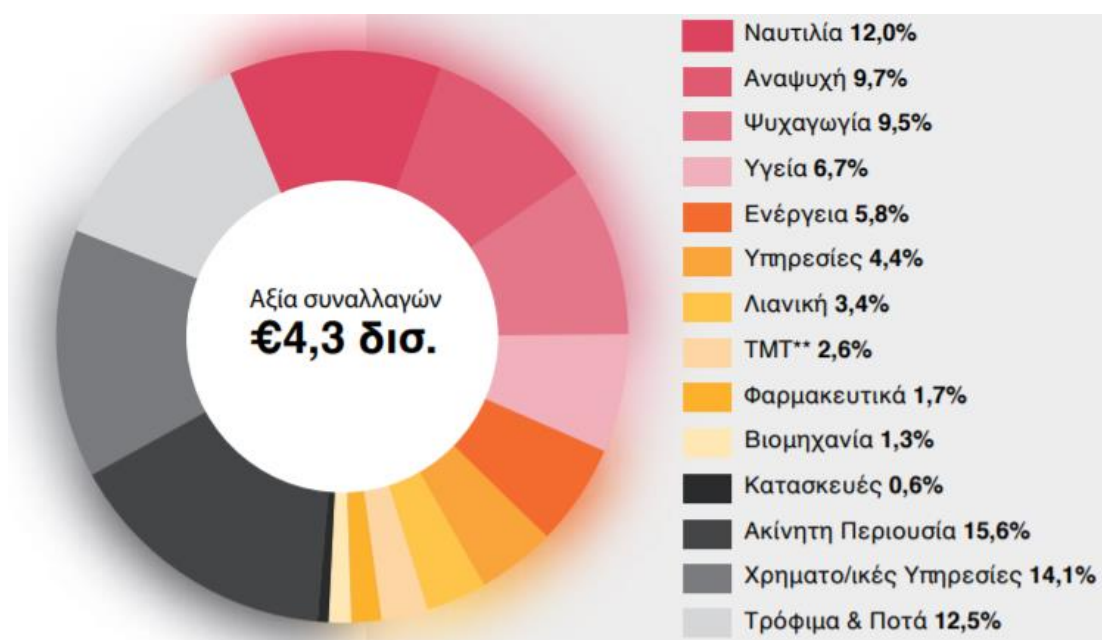


Σχήμα 1.2: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2016, Πηγή pwc.com

2017: Ο αριθμός των Ε&Σ ήταν σταθερός το 2017 φτάνοντας τις 36 συναλλαγές, ενώ η συνολική αξία των συναλλαγών παρέμεινε σχεδόν ίδια σε σύγκριση με το 2016, εξαιρώντας τη συμφωνία της Finansbank η οποία ανέβασε τη συνολική αξία συναλλαγών το προηγούμενο έτος. Ο κλάδος των ακινήτων απέφερε 4.6% επί της συνολικής αξίας.

2018: Το 2018, πραγματοποιήθηκαν 51 Ε&Σ. Εξ' αυτών οι πέντε μεγαλύτερες συναλλαγές άγγιξαν τα € 1,8δισ.. Οι συναλλαγές στη ναυτιλία αποτέλεσαν το 22% της συνολικής αξίας των συναλλαγών, με τους τομείς της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών να ακολουθούν.

2019: Το 2019, πραγματοποιήθηκαν 85 E&Σ. Εξ' αυτών οι πέντε μεγαλύτερες συναλλαγές άγγιξαν τα €1,7 δισ. Η εικόνα για το 2019 (Σχήμα 1.3) κυριαρχείται από έντονη διακλαδική δραστηριότητα E&Σ, χωρίς κάποιος συγκεκριμένος κλάδος να κυριαρχεί στην ελληνική αγορά. Σημαντική ωστόσο ήταν συνεισφορά του κλάδου της Ακίνητης Περιουσίας όπου συγκέντρωσε μια από τις μεγαλύτερες συνολικές αξίες (15,6%). Τον Απρίλιο του 2019 η Cerved Group SpA, εισηγμένη εταιρία με έδρα την Ιταλία, που ασχολείται με την παροχή πιστωτικών πληροφοριών, απέκτησε την Eurobank Property Services SA (EPS), μεσιτικό γραφείο ακινήτων με έδρα την Ελλάδα, από την Eurobank Ergasias SA έναντι συνολικής αξίας € 8εκ. Εξαγορά η οποία ακολούθησε της συγχώνευσης EPS- Grivalia, που εξετάζεται στην παρούσα εργασία.

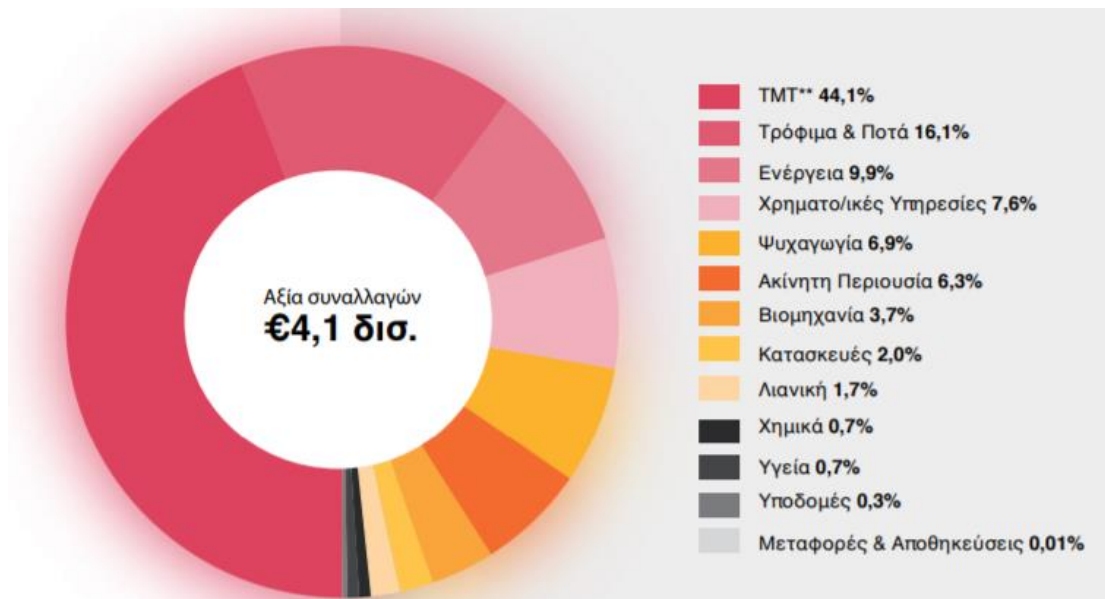


Σχήμα 1.3: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2019, Πηγή pwc.com

2020: Το 2020, πραγματοποιήθηκαν 59 E&Σ. Εξ' αυτών οι πέντε μεγαλύτερες συναλλαγές άγγιξαν τα € 2,3δισ. Η συνολική αξία των E&Σ έφτασε τα € 4,1δισ., μειωμένη κατά € 160εκ. σε σχέση με το 2019. Η εικόνα για το 2020 κυριαρχείται από έντονη διακλαδική δραστηριότητα E&Σ, με τον κλάδο των TMT να ξεχωρίζει. Παρατηρήθηκε επίσης εξαγορά εταιριών που ασχολούνται με το ηλεκτρονικό εμπόριο (Skroutz, Instashop και caremarket) με αρκετά υψηλό τίμημα συναλλαγής, ως απόρροια της αυξημένης τους αξίας, λόγω των αναγκών που δημιουργήσε η πανδημία.

Στο διάγραμμα (Σχήμα 1.4) που ακολουθεί φαίνεται αναλυτικά η απόδοση κάθε κλάδου δραστηριοποίησης στη συνολική αξία συναλλαγών.

Οι 20 μεγαλύτερες Ε&Σ που πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη το 2020, ανήλθαν σε € 210δισ., από τις οποίες 42% αφορούσαν τον κλάδο των Φαρμακευτικών, 12% τον κλάδο της Τεχνολογίας, ΜΜΕ & Τηλεπικοινωνιών και 11% τον κλάδο των Κατασκευών.



Σχήμα 1.4: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα το 2020, Πηγή pwc.com

Το 2021 οι συναλλαγές Ε&Σ καθώς και οι ιδιωτικοποιήσεις είναι πιθανό να ξεπεράσουν σημαντικά τα επίπεδα του 2020 ως αποτέλεσμα ήδη συμφωνηθέντων συναλλαγών ή συναλλαγών στα τελικά τους στάδια.

1.3 ΛΟΓΟΙ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η συνεχής ανάπτυξη και εξέλιξη των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, ως ένα από τα βασικά εργαλεία στρατηγικής που υιοθετείται από το σύνολο των επιχειρήσεων, έχει στρέψει την προσοχή των μελετητών στην αξιολόγηση και βαθύτερη εξέταση του. Κεντρικό σημείο εστίασης αποτελεί η εξέταση των κινήτρων που ωθούν τις διοικήσεις των εταιριών στην δημιουργία μια Συγχώνευσης και Εξαγοράς.

Η φύση των κινήτρων είναι πολυποίκιλη καθώς εξαρτάται τόσο από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων (ενδογενείς παράγοντες), όσο και από το χρονικό πλαίσιο και περιβάλλον της αγοράς (εξωγενείς παράγοντες) στην οποία υφίστανται. Βέβαια είναι εύλογο εξαιτίας της πολυπλοκότητας των Σ&Ε, πως τα συμφέροντα των συμβαλλόμενων μερών μπορεί να διαφέρουν μεταξύ τους, ενώ πολλές φορές δύνανται να είναι και συγκρουόμενα (Κυριαζής, Δ., 2007).

Ιστορικά, κίνητρα των επιχειρήσεων για τη διενέργεια συγχωνεύσεων αποτέλεσαν ανά περιόδους η επέκταση, η διαφοροποίηση, η εξειδίκευση, η ενίσχυση της θέσης στην αγορά, η αναδιάρθρωση, η ενίσχυση της έρευνας και ανάπτυξης, η έμφαση στην παραγωγή και η ορθολογικότερη οργάνωση (Σακέλλης, 1991). Όπως γίνεται αντιληπτό από την παραπάνω ενδεικτική αναφορά των κινήτρων, αυτά μπορούν να διαφέρουν κατά τη φύση τους, ωστόσο σχετίζονται με τον κύκλο ζωής της επιχείρησης (Αλεξανδρίδου, 2019). Έχουν διατυπωθεί κατά καιρούς διάφορες θεωρίες σε σχέση με τα κίνητρα των συγχωνεύσεων, οι οποίες εκκινούν από τη βασική διατύπωση ότι σε όλες τις συγχωνεύσεις παρατηρούνται αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα και κίνητρα ανάμεσα στον κύκλο των μερών που επηρεάζονται από τη συγχώνευση (Κυριαζής, 2007). Είναι προφανές ότι κατά βάση τα κίνητρα που κυριαρχούν είναι **οικονομικά**. Αυτά επικεντρώνονται στη μεγιστοποίηση των κερδών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.

Πιο συγκεκριμένα, η μεγιστοποίηση των κερδών μπορεί να αποτελέσει συνέπεια τόσο της μείωσης του κόστους όσο και της αύξησης των εσόδων. Η μείωση του κόστους μπορεί να επιτευχθεί μέσω της αύξησης της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας που είναι αποτέλεσμα της συντέλεσης λειτουργικών και διοικητικών συνεργειών. Η συγκέντρωση των σταδίων παραγωγής και ο συντονισμός των διαφόρων τμημάτων που συμβάλλουν στα διάφορα στάδια παραγωγής υπό έναν

ενισχυμένο επιχειρηματικό φορέα μειώνει σημαντικά τα λειτουργικά έξοδα αφού αυτά θα επιμερίζονται ευχερέστερα στον μεγαλύτερο όγκο παραγωγής. Επιπλέον, αυτή η συγκέντρωση των τμημάτων παραγωγής δίνει τη δυνατότητα υλοποίησης ενός καλύτερου οικονομικού προγραμματισμού (Ηλιοκαύτου, 2007). Η αύξηση των εσόδων επιτυγχάνεται μέσω της αύξησης του μεγέθους της επιχείρησης και της κατάκτησης μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς.

Είναι γεγονός, ότι η συγχώνευση έχει συχνά ως αποτέλεσμα την επέκταση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης με την είσοδο της σε νέες, εθνικές ή διεθνείς αγορές, σε νέες πηγές προμήθειας πρώτων υλών και σε νέα κανάλια διανομής των προϊόντων (Σακέλλης, 1991). Προσφορότερος τρόπος για την μείωση του κόστους φαντάζει η κάθετη ολοκλήρωση, ενώ για την αύξηση των εσόδων η οριζόντια ολοκλήρωση. Βεβαίως τα οικονομικά πλεονεκτήματα και κίνητρα της συγχώνευσης, εξαρτώνται και από τη θέση που θα λάβει η κάθε εταιρία και την ιδιότητα της ως απορροφούσας ή απορροφούμενης (Κιάντου-Παμπούκη, 1963). Έτσι, συνήθως, μία απορροφούσα εταιρία ενισχύει κατά τα παραπάνω λεχθέντα την οικονομική της δύναμη και φερεγγυότητα. Από την άλλη πλευρά, η συγχώνευση για μία απορροφούμενη εταιρία συνήθως λειτουργεί ως ένας μηχανισμός διάσωσης και μία ευκαιρία να αξιοποιήσει αποδοτικότερα τα πλεονεκτήματα της και το σύνολο της περιουσίας της.

Επίσης, κίνητρο για τη συγχώνευση συχνά αποτελεί και η **διαφοροποίηση**, δηλαδή η επέκταση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης σε κατηγορίες προϊόντων που διαφοροποιούνται από τον ανταγωνισμό.

Σε **διοικητικό επίπεδο**, η απορρόφηση μιας επιχείρησης από μία άλλη που διοικείται με αποτελεσματικό τρόπο, μπορεί να χαρίσει στην νέα εταιρία τα πλεονεκτήματα ενός υγιούς και πρωτοπόρου τρόπου διοίκησης από εξειδικευμένο και έμπειρο προσωπικό, το οποίο έλειπε από την απορροφούμενη επιχείρηση. Τα διοικητικά κίνητρα ωστόσο συχνά εμπλέκονται και με τα προσωπικά κίνητρα των διοικητικών μερών. Συγκεκριμένα η περίπτωση των συνενώσεων δύο και πλέον επιχειρήσεων- κατά περίπτωση, εμπεριέχει μεγάλο προσωπικό ρίσκο για τα ίδια τα στελέχη, γεγονός που αυξάνει το βαθμό ανάμιξής τους στην επικείμενη κατάληξη της συμφωνίας, και των σχετικών όρων. Μ' αυτό τον τρόπο τα στελέχη εξασφαλίζουν τη μεγιστοποίηση των προσωπικών τους επιτευγμάτων, μέσα από αποζημιώσεις, επιδόματα, γόητρο, δύναμη, και πιθανώς την εξασφάλιση μίας θέσης στο διοικητικό συμβούλιο της νέας εταιρείας,

χωρίς να δίνουν μεγάλη βαρύτητα στη μεγιστοποίηση της αξίας μετόχων (Mueller, 1980).

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η πορεία και η κατάληξη μίας συνένωσης, εξαρτάται ή και ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις, με τις προσωπικές επιδιώξεις των διοικητικών στελεχών, που αποβλέπουν έμμεσα ή άμεσα στην ατομική τους προβολή. Επιδιώκοντας την ατομική τους προβολή, και ανάδειξη έχουν εμφανιστεί και περιπτώσεις αύξησης του τιμήματος εξαγοράς, λόγω λαθών στην αποτίμηση, με υπερεκτίμηση της αγοραίας αξίας της συνένωσης. Οι αρνητικές αυτές αποδόσεις βοήθησαν να αναπτυχθεί η υπόθεση της Αλαζονείας των Διοικητικών Στελεχών (Hubris Hypothesis) από τον Roll το 1986.

Σε **στρατηγικό επίπεδο** σημαντικά κίνητρα για τους επιχειρηματίες στη λήψη απόφασης για συγχώνευση μπορούν να αποτελέσουν και τα ακόλουθα (Σακέλλης, 1991). Μία επιχείρηση ενδέχεται να έχει εντοπίσει τον κίνδυνο να την εξαγοράσει μία ανταγωνίστρια εταιρία. Έτσι, επιλέγει η ίδια τη συγχώνευση ή την εξαγορά ως μία μορφή άμυνας, προκειμένου να σταθεροποιηθεί και να ισχυροποιηθεί και έτσι να αποτρέψει τον κίνδυνο εξαγοράς της. Επιπλέον, ενδέχεται μία επιχείρηση να εξαγοράσει μία άλλη προκειμένου να μην προβεί σε αυτό και έτσι να ισχυροποιηθεί μία ανταγωνίστρια της εταιρία. Στην περίπτωση αυτή το κίνητρο έχει επιθετικό χαρακτήρα. Δεν αποκλείεται επίσης μία εταιρία να προβεί σε εξαγορά ή συγχώνευση προκειμένου η ίδια να ισχυροποιηθεί, έχοντας ως απώτερο σκοπό να εξαγοραστεί με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους από άλλη μελλοντικά. Στην περίπτωση αυτή, γίνεται λόγος για το κερδοσκοπικό κίνητρο. Στην ίδια κατηγορία ανήκει ακόμα μία θεωρία, που εμπεριέχει το στοιχείο του management και διατυπώθηκε από τους Prahalad & Hamel (1990)⁶¹, βάσει της οποίας η συμφωνία για εξαγορά δίνει την δυνατότητα στην εταιρία-αγοραστή να εκμεταλλευτεί ωφέλιμους πόρους της εξαγοραζόμενης, στους οποίους διαφορετικά δεν θα είχε πρόσβαση.

Σε **επίπεδο χρηματοοικονομικό**, δεν θα πρέπει να λησμονιέται ότι με την ένωση των καθαρών θέσεων των εταιριών που συμμετέχουν στη συγχώνευση, η απορροφούσα λόγω μεγαλύτερου ύψους ιδίων κεφαλαίων θα είναι σε θέση να αυξήσει την πιστοληπτική της ικανότητα στην αγορά κάτι που θα έχει ως αποτέλεσμα να έχει μεγαλύτερη «απήχηση» στην αγορά (Λεοντάρης, 2008).

Από **νομικής άποψης**, παρέχονται πλείστα φορολογικά πλεονεκτήματα, που συνίστανται σε σημαντικές φοροελαφρύνσεις και φοροαπαλλαγές.

Ειδικότερα, το σχέδιο νόμου του υπουργείου Οικονομικών που τέθηκε σε δημόσια διαβούλευση και θα διαρκέσει μέχρι τις 30/11/2021 προβλέπει έκπτωση φόρου 30% για 3 έτη για συγχωνεύσεις και μετασχηματισμούς μικρών επιχειρήσεων με την προϋπόθεση η εταιρική σχέση να διαρκεί 5 έτη τουλάχιστον και έκπτωση του συνόλου των δαπανών στην περίπτωση εξαγοράς επιχείρησης από άλλη εταιρεία, επιβραβεύοντας κατά αυτόν τον τρόπο τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ειδικότερα, αφορά άμεσα τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και, συγκεκριμένα, για την περίπτωση των μετασχηματισμών, τις μεσαίες επιχειρήσεις που απασχολούν μέχρι 250 εργαζομένους με ετήσιο τζίρο έως 50 εκατ. ευρώ. Για περιπτώσεις συνεργασιών αφορά μικρομεσαίες επιχειρήσεις που απασχολούν μέχρι 50 εργαζομένους και ετήσιο τζίρο έως 10 εκατ. ευρώ. Ο φορολογικός συντελεστής συνεπώς μειώνεται από το 22% στο 15,5% για τρία χρόνια, αρχής γενομένης από το επόμενο έτος της ημερομηνίας ολοκλήρωσης του μετασχηματισμού οποιασδήποτε μορφής ή της ημερομηνίας έναρξης της οποιασδήποτε μορφής συνεργασίας. Ενώ στην περίπτωση μετασχηματισμού επιχείρησης και μετατροπής ή συνένωσης ατομικών επιχειρήσεων το φορολογικό όφελος μπορεί να ανέλθει έως ένα εκατομμύριο ευρώ σε διάστημα έως τρία έτη από την ημερομηνία της συνένωσης.

Συγχρόνως, μπορούν να εντοπιστούν **πολλοί ακόμα παράγοντες** που δικαιολογούν την απόφαση για μία συγχώνευση ή εξαγορά όπως η αύξηση της ανταγωνιστικότητας, η ανάγκη εξυγίανσης, η αντιμετώπιση νέων ποικίλων καταστάσεων στην αγορά, η προσαρμογή στις καταστάσεις αυτές και η εκμετάλλευση επιχειρηματικών ευκαιριών (Ψυχομάνης, 2016).

Η συγχώνευση επιχειρήσεων πέρα του γεγονότος ότι προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, ευνοεί και την **εθνική οικονομία**, δεδομένου ότι η αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων τις βοηθά να αντέξουν στον μεγάλο ανταγωνισμό έναντι των ξένων επιχειρήσεων. Συνεπακόλουθα, εντείνεται και ο υγιής ανταγωνισμός στην αγορά, κάτι που λειτουργεί προς όφελος τόσο των καταναλωτών όσο και του κοινωνικού συνόλου (Αλεξανδρίδου, 2012).

Υπάρχουν και πιο **πρακτικοί λόγοι** που συνηγορούν υπέρ της συγχώνευσης και είναι συνυφασμένοι με τη διαδικασία που ακολουθείται. Με την εφαρμογή των διαδικασιών της συγχώνευσης, διευκολύνεται πραγματικά η συνένωση των επιχειρήσεων καθώς σε διαφορετική περίπτωση θα έπρεπε να συντελεστούν η λύση, η εκκαθάριση και η εισφορά της περιουσίας της λυθείσας εταιρίας για τη σύσταση νέας (Περάκης, 2001) με αποτέλεσμα να μην απαιτούνται και τα έξοδα των διαδικασιών μεταβίβασης κάθε επιμέρους αντικειμένου της εταιρικής περιουσίας αυτοτελώς, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της ειδικής διαδοχής (Ρόκας, 2018).

Είναι αναμφίβολο, ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δύνανται να έχουν σοβαρές συνέπειες όχι μόνο για τις ίδιες τις εταιρίες αλλά και για ευρύτερες ομάδες, όπως οι εργαζόμενοι, το επενδυτικό κοινό, ακόμα και όλη η αγορά (Αυγητίδης, 2019).

Ειδικότερα, εστιάζοντας στον κατασκευαστικό τομέα, ο οποίος και εξετάζεται στην παρούσα εργασία θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τις εξής βασικές αιτίες και στρατηγικές που οδηγούν στην υλοποίηση Σ&Ε:

1. Η αύξηση του κύκλου εργασιών καθώς το μέγεθος της εταιρίας θεωρείται ένας από τους πιο σημαντικούς δείκτες ικανότητας, αξιοπιστίας και υψηλών δυνατοτήτων στον κατασκευαστικό τομέα (κατά τους Delaney και Wamuziri, 2004).
2. Η αντιμετώπιση της παγκοσμιοποίησης και η μείωση της εξάρτησης από τις οικονομικές συνθήκες της εκάστοτε εγχώριας αγοράς και το ύψος των δημοσίων δαπανών που κατευθύνονται σε υποδομές και γενικά στην κατασκευαστική αγορά ωθούν σε διασυνοριακές Σ&Ε.
3. Η τάση καθετοποίησης του κατασκευαστικού κλάδου με την επέκτασή του σε συναφείς κλάδους της διαχείρισης ακινήτων, ώστε να μειωθεί η μεταβλητότητα των εισοδημάτων και να αυξηθεί η κερδοφορία.

Τα παραπάνω κίνητρα είναι μερικοί από τους βασικότερους λόγους για τους οποίους έχει παρατηρηθεί ότι οι χρόνοι υλοποίησης μιας Σ&Ε στον κατασκευαστικό τομέα είναι ενδεικτικά πιο μικροί απ' ότι στους υπόλοιπους κλάδους επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, αν ήθελε κάποιος να συγκεντρώσει τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρηματίες προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές θα κατανοούσε ότι αυτοί είναι πλείστοι, ότι μπορούν να ερμηνευτούν μόνο συνδυαστικά (Παπαδάκης, 2016) και

ότι ανταποκρίνονται γενικότερα στο δόγμα «η ισχύς εν τη ενώσει» (Κιάντου-Παμπούκη, 1963). Επιγραμματικά μπορούν να συσσωρευτούν σε μια πρόταση τα ακόλουθα πλεονεκτήματα και κίνητρα: εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος, συγκέντρωση κεφαλαίου, αλληλοσυμπλήρωση πόρων, νέα στελέχη, αύξηση μεριδίου αγοράς, διαφοροποίηση, μείωση κόστους, υπέρβαση εμποδίων εισόδου στην αγορά, απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, αύξηση παραγωγικότητας καθώς και η εκμετάλλευση της τεχνογνωσίας.

Στον αντίποδα όλων των παραπάνω, ως «μειονεκτήματα» του νέου φορέα που προκύπτει από τη συγχώνευση μπορούν συνοπτικά να αναφερθούν η αύξηση της γραφειοκρατίας, η μείωση της ευελιξίας και η χαλάρωση του ελέγχου του επιχειρηματία πάνω στην επιχείρηση (Λεοντάρης 2008). Όταν η συγχώνευση ως μορφή συγκέντρωσης επιχειρήσεων υπερβαίνει τα αναγκαία όρια και αποβαίνει μη λελογισμένη και ανεξέλεγκτη, δύναται να οδηγήσει και σε κατάλυση του ανταγωνισμού στην αγορά (Κιάντου-Παμπούκη, 1963).

Στην επόμενη ενότητα θα εξεταστούν οι λόγοι για του οποίους μια Συγχώνευση ή Εξαγορά μπορεί να αποτύχει και να αποφέρει τελικώς αντίθετα αποτελέσματα.

1.4 ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ

Όπως αναφέρθηκε οι Συγχωνεύσεις - Εξαγορές αποτελούν ένα από τα βασικά εργαλεία στρατηγικής, όπου υιοθετείται από τις επιχειρήσεις με πρωταρχικό σκοπό τη μείωση του εξόδων της με παράλληλη αύξηση του κέρδους της μέσα από την ισχυροποίηση της θέσης της στην αγορά.

Ωστόσο συχνά παρόλα τα κίνητρα και πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν δεν επιφέρουν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Αυτό μπορεί να παρατηρηθεί είτε κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων είτε μετά την ολοκλήρωση της ενοποίησης. Οι λόγοι ποικίλουν και εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες, Μερικοί από αυτούς θα αναλυθούν στη συνέχεια.

Λανθασμένη εκτίμηση και αξιολόγηση της εταιρίας-στόχου

Πρωταρχικό κίνητρο των εταιριών για τη σύσταση νέας ενιαίας οντότητας αποτελεί η εκμετάλλευση πόρων και ικανοτήτων, τέτοιων ώστε να της προσφέρουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημά, που σε διαφορετική περίπτωση δεν θα είχε την δυνατότητα να αποκτήσει. Η ανάπτυξη συνεργιών προσφέρει ακριβώς αυτή την πρόσβαση στην εταιρία-αγοραστή, η οποία πολλές φορές επιθυμώντας να αποκτήσει γρηγορότερα μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας και ελέγχου στον κλάδο, προβαίνει σε βεβιασμένες κινήσεις. (Siower M., 1997).

Μια από αυτές αποτελεί η λανθασμένη εκτίμηση της εταιρίας στόχου. Η διαδικασία επιλογής της εταιρίας στόχου αλλά θα πρέπει να είναι ενδεδειγμένη και προσεκτική προκειμένου να εκτιμηθεί η ελκυστικότητα της ενδεχόμενης συγχώνευσης ή εξαγοράς και να αξιολογηθούν οι προοπτικές της. Αν δεν τηρηθούν τα παραπάνω υπάρχει πιθανότητα η συγχώνευση να μην επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Η λανθασμένη εκτίμηση, μπορεί να μη σχετίζεται μόνο με την εταιρία «στόχο», αλλά και με τα προσδοκώμενα οφέλη γενικότερα από τη σύμπραξη.

Οικονομική συγκυρία και διεθνείς κίνδυνοι

Σημαντικό ρόλο στην πορεία της συγχώνευσης έχει η γενικότερη οικονομική κατάσταση που επικρατεί στην αγορά κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων. Απρόβλεπτες οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις είναι πιθανό να προκαλέσουν αστάθεια και κινδύνους όπως πτώχευσης και πιστωτικού, οι οποίοι με τη σειρά τους θα καταστήσουν την εταιρία αφερέγγυα και ανίκανη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της, όπως την καταβολή του τιμήματος εξαγοράς. Επιπλέον στις περιπτώσεις όπου η Σ&Ε αφορά εταιρείες διαφορετικών χωρών, θα πρέπει να γίνεται σωστή εξέταση του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου καθώς και προσεκτική παρακολούθηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Δυσκολία ενσωμάτωσης των εταιριών

Παράλληλα με τους ποσοτικούς παράγοντες, η εταιρία στόχος θα πρέπει να εξετάσει όλα εκείνα τα ποιοτικά χαρακτηριστικά προκειμένου να έχει μία ολοκληρωμένη εικόνα της εξαγοραζόμενης. Είναι φυσικό ακόμα πως η προσπάθεια για μία επιτυχή Σ&Ε δεν σταματά με το πέρας των διαπραγματεύσεων αλλά εξακολουθεί να υφίσταται και έπειτα. Η νέα ενιαία οντότητα πιθανώς να αποτελείται από ανθρώπινο δυναμικό

διαφορετικής ιδεολογίας, κουλτούρας και αξιών, γεγονός που θα εμποδίσει την πλήρη ενσωμάτωση τους υπό ενιαία διεύθυνση(Schuler, R. and Jackson, S, 2001).

Προβλήματα ενδέχεται επιπλέον να προκύψουν και από τον διαφορετικό τρόπο παραγωγής και λειτουργίας των συστημάτων, γεγονός που μπορεί να επιφέρει επιπλέον έξοδα και για το λόγο αυτό θα πρέπει να εξετασθεί προσεχτικά προηγουμένως.

Προσωπικές επιδιώξεις στελεχών και εργασιακό περιβάλλον

Ένα επιπλέον πρόβλημα που συχνά έρχονται αντιμέτωπες οι εταιρείες σε μια Σ&Ε είναι εκείνο της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας η οποία διακατέχει την κάθε εταιρία αλλά και τα διαφορετικά και πολλές φορές αντικρουόμενα συμφέροντα. Είναι εύλογο το γεγονός πως τόσο κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων όσο και μετά την ολοκλήρωση τους, τα ανώτατα στελέχη αλλά και οι υπόλοιποι εργαζόμενοι αισθάνονται ανασφάλεια ως προς την διατήρηση της ισχύουσας θέσης τους, φοβούμενοι τυχόν απολύσεις, ανακατατάξεις και μειώσεις των απολαβών τους. Σε περιπτώσεις μάλιστα που η εξαγορά είναι εχθρική- επιθετική οι πιθανότητες για αυτού του είδους των αλλαγών αυξάνονται (Franks & Mayer, 1996)

Το γεγονός παράλληλα ότι τον κύριο λόγο στις διαπραγματεύσεις κατέχουν τα ανώτατα διοικητικά στελέχη, οδηγεί κάποιες φορές σε εσφαλμένες αποφάσεις, καθώς είναι δυνατό παρακινούμενοι από την προσωπική τους φιλοδοξία και έπαρση αλλά και την οικονομική ενίσχυση τους μέσω bonus, να προωθήσουν μη αποτελεσματικές εξαγορές. (Black, B. S., 1989). Επομένως θα πρέπει η στάση των ανώτατων στελεχών να αποβλέπει στο κοινό συμφέρον της εταιρίας αλλά και του ανθρώπινου δυναμικού της.

Υψηλό κόστος εξαγοράς

Τέλος ένα ακόμα λάθος στο οποίο προβαίνουν συχνά οι επιχειρήσεις που επιθυμούν προβούν σε μία εξαγορά ή σε μία συγχώνευση, είναι ότι προτίθενται να καταβάλλουν ιδιαίτερα μεγάλο τίμημα προς το σκοπό της συγχώνευσης, το οποίο ενδέχεται να μην ανταποκρίνεται πλήρως στην πραγματική αξία της συγχωνευόμενης ή εξαγοραζόμενης επιχείρησης και το οποίο είναι υπέρογκο για τις οικονομικές δυνατότητες της εξαγοράζουσας εταιρίας. Το αυξημένο αυτό κόστος είναι δυνατό να προκύπτει από ανακριβείς αναλύσεις λόγω ελλিপών πληροφοριών αναφορικά με την αξία της εταιρίας στόχου. Παράλληλα οι τακτικές άμυνας της εξαγοραζόμενης μπορεί να δυσκολέψουν την εξαγορά με αποτέλεσμα να χρειαστεί να δοθεί μεγαλύτερη προσφορά, bid premium

όπου σε συνδυασμό με την έλλειψη των απαιτούμενων πόρων να καταστήσει ασύμφορη την εξαγορά.

1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η εξέταση παραπάνω των λόγων και των κινήτρων που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην απόφαση δημιουργίας συγχωνεύσεων και εξαγορών καθιστά σαφείς τις ευεργετικές τους επιπτώσεις όχι μόνο ως προς τις συμβάλλουσες εταιρίες αλλά και ως προς τους εργαζομένους, τους ανταγωνιστές αλλά και την οικονομία γενικότερα. Θα πρέπει συνεπώς να τυγχάνουν ιδιαίτερης προσοχής και οργάνωσης καθώς η αποτυχία ή επιτυχία τους εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ένας από τους βασικότερους για την ορθή πραγματοποίηση τους αποτελεί όπως αναλύθηκε στην προηγούμενη ενότητα είναι η σωστή οργάνωση της διαδικασίας ενοποίησης η σωστή έκβαση της οποίας θα θέσει ισχυρές βάσεις για τις μετέπειτα εξελίξεις. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η διαδικασία αυτή μπορεί να ταξινομηθεί σε πέντε επιμέρους στάδια:

Αναλυτικότερα το πρώτο στάδιο της διαδικασίας θα πρέπει να περιλαμβάνει την ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής (corporate strategy development). Η διοίκηση της εταιρίας θα πρέπει να διαμορφώσει εκείνη την στρατηγική που θα βρίσκεται σε συμφωνία με τις επιμέρους επιχειρηματικές μονάδες της, ώστε να λειτουργεί ως μία ενιαία και ολοκληρωμένη οντότητα. Την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής βοηθούν χρήσιμα εργαλεία, όπως η ανάλυση των πέντε δυνάμεων του Porter, η Pest analysis καθώς και η SWOT (Κυριαζής, 2007).

Σε δεύτερο στάδιο, αφού έχει οριστεί η εταιρική στρατηγική, η εταιρία θα πρέπει επικεντρωθεί στην επιλογή μια συγκεκριμένης στρατηγικής εξαγορών. Συγκεκριμένα θα πρέπει να αξιολογηθεί η εταιρία στόχος και ικανότητα αυτής να δημιουργεί αξία. Θα πρέπει να κριθεί δηλαδή η δυνατότητα αυτής να προσφέρει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και απόδοση σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου μέσω του ενεργητικού της και την αποτελεσματικότητα των λειτουργιών της. Επιπλέον εκτός από το στρατηγικό κομμάτι, η εξαγοράζουσα εταιρία θα πρέπει να προετοιμαστεί και για πιο τεχνητά θέματα όπως είναι η δόμηση της συμφωνίας εξαγοράς και η διαπραγμάτευσή της. Αναλυτικότερα το συγκεκριμένο στάδιο περιλαμβάνει διάφορες μορφές διεργασιών, όπως για παράδειγμα η επιλογή των συμβούλων (επενδυτικών και φορολογικών), των δικηγόρων αλλά και ορκωτών ελεγκτών, οι οποίοι με τη σειρά τους θα προβούν στον κατάλληλο έλεγχο της εταιρίας-στόχου ώστε να συγκεντρωθούν όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες, καθώς και στην αποτίμηση των περιουσιακών

στοιχείων της, ενώ παράλληλα τόσο η εταιρία-αγοραστής όσο και η εταιρία-στόχος αναπτύσσουν τις στρατηγικές εξαγοράς και άμυνας αντίστοιχα. Τέλος σημαντικό μέρος τους σταδίου αυτού είναι ο καθορισμός των θέσεων εργασίας.

Το αμέσως επόμενο στάδιο αφορά την πραγματοποίηση της ενοποίησης των εταιριών. Στο στάδιο αυτό δύνανται να εντοπισθούν τυχόν αδυναμίες και προβλήματα, αλλά ταυτόχρονα και αποκλίσεις που δεν είχαν προβλεφθεί κατά τη διάρκεια των παραπάνω σταδίων.

Τέλος, εκτιμάται η επιτυχία ή αποτυχία της στρατηγικής αυτής καθώς και τυχόν λάθη και αποκλίσεις από τον αρχικό στόχο αλλά και αν δημιουργήθηκε αξία από την συγχώνευση αυτή. Η αποτίμηση και αξιολόγηση της μεθόδου θα αποτελέσει σημαντικό πλεονέκτημα για μελλοντικές αντίστοιχες ενέργειες.

1.6 ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ

Ο τρόπος πληρωμής με τον οποίο η αγοράστρια εταιρία επιλέγει να πραγματοποιήσει μια Συγχώνευση – Εξαγορά, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες αλλά κυρίως από την παρούσα οικονομική της κατάσταση αλλά και το γενικότερο οικονομικό πλαίσιο της δεδομένης περιόδου. Η απόφαση αυτή θα κρίνει σε μεγάλο βαθμό την έκβαση της ενοποίησης καθώς αποτελεί ενδεικτικό παράγοντα επηρεασμού της περιουσιακής και χρηματιστηριακής της κατάστασης αλλά και της γενικότερης εικόνας της εταιρίας ως προς τους μετόχους και τους επενδυτές. Συγκεκριμένα η καταβολή του τιμήματος για την εξαγορά των μετοχών της εταιρίας-στόχου περιλαμβάνει τους εξής βασικούς τρόπους:

1. Πληρωμή με μετρητά

Με τον τρόπο αυτό η εταιρία αναλαμβάνει μέσω των ιδίων κεφαλαίων της να χρηματοδοτήσει την εξαγορά, βασιζόμενη στο επίπεδο ρευστότητας που διαθέτει. Έτσι αποφεύγονται κόστη συναλλαγών που τυχόν θα προκύπταν από την συμμετοχή τρίτων στη συναλλαγή. Αυτή η μέθοδος πληρωμής έχει επιπτώσεις τόσο στην ίδια όσο και στην αγορά. Συγκεκριμένα, αναλαμβάνοντας η εταιρία να καλύψει εξ ολοκλήρου το κόστος αναλαμβάνει πέρα από τους πιθανούς κινδύνους και τα συνολικό όφελος από τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις της στρατηγικής αυτής. Παράλληλα, η κίνηση αυτή ερμηνεύεται στον χρηματιστηριακό κλάδο ως πίστη στην αξία της μετοχής της την οποία και δεν επιθυμεί να ανταλλάξει. Ωστόσο, ο συγκεκριμένος τρόπος δεν αποτελεί την καλύτερη λύση στις περιπτώσεις που είτε η εταιρία είναι αρκετά μικρή είτε το αντίτιμο μεγάλο και είναι αδύνατο να συγκεντρωθεί εξολοκλήρου μέσω δικών της πόρων, όπου και θα πρέπει να προσφύγει σε τρίτους όπως ο δανεισμός και οι επενδυτικές τράπεζες.

2. Πληρωμή με ανταλλαγή μετοχών

Το είδος αυτής της χρηματοδότησης συναντάται όταν ο αγοραστής δεν έχει τη χρηματική δυνατότητα για την εξαγορά ή και είναι ένας σοβαρός λόγος για τα εναπομείναντα στελέχη να τους δοθούν μετοχές και να συνεχίσουν. Γι' αυτό συνηθίζεται στους μετόχους και στα στελέχη να δίνονται προνομιούχες μετοχές με υψηλότερο μέρισμα. Σε αυτήν τη μέθοδο το πιο σημαντικό που πρέπει να

προσδιοριστεί είναι πόσες μετοχές πρέπει να προσφέρει η εταιρία που κάνει την εξαγορά στην εταιρία στόχο για να παραχωρήσουν οι μέτοχοι τις αρχικές τους επενδύσεις. Όταν υλοποιείται η διαπραγμάτευση, η εταιρία που εξαγοράζει έχει ως στόχο να προσφέρει τις ελάχιστες μετοχές και η εταιρία που εξαγοράζεται επιδιώκει να πάρει όσο το δυνατό περισσότερες μετοχές. Στη διάρκεια των διαπραγματεύσεων η εταιρία που θέλει περισσότερο τη συγχώνευση είναι αυτή που προχωρά σε υποχωρήσεις. (Παπαδάκης Β., 2007, Παζάρκης Μ., 2008).

3. Πληρωμή με μετρητά από δανεισμό

Με αυτή τη μέθοδο πληρωμής η εταιρία έχει την δυνατότητα να απευθυνθεί προς οικονομική ενίσχυση σε εξωτερικές χρηματοδοτήσεις δηλαδή να προβεί σε δανεισμό. Θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τη συγκεκριμένη μέθοδο ως τη φθηνότερη δυνατή , καθώς οι τόκοι των δανείων εκπίπτουν φορολογικά. Ωστόσο και αυτή η περίπτωση εγκυμονεί κινδύνους. Η εκτεταμένη χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει το συνολικό leveraged της εταιρίας, υποβαθμίζεται η πιστοληπτική της ικανότητα και επομένως αυξάνεται ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της και άρα της χρεοκοπίας.

4. Πληρωμή με μετρητά και ανταλλαγή μετοχών

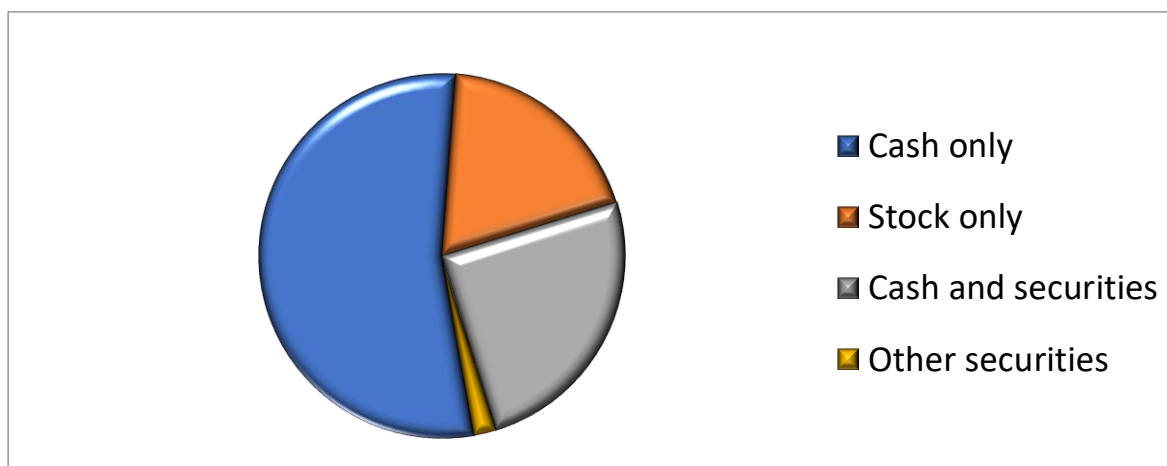
Σε αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης περιλαμβάνεται η περίπτωση όπου οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου προτιμούν τα μετρητά αλλά και τα διανεμηθέντα κέρδη με μερίσματα όπως και επιδιώκουν να πάρουν κοινές μετοχές γιατί θέλουν να αποτελέσουν μέρος στη συγχωνευόμενη επιχείρηση. Επίσης ένας ακόμη λόγος που υπάρχει για να συμφωνήσουν εν μέρει οι εξαγορασθείσες εταιρείες στη συγχώνευση είναι και η έκδοση δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης μετοχών προς τη διοίκηση, τα οποία μπορούν να ασκηθούν για την αγορά μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή. (Παζάρκης Μ., 2008).

5. Συνδυασμός τρόπων

Συνήθως οι εταιρίες συμφωνούν στις μεταξύ τους διαπραγματεύσεις για παροχή πακέτου που περιλαμβάνει ένα μέρος της καταβολής σε μετρητά και το υπόλοιπο σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες. Ο λόγος που μπορεί να μην επιλέξουν οι επενδυτές της εταιρίας στόχου την εξ' ολοκλήρου καταβολή σε μετρητά είναι διότι με τις μετοχές συμμετέχουν στην ανάπτυξη της εταιρίας και

εξασφαλίζουν τμήμα από τα διανεμηθέντα κέρδη και μερίσματα. Επιπλέον, η καταβολή σε μετρητά συνήθως συνοδεύεται από καταβολή υψηλότερων φόρων. Στα στελέχη προσφέρεται μια μορφή έκτακτης χρηματικής παροχής (bonus), ώστε να εξαλειφθεί η απροθυμία τους και να καμφθούν οι τυχόν αντιστάσεις προς τη νέα κατάσταση (Παπαδόπουλος Δ., 1990).

Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει τη συχνότητα επιλογής των παραπάνω τρόπων πληρωμής:



Διάγραμμα 1.1: Τρόποι πληρωμής τιμήματος εξαγοράς

1.7 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ Σ&Ε ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι Σ&Ε βρίσκονται στο επίκεντρο των νομοθετικών αλλαγών τα τελευταία χρόνια, καθώς όλο και περισσότερες επιχειρήσεις αποφασίζουν να τεθούν υπό ενιαία διεύθυνση με απώτερο σκοπό να επωφεληθούν των πλεονεκτημάτων, που η νέα επιχειρηματική οντότητα μπορεί να τους προσφέρει. Είναι επομένως αναγκαίο λόγω των μεταβολών, που παρατηρούνται διαχρονικά, να εναρμονίζονται και οι αντίστοιχοι νόμοι. Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο αναφορικά με τις Σ&Ε στην Ελλάδα είναι ο Ν. 4601/2019.

Στις 15.04.2019 τέθηκε λοιπόν σε ισχύ ο νόμος 4601/2019 για τους εταιρικούς μετασχηματισμούς με τον οποίο επιδιώκεται η αναμόρφωση του δικαίου των εταιρικών μετασχηματισμών και η συστηματοποίησή του για πρώτη φορά σε ένα ενιαίο νομοθετικό κείμενο, προκειμένου αυτοί να διέπονται από ένα ενιαίο, συμπαγές και πλήρες νομοθετικό πλαίσιο, με ρυθμίσεις που καλύπτουν κάθε πτυχή εταιρικού δικαίου με πληρότητα, συνέπεια και συμβατότητα με το ενωσιακό πλαίσιο.

Ως «μετασχηματισμοί» επιχειρήσεων νοούνται οι νομικές πράξεις και διαδικασίες, με τις οποίες μεταβάλλεται η υπόσταση μιας επιχείρησης, χωρίς κατά κανόνα να μεσολαβήσει λύση και εκκαθάρισή της ούτε μεταβίβαση των περιουσιακών της στοιχείων με τους κανόνες της ειδικής διαδοχής.

Οι βασικές κατηγορίες μετασχηματισμών που προβλέπονται από τον ν. 4601/2019 είναι τρεις:

1. Συγχώνευση, είναι η διαδικασία με την οποία επιτυγχάνεται η απόκτηση από μία (υφιστάμενη ή νεοσυσταθείσα) εταιρία των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων άλλων εταιριών, οι οποίες λύονται χωρίς μεσολάβηση σταδίου εκκαθάρισης. Η συγχώνευση πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρίας.
2. Διάσπαση, είναι η διαδικασία με την οποία τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις μίας εταιρείας, η οποία λύεται χωρίς εκκαθάριση, μεταβιβάζονται σε δύο τουλάχιστον (υφιστάμενες ή νεοϊδρυόμενες) εταιρίες. Η διάσπαση διακρίνεται, περαιτέρω, κατά τον νέο νόμο σε:
 - a. κοινή διάσπαση,

b. μερική διάσπαση.

Η διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι, ενώ στην κοινή διάσπαση μεταβιβάζεται το σύνολο της περιουσίας της διασπώμενης εταιρείας, στη μερική διάσπαση και στην απόσχιση κλάδου μεταβιβάζονται μόνον τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις που σχετίζονται με έναν συγκεκριμένο κλάδο. Στην μερική διάσπαση τις μετοχές της επωφελούμενης εταιρείας λαμβάνουν οι μέτοχοι της εταιρείας από την οποία αποσχίσθηκε ο κλάδος.

c. απόσχιση κλάδου. Στην απόσχιση τις μετοχές της επωφελούμενης εταιρείας λαμβάνει η εταιρία από την οποία αποσχίσθηκε ο κλάδος.

3. Μετατροπή. Η μετατροπή είναι η μεταβολή του νομικού τύπου μίας εταιρείας, π.χ. από ΕΠΕ σε ΑΕ. Ενώ λοιπόν στους άλλους τύπους μετασχηματισμών θα μετέχουν πάντοτε περισσότερες από μία εταιρείες, η μετατροπή αφορά πάντοτε μία και μοναδική εταιρεία.

Ο ν. 4601/2019 θέτει ένα κοινό πλαίσιο για την υλοποίηση κάθε μορφής μετασχηματισμού. Ειδικότερα με το νόμο αυτό επιχειρήθηκε η συστηματοποίηση όλων των ρητά προβλεπόμενων από την νομοθεσία μορφών μετασχηματισμών τόσο κατ' είδος (συγχωνεύσεις, διασπάσεις, μετατροπές) όσο και κατά εταιρική μορφή (μετασχηματισμοί μεταξύ ομοειδών και μεταξύ διαφορετικών εταιρικών μορφών), η πλήρωση των κενών και ασαφειών του υφιστάμενου νομικού πλαισίου, η συμπλήρωση των αμέσως ή εμμέσως επιτρεπόμενων μετασχηματισμών, με τη δυνατότητα οποιουδήποτε είδους μετασχηματισμού μεταξύ ή με τη συμμετοχή οποιαδήποτε μορφής επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως εταιρικού τύπου, μεγέθους ή κατεύθυνσης, η αποφυγή και εξάλειψη φαινομένων δυσαρμονίας και αξιολογικών αντινομιών μεταξύ του εν λόγω νομικού πλαισίου και αφενός του ισχύοντος ενωσιακού δικαίου περί συγχωνεύσεων και διασπάσεων κεφαλαιουχικών εταιριών (Οδηγία [ΕΕ] 2017/1132, Τίτλος II: «Συγχωνεύσεις και Διασπάσεις Κεφαλαιουχικών Εταιριών»), η ενσωμάτωση μορφών μετασχηματισμών που προβλέπονται σε αναπτυξιακούς-φορολογικούς νόμους, με πλήρη εφαρμογή σε αυτούς του εταιρικού δικαίου.

Ο στόχος της διευκόλυνσης των εταιρικών μετασχηματισμών διαφαίνεται όπως αναφέρθηκε και μέσα από την επέκταση του φάσματος των επιτρεπτών

μετασχηματισμών για όλες τις εμπορικές εταιρίες που εμπίπτουν στο υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής του νόμου και το επιτρεπτό μετασχηματισμού, με τη συμμετοχή δύο ή και περισσότερων εταιριών διαφορετικού τύπου, χωρίς δέσμευση από κάποιο κριτήριο μεγέθους, είτε αυτό έχει να κάνει με τη μορφή της εταιρίας (Α.Ε., Ε.Π.Ε., Ι.Κ.Ε., Ο.Ε., Ε.Ε., αλλά και Αστικοί Συνεταιρισμοί, Ετερόρρυθμες εταιρίες κατά μετοχές, κοινοπραξίες, ευρωπαϊκές Εταιρίες και ευρωπαϊκές συνεταιριστικές εταιρίες) είτε με τη συνδρομή αριθμητικών κριτηρίων, έτσι ώστε μορφές μετασχηματισμών οι οποίες προβλέπονταν μόνον από τις διατάξεις της φορολογικής νομοθεσίας, να ενσωματώνονται πλέον ομαλά στο σύστημα του εταιρικού δικαίου. Κατά το πρότυπο των ρυθμίσεων της Οδηγίας 2017/1132 αλλά και του μέχρι σήμερα ισχύοντος κ.ν. 2190/1920, η συγχώνευση και η διάσπαση μπορεί να πραγματοποιηθούν είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρίας, είτε και με εξαγορά.

Στάδια Υλοποίησης Μετασχηματισμού:

- 1) Σύνταξη σχεδίου συγχώνευσης ή διάσπασης από τα ΔΣ (για ΑΕ) ή τους διαχειριστές (για τις λοιπές μορφές εταιριών) των εταιριών που συμμετέχουν.
- 2) Καταχώριση και δημοσίευση αυτού στο ΓΕΜΗ ή ανάρτηση στις οικείες ιστοσελίδες όλων των εταιριών που συμμετέχουν.
- 3) Σύνταξη έκθεσης από το ΔΣ ή τους διαχειριστές, η οποία επεξηγεί τους όρους του σχεδίου και την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής (επί συγχώνευσης και διάσπασης) ή τη σκοπιμότητα της μετατροπής της νομικής μορφής της εταιρίας (επί μετατροπής).
- 4) Εξέταση του σχεδίου συγχώνευσης ή διάσπασης από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες και σύνταξη σχετικής έκθεσης, εκτός εάν όλοι οι εταίροι ή μέτοχοι συμφωνούν εγγράφως στην μη εξέταση αυτού.
- 5) Απόφαση της ΓΣ (για τις ΑΕ με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία) ή τη συνέλευση των εταίρων (για ΕΠΕ) ή τους εταίρους.
- 6) Κατάρτιση της σύμβασης ή της μονομερούς πράξης συγχώνευσης ή διάσπασης με συμβολαιογραφικό έγγραφο, εφόσον πρόκειται για ΑΕ ή ΕΠΕ, άλλως με ιδιωτικό έγγραφο.
- 7) Προληπτικός έλεγχος της σύμβασης από τη Διοίκηση.
- 8) Καταχώριση και δημοσίευση της συγχώνευσης, διάσπασης ή μετατροπής στο ΓΕΜΗ.

Επιπλέον, ο νέος νόμος, αποσκοπώντας στην προστασία όλων των εμπλεκόμενων σε έναν μετασχηματισμό συμφερόντων, θέτει ως προϋπόθεση την εξέταση του σχεδίου της σύμβασης από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες, οι οποίοι συντάσσουν έκθεση που απευθύνεται στη συνέλευση των εταίρων και καταχωρίζεται στο ΓΕΜΗ. Στην έκθεσή τους οι εμπειρογνώμονες δηλώνουν εάν – κατά την επιστημονικά τεκμηριωμένη τους άποψη – η σχέση ανταλλαγής των εταιρικών συμμετοχών σε μία συγχώνευση ή διάσπαση είναι δίκαιη και λογική (π.χ. εάν η αξία των μετοχών που λαμβάνει ο μέτοχος στην απορροφώσα εταιρία αντικατοπτρίζει πράγματι την αξία των μετοχών που κατείχε στην απορροφώμενη). Είναι σημαντικό ωστόσο να αναφερθεί ότι η εξέταση του σχεδίου της σύμβασης από εμπειρογνώμονες προϋποθέτει ότι συναινούν σε αυτό, και μάλιστα εγγράφως, όλοι οι μέτοχοι ή εταίροι των εταιριών που μετέχουν στον μετασχηματισμό. Στην περίπτωση δε συμμετοχής στη συγχώνευση ή διάσπαση προσωπικής εταιρείας, εξέταση του σχεδίου από εμπειρογνώμονα απαιτείται μόνο κατόπιν αιτήματος ενός από τους εταίρους της.

Τέλος, έχοντας ως σκοπό την εξασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων των συμμετεχουσών στον μετασχηματισμό εταιριών, ο ν. 4601/2019 επιβάλλει η (κάθε συμμετέχουσα στον μετασχηματισμό) εταιρία να θέτει στη διάθεσή τους όλα τα κρίσιμα έγγραφα του μετασχηματισμού, ώστε να μπορούν να σταθμίσουν τα δεδομένα και να λάβουν ορθή απόφαση. Τα έγγραφα αυτά είναι:

- το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης ή διάσπασης ή η έκθεση μετατροπής,
- η έκθεση του Δ.Σ. ή των διαχειριστών επί της συγχώνευσης ή διάσπασης,
- η έκθεση του ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα και
- οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και οι ετήσιες εκθέσεις διαχείρισης του Δ.Σ. ή των διαχειριστών των τριών (3) τελευταίων ετών.

Από την άλλη πλευρά, η προστασία των πιστωτών διασφαλίζεται μέσω της παροχής κατάλληλων εγγυήσεων από την εταιρία.

1.8 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ

Μία δημόσια προσφορά εξαγοράς αφορά την απόκτηση μετοχών με δικαίωμα ψήφου μίας εταιρείας, η οποία μπορεί να γίνει με άμεσο ή έμμεσο τρόπο και έχει ως στόχο τον έλεγχο της διοίκησης αυτής. Ο στόχος αυτός μπορεί να επιτευχθεί με φιλικό ή εχθρικό τρόπο.

Σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών οι εταιρείες – στόχοι έχουν τη δυνατότητα να υιοθετήσουν συγκεκριμένα μέτρα, ώστε να αποτρέψουν ή να αποθαρρύνουν τον εξαγοράζοντα από την υλοποίηση του στόχου του (Dalal, 2011).

Τα μέτρα αυτά ή αλλιώς όπως λέγονται, μηχανισμοί άμυνας, σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών νοούνται τα μέτρα που λαμβάνει η διοίκηση μίας εταιρίας – στόχου με σκοπό να σταματήσει τη διαδικασία της εξαγοράς. Η λήψη αυτών γίνεται είτε κατά περιόδους είτε διαρκώς (Farlex Financial Dictionary, n.d.). Η εκ των προτέρων έγκριση των μετόχων είναι απαραίτητη για την εφαρμογή ορισμένων τύπων άμυνας (Dalal, 2011). Το εύρος των αμυνών είναι μεγάλο και παρέχει από ήπιας έως υψηλής έντασης αντίσταση. Η ήπια αντίσταση μπορεί να οδηγήσει τον υποψήφιο αγοραστή σε αναπροσαρμογή της προσφοράς του, αλλά δεν αποτρέπει απαραίτητα την εξαγορά. Αντίθετα, η υψηλής έντασης μπορεί να αποτρέψει την εξαγορά (Ruback, 1988). Οι μηχανισμοί άμυνας διακρίνονται σε αυτούς πριν και μετά την πρόταση εξαγοράς. Στη συνέχεια της ενότητας αυτής θα παρουσιαστούν και αναλυθούν μερικοί από αυτούς.

1.8.1 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Οι μηχανισμοί άμυνας πριν την προσφορά έχουν στόχο την αποθάρρυνση των υποψήφιων αγοραστών και μείωση της πιθανότητας εξαγοράς. Ο όρος που χρησιμοποιείται στην καθομιλουμένη για την περιγραφή τους είναι “shark repellents” (απωθητικά καρχαριών) και δείχνει ακριβώς την πρόθεση μίας εταιρίας να απωθήσει κάθε ανεπιθύμητο υποψήφιο αγοραστή. Η εφαρμογή τους μπορεί να οδηγεί σε αύξηση της εμπορικής αξίας της εταιρίας – στόχου, μείωση του κέρδους και αύξηση του κινδύνου για τον υποψήφιο αγοραστή. Μερικοί από αυτούς είναι:

Χάπια δηλητήριο (Poison pills)

Τα poison pills δημιουργούνται το 1982 ως απάντηση στο κύμα των εχθρικών εξαγορών της εποχής (Gorzala, 2010). Πρόκειται για ένα πολύ δημοφιλές μέτρο άμυνας τη δεκαετία του 1980, λόγω της αποτελεσματικότητάς του στην αποτροπή ή καθυστέρηση εχθρικών εξαγορών. Συγχρόνως όμως είναι ένα από τα πλέον αμφιλεγόμενα μέτρα άμυνας (Sunder, 2013). Σε πολλές χώρες, με εξαίρεση τις Η.Π.Α., είτε θεωρείται παράνομο είτε επιβάλλονται περιορισμοί στην χρήση του.

Τα poison pills ονομάζονται και “shareholder rights plans” (σχέδια πρόβλεψης δικαιωμάτων των μετόχων) (Barry & Hatfield, 2012) και (Taran, 2015). Με τα poison pills δημιουργούνται από την εταιρία – στόχο αξιόγραφα, τα οποία είναι συνήθως μετοχές, που παρέχουν στους κατόχους τους, δηλαδή στους μετόχους, ειδικά δικαιώματα. Χρήση αυτών των δικαιωμάτων μπορούν οι κάτοχοί τους να κάνουν σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο μετά την υποβολή προσφοράς εξαγοράς ή την συσσώρευση συγκεκριμένου ποσοστού μετοχών σε έναν μέτοχο. Συνήθως η προσφορά εξαγοράς πρέπει να γίνεται για ποσοστό μεγαλύτερο του τριάντα τοις εκατό (30%) της εταιρίας και η συσσώρευση να αφορά ποσοστό μεγαλύτερο του είκοσι τοις εκατό (20%) αυτής (Gorzala, 2010). Το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρίας μπορεί να υιοθετήσει αυτό το μέτρο χωρίς την έγκριση των μετόχων (Sunder, 2013).

Δύο είναι οι υπάρχουσες βασικές κατηγορίες poison pills : τα “flip-in” και τα “flip-over”. Παράγουν παρεμφερή αποτελέσματα και συχνά υιοθετούνται παράλληλα. Θεωρούνται ισχυρές μορφές άμυνας. Τα “flip-in” είναι ελάχιστα πιο αποτελεσματικά από τα “flip-over”.

Τα **“flip-in poison pills”**, εφόσον ενεργοποιηθούν, δίνουν στους υπάρχοντες μετόχους της εταιρίας – στόχου τη δυνατότητα να αγοράσουν επιπλέον μετοχές της εταιρίας σε τιμή χαμηλότερη της πραγματικής. Από τους υπάρχοντες μετόχους εξαιρούνται ο υποψήφιος αγοραστής και τυχόν συνεργάτες του, εάν πρόκειται για φυσικό πρόσωπο, ή θυγατρικές εταιρείες, εάν πρόκειται για νομικό πρόσωπο (Barry & Hatfield, 2012). Με την μέθοδο αυτή η εξαγορά γίνεται ακριβότερη, διότι μειώνεται το ποσοστό που ήδη κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής στην εταιρία – στόχο και συνεπώς απαιτείται η Τα **“flip-over poison pills”** ενεργοποιούνται όταν ο υποψήφιος αγοραστής αποκτήσει ένα συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών της εταιρίας – στόχου, το οποίο προκαθορίζεται κατά την θέσπισή του. Δίνεται στους μετόχους της εταιρίας – στόχου, εκτός του

υποψήφιου αγοραστή, η δυνατότητα να αγοράσουν μετοχές της εταιρίας που προκύπτει μετά την εξαγορά σε πολύ χαμηλή τιμή. Η δυνατότητα αυτή υπάρχει μόνον εφόσον η αγοράστρια εταιρία αποκτήσει το σύνολο των μετοχών (εκατό τοις εκατό) της εταιρίας - στόχου. Τα “flip-over poison pills” έχουν ως αποτέλεσμα την μεταφορά του πλούτου από τους μετόχους της εξαγοράζουσας εταιρίας στους μετόχους της εταιρίας – στόχου (Sunder, 2013). Είναι χρήσιμα για εταιρείες που επιθυμούν να αποτρέψουν μία ολική εξαγορά (Pearce II & Robinson Jr., 2004).

Η εφαρμογή και των δύο μορφών του poison pill συνιστά απειλή για τον υποψήφιο αγοραστή, δεδομένου ότι υπάρχει η πιθανότητα να μειωθεί η αξία της συνολικής του επένδυσης. Κατά συνέπεια, οι υποψήφιοι αγοραστές αποφεύγουν την αγορά πακέτου μετοχών που μπορεί να το ενεργοποιήσει.

Δηλητηριώδη ομολόγια (Poison Put)

Είναι υποκατηγορία των poison pills. Αφορά την εκχώρηση δικαιωμάτων πώλησης ομολόγων της εταιρίας – στόχου πριν την λήξη τους από τους ομολογιούχους στην εταιρία που τα εξέδωσε. Η τιμή εξάσκησης των ομολόγων, σε περίπτωση εξαγοράς της εταιρίας πριν από την λήξη τους, είναι προκαθορισμένη και συνήθως υψηλότερη της ονομαστικής τους αξίας.

Με την εφαρμογή αυτού του μέτρου αποθαρρύνονται οι απόπειρες εχθρικών εξαγορών, καθώς ο υποψήφιος αγοραστής πρέπει να διαθέσει μεγαλύτερα κεφάλαια για την αποπληρωμή του χρέους της εταιρίας – στόχου, το οποίο υπό προϋποθέσεις μπορεί να είναι άμεσα απαιτητό (Κυριαζής, 2016) και (Gorzala, 2010).

Μεταφορά έδρας σε κράτος η πολιτεία με περιοριστικούς νόμους εξαγοράς (Ηνωμένες Πολιτείες)

Ορισμένα κράτη δίνουν στις εταιρείες-στόχους περισσότερη δύναμη για να αποκρούσουν μια ανεπιθύμητη εξαγορά (π.χ., Οχάιο και Πενσυλβάνια).

Κλιμακωτό διοικητικό συμβούλιο (Staggered board of directors)

Είναι διατάξεις του καταστατικού που αφορούν το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Τα μέλη του διαιρούνται σε τρεις συνήθως ομάδες με αποτέλεσμα να εκλέγονται τμηματικά κάθε χρόνο, δηλαδή μόνον το ένα τρίτο των μελών του διοικητικού συμβουλίου εκλέγεται κατ’ έτος. Με την τμηματοποίηση του διοικητικού συμβουλίου

γίνεται πιο περίπλοκη η ανάληψη του ελέγχου από τον υποψήφιο αγοραστή, ακόμη και αν κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών, διότι δεν μπορεί να αντικαταστήσει συγχρόνως όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ούτε να προβεί άμεσα σε άλλες αλλαγές, ακόμη και εάν είναι απαραίτητες. Ο χρονικός περιορισμός που προκύπτει μπορεί να οδηγήσει σε απροθυμία τον υποψήφιο αγοραστή ή να του προκαλέσει δυσκολίες στην εύρεση χρηματοδότησης. Πρόκειται για έναν μέτριας αποτελεσματικότητας μηχανισμό άμυνας (Ruback, 1988) και (Gorzala, 2010), που όμως αποδίδει καλύτερα εάν εφαρμοστεί συνδυαστικά με το poison pill (Barry & Hatfield, 2012).

Περιορισμένα δικαιώματα ψήφου (Restricted voting rights)

Τα καταστατικά αρκετών εταιριών περιλαμβάνουν διατάξεις περιορισμού των δικαιωμάτων ψήφου. Οι διατάξεις αυτές τίθενται σε ισχύ όταν λαμβάνονται αποφάσεις για την αποδοχή ή απόρριψη προσφοράς εξαγοράς. Με βάση αυτές τις διατάξεις οι σημαντικοί μέτοχοι, δηλαδή όσοι κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του δεκαπέντε ή είκοσι τοις εκατό (15 – 20%), διαχωρίζονται από τους υπόλοιπους και χάνουν το δικαίωμα ψήφου τους, εκτός εάν υπάρχει έγκριση του διοικητικού συμβουλίου (Gorzala, 2010).

Διατάξεις υπέρ -πλειοψηφίας κατά την ψηφοφορία (Supermajority voting provisions)

Είναι διατάξεις του καταστατικού με τις οποίες προβλέπεται η ύπαρξη ιδιαίτερα αυξημένης πλειοψηφίας των μετόχων για την λήψη οποιασδήποτε σχετικής με εξαγορά απόφασης. Η απαιτούμενη πλειοψηφία συνήθως υπερβαίνει το ογδόντα τοις εκατό (80%) των μετοχών με δικαίωμα ψήφου, είναι συνεπώς σημαντικά μεγαλύτερη του πενήντα ενός τοις εκατό (51%) ή των δύο τρίτων, που είναι η συνήθης πρακτική για περιπτώσεις συγχωνεύσεων. Διατάξεις αυτού του είδους στοχεύουν στην ενίσχυση της μειοψηφίας των μετόχων, ώστε να μπορούν να προστατεύσουν τα συμφέροντά τους. Κάποιες τέτοιου τύπου διατάξεις εφαρμόζονται σε κάθε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Κάποιες άλλες εφαρμόζονται κατά τη διακριτική ευχέρεια του διοικητικού συμβουλίου, εφόσον πρόκειται για εχθρική εξαγορά στην οποία αντιτίθεται ή εφόσον εμπλέκεται μεγαλομέτοχος. Έχουν ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της διαδικασίας εξαγοράς. Επίσης έχουν αρνητική επίδραση στην ευελιξία του

διοικητικού συμβουλίου όσον αφορά τις διαπραγματεύσεις για εξαγορά (Ruback, 1988) και (Gorzala, 2010).

Τροποποιήσεις δίκαιων τιμών (Fair price amendments)

Στοχεύει στην αποφυγή προσφορών δύο επιπέδων (two-tier tender offers), επειδή επιβάλλεται στον υποψήφιο αγοραστή να πληρώσει την ίδια και δίκαιη τιμή για όλες τις μετοχές που αγοράζει. Η δίκαιη τιμή μπορεί να καθοριστεί με διάφορους τρόπους. Είθισται να είναι η υψηλότερη τιμή που πλήρωσε ο υποψήφιος αγοραστής για την αγορά μετοχών της εταιρίας – στόχου σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο (Gorzala, 2010).

Χρυσά αλεξίπτωτα (Golden parachutes)

Τα golden parachutes είναι προσαρτήματα σε υπάρχοντα συμβόλαια υψηλόβαθμων στελεχών μίας εταιρείας, με τα οποία προβλέπεται η ενεργοποίηση ρητρών σε περίπτωση τερματισμού της εργασίας τους, μετά από εχθρική εξαγορά. Στα στελέχη χορηγούνται συγκεκριμένα οφέλη που συνήθως περιλαμβάνουν αποζημιώσεις, επιπλέον αμοιβές σε μετρητά ή μετοχές, συνταξιοδοτικά προγράμματα κ.α., που αυξάνουν το κόστος εξαγοράς. Η εφαρμογή τους δεν περιορίζεται στις περιπτώσεις των εχθρικών εξαγορών, αλλά και όταν υπάρχει πώληση σημαντικού πακέτου μετοχών ή αλλαγή στην πλειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου. Σε κάθε περίπτωση όμως πρέπει να υπάρχει τερματισμός της σχέσης εργασίας εξ αυτής της αιτίας (Gorzala, 2010).

1.8.2 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΜΥΝΑΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Τα μέτρα άμυνας μετά την προσφορά (post-bid) συνιστούν την αντίδραση της υπό εξαγορά εταιρίας και εφαρμόζονται ως άμεση απάντηση σε μία προσφορά εχθρικής εξαγοράς. Η εφαρμογή τους μπορεί να επιφέρει αύξηση του επιπλέον ποσού που θα χρειαστεί να προσφέρει ο υποψήφιος αγοραστής πάνω από την τιμή της μετοχής (bid premium) και βελτίωση των όρων της εξαγοράς, όπως για παράδειγμα εγγύηση για την συνέχιση της απασχόλησης των εργαζομένων. Επίσης μπορεί να δυσχεράνει τη διαδικασία εξαγοράς, να αυξήσει τα κόστη και τους κινδύνους της και εν τέλει να καθυστερήσει την ολοκλήρωσή της (Gorzala, 2010). Μερικά από αυτά παρουσιάζονται στη συνέχεια:

Απλά πες όχι" άμυνα "Just say no" defense

Το Διοικητικό Συμβούλιο απορρίπτει την προσφορά ενώ σε περίπτωση bear hug, το διοικητικό συμβούλιο θα κάνει αναφορά για μια υψηλότερη προσφορά.

Διεκδικήσεις - Διαφορών (Litigation)

Χρήση νομικών μέσων όπου βοηθά την υπό εξαγορά εταιρία να καθυστερήσει την ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς. Έχει ως κίνητρο την καθυστέρηση των διαδικασιών για την ολοκλήρωση της εξαγοράς, ώστε να αναζητηθούν ελκυστικότερες προσφορές είτε από άλλους ενδιαφερόμενους είτε από τον υποψήφιο αγοραστή. Υπάρχουν τρία νομικά επιχειρήματα τα οποία μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι υπό εξαγορά εταιρείες για να απωθήσουν τον υποψήφιο αγοραστή. Το αντιμονοπωλιακό, η απόκρυψη από μέρους του υποψήφιου αγοραστή βασικών στοιχείων για την εταιρία του και πιο σπάνια η εσκεμμένη διαστρέβλωση γεγονότων.

Πράσινος εκβιασμός (Greenmail)

Ο αγοραστής πληρώνεται για να αποχωρήσει. Η υπό εξαγορά εταιρία αναγκάζεται να επαναγοράσει μετοχές της, που κατέχει ο υποψήφιος αγοραστής, σε τιμή σημαντικά υψηλότερη, ώστε να αποφύγει την εχθρική εξαγορά. (Gorzala, 2010). Το ποσό που καταβάλλεται στον υποψήφιο αγοραστή ονομάζεται μερικές φορές "goodbye kiss" ή "bon voyage bonus".

Επαναγορά μετοχών (Share repurchase)

Πραγματοποιείται επαναγορά μετοχών, η οποία μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής.

Μοχλευμένη ανακεφαλαιοποίηση Leveraged recapitalization

Δανεισμός σε μεγάλο βαθμό για τη χρηματοδότηση μιας επαναγορά μετοχών, γεγονός που καθιστά τον στόχο πιο μοχλευμένο και, ως εκ τούτου, μη ελκυστικό. . Ο υποψήφιος αγοραστής αφενός δεν έχει πρόσβαση σε μία βασική πηγή χρηματοδότησης της εξαγοράς (δανεισμό) και αφετέρου σε περίπτωση που ολοκληρωθεί η εξαγορά αναλαμβάνει το βάρος του δανεισμού της εταιρείας.

"Κοσμήματα του Στέμματος" άμυνες ("Crown jewels" defenses)

Πραγματοποιείται πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου, τμήμα της επιχείρησης ή θυγατρική που είναι τα ελκυστικά στοιχεία για την απορροφούσα εταιρεία.

"Pac-Man" άμυνα ("Pac-Man" defense)

Ο όρος έχει υιοθετηθεί από το ομώνυμο παιχνίδι και υπονοεί ότι το αντικείμενο της προσφοράς, δηλαδή η υπό εξαγορά εταιρεία, προσπαθεί να εξαγοράσει αυτόν που αρχικά έκανε την επίθεση (Gorzala, 2010).

Άμυνα Λευκού Ιππότης (White knight defense)

Ο μηχανισμός αυτός μπορεί να περιγραφεί ως η προσπάθεια της υπό εξαγορά εταιρίας να επιλέξει και να προσεγγίσει μία άλλη, φιλική προς αυτήν εταιρεία. Η διοίκηση της υπό εξαγορά εταιρίας επιλέγει αυτήν την στρατηγική ώστε, μέσω της διασποράς του μετοχικού της κεφαλαίου, να δυσχεράνει την ολοκλήρωση της εχθρικής εξαγοράς (Taran, 2015). Σε γενικές γραμμές, ως εταιρείες white knights θεωρούνται αυτές που δραστηριοποιούνται οριζόντια ή κάθετα προς την υπό εξαγορά εταιρία και έχουν ως κίνητρο οφέλη από συνέργειες. Ακόμη μπορεί να ενεργούν και για καθαρά οικονομικούς λόγους (Gorzala, 2010).

Άμυνα Λευκού ακόλουθου (White squire defense)

Είναι μία τροποποιημένη μορφή του white knight. Ο white squire ενεργεί ως σύμμαχος της υπό εξαγορά εταιρίας κατά τη διαδικασία εξαγοράς. Η στρατηγική αυτή περιλαμβάνει την έκδοση μετοχών που αγοράζει ο white squire για να υποστηρίξει την υπό εξαγορά εταιρία να παραμείνει ανεξάρτητη. Αποκτά μεγάλο μέρος των μετοχών της, αλλά όχι τον έλεγχο αυτής. Ως αντάλλαγμα απολαμβάνει γενναιόδωρα μερίσματα ή / και έκπτωση στο πακέτο μετοχών που αγοράζει ή / και μία θέση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας (Johansson & Thorstensson, 2008), (Seretakis, 2013) και (Gorzala, 2010).

1.9 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα, τα κίνητρα όπου οδηγούν στην δημιουργία Συγχωνεύσεων και Εξαγορών ποικίλουν ανάλογα με τους εταιρικούς στόχους και το οικονομικό υπόβαθρο. Βασικός στόχος των αντισυμβαλλόμενων μερών είναι η επιδίωξη μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων τους και η δημιουργία αξίας. Η απόφαση συγχώνευσης αποτελεί ωστόσο ρίσκο τόσο για τα επενδυμένα κεφάλαια, όσο και για τις ίδιες τις επιχειρήσεις και το ανθρώπινο δυναμικό τους. Η ίδια η διαδικασία δημιουργίας Σ&Ε είναι πολυσύνθετη, στρατηγικής σημασίας. Για το λόγο αυτό καθίσταται επιτακτική η ανάπτυξη μεθόδων καταγραφής και αποτίμησης της αξίας της νέας εταιρικής μορφής.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν τρεις από τις βασικότερες αυτές μεθόδους:

1.9.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΡΡΟΩΝ

Η μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μια επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους της. Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει μεταξύ άλλων, τις εξής αναλύσεις: εσόδων, εξόδων, κεφαλαίουχικών επενδύσεων, κεφαλαιουχικής δομής, την εξέλιξη του κεφαλαίου κίνησης, τον προσδιορισμό του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου και άλλες αντίστοιχες αναλύσεις για μια ορισμένη χρονική περίοδο, καθώς και ανάλυση της υπολειμματικής αξίας η οποία προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, γίνεται πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών από τη λειτουργία της επιχείρησης για την περίοδο πρόβλεψης. Οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου και προσδιορίζεται η παρούσα αξία τους. Το μέσο σταθμισμένο κόστος υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση των παροχών ιδίων κεφαλαίων και δανειακών κεφαλαίων. Στο παραπάνω άθροισμα αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός της κάθε εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Πλεονεκτήματα της χρήσης της μεθόδου DCF

- Το μοντέλο επιτρέπει αλλαγές στις ταμειακές ροές στο μέλλον.
- Οι ταμειακές ροές και η εκτιμώμενη αξία βασίζονται σε προβλεπόμενα θεμελιώδη στοιχεία.
- Το μοντέλο μπορεί να προσαρμοστεί για διαφορετικές καταστάσεις.
- Μέσω των καταστάσεων των ταμειακών ροών μπορεί να διαπιστωθεί εάν οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης δημιουργούν ή όχι θετικές ροές.

Μειονεκτήματα της χρήσης της μεθόδου DCF

- Για μια ταχέως αναπτυσσόμενη εταιρεία, η FCF και το καθαρό εισόδημα μπορεί να μην είναι ευθυγραμμισμένα (π.χ. υψηλότερες από τις συνήθεις κεφαλαιουχικές δαπάνες).
- Η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι δύσκολη λόγω της αβεβαιότητας.
- Η εκτίμηση των επιτοκίων προεξόφλησης discount rates είναι δύσκολη, και αυτές οι τιμές μπορούν να αλλάξουν με την πάροδο του χρόνου.
- Η εκτίμηση της τελικής τιμής είναι ευαίσθητη στις παραδοχές και το μοντέλο που χρησιμοποιείται
-

1.9.2 ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ (COMPARABLE COMPANY ANALYSIS)

Βάσει της μεθοδολογίας αυτής, γίνεται η παραδοχή ότι η αξία μια εταιρίας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο, επενδυτές που είναι καλά πληροφορημένοι και ενεργούν ορθολογικά. Με τη μέθοδο αυτή αρχικά επιλέγεται ένα δείγμα εταιριών που είναι συγκρίσιμες με την εταιρία που μελετάτε και είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

Για κάθε εταιρία του δείγματος υπολογίζονται δείκτες, που περιλαμβάνουν τους όρους χρηματιστηριακή αξία προς κάποιο άλλο μέγεθος (π.χ κέρδη προ φόρων, ταμειακή ροή, λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων, πωλήσεις κλπ). Στη συνέχεια υπολογίζεται μια διάμεσος για όλο το δείγμα. Η διάμεσος πολλαπλασιάζεται με τα αντίστοιχα μεγέθη

της υπό αποτίμηση εταιρίας και έτσι προκύπτει μια πρώτη εκτίμηση της αξίας εταιρείας, αφού πολλαπλασιαστεί πρώτα με το ασφάλιστρο εξαγοράς.

Πλεονεκτήματα χρήσης της μεθόδου

- Παρέχει εύλογη εκτίμηση της αξίας της εταιρείας-στόχου
- Άμεσα διαθέσιμες εισοδοι
- Εκτιμήσεις των χαρακτηριστικών της εταιρίας με βάση την αξία της αγοράς.

Μειονεκτήματα χρήσης της μεθόδου

- Ευαίσθητο στην εσφαλμένη τιμολόγηση της αγοράς
- Ευαίσθητο στην εκτίμηση της πριμοδότησης εξαγοράς και τα ιστορικά ασφάλιστρα ενδέχεται να μην είναι ακριβή για να εφαρμοστούν σε μεταγενέστερες συγχωνεύσεις
- Δεν εξετάζει συγκεκριμένες αλλαγές που μπορούν να γίνουν στο στόχο μετά τη συγχώνευση

1.9.3 ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ '

Αυτή η μέθοδος προσδιορίζει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας συγκρίνοντάς την με ομοειδείς εταιρείες των οποίων το σύνολο ή μέρος των μετοχών τους ήταν αντικείμενο αγοραπωλησίας πρόσφατα. Το πρώτο βήμα είναι ο καθορισμός ενός δείγματος συγκρίσιμων εταιριών που εξαγοράστηκαν στο πρόσφατο παρελθόν. Οι συγκρίσιμες αυτές εταιρίες μπορεί να είναι μια επιχείρηση της οποίας η πλειοψηφία των κοινών μετοχών ανήκουν σε μία μικρή ομάδα μετόχων (closely held corporations), εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, τμήματα ή θυγατρικές μεγάλων οργανισμών, μεμονωμένες μονάδες παραγωγής κ.α. Η επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων εταιριών παίζει καθοριστικό ρόλο για το αποτέλεσμα της μεθόδου.

Για κάθε επιχείρηση του δείγματος των πρόσφατων πωληθέντων εταιριών υπολογίζεται ο λόγος της τιμής πώλησης προς ιδία κεφάλαια. Αυτή η σχέση καλείται λόγος αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία (market-value-to-book-value ratio). Στη συνέχεια υπολογίζεται ο μέσος όρος του λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία από όλες τις εταιρίες του δείγματος. Αυτός ο μέσος όρος πολλαπλασιάζεται στη συνέχεια με τα ιδία κεφάλαια της υπό εξέταση εταιρίας. Το αποτέλεσμα εκφράζει μια προκαταρκτική

εκτίμηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης η οποία στη συνέχεια μπορεί να προσαρμοστεί με βάση την κρίση του εκτιμητή.

Πλεονεκτήματα χρήσης της μεθόδου

- Βασίζεται σε πρόσφατες συναλλαγές στην αγορά, συνεπώς οι πληροφορίες είναι τρέχουσες και παρατηρούμενες.

Μειονεκτήματα χρήσης της μεθόδου

- Εξαρτάται από συναλλαγές εξαγοράς
- Ενδέχεται να μην υπάρχουν επαρκείς συναλλαγές

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ EUROBANK ERGASIAS A.E. & GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ

Στο παρόν κεφάλαιο θα μελετηθεί η συγχώνευση των εταιριών Eurobank Ergasias A.E. & Grivalia Properties ΑΕΕΑ και θα εξεταστούν οι συμφωνηθέντες όροι ανταλλαγής.

2.1 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Απορροφούσα:

Η ανώνυμη εταιρία (πιστωτικό ίδρυμα) με την επωνυμία «Τράπεζα Eurobank Ergasias Ανώνυμη Εταιρεία» και τον διακριτικό τίτλο «Eurobank Ergasias». Η Τράπεζα Eurobank Ergasias A.E. («Eurobank») ιδρύθηκε στην Ελλάδα, στις 11 Δεκεμβρίου 1990 με την επωνυμία «Ευρωεπενδυτική Τράπεζα Α.Ε.» σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο. Μετά την απόκτηση του ελέγχου της Τράπεζας Αθηνών το 1998, η Τράπεζα απορροφήθηκε από την Τράπεζα Αθηνών το Μάρτιο του 1999, νομικό πρόσωπο ιδρυθέν το 1924. Οι μετοχές της Τράπεζας, διαπραγματεύονται στο Χ.Α. από το 1999.

Η Eurobank είναι εγγεγραμμένη στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο (Γ.Ε.ΜΗ.) του Υπουργείου Οικονομίας και Ανάπτυξης με αριθμό 000223001000. Είναι ανώνυμη τραπεζική εταιρία συσταθείσα σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο και εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η Τράπεζα ενεργεί σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία που διέπει τις ανώνυμες εταιρείες, τα πιστωτικά ιδρύματα, τις λοιπές εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τις εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Δεν ενοποιείται από άλλη εταιρία και είναι η απώτατη λειτουργούσα μητρική εταιρία των εταιριών του Ομίλου, άμεσα ή έμμεσα. (Τράπεζα Eurobank Ergasias A.E. | Έγγραφο του άρθρου 4 Ν. 3401/2005).

Ο Όμιλος Eurobank είναι ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός με παρουσία σε έξι χώρες, σύνολο ενεργητικού €58,0 δισ. την 31.12.2018 και ανθρώπινο δυναμικό 13.162 εργαζόμενους. Στην Ελλάδα, η Eurobank είναι μια εκ των τεσσάρων Συστημικών

Τραπεζών. Με δύο διακριτά δίκτυα λιανικής, το Δίκτυο Eurobank και το Δίκτυο Νέο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο. Ο Όμιλος επίσης διατηρεί στρατηγική θέση στη Βουλγαρία και τη Σερβία, και διακρίνεται στον τομέα διαχείρισης περιουσίας στην Κύπρο, το Λουξεμβούργο και το Λονδίνο.

Η κύρια δραστηριότητα του ομίλου και κατ' επέκταση τα συνολικά έσοδα περιλαμβάνουν τα καθαρά έσοδα από τόκους, από τραπεζικές αμοιβές και προμήθειες, λοιπά καθαρά έσοδα και έσοδα μεταξύ τομέων και αναλύονται ανά επιχειρηματικό τομέα για τις χρήσεις 2017 – 2018 ως ακολούθως:

Συνολικά Έσοδα				
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2017	% επί του συνόλου	2018	% επί του συνόλου
Λιανική Τραπεζική	613	32,6%	645	35,0%
Τραπεζική Επιχειρήσεων	466	24,8%	435	23,6%
Διαχείριση Περιουσίας	44	2,3%	42	2,3%
Επενδυτική Τραπεζική και Προϊόντα Κεφαλαιαγοράς	291	15,5%	340	18,4%
Διεθνείς Δραστηριότητες	434	23,1%	433	23,5%
Λοιπά και κέντρο απαλοιφής	34	1,8%	-50	-2,7%
Συνολικά Έσοδα	1.882	100,0%	1.845	100,0%

Εικ.1: Ανάλυση εσόδων του Ομίλου Eurobank ανά τομέα δραστηριότητας.

Πηγή: Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 2018 (τα στοιχεία της χρήσης 2017 προκύπτουν από τα συγκριτικά στοιχεία της χρήσης 2018).

Λιανική Τραπεζική: περιλαμβάνει λογαριασμούς όψεως πελατών, ταμιευτηρίου, καταθέσεις και καταθετικά-επενδυτικά προϊόντα, πιστωτικές και χρεωστικές κάρτες, καταναλωτικά δάνεια, χορηγήσεις μικρών επιχειρήσεων και στεγαστικά δάνεια. Τα συνολικά έσοδα του τομέα Λιανικής Τραπεζικής ανήλθαν σε €645 εκατ. το 2018 έναντι €613 εκατ. το 2017, αυξημένα κατά 5,2% περίπου.

Τραπεζική Επιχειρήσεων: περιλαμβάνει λογαριασμούς όψεως, καταθέσεις, ανοιχτούς αλληλόχρεους λογαριασμούς, δάνεια και άλλες πιστωτικές διευκολύνσεις, προϊόντα συναλλάγματος και παράγωγα προϊόντα για εταιρείες, υπηρεσίες θεματοφυλακής, χρηματιστηριακές υπηρεσίες, διαχείρισης διαθεσίμων, διαχείρισης ρευστότητας και χρηματοδότησης εμπορικών συναλλαγών. Ο τομέας Τραπεζικής Επιχειρήσεων το 2018 σημείωσε μείωση στα καθαρά έσοδα από τόκους κατά €23

εκατ., της τάξεως του 6,5% ποσοστιαία και διαμορφώθηκαν σε €329 εκατ. από €352 εκατ. το 2017.

Διαχείριση Περιουσίας (Wealth Management): περιλαμβάνει υπηρεσίες Private Banking σε μεσαίου και υψηλού εισοδήματος ιδιώτες, προϊόντα αμοιβαίων κεφαλαίων και καταθετικά-επενδυτικά, χρηματοοικονομική διαχείριση περιουσιακών στοιχείων θεσμικών πελατών, καθώς επίσης και την αναλογία κερδών/ζημιών του Ομίλου από τον Όμιλο Eurolife. Τα αποτελέσματα του τομέα Διαχείρισης Περιουσίας στη χρήση του 2018 σημείωσαν σημαντική αύξηση της τάξεως του 140% και ανήλθαν σε €48 εκατ. στη χρήση 2018 έναντι €20 εκατ. της χρήσης 2017.

Επενδυτική Τραπεζική και Προϊόντα Κεφαλαιαγοράς: περιλαμβάνει υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής, συμπεριλαμβανομένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρείες, παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών σε θέματα συγχωνεύσεων και εξαγορών, διαπραγμάτευσης χρηματοοικονομικών μέσων, χρηματοδοτήσεων επιχειρήσεων και θεσμικών επενδυτών όπως επίσης και ειδικών χρηματοοικονομικών συμβουλών και διαμεσολαβήσεων τόσο σε ιδιώτες όσο και σε μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις. Ο τομέας της Επενδυτικής Τραπεζικής και Προϊόντων Κεφαλαιαγοράς παρουσίασε συνολικά έσοδα ύψους €340 εκατ. στην χρήση 2018, έναντι €291 εκατ., ήτοι σημαντικά αυξημένα κατά 16,8%.

Διεθνείς Δραστηριότητες: περιλαμβάνει τις δραστηριότητες σε Βουλγαρία, Σερβία Κύπρο Λουξεμβούργο και σε Ρουμανία. Ο τομέας των Διεθνών δραστηριοτήτων παρουσίασε συνολικά έσοδα €433 εκατ. για τη χρήση 2018, στα ίδια επίπεδα με το 2017, όπου εν λόγω τομέας παρουσίασε συνολικά έσοδα της τάξεως των €434 εκατ.

Οι λοιπές δραστηριότητες του Ομίλου περιλαμβάνουν κυρίως επενδυτικές δραστηριότητες, συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας και των επενδύσεων σε ακίνητα.

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται ανάλυση των συνολικών εσόδων του Ομίλου για κάθε κατηγορία προϊόντων και υπηρεσιών με παρόμοια χαρακτηριστικά, για τις χρήσεις 2017 -2018:

Συνολικά Έσοδα ανά κατηγορία				
(ποσά σε εκατ. ευρώ)	2017	% επί του συνόλου	2018	% επί του συνόλου
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες	1.802	95,7%	1.728	93,7%
Καταθέσεις και υπηρεσίες διαχείρισης επενδύσεων	-68	-3,6%	-64	-3,5%
Κεφαλαιαγορές	131	7,0%	172	9,3%
Μη τραπεζικές και λοιπές εργασίες	17	0,9%	9	0,5%
Συνολικά Έσοδα	1.882	100,0%	1.845	100,0%

Εικ.1: Ανάλυση εσόδων του Ομίλου Eurobank ανά κατηγορία δραστηριότητας.

Πηγή: Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις της χρήσης 2018 (τα στοιχεία της χρήσης 2017 προκύπτουν από τα συγκριτικά στοιχεία της χρήσης 2018).

Τα έσοδα από χρηματοδοτικές δραστηριότητες αποτελούν σταθερά τη σημαντικότερη πηγή καθαρών εσόδων για τον Όμιλο και διαμορφώθηκαν σε **€1.728 εκατ.** για τη χρήση 2018, έναντι €1.802 εκατ. για την χρήση 2017. Η μείωση των εσόδων από χρηματοδοτικές δραστηριότητες οφείλεται στην περιορισμένη απομόχλευση του δανειακού χαρτοφυλακίου της Τράπεζας.

Το 2018 ο Όμιλος παρουσίασε έσοδα από κεφαλαιαγορές ύψους €172 εκατ., έναντι €131 εκατ. το 2017. Η βελτίωση αυτή οφείλεται κυρίως στα αυξημένα αποτελέσματα χαρτοφυλακίου συναλλαγών και αποτελέσματα από επενδυτικούς τίτλους.

Κύριες πηγές χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της Eurobank είναι τα ίδια κεφάλαιά της, οι καταθέσεις των πελατών της (όψεως, ταμειευτηρίου και προθεσμίας), οι συμφωνίες επαναγοράς χρεογράφων, η πλειοψηφία των οποίων πραγματοποιήθηκε με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξωτερικού, ο δανεισμός από το Ευρωσύστημα, ο διατραπεζικός δανεισμός και οι πιστωτικοί τίτλοι.

Συγκεκριμένα, οι καταθέσεις πελατών αποτελούν την κυριότερη πηγή χρηματοδότησης της Τράπεζας με υπόλοιπο €39.083 εκατ. την 31.12.2018 και €33.843 εκατ. την 31.12.2017, εκ των οποίων περίπου €28.785 εκατ. και €24.579 εκατ. προέρχονται από την Ελλάδα και €10.298 εκατ. και €9.264 εκατ. αντιστοίχως εκτός Ελλάδος

Στον τομέα των ακινήτων, την 31.12.2018, το χαρτοφυλάκιο ιδιοχρησιμοποιούμενων ενσώματων παγίων της Eurobank ανήλθε σε €353 εκατ., περιλαμβάνοντας ακίνητα με αξία €266 εκατ. Κατά την ίδια ημερομηνία η αξία των ακινήτων επενδυτικού χαρακτήρα της Τράπεζας ανήλθε σε €316 εκατ. Επιπλέον, ο Όμιλος την 31.12.2018

κατείχε ακίνητα και λοιπό εξοπλισμό που περιήλθαν στην κατοχή του από πλειστηριασμούς με αξία €555 εκατ. (συμπεριλαμβανομένων των προκαταβολών που έχουν δοθεί για την απόκτησή τους). Ο Όμιλος Eurobank εκμισθώνει ακίνητα σε τρίτους. Τα έσοδα ενοικίων από τις ανωτέρω εκμισθώσεις ανήλθαν σε €11,9 εκατ. κατά τη χρήση 2018 έναντι €7,9 εκατ. στη χρήση 2017. Επιπλέον, μισθώνει ακίνητα τα οποία χρησιμοποιούνται ως χώροι καταστημάτων και γραφείων. Κατά τη χρήση 2018 και τη χρήση 2017, ο Όμιλος κατέβαλε συνολικά ποσό ύψους €54,0 εκατ. και €55,8 εκατ. αντίστοιχα σε μισθώματα.

Απορροφώμενη:

Η ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «GRIVALIA PROPERTIES Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία» («Grivalia»). Η Grivalia συστήθηκε το 1952 με την επωνυμία «Εμπόριον, Βιομηχανία, Οικοδομαί (Ε.Β.Ο.) Α.Ε.» Τον Οκτώβριο του 2014, η εταιρία μετονομάστηκε σε Grivalia Properties από Eurobank Properties και ο διακριτικός της τίτλος είναι «GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.». Είναι εγγεγραμμένη στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο και οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από το 2006 και διαπραγματεύονται στην «Κύρια Αγορά». Ο κύριος τομέας δραστηριότητας της είναι ο κλάδος των επενδύσεων σε ακίνητα. Διαχειρίζεται ένα σημαντικό χαρτοφυλάκιο εμπορικών ακινήτων στην Ελλάδα και στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη και διατηρεί μακροχρόνιες μισθώσεις με εταιρείες / χρήστες ακινήτων ιδιοκτησίας της. Ο αριθμός του απασχολούμενου προσωπικού της Grivalia και του ομίλου της κατά την 31 Δεκεμβρίου 2018 ανερχόταν σε 33 και 34 αντίστοιχα

Την 31η Δεκεμβρίου 2018 το χαρτοφυλάκιο του ομίλου Grivalia περιλάμβανε εκατόν δεκαέξι ακίνητα. Τα περισσότερα από τα ακίνητα του χαρτοφυλακίου του ομίλου βρίσκονται στην Ελλάδα, εβδομήντα δύο εκ των οποίων βρίσκονται στην ευρύτερη περιοχή των Αθηνών και τα υπόλοιπα τριάντα οκτώ βρίσκονται σε άλλες μεγάλες πόλεις της Ελλάδας και ένα οικόπεδο στην περιοχή των Σπάτων. Στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, ο όμιλος κατέχει δύο εμπορικά ακίνητα στη Σερβία και τρία στη Ρουμανία.

2.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Το καταβεβλημένο και εγγεγραμμένο μετοχικό κεφάλαιο της Eurobank κατά την 01.01.2018, την 31.12.2018 και κατά την 05.04.2019, ημερομηνία της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης που ενέκρινε την εξεταζόμενη Συγχώνευση, ανερχόταν στο ποσό των **€655.799.629,50** διαιρούμενο σε 2.185.998.765 κοινές ονομαστικές μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας **€0,30** η κάθε μία, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας.

Την 1η Ιανουαρίου 2017, το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας ανερχόταν σε €1.605.924.629,50 διαιρούμενο σε 2.531.498.765 μετοχές συνολικά, εκ των οποίων: α) 2.185.998.765 κοινές ονομαστικές μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας €0,30 η κάθε μία, το οποίο αντιπροσώπευε ποσοστό 40,84% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας και β) 345.500.000 προνομιούχες ονομαστικές μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας €2,75 η κάθε μία. η Τράπεζα, την 17 Ιανουαρίου 2018, ολοκλήρωσε την πλήρη αποπληρωμή των προνομιούχων μετοχών εν μέρει με μετρητά και εν μέρει με την παράδοση κεφαλαιακών μέσων συνολικού ύψους €950.000.000 σύμφωνα με τον Κανονισμό 575/2013 της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας μειώθηκε κατά €950.125.000, με την ακύρωση των συνολικά 345.500.000 ανωτέρω προνομιούχων μετοχών. Σε συνέχεια της ανωτέρω μείωσης, το μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας ανήλθε σε €655.799.629,50 διαιρούμενο σε 2.185.998.765 κοινές ονομαστικές μετοχές με δικαίωμα ψήφου, ονομαστικής αξίας €0,30 η κάθε μία.

Όσον αφορά τη Grivalia, την ημερομηνία της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της 05.04.2019, η οποία αποφάσισε μεταξύ άλλων και η εξεταζόμενη Συγχώνευση, το μετοχικό κεφάλαιο της ανερχόταν σε **€164.848.663,17** και διαιρείτο σε 96.402.727 ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας €1,71 η κάθε μία.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφούμενης ανερχόταν σε 215.683.800 ευρώ και διαιρείτο σε 101.260.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 2,13 ευρώ η καθεμία. Δυνάμει όμως της από 17.12.2018 απόφασης της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης, αποφασίστηκε

ι. η ακύρωση τεσσάρων εκατομμυρίων οκτακοσίων πενήντα επτά χιλιάδων διακοσίων εβδομήντα τριών (4.857.273) ιδίων μετοχών με μείωση του μετοχικού κεφαλαίου κατά

δέκα εκατομμύρια τριακόσιες σαράντα πέντε χιλιάδες εννιακόσια ενενήντα ένα ευρώ και σαράντα εννέα λεπτά (€10.345.991,49) και με μείωση του αποθεματικού υπέρ το άρτιο κατά είκοσι δύο εκατομμύρια διακόσιες εβδομήντα πέντε χιλιάδες τριακόσια είκοσι έξι ευρώ και ογδόντα έξι λεπτά (€22.275.326,86) και

ii. η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου κατά σαράντα εκατομμύρια τετρακόσιες ογδόντα εννέα χιλιάδες εκατόν σαράντα πέντε ευρώ και τριάντα τέσσερα λεπτά (€40.489.145,34) μέσω μείωσης της ονομαστικής αξίας εκάστης μετοχής κατά 0,42 ευρώ, ήτοι από 2,13 ευρώ σε 1,71 ευρώ ανά μετοχή και επιστροφής του ποσού αυτού στους μετόχους.

2.3 ΜΟΡΦΗ ΚΑΙ ΟΡΟΙ ΤΗΣ ΣΥΓΓΧΩΝΕΥΣΗΣ

Την 25.11.2018 τα Διοικητικά Συμβούλια της Eurobank Ergasias A.E και της Grivalia Properties αποφάσισαν την έναρξη των διαδικασιών για τη Συγχώνευση με απορρόφηση της Grivalia από την Τράπεζα.

Η συγχώνευση έγινε με λογιστική ενοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των υπό συγχώνευση εταιριών και ειδικότερα με εισφορά των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Απορροφούμενης στην Απορροφούσα. Μετά τη συγχώνευση, τα ανωτέρω στοιχεία μεταφέρθηκαν ως στοιχεία ισολογισμού της Απορροφούσας. Η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούσας εταιρίας έγινε από την ελεγκτική εταιρία «KPMG ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» με βάση τον ισολογισμό μετασχηματισμού της εν λόγω εταιρίας της 31.12.2018, ενώ η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούμενης εταιρίας έχει γίνει από την ελεγκτική εταιρία «PRICEWATERHOUSE COOPERS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» με βάση τον ισολογισμό μετασχηματισμού της εν λόγω εταιρίας της 31.12.2018.

Η Απορροφούμενη μεταβίβασε το σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό) στην Απορροφούσα με βάση την περιουσιακή της κατάσταση η οποία αποτυπώνεται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού με ημερομηνία 31.12.2018 και όπως αυτή διαμορφώθηκε μέχρι τη νόμιμη τελείωση της συγχώνευσης. Μεταβιβάστηκε επίσης κάθε άλλο δικαίωμα, άυλο αγαθό, αξίωση ή άλλο περιουσιακό

στοιχείο, οι πάσης φύσης άδειες που έχουν χορηγηθεί από τις αρχές καθώς και τα δικαιώματα ή οι έννομες σχέσεις που προκύπτουν από οποιαδήποτε άλλη σχετική σύμβαση ή δικαιοπραξία.

Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και τη (συνολική) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφούσας, η σχέση συμμετοχής των μετόχων των Συγχωνευομένων Εταιριών στο εκ της συγχωνεύσεως διαμορφούμενο νέο ποσό μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφούσας είναι 58,93511397517740% (μέτοχοι της Απορροφούσας) και 41,06488602482260% (μέτοχοι της Απορροφούμενης). Κατ' ακολουθία, στο νέο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφούσας, ύψους 853.107.225,96 Ευρώ διαιρούμενο σε 3.709.161.852 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές με δικαίωμα ψήφου ονομαστικής αξίας 0,23 Ευρώ η κάθε μία, αντιστοιχούν, στους μεν μετόχους της Απορροφούσας 2.185.998.765 μετοχές, στους δε μετόχους της Απορροφούμενης 1.523.163.087 μετοχές. Κατ' εφαρμογή των ανωτέρω, η αναλογία 15,80000000414930 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές της Απορροφούσας για κάθε 1 κοινή ονομαστική μετοχή της Απορροφούμενης προτείνεται ως δίκαιη και εύλογη σχέση ανταλλαγής για τις μετοχές της Απορροφούμενης, ενώ οι μέτοχοι της Απορροφούσας διατηρούν τον αριθμό των κοινών μετοχών της που κατέχουν πριν από τη συγχώνευση.

Το νέο συνολικό κεφάλαιο προέκυψε χάριν στρογγυλοποίησης της ονομαστικής αξίας των κοινών μετοχών της Eurobank. Συγκεκριμένα κεφαλαιοποιήθηκε ποσό 32.458.933,29 ευρώ προερχόμενο από φορολογημένα (βάσει του άρθρου 26 ν. 3634/2008) κέρδη, τα οποία τηρούνται στα βιβλία της Απορροφούσας σε λογαριασμούς «ειδικών φορολογημένων αποθεματικών» και, ειδικότερα, κεφαλαιοποιήθηκε ποσό φορολογημένων αποθεματικών (α) με κεφαλαιοποίηση του συνόλου του αποθεματικού ύψους είκοσι τεσσάρων εκατομμυρίων τετρακοσίων ενενήντα τεσσάρων χιλιάδων επτακοσίων ευρώ και τριάντα ενός λεπτού του ευρώ 24.494.700,31, από το λογαριασμό «φορολογημένα αποθεματικά χρεογράφων, σύμφωνα με το άρθρο 26 ν. 3634/2008» και (β) μέρους συνολικού αποθεματικού ύψους είκοσι εκατομμυρίων εβδομήντα δύο χιλιάδων διακοσίων πέντε ευρώ και δύο λεπτών (€20.072.205,02), από το λογαριασμό «φορολογημένα αποθεματικά κερδών, σύμφωνα με το άρθρο 26 ν. 3634/2008» και, συγκεκριμένα, αποθεματικό ύψους επτά εκατομμυρίων εννιάκοσίων εξήντα τεσσάρων χιλιάδων διακοσίων τριάντα δύο ευρώ και ενενήντα οκτώ λεπτών του ευρώ (€7.964.232,98). Συνολικά, δηλαδή,

κεφαλαιοποιείται ποσό ύψους τριάντα δύο εκατομμυρίων τετρακοσίων πενήντα οκτώ χιλιάδων εννιακοσίων τριάντα τριών ευρώ και είκοσι εννέα λεπτών του ευρώ (32.458.933,29 €).

Τελικά, κατόπιν των ανωτέρω, το νέο μετοχικό κεφάλαιο της Eurobank διαμορφώνεται στο ποσό των οκτακοσίων πενήντα τριών εκατομμυρίων εκατόν επτά χιλιάδων διακοσίων είκοσι πέντε Ευρώ και ενενήντα έξι λεπτά του Ευρώ **(853.107.225,96 €)** διαιρούμενο σε τρία δισεκατομμύρια επτακόσια εννέα εκατομμύρια εκατόν εξήντα μία χιλιάδες οκτακόσιες πενήντα δύο (3.709.161.852) κοινές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,23 Ευρώ η κάθε μία.

Τα παραπάνω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

I. Μετοχικό Κεφάλαιο της Eurobank πριν από τη Συγχώνευση	655.799.629,50
Αριθμός Κοινών Μετοχών πριν από τη Συγχώνευση	2.185.998.765
Ονομαστική Αξία Μετοχής	0,30
 II. Μεταβολή Μετοχικού Κεφαλαίου της Eurobank λόγω της Συγχώνευσης	
(α) Αύξηση κεφαλαίου κατά το εισφερόμενο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώμενης (96.402.727 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας €1,71)	164.848.663,17
(β) Αύξηση κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών για λόγους στρογγυλοποίησης της νέας ονομαστικής αξίας των μετοχών	32.458.933,29
Σύνολο Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου (α+β)	197.307.596,46
 III. Μετοχικό Κεφάλαιο της Eurobank μετά τη Συγχώνευση (I+II)	853.107.225,96

Εικόνα: Μετοχικό κεφάλαιο Απορροφώσας πριν και μετά την Συγχώνευση.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται παρακάτω οι επιπλέον συμφωνηθέντες όροι της Συγχώνευσης όπως αυτοί διατυπώνονται στο Σχέδιο Σύμβασης-Συγχώνευσης.

Πράξεις και Οικονομικά αποτελέσματα της Απορροφημένης από την 31η Δεκεμβρίου 2018 έως και την ημέρα της συγχώνευσης.

Οι πράξεις της Απορροφούμενης που διενεργούνται μετά από την 31η Δεκεμβρίου 2018 και μέχρι την Ημέρα Συγχώνευσης θεωρούνται από λογιστικής άποψης ότι διενεργούνται για λογαριασμό της Απορροφώσας, τα δε οικονομικά αποτελέσματά της, που θα προκύψουν από την ημερομηνία αυτή μέχρι της ολοκλήρωσής της συγχωνεύσεως θα θεωρούνται ως αποτελέσματα της Απορροφούσας κατά τα προβλεπόμενα στα άρθρα 69 παρ. 2 στοιχ. ε, 74 και 75 ν. 2190/20, σε συνδυασμό και

με τα άρθρα 2 παρ. 6 του ν. 2166/93 και 16 ν. 2515/1997 και τα ποσά θα μεταφερθούν στα βιβλία της τελευταίας με συγκεντρωτική εγγραφή την Ημέρα Συγχώνευσης.

Αποθεματικά

Αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών και ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά της Απορροφούμενης θα μεταφερθούν και θα εμφανίζονται αυτούσια σε αντίστοιχους ειδικούς λογαριασμούς της Απορροφούσας.

Διατυπώσεις παράδοσης των μετοχών που θα εκδοθούν λόγω συγχώνευσης

Από την Ημέρα Συγχωνεύσεως η Απορροφούσα θα προβεί στις απαραίτητες ενέργειες προκειμένου να γίνουν οι ηλεκτρονικές καταχωρήσεις άυλων τίτλων (όπως προβλέπεται από την ισχύουσα νομοθεσία) για το σύνολο των νέων μετοχών που ανταλλάσσονται με τις παλιές. Οι δικαιούχοι μέτοχοι θα ενημερωθούν σύμφωνα με το νόμο.

Δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη

Οι μετοχές της Απορροφούσας που θα παραδοθούν στους μετόχους της Απορροφούμενης θα παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη σε σχέση με κάθε διανομή μερίσματος που θα λάβει χώρα από την Ημέρα Συγχώνευσης και εφεξής.

Ειδικά Δικαιώματα - Ιδιαίτερα Πλεονεκτήματα

Στην Απορροφούμενη δεν υφίστανται μέτοχοι με ειδικά δικαιώματα ή κάτοχοι άλλων τίτλων πλην μετοχών. Σε καμία από τις συγχωνευόμενες εταιρείες δεν παρέχονται ιδιαίτερα πλεονεκτήματα στα μέλη των διοικητικών συμβουλίων τους ή στους τακτικούς ελεγκτές τους.

Η Fairfax Financial Holdings Limited («FFH»), η οποία κατείχε το 18,23% και το 51,43% του μετοχικού κεφαλαίου των Eurobank και Grivalia αντιστοίχως, θα καταστεί ο μεγαλύτερος μέτοχος της συγχωνευμένης εταιρίας με ποσοστό συμμετοχής 32,93% στο μετοχικό της κεφάλαιο

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να σχολιάσουμε ότι η συγχώνευση ήταν μια από τις μεγαλύτερες εκείνης της χρονιάς προκαλώντας αναταραχή στον κλάδο των ανώνυμων εταιριών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Καθώς μια από τις μέχρι τότε μεγαλύτερες και παλαιότερες Α.Ε.Ε.Α.Π με χαρτοφυλάκιο που συναγωνίζονταν επάξια την

ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ, με την αξία των χαρτοφυλακίων τους να ξεπερνά το 90% της συνολικής όλων των ΑΕΕΑΠ., αποχώρησε με αποτέλεσμα η θεσμική αυτή αγορά να χάσει περίπου ένα τρίτο της αξίας της.

Σήμερα, η Eurobank Properties βρίσκεται στα χέρια του Ιταλικού Όμιλου Cerved Group S.p.A έναν από τους μεγαλύτερους παρόχους υπηρεσιών αξιολόγησης και διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η συμφωνία μεταξύ Eurobank και Cerved για τη μεταβίβαση στον ιταλικό όμιλο της Eurobank Property Services ανακοινώθηκε στα μέσα του 2019 και είναι αποτέλεσμα πολύμηνων διαπραγματεύσεων, που παρατάθηκαν λόγω και της απόφασης για τη συγχώνευση Eurobank – Grivalia, η οποία επηρέασε και τη συμφωνία με τον ιταλικό όμιλο για την πώληση της EPS. Διευκρινίζεται ότι η συμφωνία Eurobank – Cerved για τη μεταβίβαση της Eurobank Property Services δεν περιλάμβανε τη διαχείριση των ακινήτων που διέθετε η Grivalia. Πρόκειται για 116 ακίνητα, τα οποία μεταφέρθηκαν στη νέα Eurobank, αλλά τη διαχείρισή τους ανέλαβε μια νέα εταιρία που θα δημιουργήθηκε με την επωνυμία Grivalia ManCo.

Το κενό που άφησε η Grivalia στον κλάδο των Α.Ε.Ε.Α.Π αναπληρώνεται όλο και περισσότερο τα τελευταία έτη, με πολλές εταιρίες εισηγμένες και μη, να εμφανίζουν ανοδική πορεία προσελκύοντας ολοένα και περισσότερο το επενδυτικό κοινό στην αγορά ακινήτων.

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί, γίνεται μια ιστορική ανασκόπηση των Α.Ε.Ε.Α.Π και του κύριου αντικειμένου τους. Παρουσιάζονται οι εισηγμένες σήμερα εταιρίες και η πορεία τους ενώ παράλληλα μελετάται η εξέλιξη τους την τελευταία πενταετία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

ΜΕΛΕΤΗ Σ&Ε ΣΤΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

Ο κατασκευαστικός κλάδος αποτελεί έναν από τους βασικότερους τομείς της ελληνικής οικονομίας. Η άμεση σύνδεση της κατασκευαστικής δραστηριότητας με τη βιομηχανία δομικών και άλλων υλικών που χρησιμοποιούνται στα έργα, τους επιχειρηματικούς κλάδους της αρχιτεκτονικής και μελέτης καθώς επίσης και με το εμπόριο, αλλά κατά κύριο λόγο η συμβολή της στην υλοποίηση επενδυτικών έργων με άμεσο αντίκτυπο στις Δημόσιες υποδομές στον τουρισμό, τη Βιομηχανία και το εμπόριο καθώς και στην οικιστική-πολεοδομική ανάπτυξη, καθιστούν τον κλάδο αυτό βασικό και στρατηγικό τομέα για την οικονομική ανάπτυξη κάθε χώρας.

Σε εθνικό επίπεδο, κατά τη δεκαετία του 1990, ο τομέας των οικοδομικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα παρουσίασε μια σταθερή και δυναμική εξέλιξη που φάνηκε από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης σε σύγκριση με άλλους επιχειρηματικούς τομείς. Πολλές κατασκευαστικές εταιρείες εισήλθαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών και άντλησαν σημαντικά κεφάλαια, ενώ ταυτόχρονα αναλήφθηκαν και πραγματοποιήθηκαν εξαιρετικά μεγάλα ποσά δημόσιων και ιδιωτικών συμβάσεων.

Την επόμενη δεκαετία (2000), το αναπτυξιακό σχέδιο που χρηματοδοτήθηκε από το Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης (Γ' Κ.Π.Σ.), η υποψηφιότητα της Αθήνας για τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, καθώς και το πρόγραμμα οικονομικής σύγκλισης των κρατών μελών της Ε.Ε. ήταν οι κύριοι παράγοντες που έθεσαν τον τομέα των κατασκευαστικών επιχειρήσεων σε ηγετικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη και τη μείωση του ποσοστού ανεργίας στην Ελλάδα.

Την περίοδο εκείνη η ελληνική κυβέρνηση με στόχο την αναδιάρθρωση και τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού κατασκευαστικού τομέα προχώρησε στην θέσπιση νομοθετικού πλαισίου όπου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών στόχευε να δώσει τη

δυνατότητα στις συμβαλλόμενες εταιρίες να μετατραπούν σε πιο υγιείς και πιο ανταγωνιστικές, ικανές να ανταποκριθούν στις συνθήκες της αγοράς σε διεθνές επίπεδο.

Το έτος πριν την γνωστοποίηση του παραπάνω νόμου, οι εισηγμένες κατασκευαστικές εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, βελτίωσαν σημαντικά τον κύκλο εργασιών και τα κέρδη τους, και ταυτόχρονα αύξησαν σημαντικά τα έργα τους, αναλαμβάνοντας πολλά νέα. Παρόλο όμως που οι ισχυροί όμιλοι της βιομηχανίας ευδοκίμησαν, στις μεσαίες και μικρές εταιρείες, τα κέρδη συρρικνώθηκαν

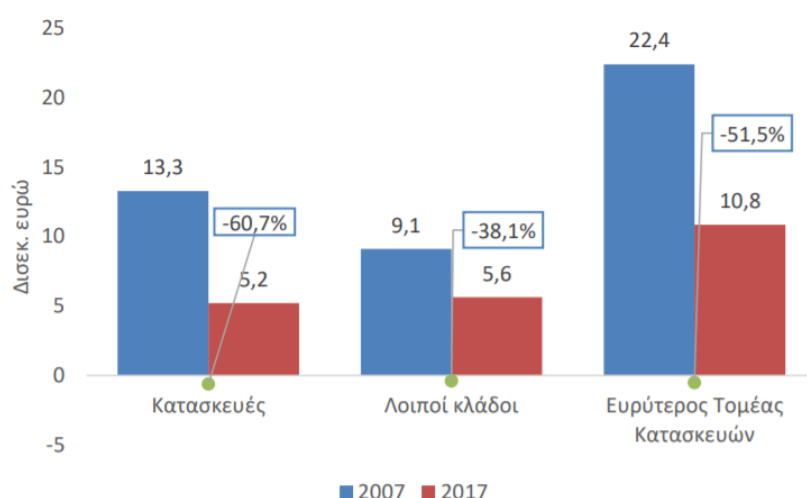
Στο πλαίσιο λοιπόν του νόμου 2940/2001, για την επανίδρυση των κατασκευαστικών εταιριών σημειώθηκε ένα μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών που επαναπροσδιόρισαν τον κατασκευαστικό κλάδο στην Ελλάδα. Οι αλλαγές που προέκυψαν ήταν πολύ σημαντικές, οδηγώντας στις μείωση των κατασκευαστικών εταιριών σχεδόν κατά 41% και πιο συγκεκριμένα οι εταιρείες στις δύο υψηλότερες βαθμίδες του Μητρώου Εργοληπτών (ΜΕΕΠ) μειώθηκαν κατά 68%.

Το παλιό θεσμικό πλαίσιο χώριζε τις συμβαλλόμενες εταιρείες σε οκτώ διαφορετικές κατηγορίες και ανάλογα με την κατηγορία των αδειών, σε κάθε εταιρία δίνονταν διαφορετικά προνόμια στις κατηγορίες των έργων που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν. Το νέο σύστημα ταξινόμησης ακολουθεί την ίδια νοοτροπία, αλλά οι απαιτήσεις για ταξινόμηση έχουν αλλάξει. Οι εταιρείες πρέπει ακόμη να πληρούν ορισμένα κριτήρια χρηματοοικονομικής αναλογίας. Σκοπός όμως του νέου νόμου ήταν η μείωση του αριθμού των κατασκευαστικών εταιριών ανά κατηγορία μέσω συγχωνεύσεων ή / και εξαγορών και η ταυτόχρονη ενίσχυση νέων εταιριών για να αποκτήσουν την ικανότητα να εκτελούν με ασφάλεια μεγάλα Ολυμπιακά έργα, έργα αυτοχρηματοδότησης, καθώς και να είναι σε θέση να αντέξουν τις απαιτήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού.

Την έντονη ωστόσο αυτή ανάπτυξη ακολούθησε μια περίοδος έντονης ύφεσης, αποτέλεσμα της γενικότερης εθνικής οικονομικής κρίσης. Την περίοδο αυτή η μείωση των εισοδημάτων, ο περιορισμός της χρηματοδότησης, η αύξηση της φορολογίας και η γενικευμένη αβεβαιότητα οδήγησαν σε δραματική πτώση των επενδύσεων και της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Είναι ενδεικτικό ότι η προστιθέμενη αξία του τομέα των κατασκευών μειώθηκε την περίοδο 2007-2017 κατά 51% – από 22,4 δισ. το 2007 σε €10,8 δισ. το 2017. Το μεγαλύτερο μέρος της πτώσης προήλθε από τον κλάδο των

Κατασκευών, η προστιθέμενη αξία των οποίων υποχώρησε την ίδια περίοδο κατά 60,7% για να διαμορφωθεί το 2017 σε €5,2 δισ. Στους υπόλοιπους κλάδους του τομέα των Κατασκευών (Εξόρυξη, Βιομηχανία, Υπηρεσίες) καταγράφηκε μικρότερη πτώση της προστιθέμενης αξίας (- 38,1%), καθώς η μείωση της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίστηκε, σε μικρό όμως βαθμό, από την άνοδο των εξαγωγών, όπως φαίνεται στον παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα: Ακαθάριστη προστιθέμενη αξία τομέα Κατασκευών, 2007 και 2017



Πηγή: Eurostat, Ανάλυση IOBE

Τα τελευταία χρόνια ο κατασκευαστικός κλάδος βρίσκεται σε μια τροχιά ανάκαμψης χάρη στην επανεκκίνηση μεγάλων δημόσιων έργων και λόγω ενίσχυσης της εξωστρέφειας των κατασκευαστικών ομίλων. Η χρηματοπιστωτική κρίση της προηγούμενης δεκαετίας μπορεί να καθυστέρησε την ανάπτυξη των υποδομών της χώρας, ωστόσο αυτό φαίνεται να αλλάζει με ταχείς ρυθμούς. Ήδη έχουν ανακοινωθεί ή βρίσκονται σε πρόωρο στάδιο υποβολής προσφορών αρκετές ιδιωτικοποιήσεις, έργα παραχώρησης και οι Συμπράξεις Δημοσίου – Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) σε διάφορους τομείς, όπως αυτοκινητόδρομοι, αεροδρόμια, σχολικά κτίρια, λιμάνια και μαρίνες κλπ. Επιπλέον, παρά την πανδημία το 2020 σημειώθηκε αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες και μεγάλα έργα. Οι **συνολικές επενδύσεις μειώθηκαν, μόνο οριακά, σε ετήσια βάση (-0,6%)**. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν, το 2020, **κατά 15,6%**, σε ετήσια βάση, έναντι οριακής ανόδου, ύψους 0,4%, το 2019. Επιπλέον, οι επενδύσεις στις λοιπές κατασκευές που περιλαμβάνουν τα μεγάλα έργα σημείωσαν άνοδο, το 2020, σε σύγκριση με το 2019, **κατά 9,2%**, ενώ, το προηγούμενο

έτος, είχαν μειωθεί σημαντικά, κατά 25,2%, σε ετήσια βάση. Εκτός από τις επενδύσεις σε κατασκευές, το 2020, σημαντική άνοδο κατέγραψε και η Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία του κλάδου, για το ίδιο έτος. Συγκεκριμένα η ΑΠΑ των κατασκευών αυξήθηκε κατά 10,4%, το 2020, σε ετήσια βάση, έναντι ανόδου 1,5%, το 2019.

.

ΚΛΑΔΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας αποτελείται από δύο κύριους τομείς δραστηριότητας και συγκεκριμένα την ανάπτυξη και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας και την διαχείριση ακινήτων και την προσφορά υπηρεσιών.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί κι αυτή μια αγορά με σημαντική επίδραση στο γενικότερο οικονομικό περιβάλλον. Οι διακυμάνσεις στην αγορά κατοικίας επηρεάζονται από τη νομισματική πολιτική και γενικότερα την οικονομική δραστηριότητα. Συνδέεται συγκεκριμένα με τις μεταβολές του οικονομικού κύκλου, επηρεάζει και επηρεάζεται από το γενικότερο επίπεδο των τιμών των αγαθών και των τιμών των ακινήτων, το επίπεδο των στεγαστικών επιτοκίων και τον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Τέλος, ενδεχόμενες διακυμάνσεις στις χρηματαγορές (τοπικές και διεθνείς) και στις αγορές κεφαλαίου γενικότερα έχουν άμεσο αντίκτυπο και στην αγορά ακινήτων με τη στροφή η μη επενδυτών προς τα εκείνη, ενώ σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν και οι πληθυσμιακές και δημογραφικές μεταβολές.

Σε εθνικό επίπεδο η αγορά ακινήτων γνώρισε και εκείνη όπως και ο κατασκευαστικός κλάδος πολλές διακυμάνσεις. Οι δεκαετίες του 1990 και 2000 αποτέλεσαν περίοδοι όπου η αγορά των ακινήτων γνώρισε ιδιαίτερη ανάπτυξη. Παράγοντες που συνέλαβαν σε αυτό ήταν η αύξηση του πληθυσμού ως απόρροια της εισροής μεταναστών στη χώρα, η σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού, αποτέλεσμα της σύνδεσης της δραχμής στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα και η υιοθέτηση του ευρώ, η έλλειψη άλλων επενδυτικών στόχων, κάτι στο οποίο συνέβαλε η απαξίωση του χρηματιστηρίου μετά την κρίση του 1999-2000. Άλλοι λόγοι αποτέλεσαν, η ανάγκη επένδυσης των χρημάτων από την παραοικονομία και τη φοροδιαφυγή αλλά και η γενικότερη οικονομική ανάπτυξη ως αποτέλεσμα των κοινοτικών πλαισίων στήριξης και των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Μέχρι και το 2006 ο κλάδος των ακινήτων συνεχίζει την ανοδική του πορεία, ενώ συγκεκριμένα σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ η συμμετοχή του στο ΑΕΠ έφτασε το 6.7%. Τα χρόνια αυτά της ανοδικής πορείας, με αποκορύφωμα λίγο πριν το ξέσπασμα της κρίσης το 2008, σημαντική είναι και η αύξηση του ενδιαφέροντος των ξένων επενδυτών ως αποτέλεσμα εν μέρει και του κορεσμού των αγορών ακίνητης περιουσίας στη Βόρεια Ευρώπη και κατ' επέκταση το χαμηλό επενδυτικό ενδιαφέρον.

Όπως και στην περίπτωση του κατασκευαστικού κλάδου έτσι και η αγορά ακινήτων επηρεάστηκε εμφανώς από την οικονομική κρίση των τελευταίων χρόνων. Η δυσμενής οικονομική συγκυρία σε συνδυασμό με το έντονο δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας, η μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών, η μείωση των χορηγούμενων στεγαστικών και επιχειρηματικών δανείων, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και η γενικευμένη αβεβαιότητα είναι μερικοί από τους παράγοντες που συνέβαλαν στη μειωμένη ζήτηση νέων κατοικιών και επενδύσεων σε ακίνητα οδηγώντας σε στασιμότητα το σύνολο της αγοράς όπου σε συνδυασμό με την ραγδαία οικοδομική δραστηριότητα της προηγούμενης δεκαετίας και το απόθεμα ακινήτων που δημιουργήθηκε η κατάσταση επιδεινώθηκε, επιβαρύνοντας ολοένα και περισσότερο την ανάκαμψη των δύο κλάδων.

Την διετία 2014-2015 ο κλάδος άρχισε να αναπροσαρμόζεται κάτω από τα νέα δεδομένα που δημιούργησε η κρίση αλλά και να μεταλλάσσεται με αιχμή την Airbnb και την ισχυρή επίδραση του τουρισμού. Το 2016 η αγορά παρουσίασε τα πρώτα σημάδια εξισορρόπησης και το 2017 σταθεροποιήθηκε περαιτέρω. Το 2018 ήταν η πρώτη χρονιά που – έστω και ανομοιόμορφα και κατακερματισμένα – το ευρύτερο real estate κινήθηκε θετικά, τουλάχιστον σ' ένα σημαντικό τμήμα του, ενώ το 2019 η άνοδος ισχυροποιήθηκε περαιτέρω.

Την πορεία αυτή ανάκαμψης ήρθε να ταραξεί την τελευταία διετία η παγκόσμια επιδημική κρίση, η οποία και επηρέασε σημαντικά όλους τους κλάδους οικονομίας και κατ' επέκταση των κλάδων των ακινήτων. Από τα μέχρι τώρα αποτελέσματα ωστόσο διαφαίνεται πως ο κλάδος των ακινήτων είναι αρκετά ανθεκτικός, με τα ποσοστά μισθώσεων και πωλήσεων ακινήτων να παραμένουν σε σταθερά επίπεδα. Συγκεκριμένα, οι πιέσεις που δέχθηκε η αγορά των κατοικιών το 2020 και τις αρχές του 2021, όπως αυτές αποτυπώνονται στα στοιχεία του προγράμματος Golden Visa, στην περιορισμένη εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό για αγορά ακινήτων, στο μειωμένο αριθμό μεταβιβάσεων κατοικιών, καθώς και στις αρνητικές επιχειρηματικές προσδοκίες για τις κατασκευές κατοικιών, η αγορά παρουσιάζει ανθεκτικότητα, τόσο ως προς τις τιμές όσο και ως προς την οικοδομική δραστηριότητα.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, σε σταθερές τιμές) ενισχύονται κατά 2,7% σε ετήσια βάση το α' τρίμηνο 2021, έναντι αύξησης κατά 15,6% το 2020, αλλά

εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ (α' τρίμηνο 2021: 0,9%)».

Ως προς τις τιμές, με βάση τα στοιχεία – εκτιμήσεις που συλλέγονται από τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ονομαστικές τιμές των διαμερισμάτων το α' τρίμηνο του 2021 ήταν αυξημένες κατά 3,2% (προσωρινά στοιχεία) σε σύγκριση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2020. Στον κλάδο των επαγγελματικών ακινήτων, κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2020 όπως και τους πρώτους μήνες του 2021, καταγράφεται σημαντική, αναλογικά με τις περιστάσεις, επενδυτική δραστηριότητα, γεγονός το οποίο έχει συντελέσει στη διατήρηση των επιπέδων των τιμών κοντά στα προ της υγειονομικής κρίσης επίπεδα.

Έντονη ήταν τέλος, η επίδραση της πανδημίας στη βραχυχρόνια μίσθωση, με τους ιδιοκτήτες ακινήτων να καταφεύγουν στη μακροχρόνια μίσθωση αλλά και στον ξενοδοχειακό κλάδο ο οποίος βίωσε το ισχυρότερο χτύπημα.

3.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Εξετάζοντας αρχικά των κλάδο των κατασκευών και τις εξελίξεις που έλαβαν χώρα την τελευταία 20ετία, εστιάζοντας στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν, γίνεται μια εμφανής διαπίστωση της έντονης ανάπτυξης στα τέλη της δεκαετίας του '90, όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα, με μετατοπισμό του ενδιαφέροντος στις αρχές τις δεκαετίας στα έργα υποδομής του Δημοσίου τομέα, ως απόρροια της κρίσης στις οικοδομικές κατασκευές (υψηλά επιτόκια, κόστος υλικών) και σταδιακή ανάπτυξης προς τα τέλη της δεκαετίας τόσο της Δημόσιας όσο και Ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Ειδικότερα, το 2000 μπορεί να χαρακτηριστεί και ως αρχή της «χρυσής εποχής» για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο κατασκευαστικές εταιρίες με τα συνολικά κέρδη να προσεγγίζουν τα 100δισ. δραχμές.

Οι εταιρίες που ξεχωρίζουν για την υψηλή κερδοφορία τους το διάστημα αυτό είναι η ΓΕΚ που δραστηριοποιείται κυρίως στον ιδιωτικό τομέα, η Ελληνική Τεχνοδομική με κέρδη περί τα 11 δισ. δρχ. , η ΑΚΤΩΡ που είναι ενταγμένη στον όμιλο της Ελληνικής Τεχνοδομικής (σημερινός όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ) καθώς και η Αβαξ αλλά και η Αττικάτ. Σημαντική κερδοφορία εμφανίζουν επιπλέον ο όμιλος της Μηχανικής και ο όμιλος της Τεχνικής Ολυμπιακής, με το μεγαλύτερο ωστόσο μέρος των κερδών της να προέρχονται από τις δραστηριότητες που αναπτύσσει στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ η θυγατρική του εταιρία New Markt. Η ανάπτυξη αυτή συνεχίστηκε και τα επόμενα χρόνια μέσω της δημοπράτησης πολλών έργων υποδομών.

Η ανάπτυξη της περιόδου αυτής αποτυπώνεται επιπλέον και στον αριθμό των εταιριών που κατέχουν την περίοδο αυτή ανώτατο πτυχίο εργοληπτικής τάξης. Συγκεκριμένα, το 2002 είναι συνολικά εγγεγραμμένες στις τρεις ανώτερες τάξεις (Δ' έως Η') 382 επιχειρήσεις ενώ συνολικά και στις πέντε τάξεις 759 εργοληπτικές επιχειρήσεις.

Το διάστημα εκείνο η ελληνική κυβέρνηση με στόχο τη δημιουργία ανταγωνιστικών νέων εργοληπτικών επιχειρήσεων προχώρησε στην θέσπιση και εφαρμογή νέου νομικού πλαισίου, Ν. 2940/2001, το οποίο αποτέλεσε την αρχή των μεγαλύτερων συγχωνεύσεων και κοινοπραξιών στον κατασκευαστικό κλάδο. Συγκεκριμένα, μετά τη

διαδικασία της επανάκρισης, η νέα ανώτερη τάξη του ΜΕΕΠ (7η) συγκέντρωνε πλέον 14 εταιρείες έναντι των 60 εταιριών που είχε η παλαιότερη ανώτερη τάξη (Η΄) – μείωση που φτάνει το 77%. Συνολικά από τις 382 εγγεγραμμένες στις τρεις ανώτερες τάξεις παρέμειναν 127. Έτσι στις αρχές του 2003 αποκτούν εργοληπτικό πτυχίο 7^{ης} τάξης 14 όμιλοι οι οποίοι προήλθαν από τα παρακάτω σχήματα συγχωνεύσεων:

1. ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ- ΡΟΥΣΣΟΣ Γ./Χ.ΣΥΜΦΟΡΙΔΗΣ ΑΕ - ΠΕΧΛΙΒΑΝΙΔΗΣ ΑΕ-ΒΙΟΜΗΛΙΚΑ ΑΤΕ- ΑΦΟΙ ΚΑΠΕΤΑΝΙΔΗ ΑΤΕ- ΑΣΚΟΥΝΗΣ ΑΒΕΤΕ
2. ΑΒΑΞ ΑΕ ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ-ΙΩΑΝΝΟΥ & ΠΑΡΑΣΚΕΥΑΙΔΗΣ (ΕΛΛΑΣ) ΑΤΕ με διακριτικό τίτλο J&P –ΕΤΕΚ ΑΕ
3. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ ΑΤΕ-ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ-ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ-ΗΛΜΕΚ ΑΕ-ΗΧΟΠΛΑΣΤ ΑΕ
4. ΑΘΗΝΑ ΑΕ-ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ ΑΤΕ –ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΝΩΣΙΣ ΑΕ-ΙΝΤΕΚΤΑ ΑΕ-ΔΟΜΗΚΑ ΑΕ-ΑΙΟΛΟΣ ΑΤΕ-ΜΕΤΤΕΜ ΑΕ-ΕΡΓΟΝΕΤ ΑΕ-ΒΕΚΤΡΑ ΑΕ
5. ΑΚΤΩΡ ΑΕ- ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΕ- ΤΕΒ ΑΕ
6. ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ ΑΕ-NESTOS ΑΤΕ-ΤΕΜΑΚ ΑΕ-ΕΥΡΩΔΟΜΗ ΑΕ-Β.ΠΑΓΩΝΗΣ ΑΤΕ-Π.ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ ΕΠΕ-ΠΡΟΔΟΜΗ ΑΕ
7. ΑΛΤΕ ΑΤΕ-ΟΔΩΝ & ΟΔΩΣΤΡΩΜΑΤΩΝ ΑΕ-ΚΟΡΟΝΤΖΗΣ ΑΕ-ΙΡΙΣ ΑΕ-ΘΕΜΕΛΙΟ 79 ΑΕ-ΔΩΡΙΚΗ ΑΤΕ-Γ.ΣΧΟΪΝΑΣ ΑΤΕ
8. ΒΙΟΤΕΡ ΑΕ-ΖΑΧΑΡΟΠΟΥΛΟΣ ΑΤΕ-ΤΕΓΕΑ ΑΤΕ-ΣΤΑΘΜΗ ΑΤΕ-ΕΡΜΗΣ ΑΕ-ΑΜΥΝΤΑΣ ΑΤΕ-ΔΩΡΙΚΟΣ ΑΤΕ
9. ΕΜΠΕΔΟΣ ΑΕ (ΓΝΩΜΩΝ ΑΕ)-ΓΕΚΑΤ ΑΤΕ-ΤΕΓΚ ΑΕ-ΚΟΡΩΝΙΣ ΑΕ-ΕΡΓΟΚΑΤ ΑΕ-ΑΛΦΑ ΑΤΕ-ΔΟΜΗΣΗ ΑΤΕ
10. ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΤΕ-ΕΤΕΠ ΑΕ-ΟΜΑΣ ΑΤΕ-ΠΟΛΥΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ-ΕΡΓΟΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΤΕ-ΤΡΙΤΩΝ ΑΤΕ-ΑΚΤΙΣ ΑΕ ΜΑΥΡΟΓΙΑΝΝΗΣ
11. ΠΑΝΕΤΧΝΙΚΗ ΑΕ – ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ – ΑΙΓΑΙΟΠΕΛΑΓΗΤΙΚΗ ΑΒΕΝΤΕ – ΔΟΚΑΤ ΑΕ- ΥΡΙΑ ΑΕ
12. ΑΕΓΕΚ ΑΕ-ΟΔΟΣΗΜΑΝΣΗ ΑΤΕΒΕ-ΑΞΩΝ ΑΤΕΒΕ-ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΗ ΑΤΕ-ΔΟΜΗΤΩΡ ΑΤΕ

13. ΜΟΧΛΟΣ ΑΕ-ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ-ΔΙΕΚΑΤ ΑΤΕ-ΑΛΦΑ ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ-ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΑΤΕ-Θ.ΣΚΟΡΔΑΛΟΣ ΑΤΕΒΕ

14. ΤΕΡΝΑ ΑΕ-ΓΕΚ ΑΕ-ΨΥΚΤΙΚΗ ΑΕ-ΗΝΙΟΧΟΣ ΑΤΕ-ΕΡΓΟΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΕ-ΔΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΒΕΤΕ

Από τις παραπάνω συγχωνεύσεις αξίζει να αναλυθούν περαιτέρω οι συγχωνεύσεις των εξής εταιριών:

ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε – ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ - ΤΕΒ Α.Ε

Η συγχώνευση αυτή αποτέλεσε την αρχή της συγκρότησης του σημερινού μεγαλύτερου ομίλου του κατασκευαστικού κλάδου. Πραγματοποιήθηκε με την απορρόφηση των κατασκευαστικών κλάδων των εταιριών: ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. από την ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. και στη συνέχεια τη συγχώνευση των ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. Με την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας προέκυψαν η μητρική εταιρία του Ομίλου, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. (εταιρία συμμετοχών) και η νέα ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. (κατασκευαστική εταιρεία). Ενώ στη συνέχεια το Δεκέμβριο του 2005 πραγματοποιήθηκε η εξαγωγή της ΑΚΤΩΡ από το ΧΑΑ και η απόκτηση του 100% του μετοχικού της κεφαλαίου από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. Παράλληλα, η ΑΚΤΩΡ μεταβίβασε σε αυτή όλες τις μη κατασκευαστικές της δραστηριότητες συμπεριλαμβανομένων και των συμμετοχών της σε έργα παραχώρησης και διατηρώντας το κατασκευαστικό αντικείμενο και τις συναφείς με αυτό δραστηριότητες.

ΑΒΑΞ Α.Ε Εργοληπτική εταιρία – Ιωάννου και Παρασκευαΐδης (ΕΛΛΑΣ) ΑΤΕ με διακριτικό τίτλο J&P και ΕΤΕΚ Α.Ε

Η σημερινή J&P-ΑΒΑΞ Α.Ε. με πολυάριθμα έργα στην Ελλάδα και το εξωτερικό προέκυψε επίσης από τις παραπάνω μεγάλες συγχωνεύσεις. Συγκεκριμένα τον Ιούνιο του 1999 η ΑΒΑΞ Α.Ε. προχώρησε σε συνεργασία με την J&P (ΕΛΛΑΣ) Α.Τ.Ε. και στη συνέχεια το 2000 σε στρατηγική και μετοχική συνεργασία με την ΕΤΕΘ Α.Ε. Έτσι το 2002 και στα πλαίσια της παραπάνω αναφερθείσας νομοθεσίας η ΑΒΑΞ Α.Ε. συγχωνεύθηκε δι' απορροφήσεως με την J&P (Ελλάς) Α.Τ.Ε. και την θυγατρική της ΕΤΕΚ Α.Ε., μετονομαζόμενη σε J&P-ΑΒΑΞ Α.Ε. Παράλληλα, η ΕΤΕΘ Α.Ε.

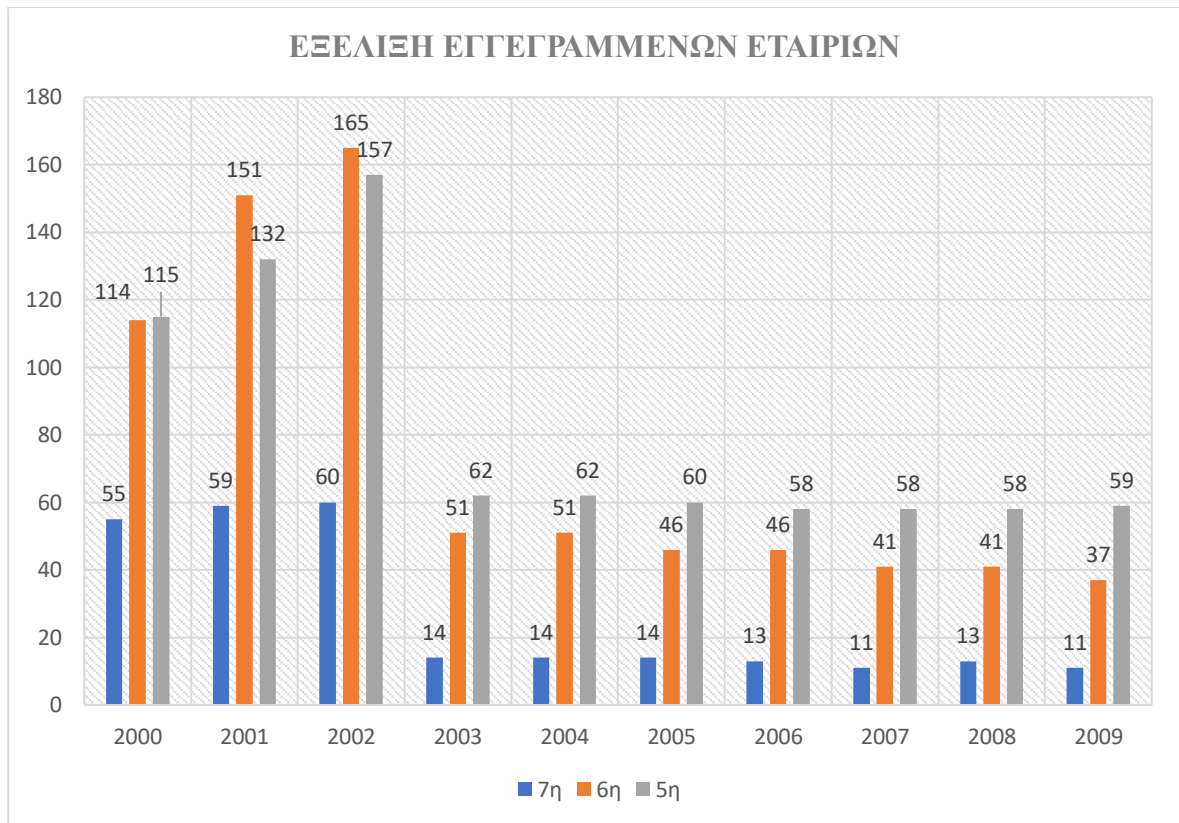
απορρόφησε την θυγατρική της εταιρία ΑΙΧΜΗ Α.Τ.Ε ισχυροποιώντας ακόμα περισσότερο την θέση του ομίλου.

ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ – ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ

Μια ακόμα σημαντική συγχώνευση αποτέλεσε εκείνη της Παντεχνικής με τη Κ.Ι. Σαραντόπουλος, δημιουργώντας ένα ισχυρό κατασκευαστικό όμιλο. Οι εταιρίες αποφάσισαν την συγχώνευση με βασικό σκοπό μέσα από αυτή τη δημιουργία ενός νέου εταιρικού σχήματος όπου θα εξασφάλιζε την ένταξη τους στην ανώτερη τάξη του κατασκευαστικού κλάδου. Ο ετήσιος τζίρος των εταιριών το 2001 ανέρχονταν σε 75 εκατ. Ευρώ για την περίπτωση της Παντεχνικής και 147εκατ. για εκείνη της Σαραντόπουλος. Αξίζει επιπλέον να σημειωθεί ότι το 2007 η Παντεχνική συνενώθηκε με την όμιλο της Ελληνικής Τεχνοδομικής ΤΕΒ διασφαλίζοντας κατά αυτόν τον τρόπο πρωταγωνιστικό ρόλο στον ελληνικό κατασκευαστικό κλάδο και θέτοντας ισχυρές βάσεις για την μετέπειτα ισχυροποίηση της θέσης του ομίλου και στο εξωτερικό.

Οι παραπάνω 14 όμιλοι κυριάρχησαν την εποχή εκείνη, έχοντας αναλάβει την εκτέλεση της πλειονότητας των ολυμπιακών έργων και του Γ' Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης αλλά και έργων στο εξωτερικό.

Στο διάγραμμα (Διάγραμμα 3.1) που ακολουθεί συνοψίζονται γραφικά οι παραπάνω εξελίξεις. Συγκεκριμένα παρουσιάζεται το πλήθος των εγγεγραμμένων εταιριών στις ανώτατες τάξεις για το διάστημα πριν την θέσπιση του νομοθετικού πλαισίου και την αρχή του κύματος συγχωνεύσεων αλλά και στη συνέχεια μέχρι και το 2009 όπου εμφανίζονται έντονα οι επιδράσεις της γενικότερης οικονομικής κρίσης.



Διάγραμμα 3.1: Αριθμός Εγγεγραμμένων Εταιριών το χρονικό διάστημα 2000-2009

Όπως αναφέρθηκε και στις παραπάνω ενότητες την κερδοφορία ωστόσο της περιόδου 2000-2007 διαδέχτηκε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση η οποία δεν άργησε να μετασχηματιστεί σε κρίση στην ελληνική οικονομία γενικότερα με άμεσο αντίκτυπο και στον κατασκευαστικό κλάδο και στο μέλλον των επιχειρήσεων.

Οι περικοπές στα προγράμματα δημοσίων επενδύσεων και η μείωση στις δημοπρασίες δημοσίων έργων καθώς και η καθυστέρηση στις αποπληρωμές από το δημόσιο, έργων που έχουν εκτελεστεί, οδήγησαν σε περιορισμό της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Παράλληλα, η οικονομική ύφεση επέφερε μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών, αύξηση του αδιάθετου αποθέματος ακινήτων και περιορισμό των χορηγούμενων δανείων με αποτέλεσμα να πληγεί και ο τομέας κατασκευής ιδιωτικών έργων (κατοικίες, εμπορικά και βιομηχανικά ακίνητα κλπ).

Συνέπεια των παραπάνω ήταν η δραστική επιβάρυνση των επιχειρήσεων ιδιαίτερα την τριετία 2009 με 2011 (οι οποίες ωθήθηκαν προς τον δανεισμό με υψηλό κόστος), γεγονός το οποίο δημιούργησε ανακατατάξεις στον κλάδο, όπως υποβαθμίσεις

επιχειρήσεων σε χαμηλότερες τάξεις πτυχίων, πτωχεύσεις, παύση λειτουργίας ορισμένων εταιριών και γενικότερα σταδιακή μείωση του αριθμού των εταιριών 5ης, 6ης και 7ης τάξης. Ενώ, σωρευτικά, την περίοδο 2008 με 2012 παρατηρούνται απώλειες 186 χιλ. θέσεων εργασίας. Η μειωμένη δραστηριότητα, σε συνδυασμό με τα οικονομικά προβλήματα των εταιριών, οδήγησαν σε κύμα πτωχεύσεων, ενώ ακόμη και επιχειρήσεις που κατείχαν πτυχία 7ης και 6ης τάξης υποβαθμίστηκαν καθώς δεν θα ικανοποιούσαν τα οικονομικά κριτήρια.

Η εικόνα αυτή αποτυπώθηκε και στην πορεία των εισηγμένων κατασκευαστικών ομίλων, με μερικούς μόνο από αυτούς να διατηρούνται αρχικά σε καλά επίπεδα (Ελλάκτωρ, J&P Αβαξ, ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ και Intrakat), τη στιγμή που οι υπόλοιπες εταιρίες κατέγραφαν πτώση του τζίρου τους.

Ειδικότερα, την περίοδο αυτή κήρυξαν πτώχευση ή εμφάνισαν έντονη πτωτική πορεία μερικές από τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου, άλλες λόγω υπερβολικού ζήλου και κυνηγιού της υπεραξίας και άλλες υγιείς επιχειρήσεις όπου συγχωνεύθηκαν με εταιρίες που είχαν βαθύτερα προβλήματα εκατομμυρίων, με αποτέλεσμα να καταρρεύσουν μέσα σε λίγους μήνες. Ενώ υπήρξαν και περιστατικά συγκρούσεων μεταξύ συνεταίρων των ομίλων που δημιουργήθηκαν με τις αναγκαστικές συγχωνεύσεις.

Ενδεικτικά παραδείγματα αποτελούν, οι περιπτώσεις των ΑΕΓΕΚ, Μηχανική και ΑΤΤΙΚΑΤ οι οποίες δεν κατάφεραν να ανταπεξέλθουν στις δυσκολίες της περιόδου εκείνης παρά τη μέχρι τότε πολύ επιτυχημένη πορεία τους. Άλλες εταιρίες που οδηγήθηκαν στην υπαγωγή στον πτωχευτικό κώδικα ήταν η Θεμελιοδομή, η Έμπεδος, η Μεσοχωρίτη Αφοι α.τ.ε, η Γενερ καθώς και η Εργας, Εταιρίες οι οποίες στην αρχή της δεκαετίας κατείχαν υψηλές θέσεις στις ανώτατες εργοληπτικές τάξεις.

Τέλος, εξετάζοντας την εξέλιξη των Σ&Ε τα τελευταία χρόνια, είναι σημαντικό να τονιστεί η θετική επίδραση του νέου νομικού πλαισίου (Ν.4601/2019) αναφορικά με τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές στην Ελλάδα όπου όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα επιδιώκει να εκσυγχρονίσει και να ενοποιήσει την υφιστάμενη νομοθεσία, η οποία ήταν αποσπασματική με διάσπαρτες διατάξεις σε έξι διαφορετικούς νόμους. Ενώ μέσα από τη διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής των εταιρικών μετασχηματισμών και τα σημαντικά φορολογικά κίνητρα, δίνεται η δυνατότητα μεγέθυνσης επιχειρήσεων, οδηγώντας σε οικονομίες κλίμακος, απαραίτητες για την ανάκαμψη συνολικά της ελληνικής οικονομίας.

Από τα παραπάνω γίνεται λοιπόν εμφανής η άμεση επιρροή των κοινωνικοπολιτικών και οικονομικών εξελίξεων στον κλάδο των κατασκευών τόσο ως προς το πλήθος τους όσο και ως προς την κερδοφορία τους. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού θα πραγματοποιηθεί μελέτη υποδείγματος χρησιμοποιώντας τα στοιχεία δέκα εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών τη χρονική περίοδο 2007-2020 σε μια προσπάθεια εξέτασης του πώς οι πραγματοποιηθείσες συγχωνεύσεις επηρέασαν την εξέλιξη του και ειδικότερα την κεφαλαιοποίηση τους.

ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Ο θεσμός των ΑΕΕΑΠ υπάρχει εδώ και αρκετά χρόνια, ωστόσο το τελευταίο διάστημα βρίσκεται στο επίκεντρο των επενδύσεων, προσελκύοντας πολλούς επενδυτές. Προκειμένου να γίνει στην συνέχεια μια ανάλυση της πορείας τους εμβαθύνοντας στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στον κλάδο αυτό, είναι σημαντικό να παρουσιαστεί αρχικά ο ρόλος των ΑΕΕΑΠ και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους.

Ειδικότερα, οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) (Real Estate Investment Companies, REICs) είναι εταιρίες με βασικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας με κυριότερο αντικείμενο την επένδυση σε εμπορικά ακίνητα. Περιορίζονται ως προς την διαχείριση της περιουσίας τους και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και καλούνται να εξασφαλίσουν στους μετόχους τους, αφενός σχετική ασφάλεια στα χρήματά τους, αφετέρου ικανοποιητική μερισματική απόδοση αναφέροντας ότι οι ΑΕΕΑΠ διανέμουν ποσοστό των καθαρών κερδών ως μέρισμα. Η λειτουργία τους διέπεται στην Ελλάδα από τις διατάξεις των άρθρων 21-31 του Ν. 2778/1999 «Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία. Και άλλες διατάξεις», όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από το άρθρο 19 του Ν.4141/2013.

Οι ΑΕΕΑΠ σύμφωνα με το ισχύον αυτό νομικό πλαίσιο (Ν.4141/2013) είναι υποχρεωμένες να εισαχθούν σε Ευρωπαϊκό χρηματιστήριο εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος από τη σύστασή τους το οποίο ορίζεται στα δύο χρόνια. Παρόλα αυτά η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί ύστερα από αίτηση της εταιρίας να παρατείνει την παραπάνω προθεσμία. Με αυτό τον τρόπο, ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να επενδύσει σε ακίνητη περιουσία με ένα ευέλικτο τρόπο καθώς η εμπορευσιμότητα μιας μετοχής είναι πολύ πιο υψηλή από αυτή ενός ακινήτου. Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο τους ορίζεται στα 25 εκατομμύρια ευρώ.

Ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα τους που τις καθιστά ελκυστικές στο επενδυτικό κοινό είναι το ιδιαίτερα ευνοϊκό καθεστώς. Κάθε ΑΕΕΑΠ απαλλάσσεται παντός φόρου, ειδικού τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή όποιας άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου και γενικά τρίτων. Η απαλλαγή δεν περιλαμβάνει το φόρο εισοδήματος για την υπεραξία που προκύπτει κατά την εισφορά

ακινήτων. Οι μεταβιβάσεις επίσης ακινήτων από την εταιρία υπόκεινται σε φόρο μεταβίβασης κανονικά.

Απαλλάσσεται ωστόσο από φόρο εισοδήματος από κινητές αξίες και φόρο τόκων. Ουσιαστικά ο φόρος που καταβάλλεται ετησίως υπολογίζεται στο 10% του επιτοκίου παρέμβασης της ΕΚΤ συν 1 μονάδα. Ουσιαστικά σήμερα ο φόρος που αντιστοιχεί ετήσια στις ΑΕΕΠ είναι 0,10%. Αυτό τις καθιστά εταιρίες με τη χαμηλότερη φορολόγηση στην Ελληνική επικράτεια.

Το γεγονός αυτό καθιστά τις ΑΕΕΑΠ πηγή προσέλκυσης πολλών επενδυτών, με τις μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου των ακινήτων να αποφασίζουν να επενδύσουν μέσω αυτών στα ακίνητα. Τελευταία επίσης, παρατηρείται να πραγματοποιούνται όλο και περισσότερες συμφωνίες εξαγοράς ή απορρόφησης άλλων εταιριών εκμετάλλευσης ακινήτων τουλάχιστον κατά 80%, καθώς και με αυτό τον τρόπο αποφεύγεται η φορολογία και σε αυτές.

Επίσης, βασικό χαρακτηριστικό όλων των ΑΕΕΑΠ είναι η εσωτερική ή εξωτερική επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους που μπορεί να γίνεται εσωτερικά από τις ίδιες τις ΑΕΕΑΠ ή εξωτερικά από ειδικούς συνεργάτες. Σε κάθε περίπτωση αυτό γίνεται από εξειδικευμένους επαγγελματίες που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό να διαχειριστούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την περιουσία της εταιρείας, να εντοπίσουν τις καλύτερες επενδύσεις σε ακίνητα, να προβούν σε διασπορά ενδεχόμενων κινδύνων και να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη για τους μετόχους. Φυσικά, αντίστοιχες δυνατότητες δεν υφίστανται όταν κάποιος επενδύει μόνος του σε μεμονωμένα ακίνητα.

Άλλο πλεονέκτημά των ΑΕΕΑΠ είναι το χαμηλό κόστος συναλλαγών. Οι άμεσες αποκτήσεις ακινήτων έχουν συνήθως πολύ μεγαλύτερο κόστος από αυτό μιας χρηματιστηριακής συναλλαγής για αγοραπωλησία μετοχών, αν συνυπολογιστούν οι παραπάνω φορ ελαφρύνσεις που διέπουν τις ΑΕΕΑΠ.

Στα μειονεκτήματα των ΑΕΕΑΠ κατατάσσεται και η μεγάλη διακύμανση που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους, καθώς αυτές επηρεάζονται από τις γενικές τάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές όπου είναι εισηγμένες οι εν λόγω μετοχές. Έτσι, οι αποδόσεις των ΑΕΕΑΠ, σε σχέση με τις αποδόσεις από τις

άμεσες επενδύσεις σε ακίνητα, έχουν μεγαλύτερη διακύμανση, στοιχείο που μεταφράζεται σε αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο.

Σήμερα, στην Ελλάδα, υπάρχουν οι εξής εισηγμένες εταιρίες επενδύσεων:

- INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL A.E.E.A.Π. (INTEPKO)
- TRASTOR A.E.E. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (TRASTOR)
- BRIQ PROPERTIES A.E.E.A.Π. (ΜΠΡΙΚ)
- ΠΡΟΝΤΕΑ Α.Ε.Ε.Α.Π (ΠΡΟΝΤΕΑ)

Στον πίνακα (Πίνακας 3.1) που ακολουθεί γίνεται μια αρχική σύνοψη των εταιριών και των συγχωνεύσεων – εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στο διάστημα λειτουργίας τους:

Πίνακας 3.1: Εισηγμένες εταιρίες Α.Ε.Ε.Α.Π

Company	Year Established	Initial Name	Acquired	Acquisition Date	Athens Stock Exchange
INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL A.E.E.A.Π. (INTEPKO)	2011				2016
TRASTOR A.E.E. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (TRASTOR)	1999	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.	ΑΓΚ47 Α.Ε.Ε.Α.Π ΚΟΥΚΟΥΝΑΡΙΕΣ Α.Ε.Ε.Α.Π, ΜΑΝΤΕΚΟΛ Α.Ε.Ε.Α.Π ΒΣ94 Α.Ε.Ε.Α.Π	2020	2005
BRIQ PROPERTIES A.E.E.A.Π. (ΜΠΡΙΚ)	2016		SARMED WAREHOUSES S.A – 80%	2021	2017
ΠΡΟΝΤΕΑ Α.Ε.Ε.Α.Π (ΠΡΟΝΤΕΑ)	1999	MIG REAL ESTATE	ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	2007	2009
			ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε.Ε.Α.Π	2015	

Όπως γίνεται αντιληπτό οι πλειονότητα είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο την τελευταία δεκαπενταετία.

Η TRASTOR είναι από τις πρώτες εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητα στην Ελλάδα μαζί με την Eurobank Properties. Η αρχική της ονομασία είναι Πειραιώς Α.Ε.Ε.Α.Π, πρόκειται για θυγατρική της Τράπεζας Πειραιώς και η πλειονότητα του χαρτοφυλακίου της αποτελούνταν από μισθωμένα ακίνητα της τράπεζας. Το 2008 η Pasal

Developments (σημερινή Premia Properties), εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο αποκτά κυρίαρχη συμμετοχή, έχοντας το 37.1% του μετοχικού κεφαλαίου της. Έτσι το 2009 η εταιρία αναγνωρίζεται ως Α.Ε.Ε.Α.Π και μετονομάζεται σε TRASTOR Α.Ε.Ε.Α.Π. Ωστόσο η συνεργασία αυτή δεν ευδοκίμησε παρά την επιτυχία του management της Pasal, όπου κατάφερε οι μετοχές της να διαπραγματεύονται με πολύ υψηλότερη τιμή. Και έτσι το 2015 η Pasal Developments διέθεσε το ποσοστό της στην Τράπεζα Πειραιώς, όπου μετατράπηκε σε βασικό μέτοχο με ποσοστό 71%, έναντι της διαγραφής δανεισμού 35,5 εκατ. ευρώ. Σήμερα η TRASTOR είναι η δεύτερη κατά σειρά σε μέγεθος. Οι Βασικοί της μέτοχοι είναι η αμερικανική επενδυτική εταιρία Wert Red με 52,1% και η Τράπεζα Πειραιώς με 44,8%. Η συνολική αξία αποτίμησης των 65 επενδυτικών ακινήτων του ομίλου Trastor την 31.12.2020, ανέρχόταν στα 301,6 εκατ. ευρώ. Η εταιρεία, μέσα στο 2020, υλοποίησε 7 νέες επενδύσεις σε ακίνητα (γραφειακοί χώροι και logistics) και ενσωμάτωσε στο χαρτοφυλάκιο της 4 ακίνητα τα οποία προήλθαν από τη συγχώνευση των κατά 100% τεσσάρων θυγατρικών εταιριών της.

Η μεγαλύτερη εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία στην Ελλάδα είναι η ΠΡΟΝΤΕΑ Α.Ε.Ε.Α.Π με ενεργητικό άνω των 2,4δισ και χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από πάνω από 350 εμπορικά ακίνητα. Η ΠΡΟΝΤΕΑ Α.Ε.Ε.Α.Π προέκυψε από την συγχώνευση δύο εταιριών, της ΕΘΝΙΚΗΣ ΠΑΝΓΑΙΑ Α.Ε, 100% θυγατρική εταιρία της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος και της MIG Real Estate (Marfin Investment Group A.E.) το 2015, με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη. MIG Real Estate μετονομάστηκε το 2007 η ΑΤΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε μετά την είσοδο της Marfin στο μετοχικό κεφάλαιο της με εξαγορά του 50% μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΤΤΙΚΑ με κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων της και καταβολή μετρητών. Σήμερα, τα κέρδη της Prodea Investments από συνεχιζόμενες δραστηριότητες για το α' εξάμηνο του 2021 ανήλθαν σε €108,8 εκατ. έναντι €28,1 εκατ. το αντίστοιχο εξάμηνο το 2020, αντικατοπτρίζοντας την θετική τάση του κλάδου εμπορικών ακινήτων στην Ελλάδα.

Τόσο η Trastor όσο και η Prodea ωστόσο λόγω και των δύσκολων χρόνων που προηγήθηκαν με την οικονομική κρίση στην Ελλάδα, δεν έχουν πραγματοποιήσει αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που θα οδηγήσουν στην ικανή διασπορά της μετοχής τους (free float), κάτι μάλιστα που είναι αναγκαίο βάσει του θεσμικού πλαισίου που τις διέπει. Χαρακτηριστικά μόλις το 3,1% της Trastor ανήκει σε λοιπούς επενδυτές.

Τέλος, οι δύο πιο πρόσφατα εισηγμένες είναι η INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL A.E.E.A.Π και η BRIQ PROPERTIES A.E.E.A.Π. Η Intercontinental International AEEAΠ, στο τέλος 6μήνου 2020 είχε αξία χαρτοφυλακίου πάνω από 95 εκατ. ευρώ, αν συμπεριλάβουμε επενδυτικά ακίνητα, συμμετοχές και ιδιοχρησιμοποιούμενα της εταιρίας ανερχόταν σε 93,9 εκατ. ευρώ, ενώ αποτελούνταν από 34 ακίνητα συνολικής επιφάνειας 43.715 τ.μ.

Όσον αφορά τη Briq Properties το χαρτοφυλάκιο της στις 30/09/2020 περιλάμβανε 26 επενδυτικά ακίνητα συνολικής αξίας 72,5 εκατ. ευρώ. έναντι 22 ακινήτων αξίας 57,8 εκατ. ευρώ την 31.12.2019, καταγράφοντας αύξηση 21%. Εντός του 9μήνου του 2020, η Εταιρία υλοποίησε επενδύσεις συνολικού ποσού 12,3 εκατ. ευρώ. Στη συνέχεια, εντός του 2020, η εισηγμένη έκανε και άλλα deals, όπως η εξαγορά του 80% της SARMED WAREHOUSES S.A. (που έχει στην κυριότητά της δύο οικόπεδα, επί των οποίων έχουν αναγερθεί κτίρια αποθηκευτικών και βιομηχανικών χρήσεων, γραφείων και βοηθητικών χώρων, με το τίμημα για την απόκτηση του 80% των μετοχών της εταιρίας να φτάνει τα 23,6 εκατ. ευρώ), ενώ συνέχισε τις αγορές και το 2021. Ανεβάζοντας γενικά την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου σε πάνω από 100 εκατ. ευρώ.

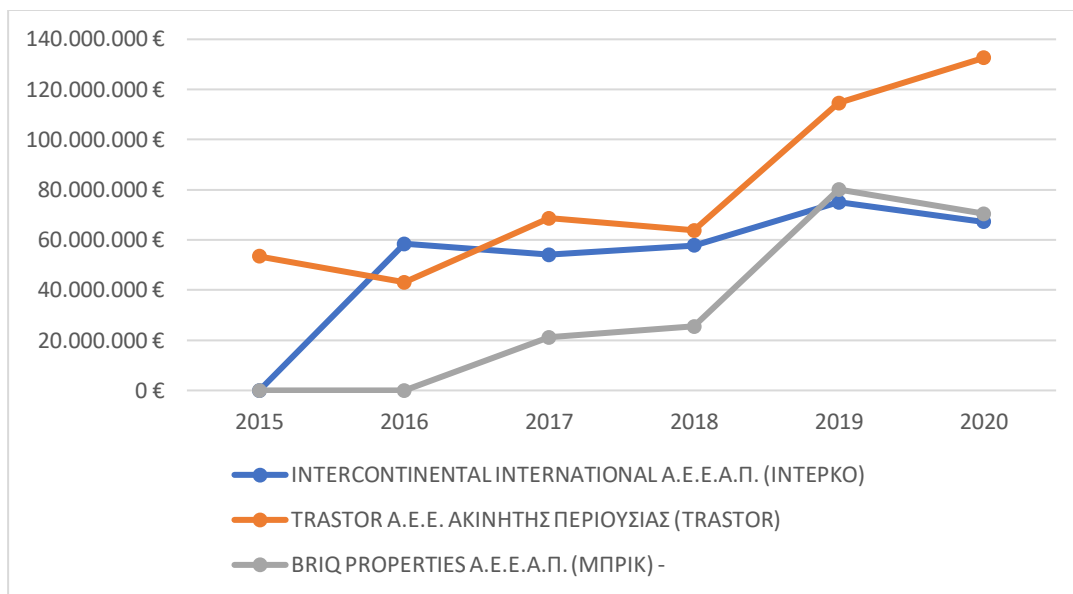
ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ Α.Ε.Ε.Α.Π ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 2015-2020

Στη συνέχεια ακολουθεί καταγραφή (Πίνακας 3.2) και γραφική αναπαράσταση (Διάγραμμα 3.2, Διάγραμμα 3.3) των κεφαλαιοποιήσεων των παραπάνω εισηγμένων εταιριών την τελευταία πενταετία. Μέσα από την ανάλυση αυτή θα εξεταστεί τόσο η πορεία της μετοχής τους και η χρηματιστηριακή της αξία αλλά και κατ' επέκταση ο βαθμός ελκυστικότητας της εταιρίας επενδύσεων σε Ακίνητη περιουσία, στο επενδυτικό κοινό.

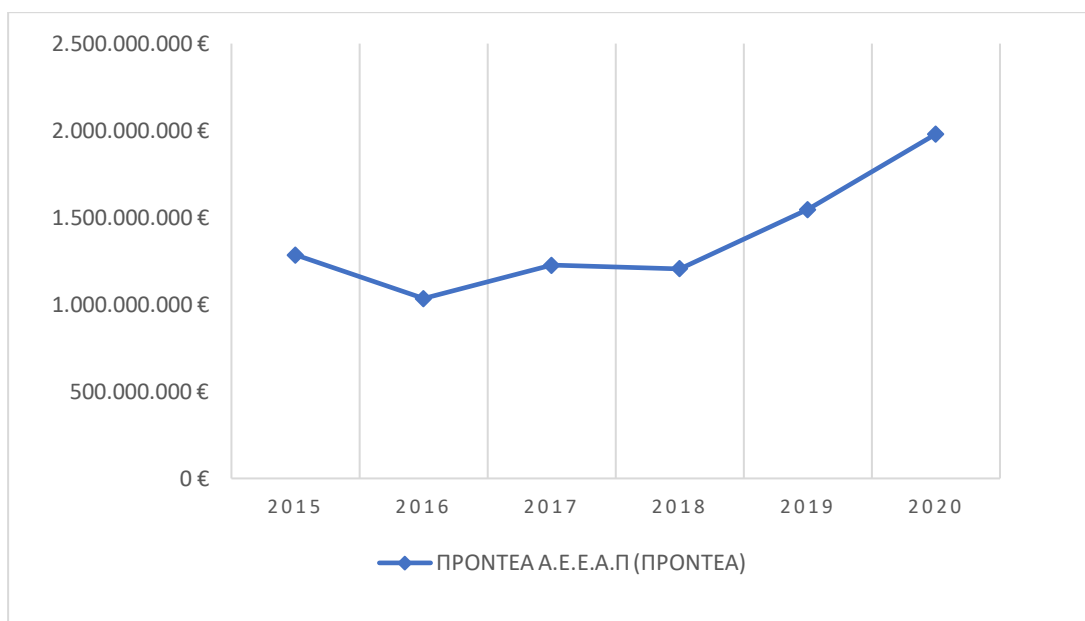
Οι κεφαλαιοποιήσεις υπολογίστηκαν αντλώντας από τους ετήσιους ισολογισμούς της κάθε εξεταζόμενης εταιρίας τον αριθμό των μετοχών στις οποίες διαιρείται το μετοχικό της κεφάλαιο και στη συνέχεια καταγράφοντας την τιμή κλεισίματος της μετοχής την τελευταία ημέρα του κάθε έτους.

Πίνακας 3.2: Κεφαλαιοποιήσεις Εισηγμένων Εταιριών Α.Ε.Ε.Α.Π

Α.Ε.Ε.Α.Π	ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΕΙΣ					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
INTERCONTINENTAL INTERNATIONAL Α.Ε.Ε.Α.Π. (ΙΝΤΕΡΚΟ)		58.485.000	54.075.000	57.750.000	75.075.000	67.200.000
TRASTOR Α.Ε.Ε. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (TRASTOR)	53.516.034	43.142.157	68.587.055	63.745.616	114.628.192	132.575.766
BRIQ PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π. (ΜΠΡΙΚ) -			21.220.325	25.512.076	80.112.688	70.456.248
ΠΡΟΝΤΕΑ Α.Ε.Ε.Α.Π (ΠΡΟΝΤΕΑ)	1.285.137.506	1.034.752.863	1.226.373.763	1.205.934.200	1.545.741.931	1.980.082.639



Διάγραμμα 3.2: Κεφαλαιοποιήσεις Α.Ε.Ε.Α.Π το χρονικό διάστημα 2015-2020



Διάγραμμα 3.3: Κεφαλαιοποιήσεις της PRONTEA A.E.E.A.Π το χρονικό διάστημα 2015-2020

Από τα παραπάνω στοιχεία γίνεται αρχικά αντιληπτή η ανοδική πορεία των εταιριών αυτών τα τελευταία έτη. Συγκεκριμένα το 2019 παρατηρείται μεγάλη άνοδος σε όλες

τις εταιρίες. Πράγματι, το 2019 αποτέλεσε μια χρονιά «ρεκόρ» για τις επενδύσεις σε ακίνητα. Πάνω από 1 δισ. ευρώ επενδύθηκε στην ελληνική αγορά ακινήτων κατά τη διάρκεια του 2019, καθώς ξένα επενδυτικά funds και εγχώριες εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ) επιχείρησαν να επωφεληθούν της βελτίωσης του οικονομικού κλίματος και των ευκαιριών που εντοπίζονται σε διάφορες κατηγορίες ακινήτων. Από το ποσό αυτό, περίπου το 55% αφορά επενδύσεις σε κτίρια γραφείων, το 25% σε ξενοδοχεία, το 10% σε βιομηχανικά ακίνητα και το 5% σε καταστήματα. Το υπόλοιπο 5% των κεφαλαίων δαπανήθηκε για την απόκτηση οικοπέδων για την ανάπτυξη επαγγελματικών χώρων. Ενώ από αξίζει να τονιστεί ότι οι εγχώριες ΑΕΕΑΠ επένδυσαν περίπου το 20% του παραπάνω ποσού. Τα υπόλοιπα 800 εκατ. ευρώ εισέρρευσαν στην ελληνική αγορά ακινήτων από ξένα επενδυτικά funds ιδιωτικής τοποθέτησης (private equity funds), εταιρείες που αγόρασαν κτίρια για ίδια χρήση, ιδιώτες επενδυτές, αλλά και family offices, δηλαδή επενδυτικοί όμιλοι διαχείρισης κεφαλαίων ιδιωτών/οικογενειών.

Κύριος εκφραστής της ανοδικής τάσης την περίοδο αυτή και ακόμη περισσότερο το 2019, μπορεί να χαρακτηριστεί η Trastor με μια αύξηση της κεφαλαιοποίησης της, της τάξεως του σχεδόν 50%. Η Trastor το 2019 τριπλασίασε το επενδυτικό της πρόγραμμα, προχωρώντας σε αγορές ακινήτων αξίας 105 εκατ. ευρώ, από 34 εκατ. ευρώ το 2018 ενώ προχώρησε σε δύο διαδοχικές αυξήσεις του μετοχικού της κεφαλαίου, συνολικού ύψους της τάξεως των 94 εκατ. ευρώ, προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις κινήσεις αυτές.

Η Prodea Investments, η μεγαλύτερη ΑΕΕΑΠ του κλάδου στην Ελλάδα, διατηρεί ανοδική πορεία σε όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, με τις μεγαλύτερες κεφαλαιοποιήσεις όπου φτάνουν στα 2δισ το 2020. Ενώ αυξητική πορεία καταγράφουν και οι INTERCONTINENTAL και Briq Properties, με την τελευταία να προχωρά σε ενίσχυση του χαρτοφυλακίου της με νέα ακίνητα αξίας 17 εκατ. ευρώ, γεγονός που αποτυπώνεται και στον αριθμό μετοχών της όπου τριπλασιάστηκαν αυξάνοντας τη χρηματιστηριακή της αξία.

Τέλος το 2020 παρά την πανδημική κρίση με την οποία ήρθε αντιμέτωπη η χώρα και κατ' επέκταση όλοι οι επιχειρηματικοί κλάδοι, ο κλάδος των ακινήτων αναδείχτηκε αρκετά ανθεκτικός. Όπως φαίνεται και στα παραπάνω δεδομένα τόσο η Trastor όσο και η Προντέα κατάφεραν να διατηρήσουν την ανοδική τους πορεία με την πρώτη να

προχωρά σε πλήρη συγχώνευση τεσσάρων θυγατρικών της και απόκτηση εννέα νέων επενδυτικών ακινήτων.

Ικανοποιητική πορεία, δεδομένων των συνθηκών, επιπλέον κατέγραψε και η Intercontinental International ΑΕΕΑΠ το 2020, σύμφωνα με τα επίσημα οικονομικά αποτελέσματα. Διατηρήθηκαν τα κέρδη, όμως το χαρτοφυλάκιό της μειώθηκε κατά 2 ακίνητα.

Σχετικά με την πορεία των Α.Ε.Ε.Α.Π το 2021, σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, η αλλαγή νοοτροπίας και αναγκών, σε συνδυασμό με τα έργα ανάπτυξης και υποδομών μεγάλης εμβέλειας που έχουν δρομολογηθεί, με κυριότερο το έργο στο πρώην αεροδρόμιο του Ελληνικού, είναι πιθανόν να αναδιαμορφώσουν ή και να μετατοπίσουν χωρικά τη ζήτηση τόσο των οικιστικών όσο και των επαγγελματικών ακινήτων, στην ευρύτερη περιοχή της πρωτεύουσας.

«Ωστόσο, η επανεκκίνηση και οι ρυθμοί αποκατάστασης των επιμέρους τομέων της αγοράς θα εξαρτηθούν από το μέγεθος των απωλειών που θα καταγραφούν μετά το πέρας των έκτακτων περιστάσεων και την άρση των μέτρων προστασίας των πληγέντων στο εσωτερικό της χώρας, από τις νέες συνθήκες που θα έχουν πλέον διαμορφωθεί ως προς τις συνήθειες, τις ανάγκες και τις απαιτήσεις των χρηστών και φυσικά από το διεθνές επενδυτικό κλίμα», τονίζεται στην ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το 2020.

Επιπλέον πολλές είναι οι εταιρείες του χώρου που ακολουθούν τις τάσεις που δημιουργήθηκαν στην νέα αυτή συνθήκη, για την υλοποίηση των επενδυτικών του σχεδίων. Στη διάρκεια του 2020, αρκετές ΑΕΕΑΠ ενίσχυσαν τα χαρτοφυλάκια τους - με επενδύσεις σε χρήσεις γραφείων, ενώ σημαντικό ποσοστό επενδύθηκε σε επαγγελματικούς αποθηκευτικούς χώρους ή σε γη που προορίζεται για ανάπτυξη αντίστοιχων χρήσεων κοντά στα μεγάλα Αστικά κέντρα.

3.3 ΜΕΛΕΤΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Στην συνέχεια αυτό που θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε είναι το πώς έχει επηρεαστεί η κεφαλαιοποίηση του κατασκευαστικού κλάδου μέσα στην περίοδο 2007-2020. Αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να εξηγήσουμε τις μεταβολές που προκύπτουν από την αγοραία αποτίμηση των μετοχών των μεγαλύτερων εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου.

Για την δημιουργία του μοντέλου χρησιμοποιούμε τα στοιχεία των 10 εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στην συνέχεια για την ως άνω περίοδο έχουμε υπολογίσει την κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρίας στις 31/12 του κάθε έτους, ώστε να έχουμε ετήσια συγκρίσιμα στοιχεία. Οι μεταβλητές που θα συμπεριληφθούν στην μελέτη είναι το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, η πραγματική λογιστική αξία των εταιριών και ο κατασκευαστικός δείκτης σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ. Επιπλέον εισάγουμε και μια ψευδομεταβλητή, ώστε να καταφέρουμε να ενσωματώσουμε στο μοντέλο μας την επίδραση που έχουν οι εταιρικοί μετασχηματισμοί στην αγοραία κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρείας.

Το Μοντέλο του Υποδείγματος

Για την μελέτη που θέλουμε να πραγματοποιήσουμε θα χρησιμοποιήσουμε την ανάλυση μέσο των panel data. Χάρη στην χρήση panel data δίνεται η δυνατότητα να μελετηθούν τα δεδομένα μας τόσο σε επίπεδο χρονικών σειρών, δηλαδή στην εξέλιξη που υπάρχει από το ένα έτος στο άλλο, αλλά και σε επίπεδο διαστρωματικών στοιχείων, δηλαδή από εταιρία σε εταιρεία.

Με τον τρόπο αυτό αντιμετωπίζουμε ένα σημαντικό πρόβλημα που προκύπτει σε τέτοιου είδους αναλύσεις, αυτό της ενδογένειας.

Το βασικό μοντέλο προς εκτίμηση είναι :

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it} \quad \forall i=1, \dots, N, \quad t=1, \dots, T.$$

Στο υπόδειγμα μας ως διαστρωματικά στοιχεία θεωρούμαι τις εισηγμένες επιχειρήσεις του κατασκευαστικού κλάδου. Το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιήσουμε είναι της μορφής :

$$\text{MARKET_CAP} = C(1)*\text{NET_BOOK_VALUE} + C(2)*\text{GDP_GROWTH} + \\ C(3)*\text{CONSTR_RATE} + C(4)*\text{BT} + C(5)$$

Όπου :

MARKET_CAP : Κεφαλαιοποίηση εισηγμένων επιχειρήσεων στις 31/12 κάθε έτους

NET_BOOK_VALUE : Πραγματική Λογιστική Αξία των Επιχειρήσεων βάση των ισολογισμών για την περίοδο 2007-2020

GDP_GROWTH : Ετήσια μεγέθυνση του ΑΕΠ της χώρας

CONSTR_RATE : Δείκτης κατασκευών σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ

BT : (Business Transformation) Ψευδομεταβλητή που ενσωματώνει τις μεταβολές που προκύπτουν από την συμμετοχή της εταιρίας σε εταιρικό μετασχηματισμό και παίρνει τις τιμές 0 και 1. Ως 0 ορίζονται οι περίοδοι που δεν υπήρχε κάποια μεταβολή και ως 1 ορίζεται το έτος προέκυψε εταιρικός μετασχηματισμός και ο αμέσως επόμενος.

Πάνω στο βασικό μοντέλο μας θα ερευνήσουμε τρεις διαφορετικές εκτιμήσεις. Πρώτα την κλασική pooled regression analysis, δεύτερη την εκτίμηση με σταθερές επιδράσεις και τέλος την εκτίμηση με τυχαίες επιδράσεις. Για κάθε εκτίμηση θα διεξαχθεί ο κατάλληλος έλεγχος σημαντικότητας του δείγματος και τέλος θα αναλύσουμε ποια εκτίμηση είναι αυτή που ερμηνεύει καλύτερα τα δεδομένα μας.

Για την δημιουργία του μοντέλου έχουμε μετατρέψει τα δεδομένα σε λογαριθμική μορφή. Υπάρχουν δύο κύριοι λόγοι που χρησιμοποιούμε λογαριθμικές μετατροπές των δεδομένων. Το πρώτο είναι να ανταποκριθούμε στις λοξότητες ως προς τις μεγάλες τιμές, δηλαδή περιπτώσεις στις οποίες ένα ή μερικά σημεία είναι πολύ μεγαλύτερα από το μεγαλύτερο μέρος των δεδομένων. Με άλλα λόγια, ο μετασχηματισμός αυτός μειώνει ή αφαιρεί τη λοξότητα των αρχικών δεδομένων και τα μετατρέπει σε μια σχετικά κανονική κατανομή. Το δεύτερο είναι ώστε να δείξουμε ποσοστιαία μεταβολή ή πολλαπλασιαστικούς παράγοντες.

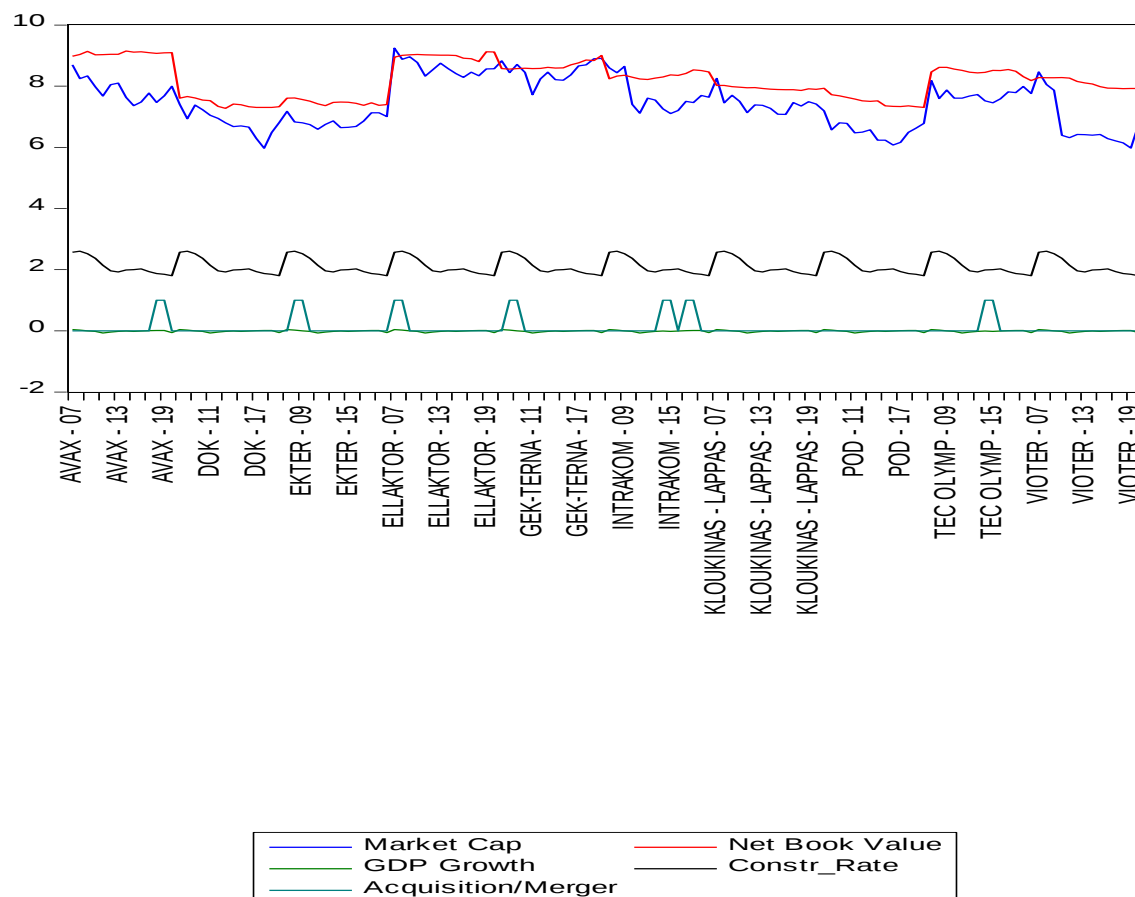
Για να αντιμετωπίσουμε το πρόβλημα των αρνητικών έχει χρησιμοποιηθεί ο παρακάτω τύπος για την μετατροπή :

$$\text{Log}[(x_i + (x_i + 1)^2)]$$

Εκτιμήσεις Μοντέλου

Σχέση δεδομένων

Ξεκινώντας παρουσιάζουμε (Διάγραμμα 3.4) την σχέση των δεδομένων μας διαχρονικά :



Διάγραμμα 3.4: Γραφική Παρουσίαση Δεδομένων

Μεταξύ των δεδομένων παρατηρούμε μια συσχέτιση ιδιαίτερα μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (Market_Cap) και της λογιστικής αξίας των εταιριών(Net_Book_Value). Θεωρούμε ότι αυτές οι 2 μεταβλητές θα έχουν ένα υψηλό βαθμό αυτοσυσχέτισης καθώς οι κινήσεις τους στο διάγραμμα φαίνεται να συμπίπτουν. Η μεγέθυνση του ΑΕΠ και ο κατασκευαστικός δείκτης επίσης φαίνεται να έχουν μια θετική επίδραση στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών που μελετάμε, το οποίο μπορεί να ερμηνευτεί και από την οικονομική θεωρία καθώς μεγαλύτερη μεγέθυνση οδηγεί σε αύξηση επενδύσεων στον κατασκευαστικό κλάδο και επομένως αύξηση της αγοραίας αξίας των εταιριών. Τέλος, η επίδραση που προκύπτει από κάποιον εταιρικό

μετασχηματισμό δεν είναι πλήρως ξεκάθαρη από το διάγραμμα, και θα πρέπει να μελετήσουμε τα αποτελέσματα από τις εκτιμήσεις των μοντέλων μας.

1. Εκτίμηση Pooled OLS Regression

Πίνακας 3.3: Δεδομένα Εκτίμησης Pooled OLS Regression

Dependent Variable: MARKET_CAP				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2007 2020				
Periods included: 14				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 140				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NET_BOOK_VALUE	1.045714	0.068401	15.28792	0
GDP_GROWTH	2.425297	1.530603	1.584537	0.1154
CONSTR_RATE	0.58649	0.23563	2.48903	0.014
ACQUISITION_MERGER	-0.161816	0.138601	-1.1675	0.2451
C	-2.283644	0.726478	-3.143443	0.0021
R-squared	0.664281	Mean dependent var		7.472097
Adjusted R-squared	0.651754	S.D. dependent var		0.803394
F-statistic	53.02859			
Prob(F-statistic)	0			

Η εκτιμώμενη συνάρτηση είναι η :

$$\text{MARKET_CAP} = -2.10 + 1.045 \times \text{NET_BOOK_VALUE} + 2.61 \times \text{GDP_GROWTH} + 0.5 \times \text{CONSTR_RATE} - 0.15 \times \text{ACQUISITION_MERGER}$$

Όπως παρατηρήθηκε και από το διάγραμμα η λογιστική αξία των επιχειρήσεων, το ΑΕΠ και ο κατασκευαστικός δείκτης επηρεάζουν θετικά την αξία της κεφαλαιοποίησης. Από την άλλη, η περίοδος που προκύπτει κάποιος εταιρικός μετασχηματισμός φαίνεται ότι επηρεάζει αρνητικά την κεφαλαιοποίηση των εταιριών. Η εξήγηση του παραπάνω προέρχεται ότι ένας εταιρικός μετασχηματισμός ναι μεν έρχεται και διορθώνει κάποιες δυσμενείς συνθήκες οι οποίες οδηγούν τις εταιρείες σε τέτοιες κινήσεις ώστε να διορθώσουν τυχόν κρίσεις, όμως παρόλα αυτά η διαδικασία αυτή έχει αντίκτυπο στην αγορά η οποία αντιδράει και οδηγεί σε μείωση της αξίας των μετοχών τους. Η θετική αντίδραση της αγοράς σε τέτοιες κινήσεις προκύπτει συνήθως μέσα σε χρονικό διάστημα 4-5 ετών από την περίοδο του εταιρικού μετασχηματισμού.

Όσον αφορά τις εκτιμήσεις του υποδείγματος προκύπτουν αρκετά προβλήματα. Ο εκτιμητής του σταθερού όρου και της ψευδομεταβλητής που χρησιμοποιήσαμε είναι μη στατιστικά σημαντικοί ($\text{prob} > 0.05$). Επιπλέον ο συντελεστής προσδιορισμού κρίνεται χαμηλός στο 66%.

Ο συνδυασμός των ανωτέρω μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το μοντέλο που έχουμε εκτιμήσει επηρεάζεται από μεταβλητές οι οποίες δεν έχουν συμπεριληφθεί. Ένα βασικό στοιχείο της ανάλυσης μέσω panel data είναι ότι μπορούμε να απομονώσουμε αυτές τις επιδράσεις και να τις χαρακτηρίσουμε ως σταθερές ή μεταβλητές. Η ανάλυση των παραπάνω παρουσιάζεται παρακάτω.

2. Εκτίμηση Pooled OLS Regression με την μέθοδο των σταθερών επιδράσεων (Cross Section Fixed Effect)

Πίνακας 3.4: Δεδομένα Εκτίμησης με Σταθερές Επιδράσεις

Dependent Variable: MARKET_CAP
Method: Panel Least Squares
Sample: 2007 2020
Periods included: 14
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NET_BOOK_VALUE	0.713617	0.260755	2.736731	0.0071
GDP_GROWTH	2.767238	1.013502	2.730372	0.0072
CONSTR_RATE	0.561036	0.118635	4.729082	0
ACQUISITION_MERGER	-0.26486	0.097828	-2.707409	0.0077
C	0.49276	2.057215	0.239528	0.8111

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.853249	Mean dependent var	7.472097
Adjusted R-squared	0.838108	S.D. dependent var	0.803394
S.E. of regression	0.323252		
Sum squared resid	13.16596		
Log likelihood	-33.17087		
F-statistic	56.35375		
Prob(F-statistic)	0		

Το νέο υπόδειγμα είναι της μορφής:

$$\text{MARKET_CAP} = + 0.49 + 0.71 \cdot \text{NET_BOOK_VALUE} + 2.76 \cdot \text{GDP_GROWTH} + 0.561 \cdot \text{CONSTR_RATE} - 0.26 \cdot \text{ACQUISITION_MERGER} + [\text{CX}=\text{F}]$$

Όπου [CX=F] οι σταθερές επιδράσεις των εταιριών :

Πίνακας 3.5: Σταθερές Επιδράσεις ανά εξεταζόμενη εταιρία

COMPANY	Effect
AVAX	-0.193688
DOK	-0.135194
EKTER	-0.091081
ELLAKTOR	0.589698
GEK-TERNA	0.686167
INTRAKOM	0.129911
KLOUKINAS - LAPPAS	0.117905
POD	-0.469255
TEC OLYMP	0.069404
VIOTER	-0.703866

Με την παραπάνω ανάλυση θεωρούμε ότι υπάρχουν ξεχωριστές ατομικές επιδράσεις για κάθε μια από τις επιχειρήσεις που μελετάμε οι οποίες θεωρούνται σταθερές.

Παρατηρούμε αρκετά σημαντική βελτίωση τόσο στον συντελεστή προσδιορισμού, $R^2 = 85\%$ όσο και στις εκτιμήσεις των παραμέτρων όπου μόνο σταθερός όρος είναι μη στατιστικά σημαντικός και μπορεί να απαλειφθεί από το υπόδειγμα μας. (prob = 0.81>0.05). Επιπροσθέτως και το υπόδειγμα χαρακτηρίζεται στατιστικά σημαντικό καθώς η πιθανότητα της στατιστικής F είναι μικρότερη του 0.05. (Prob.[Fstat] = 0)

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις η λογιστική αξία των εταιριών, η μεγέθυνση του ΑΕΠ και ο δείκτης του κατασκευαστικού κλάδου επηρεάζουν θετικά την κεφαλαιοποίηση των προς μελέτη και εκτίμηση εταιριών. Η ψευδομεταβλητή, δηλαδή η ύπαρξη ενός εταιρικού μετασχηματισμού και εδώ επηρεάζει αρνητικά την εξαρτημένη μεταβλητή μας.

Πίνακας 3.6: Έλεγχος Υποδείγματος Fixed Effects

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.090504	-9,126	0
Cross-section Chi-square	116.130399	9	0

Ο έλεγχος για το υπόδειγμα των Fixed Effects γίνεται αποδεκτός οπότε μπορούμε να πούμε ότι οι παραπάνω εκτιμήσεις είναι αξιόπιστες για το υπόδειγμα μας.

3. Εκτίμηση Pooled OLS Regression με την μέθοδο των τυχαίων επιδράσεων (Cross Section Random Effect)

Πίνακας 3.6: Δεδομένα Εκτίμησης με Τυχαίες Επιδράσεις

Dependent Variable: MARKET_CAP
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Sample: 2007 2020
 Periods included: 14
 Cross-sections included: 10
 Total panel (balanced) observations: 140
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NET_BOOK_VALUE	0.92432	0.164834	5.607569	0
GDP_GROWTH	2.781065	1.013195	2.744847	0.0069
CONSTR_RATE	0.524579	0.113453	4.623743	0
ACQUISITION_MERGER	-0.25776	0.097634	-2.640069	0.0093
C	-1.158447	1.319041	-0.87825	0.3814

Weighted Statistics

R-squared	0.427031	Mean dependent var	1.643225
Adjusted R-squared	0.410054	S.D. dependent var	0.420762
S.E. of regression	0.323179	Sum squared resid	14.1
F-statistic	25.15371		
Prob(F-statistic)	0		

Η εκτίμηση μέσω των τυχαίων επιδράσεων όπως και αυτή των σταθερών, δίνει στατιστικά σημαντικούς εκτιμητές εκτός από τον σταθερού όρου. Παρόλα αυτά λόγω του χαμηλού συντελεστή προσδιορισμού γίνεται αντιληπτό ότι οι τυχαίες επιδράσεις δεν περιλαμβάνουν όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή.

Πίνακας 3.7: Έλεγχος Υποδείγματος Random Effects

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0	4	1

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Βάσει του ελέγχου για το υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων ο στατιστικός έλεγχος το απορρίπτει οπότε οι παραπάνω εκτιμήσεις δεν είναι αξιόπιστες για το υπόδειγμα μας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο παραπάνω μέρος παρουσιάστηκε ένα υπόδειγμα μελέτης της κεφαλαιοποίησης των μεγαλύτερων εισηγμένων εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε μέσω της μεθόδου των panel data. Από τα τρία υποδείγματα αυτό που περιγράφει καλύτερα την εξαρτημένη μεταβλητή είναι η ανάλυση με σταθερές επιδράσεις μεταξύ των εταιριών. Το ΑΕΠ, η λογιστική αξία των εταιριών και ο κατασκευαστικός δείκτης επηρεάζουν θετικά την κεφαλαιοποίηση ενώ η ψευδομεταβλητή που ορίζει την περίοδο του εταιρικού μετασχηματισμού ασκεί αρνητική επίδραση.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι εταιρείες που προχωράνε σε εταιρικούς μετασχηματισμούς δεν βελτιώνουν άμεσα την κεφαλαιοποίηση τους. Βέβαια, αυτό που γίνεται αντιληπτό είναι ότι οι εταιρικοί σχηματισμοί δεν πραγματοποιήθηκαν μόνο για την οικονομική μεγέθυνση των εταιριών, αλλά και για να μπορέσουν να απορροφήσουν κραδασμούς και κρίσεις που προέκυψαν στον κατασκευαστικό κλάδο από την μείωση των επενδύσεων και την συρρίκνωση της ελληνικής οικονομίας.

Μέσα λοιπόν από την παρούσα διπλωματική εργασία, συμπεραίνεται ότι οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές αποτελούν ένα πολύπλοκο εργαλείο εταιρικής στρατηγικής, όπου απαιτείται προσεκτική και ενδελεχής σχεδίαση του προκειμένου να αποφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα. Σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να αξιολογούνται και να διαμορφώνονται με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες των συμβαλλόμενων μερών και λαμβάνοντας υπόψη τη βιωσιμότητα, τα οικονομικά στοιχεία, τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και την ιστορική και προσδοκώμενη ανάπτυξη της εταιρίας στόχου, προκειμένου να συμβάλουν στην ανάπτυξη της νέας εταιρίας είτε από άποψη κερδοφορίας είτε ισχυροποίησης και εδραίωσης στον κλάδο δραστηριοποίησης της.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική:

Αυγητίδης Δ. (2019), Το νέο δίκαιο των εταιρικών μετασχηματισμών, ο Ν. 4601/19, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών, Τεύχος 266, Φεβρουάριος 2019

Αλεξανδρίδου Ε. (2012), Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών – Προσωπικές και Κεφαλαιουχικές Εταιρίες, Νομική Βιβλιοθήκη

Ηλιοκαύτου Δ. (2007), Πρακτικός Οδηγός Ανωνύμων Εταιριών, Έκδοση 11η, Τόμος Α', Εκδόσεις Ηλιοκαύτου Ε. και Σια Ο.Ε

Καραγιάννης Ι., Καραγιάννη Α., Καραγιάννης Δ. (2012), Συστάσεις-Μετατάξεις-Συγχωνεύσεις-Απορροφήσεις-Λύσεις&Εκκαθαρίσεις Επιχειρήσεων στην Πράξη, 6η έκδοση-Θεσσαλονίκη: Καραγιάννης Ιωάννης

Κιάντου – Παμπούκη Α. (1963), Συγχώνευσις Εμπορικών Εταιριών

Κυριαζής Δ. (2007), Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Αθήνα: Εκδόσεις Κων/νου Σμπίλια και Σια Ο.Ε

Λεοντάρη Μ. (2008), Μετατροπή-Συγχώνευση & Διάσπαση Εταιριών, 5η έκδοση-Αθήνα: Εκδόσεις Πάμισος

Παζάρσκη Μ. (2008), “Διερεύνηση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών επιχειρήσεων στην Ελλάδα με την εφαρμογή στατιστικών μεθόδων”, Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

Παπαδάκης Β. (2007), Στρατηγική των επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία, 5η έκδοση-Αθήνα: Εκδόσεις Ε.Μπένου

Παπαδάκης Β. (2016), Στρατηγική των Επιχειρήσεων : Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία, 7η Έκδοση, Εκδόσεις Ε. Μπένου

Περάκης Ε. (2001), Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Μετασχηματισμοί Εταιριών, Μετατροπή, Συγχώνευση, Διάσπαση, Εξαγορά (Άρθρα 66-89 κ.ν. 2190/1920), Τόμος Όγδοος, Β' Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη

Ρόκας Ν. (2018), Εμπορικές Εταιρίες, 8η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη

Σακέλλης Ε. (1991), Η εκτίμηση της αξίας επιχειρήσεως – Συγχωνεύσεις και Μετατροπές Εταιριών (από άποψη Νομική, Φορολογική, Λογιστική), Εκδόσεις Βρύκουζ

Ψυχομάνης Σ. (2018), Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Γ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη

Ξένη:

Dodd, P. and Ruback, R. (1977), “Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.5(3), pp.351-373

Franks, J. and Mayer, C. (1996), “Hostile takeovers and the correction of managerial failure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.40(1), pp.163-181.

Gugler, K., Mueller, D. C. and Weichselbaumer, M. (2012), “The determinants of merger waves: An international perspective”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol.30(1), pp. 1-15

Sirower M. (1997), *The synergy trap: how companies lose the acquisition game*, New York, Free Press

Sudarsanam, S. (2003), *Creating value from mergers and acquisitions: the challenges: an integrated and international perspective*, Prentice Hall International, London

Pearce II, J. A. and Robinson Jr, R. B. (2004), “Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth”, *Business Horizons*, Vol.47(5), pp.15-24.

Ιστοσελίδες:

<http://www.euro2day.gr>

<http://www.pwc.com>

<https://www.naftemporiki.gr/>

<https://www.capital.gr/>

<https://www.athexgroup.gr/el/>

<https://www.taxheaven.gr/law/4601/2019>