

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ  
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ  
Ι Δ Ρ Υ Μ Α



ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

**Τ.Ε.Ι. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ**

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

---

## ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

---

# ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ  
ΑΕΓΕΑΝ ΑΙΡΛΙΝΕΣ & ΟΛΥΜΠΙΚ ΑΙΡ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΓΙΑΚΟΥΜΑΤΟΣ ΣΤΕΦΑΝΟΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ: ΚΟΥΒΕΛΙΩΤΗ ΓΕΩΡΓΙΑ

ΚΑΛΑΜΑΤΑ 2018

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

---

Η παρούσα πτυχιακή εργασία πραγματεύεται το θέμα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών και σκοπεύει να μελετήσει και καταγράψει τις πιο σημαντικές παραμέτρους που επηρεάζουν τις διαδικασίες την επίδραση αυτών στο επιχειρησιακό περιβάλλον. Συγχωνεύσεων και Εξαγορών μεταξύ των επιχειρήσεων . Πιο συγκεκριμένα η δομή του περιεχομένου της εργασίας χωρίζεται, σε τέσσερα κεφάλαια.

Το πρώτο κεφάλαιο της εργασίας αποτελεί την εισαγωγή στο φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Αναλυτικότερα, αναφέρονται οι ορισμοί, τα είδη και οι διαφορές μεταξύ των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών. Επίσης παρουσιάζονται οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις να πάρουν αποφάσεις συμμετοχής τους σε διαδικασίες συγχωνεύσεων και εξαγορών, αλλά και τα μειονεκτήματα που τις απωθούν από αυτές. Τέλος, αναλύονται τα στάδια διαδικασίας υλοποίησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αρχικά μια παρουσίαση της ιστορίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο. Ειδικότερα, καταγράφονται τα «κύματα» των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών και αναλύεται το εθνικό και ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας και απόδοσης, καθώς επίσης και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της επιτυχίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών.

Το τρίτο κεφάλαιο επικεντρώνεται στην μελέτη και ανάλυση της εξαγοράς της Ολυμπιακής Αεροπορίας από την Αεροπορία Αιγαίου. Μετά από σύντομη αναφορά στην ιστορία των εταιριών, ακολουθούν πληροφορίες που αφορούν στο ιστορικό της εξαγοράς.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται λεπτομερώς η έρευνα για την επίπτωση της εξαγοράς στα αποτελέσματα της εταιρίας για το χρονικό διάστημα εννέα ετών (2009 – 2017). Συγκεκριμένα, γίνεται παρουσίαση της μεθοδολογίας που ακολουθήσαμε κατά τη διενέργεια της εν λόγω έρευνας και ανάλυση των αριθμοδεικτών μέτρησης απόδοσης που επιλέξαμε. Επίσης καταγράφηκαν οι τάσεις της μετοχής της εταιρίας σε σχέση με την τάση του χρηματιστηριακού δείκτη, για την ίδια ελεγχθείσα χρονική περίοδο. Στη συνέχεια καταγράφονται τα αποτελέσματα της έρευνας και τα τελικά συμπεράσματα στα οποία οδηγηθήκαμε.

## Πίνακας περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Εισαγωγή .....	5
1.1 Βασικές έννοιες - Ορισμοί.....	6
1.2 Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών .....	7
1.2.1 Με βάση τη μορφή της συναλλαγής .....	7
1.2.2 Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας .....	8
1.2.3 Με βάση τη στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ..	9
1.2.4 Με βάση τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος .....	10
1.3 Διαφορές μεταξύ Συγχώνευσης & Εξαγοράς.....	12
1.4 Κίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών .....	13
1.4.1 Οικονομικές Θεωρίες.....	13
1.4.2 Διοικητικές Θεωρίες .....	15
1.4.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες.....	16
1.5 Λόγοι αποτυχίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών .....	16
1.6 Στάδια διαδικασίας υλοποίησης .....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	20
2.1 «Κύματα» των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών .....	20
2.1.1 Κύματα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στις Η.Π.Α. ....	20
2.1.2 Τα κύματα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση .....	24
2.1.3 Οι Συγχωνεύσεις & οι Εξαγορές στην Ελλάδα.....	26
2.2 Νομικό πλαίσιο .....	27
2.2.1 Εθνική νομοθεσία .....	27
2.2.2 Ευρωπαϊκή νομοθεσία .....	29
2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας και απόδοσης Συγχωνεύσεων & Εξαγορών .....	31
2.3.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας .....	31
2.3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες απόδοσης .....	31
2.4 Μέθοδοι αξιολόγησης επιτυχίας των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών.....	33
2.4.1 Μελέτες λογιστικής.....	34

2.4.2 Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων .....	35
2.4.3 Μελέτες που βασίζονται σε δηλώσεις στελεχών .....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....	36
3.1 Η ιστορία της Ολυμπιακής Αεροπορίας / Olympic Air .....	36
3.2 Η ιστορία της Αεροπορίας Αιγαίου .....	36
3.3 Εξαγορά της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου .....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Έρευνα.....	40
4.1 Μεθοδολογία.....	40
4.2 Αριθμοδείκτες μέτρησης απόδοσης.....	43
Συμπεράσματα Έρευνας .....	49
Βιβλιογραφία .....	50

## Ευρετήριο Πινάκων

<i>Πίνακας 1:</i> Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (2009 – 2017).....	41
<i>Πίνακας 2:</i> Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης (2009 – 2017).....	42
<i>Πίνακας 3:</i> Τιμή μετοχής Αεροπορίας Αιγαίου και τιμή Γενικού Δείκτη Χ.Α. στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους .....	47
<i>Πίνακας 4:</i> Εξέλιξη αριθμοδεικτών 2009 – 2017.....	48

## Ευρετήριο Διαγραμμάτων

<i>Διάγραμμα 1:</i> Απεικόνιση του Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ..	43
<i>Διάγραμμα 2:</i> Απεικόνιση του Δείκτη Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους.....	44
<i>Διάγραμμα 3:</i> Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων .....	45
<i>Διάγραμμα 4:</i> Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α. ....	46

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Εισαγωγή

---

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και αυξανόμενος ανταγωνισμός αναπόφευκτα οδηγεί τις επιχειρήσεις σε επενδυτικές κινήσεις οι οποίες κυρίως βασίζονται στις επιχειρηματικές συμπράξεις οι οποίες μέσα από την αλλαγή της εταιρικής διάρθρωσης έχουν ως βασικό στόχο την ενδυνάμωση της θέσης τους στην αγορά. Τέτοιες δραστηριότητες είναι οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές είναι ένα φαινόμενο που έκανε την εμφάνισή του για πρώτη φορά στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα, αλλά τα τελευταία χρόνια έλαβε μαζικότερο και δυναμικότερο χαρακτήρα με αποτέλεσμα να αποτελεί έναν από τους βασικούς τρόπους υλοποίησης στρατηγικών ανάπτυξης της δραστηριότητας των επιχειρήσεων.

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές βοηθούν σε σημαντικό βαθμό τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις να αναπτυχθούν οργανικά, ανάλογα με τα κίνητρα και τις προτεραιότητες τους, με τρόπο που να ευνοεί την ανάπτυξη τους και να περιορίζει τους όποιους δυνητικούς σχετικούς κινδύνους.

Η ολοκληρωμένη αξιολόγηση των σημαντικότερων παραγόντων που πρέπει να ληφθούν υπόψη στην διαδικασία Συγχωνεύσεων και Εξαγορών επηρεάζει καθοριστικά το τελικό αποτέλεσμα, καθώς η τυχόν αναποτελεσματική διαχείρισή τους θα οδηγήσει κατά πάσα πιθανότητα σε αποτυχία της διαδικασίας. Τέλος, η νομοθεσία που προδιαγράφει τις διαδικασίες συγχωνεύσεων και εξαγορών, παίζει επίσης, σημαντικό ρόλο στην ομαλή λειτουργία του ελεύθερου ανταγωνισμού.

## 1.1 Βασικές έννοιες - Ορισμοί

---

Αρκετές προσπάθειες έχουν γίνει για την απόδοση της έννοιας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Σε άλλες περιπτώσεις οι όροι ερμηνεύονται με βάση την οικονομική τους διάσταση και σε άλλες με βάση τις διοικητικές αποφάσεις. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν παύουν να αποτελούν ένα σύγχρονο εργαλείο για τη διοίκηση και διαχείριση των επιχειρήσεων, με συγκεκριμένες διαδικασίες που αφορούν στην ενοποίηση και ενσωμάτωση των περιουσιακών τους στοιχείων, με σκοπό την ανάπτυξη και την κερδοφορία.

Σύμφωνα με τη Βασιλική Γεωργακοπούλου (2001), «Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιρειών σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης», ενώ «οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά /ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου.»

*Συγχώνευση* είναι η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό & Παθητικό) της απορροφώμενης εταιρίας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισθείσας σχέσεως ανταλλαγής. Κατόπιν αυτών, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, δηλαδή λύεται χωρίς να εκκαθαρίζεται, ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της (Κυριαζής, 2016).

*Εξαγορά* είναι η διαδικασία απόκτησης ενός τμήματος ή και ολόκληρης της επιχείρησης έναντι μετρητών, κατά την οποία η αγοράστρια εταιρεία αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί και να εξακολουθεί να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου. Με αυτόν τον τρόπο η εξαγοραζόμενη επιχείρηση γίνεται θυγατρική εταιρεία της εξαγοράζουσας (Κυριαζής, 2016).

Σύμφωνα με άλλες αναφορές, «*Συγχώνευση* ονομάζεται η ενοποίηση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση. Στη συνέχεια, η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου, ενώ η απορροφώσα τη διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της» (Κυριαζής, 2007).

Κατά τον Παπαδάκη (2002), «*Εξαγορά* ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής σε άλλη, έναντι χρηματικού ανταλλάγματος» .

## 1.2 Είδη Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία η διάκριση των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών πραγματοποιείται με βάση πολλαπλά κριτήρια. Πιο συγκεκριμένα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση: τη μορφή της συναλλαγής, τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητάς τους, τη διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας, το αντικείμενο εργασιών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, τις επιδιώξεις της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, κ.ά.

### 1.2.1 Με βάση τη μορφή της συναλλαγής

*Συγχώνευση με απορρόφηση* είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφούμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε άλλη προϋπάρχουσα ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων (Ενεργητικό και Παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία και, ενδεχομένως, έναντι καταβολής συμψηφιστικού ποσού σε μετρητά το οποίο δεν υπερβαίνει το 10% της ονομαστικής αξίας των τίτλων (Παράγραφος 2, Άρθρο 68, Νόμος 2190/1920).

*Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας* είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν

σε ανώνυμη εταιρεία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (Ενεργητικό και Παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους, μετοχών εκδιδόμενων από την νέα εταιρεία και, ενδεχομένως, ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται (Παράγραφος 3, Άρθρο 68, Νόμος 2190/1920).

*Εξαγορά με δημόσια προσφορά.* Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια πρόσκληση προς την αγορά, συνήθως, του πλειοψηφικού πακέτου των κοινών μετοχών μιας εταιρείας σε σταθερή τιμή, μέσα σε συγκεκριμένη προθεσμία. Στη συνέχεια οι μέτοχοι καταθέτουν τις μετοχές που απέκτησαν στην εξαγοράζουσα εταιρεία, η οποία τους αποδίδει ως αντάλλαγμα είτε χρήματα είτε κοινές μετοχές της εταιρείας που προέκυψε από την εξαγορά (Pazarskis et al. 2014).

### 1.2.2 Με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας

*Οριζόντια συγχώνευση* είναι η πράξη κατά την οποία ενοποιούνται εταιρείες του ίδιου κλάδου, χωρίς να μεταβάλλεται το αντικείμενο παραγωγής τους. Με την ενοποίηση αυτή αντιμετωπίζεται καλύτερα ο ανταγωνισμός και εξοικονομείται λειτουργικό κόστος. Η οριζόντια ολοκλήρωση αποτελεί έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά, αυξάνει τις πιθανότητες απόκτησης κυριαρχίας στην αγορά και επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αυτού του τύπου συμβάλλουν σημαντικά στην αύξηση της κυριαρχίας στις αγορές, με το να δημιουργούν εμπόδια εισόδου στους ανταγωνιστές, μέσω της απόκτησης μεγάλων μεριδίων της αγοράς και των δικτύων διανομής των εξαγοραζόμενων μονάδων (Γεωργακόπουλος, 2004).

*Κάθετη συγχώνευση* είναι η πράξη κατά την οποία ενοποιούνται εταιρείες με διαφορετικό αντικείμενο παραγωγής. Ο σκοπός της κάθετης συγχώνευσης είναι, η επέκταση της παραγωγικής δραστηριότητας της εταιρείας σε προϊόντα ή υπηρεσίες, που θα ενισχύσουν την δική παραγωγή. Με αυτόν τον τρόπο οι εταιρείες επιδιώκουν τον περιορισμό του κόστους παραγωγής, την ανταλλαγή τεχνογνωσίας και γενικότερα τη βελτίωση της θέσης τους στην αγορά, με αποτέλεσμα την αποδέσμευσή τους από προμηθευτές και μεταφορείς. (Γεωργακόπουλος, 2004).



Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η οριζόντια συγχώνευση να πραγματοποιείται συνήθως μεταξύ ανταγωνιστικών εταιρειών, ενώ η κάθετη μεταξύ προμηθευτών-πελατών.

*Ασυσχέτιστη συγχώνευση* είναι η πράξη κατά την οποία συγχωνεύονται εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους και τομείς της οικονομίας. Το πλεονέκτημα αυτής της μορφής συγχώνευσης είναι επίσης η μείωση των λειτουργικών εξόδων, αλλά υπάρχει και ο κίνδυνος υπερανάπτυξης της νέας εταιρείας με αποτέλεσμα η διαχείριση της να είναι εξαιρετικά δύσκολη. Παρόμοια συγχώνευση είναι η *συγχώνευση επέκτασης αγοράς*, όπου οι εταιρείες πωλούν τα ίδια προϊόντα σε διαφορετικές αγορές και η *συγχώνευση επέκτασης προϊόντων*, στην οποία στην ίδια αγορά πωλούνται διαφορετικά προϊόντα.

*Κυκλική συγχώνευση* η διαδικασία κατά την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες που συγχωνεύονται, δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά, με ίδια κανάλια διανομής και διαφορετικά προϊόντα, προκειμένου να αυξηθεί το εύρος των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και το μερίδιο αγοράς τους (Παπαδάκης, 2012).

### *1.2.3 Με βάση τη στάση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης επιχείρησης*

Οι κύριες κατηγορίες είναι οι ακόλουθες (Morck R., Shleifer A. And Vishny R.,1987):

*Φιλική εξαγορά* πραγματοποιείται με τη συναίνεση των διοικήσεων των εμπλεκόμενων εταιρειών, οι οποίες συμφωνούν το αντίτιμο της εξαγοράς και ενημερώνουν τους μετόχους σχετικά, προκειμένου αυτοί στη συνέχεια να εγκρίνουν τη συμφωνία.

*Επιθετική Εξαγορά* είναι η πράξη κατά την οποία η διοίκηση της επιχείρησης-στόχου αντιδρά στην επιχειρούμενη εξαγορά. Η πρόταση της επιτιθέμενης εταιρείας απευθύνεται άμεσα στους μετόχους της άλλης εταιρείας στους οποίους προτείνεται η πώληση των μετοχών τους έναντι συγκεκριμένης τιμής ή η ανταλλαγή μετοχών των δύο εταιρειών με βάση συγκεκριμένη αναλογία ή ένας συνδυασμός και των δύο μεθόδων.

Συνήθως η αντίδραση αφορά είτε στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου είτε στο αντίτιμο της εξαγοράς και αυτό συχνά αντιμετωπίζεται με δημόσια προσφορά στους μετόχους από την εταιρεία που προτίθεται να εξαγοράσει.

#### *1.2.4 Με βάση τον τρόπο πληρωμής του τιμήματος*

Οι κύριες κατηγορίες αυτού του είδους συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι οι εξής :

Όταν η εξαγοράζουσα εταιρεία αγοράζει μετοχές της εταιρείας- στόχου και έτσι αποκτά και τον έλεγχό της, γεγονός που οδηγεί την εξαγοράζουσα εταιρεία στην απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας- στόχου , άλλα και όλων των υποχρεώσεών του, πολλές φορές με υψηλό κίνδυνο.

Η εξαγοράζουσα αγοράζει τα πάγια της εταιρείας- στόχου. Η εταιρεία- στόχος από αυτή την εκποίηση πληρώνει τους μετόχους με μερίσματα ή ρευστά. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να υπάρχει πρόβλημα με τη φορολογία, καθώς σε διάφορες χώρες η μεταβίβαση των παγίων δεν χαίρει φορολογικών απαλλαγών, σε αντίθεση με τη μεταβίβαση μετοχών όπου συνήθως υπάρχει ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση.

Η εξαγοράζουσα εταιρεία μπορεί να προβεί στην εξαγορά με δικά της ρευστά διαθέσιμα ή, όπως συνηθίζεται, να δανειστεί μέσω τράπεζας ή ομολογιακού δανείου. Οι εξαγορές αυτές που γίνονται με δανειακά κεφάλαια ονομάζονται *εξαγορές με δανειακές εγγυήσεις (Leveraged Buyouts)* και θεωρούνται ιδιαίτερα δημοφιλείς. Θεωρείται ως ένας από τους πλέον επιθετικούς τρόπους μεγέθυνσης της εξαγοράστριας εταιρείας με ταυτόχρονη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου. Τα πάγια της εξαγοραζόμενης εταιρείας ή ακόμα και πάγια της εξαγοράζουσας εταιρείας συνήθως αποτελούν την εγγύηση για τα δάνεια αυτά. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η εξαγορά μεγάλων επιχειρήσεων και η δημιουργία σημαντικών μονάδων με δέσμευση χαμηλού ύψους κεφαλαίων.

Επιπλέον, υπάρχουν και *αντίστροφες εξαγορές με δανειακές εγγυήσεις*, όπου κάποιος μέτοχος εταιρείας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο συμμετάσχει σε δικαιώματα

άλλης εισηγμένης εταιρείας και χρησιμοποιεί τα κεφάλαια που κερδίζει για την εξαγορά της πρώτης και τη βέβαιη εισαγωγή της στο χρηματιστήριο (Soubeniotis *et al.*, 2006).

Η χρηματοδότηση γίνεται εν μέρει με δανειακά κεφάλαια και εν μέρει με μετρητά. Οι συνενώσεις αυτές ονομάζονται *υβριδικές συγχωνεύσεις*.

Η εταιρεία-στόχος είναι κυρίως δημόσιος οργανισμός και έναντι ρευστών που διατίθενται για την εξαγορά χρησιμοποιούνται δανειακά συμβόλαια, με τα οποία οι εξαγοραστές επιτυγχάνουν φορολογικές απαλλαγές, καθώς σε περίπτωση πώλησης των μετοχών που αποκτούν, οι μετοχές δε μετατρέπονται σε ρευστά (ώστε να φορολογηθούν ως εισοδήματα κεφαλαίου) αλλά σε άλλα αξιόγραφα που τυγχάνουν φορολογικής απαλλαγής.

Η εξαγοράζουσα εταιρεία (κυρίως σε αντίστροφη εξαγορά) εκδίδει μετοχές στο όνομά της και τις πουλάει στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρείας. Έτσι, η εξαγοράζουσα δε χρειάζεται να δώσει ρευστά.

Μέρος της διοίκησης της εταιρείας παίρνει την πρωτοβουλία να εξαγοράσει ένα μεγάλο μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ενώ το υπόλοιπο είτε εξαγοράζεται από τράπεζες με τη μορφή επενδύσεων είτε οι τράπεζες δίνουν δανειακά κεφάλαια. Οι εξαγορές αυτές ονομάζονται *διοικητικές εξαγορές*.

Κάποιες ειδικότερες μορφές του φαινομένου των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι οι εξής:

*Εξαγορά Split and Sell* – Σε αυτή την περίπτωση εξαγοράς, η εταιρεία-αγοραστής στοχεύει σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης επιχείρησης όπως το πελατολόγιο της, οι πατέντες, τα κανάλια διανομής κ.ά. Σε αυτή την περίπτωση τα υπόλοιπα λειτουργικά τμήματα της εξαγοραζόμενης επιχείρησης παύουν τη λειτουργία τους, ενώ τα πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία της μεταπωλούνται, ώστε να επανακτηθεί μέρος του κόστους εξαγοράς (Παζάρσκη *et al.*, 2007).

*Εξαγορά Backflip* – Στην εξαγορά "Backflip" που δεν συνηθίζεται στην αγορά, η αγοράστρια εταιρεία μετατρέπεται σε θυγατρική της εταιρείας-στόχου. Αυτό το είδος εξαγοράς μπορεί να συμβεί, όταν η εταιρεία-στόχος είναι γνωστή και εδραιωμένη στην

αγορά, ενώ η αγοράστρια εταιρεία μπορεί να είναι μεγαλύτερη, αλλά λιγότερο γνωστή. (Παζάρσκις et al., 2007).

Μία εξαγορά μπορεί να είναι είτε ολική είτε μερική. Στην πράξη, ανάλογα με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που εξαγοράζεται, μπορούν να διακριθούν τρεις κεντρικές κατηγορίες:

1. Η πλήρης ή ολική εξαγορά : 100%
2. Η πλειοψηφική εξαγορά : 50%-99%
3. Η μειοψηφική εξαγορά : 10%-49%

### 1.3 Διαφορές μεταξύ Συγχώνευσης & Εξαγοράς

Κατά την εξαγορά το Ενεργητικό και το Παθητικό (Καθαρή Θέση + Υποχρεώσεις) της επιχείρησης-στόχος απορροφώνται από την αγοράστρια εταιρεία, η διοίκηση της οποίας είτε διαπραγματεύεται με τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου είτε κάνει δημόσια προσφορά στους μετόχους της. Το υπερβάλλον της λογιστικής αξίας ποσό που καταβάλλεται, καταγράφεται στις λογιστικές καταστάσεις ως υπεραξία.

Κατά τη συγχώνευση, όπου δύο ή περισσότερες εταιρείες συγχωνεύονται και σχηματίζουν μια νέα εταιρεία, οι μετοχές των δύο εταιρειών ανταλλάσσονται με μετοχές της νέας εταιρείας (Παπαδάκης, 2012).

Οι έννοιες συγχώνευση και εξαγορά χρησιμοποιούνται για να δηλώσουν τη συμμετοχή του κεφαλαίου και την ενοποίηση συνένωση των μέχρι πρότινος ανεξάρτητων επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν πλέον μια νέα επιχειρηματική μορφή. Οι έννοιες αυτές που ουσιαστικά εκφράζουν την ίδια κατάσταση διαφοροποιούνται σε ορισμένα σημεία ως ακολούθως:

1. Στο είδος του ανταλλάγματος που προσφέρεται ή συμφωνείται και

2. Στο δικαίωμα λόγου των παλιών ιδιοκτητών της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στο νέο καθεστώς ιδιοκτησίας, το οποίο στην περίπτωση της εξαγοράς είναι ανύπαρκτο, ενώ στην περίπτωση της συγχώνευσης εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής τους στη συγχωνευμένη επιχείρηση (Παπαδάκης, 2007).

Αξίζει να σημειωθεί ότι συνήθως στη βιβλιογραφία οι δύο όροι παρουσιάζονται ως ταυτόσημοι, όταν γίνεται αναφορά στην ένωση δύο ή περισσότερων εταιριών, με ενιαία διοίκηση, κοινούς στόχους και οικονομικά συμφέροντα.

## 1.4 Κίνητρα Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Σύμφωνα με τον Δ. Κυριαζή (2016), τα τελευταία 50 χρόνια έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν τους λόγους που προκαλούν την έντονη δραστηριότητα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Τα κίνητρα για την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων συνοψίζονται στις παρακάτω θεωρίες:

### 1.4.1 Οικονομικές Θεωρίες

Σύμφωνα με τις θεωρίες αυτές, τα κίνητρα των συγχωνεύσεων είναι κυρίως οικονομικά και είναι οι εξής:

#### 1. **Μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων.**

Η υπόθεση αυτή στηρίζεται πάνω στη νεοκλασική οικονομική προσέγγιση [Friedman(1953), Alchian(1950), Becker(1962)], σύμφωνα με την οποία για να επιβιώσουν οι επιχειρήσεις σε ανταγωνιστικό περιβάλλον προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους και κατ' επέκταση τον πλούτο των μετόχων. Έτσι, οι διοικήσεις των εταιριών θεωρούν τις εξαγορές ως ένα επενδυτικό σχέδιο, που θα εφαρμόσουν όταν η καθαρή παρούσα αξία του είναι θετική και μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων (Halpern, 1983). Η δε μεγιστοποίηση των κερδών από τις εξαγορές προκύπτει από:

α) την αύξηση της αποτελεσματικότητας μέσω της μείωσης του κόστους των προϊόντων και παράλληλα μέσω της επίτευξης συνεργειών σε λειτουργικό, διοικητικό και χρηματοοικονομικό επίπεδο.

β) την εδραίωση στην αγορά, κυρίως μέσω της οριζόντιας συγχώνευσης, που μπορεί να οδηγήσει σε μονοπωλιακά κέρδη, δηλαδή σε αύξηση των τιμών λόγω απουσίας ανταγωνιστικών προϊόντων. Στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων, μπορεί αυτό να συμβεί καθώς η εξαγορά ενός βασικού προμηθευτή αυξάνει τα εμπόδια εισόδου άλλων επιχειρήσεων στη αγορά.

- 2. Ασυμμετρία πληροφόρησης.** Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω των διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των εταιρειών-στόχων, που πηγάζουν από την ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών της αγοράς. Η διοίκηση του αγοραστή προχωρά στην προσφορά εξαγοράς εταιρείας γιατί πιστεύει ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη και μπορεί μέσω της εξαγοράς να αναπτυχθεί αξιοποιώντας καλύτερα το δυναμικό της επιχείρησης.
- 3. Θεωρία οικονομικής διατάραξης των αγορών,** του Gort (1969) και αντίδρασης σε εξωγενείς μακροπρόθεσμους παράγοντες, όπως νέες τεχνολογίες, ρευστότητα, κλπ. που ανέδειξαν οι Mitchell and Mulherin (1996) και Harford (2005).
- 4. Θεωρία υπεραντίδρασης της αγοράς & υπερτίμησης της αγοράς.** Η θεωρία της οικονομικής διατάραξης των αγορών του Gort (1969), αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη της θεωρίας της υπεραντίδρασης των αγορών από τους DeBondt and Thaler (1985). Κατά τη θεωρία αυτή, οι αγορές αντιδρούν υπερβολικά σε καλές ή κακές πληροφορίες σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Η σχέση μεταξύ της δραστηριότητας των συγχωνεύσεων και εξαγορών και υπεραντίδρασης των αγορών αποδείχθηκε τελικά στη μελέτη των DeBondt and Thompson (1992). Με το ίδιο σκεπτικό, αποδείχθηκε και η θεωρία των Shleifer and Vishny (2003) που προβλέπει την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων με ανταλλαγή μετοχών, όταν υπάρχει άνοδος των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές.

- 5. Θεωρία παιγνίων.** Σύμφωνα με τους Bensanko, Dranove, Sharley & Schaefer (2003) αντικείμενο της θεωρίας αυτής είναι «η ανάλυση λήψης άριστων αποφάσεων, όταν όλοι εκείνοι που λαμβάνουν τις αποφάσεις δρουν ορθολογικά, και καθένας εξ' αυτών προσπαθεί να προβλέψει τις κινήσεις και αντιδράσεις των υπολοίπων». Στην πράξη, η θεωρία αυτή εκφράζεται στον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αντιδρούν σε ορισμένες πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους. Με τη θεωρία αυτή επίσης εξηγούνται περιπτώσεις συγχωνεύσεων στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας.

### *1.4.2 Διοικητικές Θεωρίες*

Οι θεωρίες αυτές βασίστηκαν στις απόψεις των Marris (1964) και Galbraith (1967), οι οποίες αφορούν στην κατάσταση που επικρατεί σε αγορές που δεν επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός και οι διοικήσεις των εταιρειών να επιδιώκουν την αύξηση μεγέθους αντί για αύξηση των κερδών.

- 1. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης.** Οι Jensen and Meckling (1976) πηγαίνοντας ένα βήμα πιο πέρα διατύπωσαν τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Σε πρόσφατο άρθρο τους, οι Golubov, Petmezas and Travlos (2012) αναφέρουν ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης μπορούν να μειωθούν εάν τα συμφέροντα των διοικήσεων συγκλίνουν με τα συμφέροντα των μετόχων.
- 2. Αλαζονεία των διοικητικών στελεχών.** Η θεωρία αυτή παρουσιάστηκε πρώτη φορά από τον Roll (1986), ο οποίος ισχυρίστηκε ότι τα διευθυντικά στελέχη των αγοραστών τείνουν να πληρώνουν υπερβολικό τίμημα για τις εξαγορές επιχειρήσεων κάνοντας λάθη αποτιμήσεων, που οφείλονται υπερβολική αισιοδοξία και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους να διακρίνουν αγοραστικές ευκαιρίες.

### 1.4.3 Χρηματοοικονομικές Θεωρίες

Οι θεωρίες αυτές αποτελούν ένα μείγμα των οικονομικών και διοικητικών θεωριών, με την έννοια ότι η προώθηση της μεγιστοποίησης των κερδών, προκαλείται από την ίδια την αγορά μέσω του μηχανισμού των εξαγορών.

1. **Εταιρικός έλεγχος της αγοράς.** Ο Manne (1965) διατύπωσε την άποψη ύπαρξης ενός μηχανισμού εταιρικού ελέγχου, που επικρατεί σε κάθε τέλεια ανταγωνιστική αγορά. Επίσης, πολλοί ερευνητές, όπως οι Holl and Pickering (1988), Morck, Shleifer and Vishny (1988), έχουν αποδείξει ότι εταιρείες με χαμηλή απόδοση πριν την προσφορά της εξαγοράς έγιναν αρχικά στόχος εξαγοράς και στη συνέχεια εξαγοράστηκαν, καταδεικνύοντας ότι οι εχθρικές εξαγορές λειτουργούν ως ο πειθαρχικός μηχανισμός της αγοράς.
2. **Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων ή επιλογών.** Η θεωρία αυτή αντιμετωπίζει τις εξαγορές επιχειρήσεων ως μια πιθανή επιλογή έναντι άλλων λύσεων όπως π.χ. εσωτερικός τρόπος ανάπτυξης, στρατηγικές συμμαχίες κλπ.

## 1.5 Λόγοι αποτυχίας Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Πέρα από τους λόγους που ωθούν σε εξαγορές & συγχωνεύσεις, θα πρέπει να εξετασθούν και τα αντικίνητρα ή με άλλα λόγια οι λόγοι αποτυχίας των εξαγορών & συγχωνεύσεων. Οι σημαντικότεροι λόγοι αποτυχίας, κατά τον Β. Παπαδάκη (2007) είναι οι παρακάτω:

- *Ανεπάρκεια αξιολόγησης της εταιρείας - στόχου & έλλειψη στρατηγικού σχεδιασμού*



- **Προσωπικοί λόγοι των διευθυντικών στελεχών** για την εξαγορά και πιθανόν λόγοι προβολής και ιδίων συμφερόντων.
- **Μη ρεαλιστικές προσδοκίες.** Οι υπερβολικές προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές ικανότητες του νέου σχήματος μπορεί να οδηγήσουν στην αποτυχία υλοποίησης των αρχικών στόχων.
- **Υπερβολικό κόστος εξαγοράς.** Ένα από τα μειονεκτήματα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών είναι πως το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται είναι υψηλό. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για μια εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζεται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργειών.
- **Υψηλό κοινωνικό κόστος.** Πολλές μελέτες έχουν δείξει πως, το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού στο 80% των Συγχωνεύσεων ή Εξαγορών υπήρξε μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιήθηκε και με απολύσεις προσωπικού.
- **Αποτυχία γοργής συνένωσης κατά τη διάρκεια της Εξαγοράς & Συγχώνευσης,** με αποτέλεσμα η καθυστέρηση που επέρχεται να αναστέλλει τα αρχικά σχέδια συγχώνευσης.
- **Αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο** καθώς και άλλοι παράγοντες ή μεταβλητές τις οποίες η επιχείρηση δεν μπορεί να ελέγξει.
- **Η οικονομική συγκορία που επικρατεί.** Μία Συγχώνευση ή Εξαγορά μπορεί να μην πετύχει τους στόχους της αποκλειστικά λόγω εξωεπιχειρησιακών καταστάσεων και μακροοικονομικών συνθηκών.

## 1.6 Στάδια διαδικασίας υλοποίησης

---

Για να ολοκληρωθεί επιτυχώς μια προσφορά εξαγοράς θα πρέπει, η υποψήφια αγοράστρια εταιρεία να αποκτήσει τουλάχιστον το 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας-στόχου. Η αγοράστρια εταιρεία πρέπει κατ' αρχήν να επιλέξει την κατάλληλη εταιρεία-στόχο, να οικοδομήσει τους όρους της προτεινόμενης προσφοράς, να κάνει εκτίμηση των συνεργειών και τέλος να προετοιμάσει τη διαδικασία της ενσωμάτωσης. Πιο συγκεκριμένα θα μπορούσαμε να χωρίσουμε τη διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών σε πέντε στάδια<sup>1</sup>:

1. **Ανάπτυξη εταιρικής στρατηγικής και στρατηγικής εξαγορών.** Αυτό το στάδιο περιλαμβάνει την επιλογή της κατάλληλης εταιρικής στρατηγικής που πρέπει να συμβαδίζει με τις επιμέρους στρατηγικές αντιμετώπισης των ανταγωνιστών
2. **Επιλογή κατάλληλης εταιρείας ή πολλών εταιρειών-στόχων.** Για να είναι επιτυχής η στρατηγική μιας εξαγοράς θα πρέπει να γίνεται η σωστή αξιολόγηση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, βάσει δύο κριτηρίων τα οποία είναι:
  - η δημιουργία αξίας από τη συγχώνευση
  - η στρατηγική καταλληλότητα της εταιρείας-στόχου, από πλευράς πόρων και ικανοτήτων
3. **Οικοδόμηση της συμφωνίας και διαπραγμάτευση.** Αναφέρεται στα τεχνικά θέματα που έχουν σχέση με:
  - την επιλογή των κατάλληλων συμβούλων (π.χ. επενδυτικών τραπεζών, δικηγόρων, ορκωτών ελεγκτών ,κλπ.)
  - τον εξονυχιστικό έλεγχο της εταιρείας-στόχου από την κατάλληλη ομάδα ελεγκτών/συμβούλων

---

<sup>1</sup> Η διάκριση αυτή βασίζεται στην προσέγγιση που υιοθετείται από τον Sudarsanam (2003), *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall International, London

- αποτίμηση της εταιρείας-στόχου και καθορισμός της κλίμακας τιμών του premium

4. *Ανάπτυξη των διάφορων τακτικών εξαγοράς από πλευράς της αγοράστριας εταιρείας σύμφωνα με το ισχύον νομικό πλαίσιο.* Η διαδικασία αυτή αφορά σε ενέργειες που πρέπει να γίνουν τόσο κατά την περίοδο πριν από την προσφορά, όσο και μετά από αυτήν, για να κάνουν πιο γρήγορη και λιγότερο δαπανηρή την απόκτηση της εταιρείας-στόχου. Οι ενέργειες αυτές είναι:

- η σταδιακή απόκτηση των μετοχών της εταιρείας-στόχου
- επαφές με τη διοίκηση της εταιρείας-στόχου έτσι ώστε η προσφορά να γίνει φιλική, καθώς έτσι αυξάνεται η πιθανότητα επιτυχίας
- δόμηση των κατάλληλων όρων της προσφοράς

5. *Ενσωμάτωση της εξαγορασθείσας εταιρείας.* Το στάδιο αυτό έχει σχέση με τη διαχείριση των πραγματικών προβλημάτων της εταιρείας που αποκτήθηκε καθώς και επίσης με τη διαχείριση του ανθρώπινου παράγοντα και την ενοποίηση των συστημάτων παραγωγής, οργάνωσης και πληροφόρησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

---

### 2.1 «Κύματα» των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών

---

#### *Ιστορική αναδρομή των κυμάτων Συγχωνεύσεων & Εξαγορών*

Στις Η.Π.Α. οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές έχουν ιστορία άνω των 100 ετών , στο Ηνωμένο Βασίλειο η αφετηρία τοποθετείται στη δεκαετία του 1960, ενώ στις λοιπές χώρες της Ε.Ε. είναι φαινόμενο κυρίως της δεκαετίας του 1990 και μετά. Δεν έχει αναπτυχθεί μέχρι σήμερα κάποια ολοκληρωμένη θεωρία εξήγησης του φαινομένου αυτού, παρότι υπάρχουν διάφοροι επιμέρους παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της δραστηριότητας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Έχει παρατηρηθεί ότι οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές έρχονται κατά «κύματα».

#### *2.1.1 Κύματα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στις Η.Π.Α.*

Η ιστορία των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών ξεκινά από τις Η.Π.Α., με σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων τα οποία έγιναν σε περιόδους όπου η οικονομία παρουσίαζε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και παράλληλα εμφανίζονταν σημαντικές εξελίξεις στο γενικότερο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Ειδικότερα στις Η.Π.Α. διακρίνονται επτά σημαντικά κύματα συγχωνεύσεων :

- α) το κύμα της περιόδου 1890-1905,
- β) το κύμα της περιόδου 1920-1929,
- γ) το κύμα των συγχωνεύσεων της δεκαετίας του 1960,
- δ) το κύμα της δεκαετίας του 1980,
- ε) το πέμπτο κύμα της περιόδου 1993 -2000 που συνέπεσε με την παγκοσμιοποίηση των κεφαλαιαγορών,
- στ) το κύμα της περιόδου 2001 – 2008 και
- ζ) το πιο πρόσφατο κύμα της περιόδου 2013 – 2015

Παρακάτω παρουσιάζονται αναλυτικά τα χαρακτηριστικά κάθε περιόδου καθώς οι λόγοι δημιουργίας αυτών των κυμάτων.

#### *2.1.1.1 Το πρώτο κύμα (1890-1905)*

Πριν την εμφάνιση του πρώτου κύματος Συγχωνεύσεων & Εξαγορών είχε προηγηθεί μια δεκαετής περίοδος οικονομικής στασιμότητας, την οποία ακολούθησε μια περίοδος έντονης οικονομικής ανάπτυξης. Είναι αξιοσημείωτο ότι κατά την διάρκεια του πρώτου αυτού κύματος η βιομηχανική παραγωγή στις Η.Π.Α. αναπτύχθηκε κατά 100%. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτού του κύματος ήταν οι οριζόντιες συγχωνεύσεις, δηλαδή η ταυτόχρονη ενοποίηση παραγωγών μέσα στις ίδιες βιομηχανίες. Οι ενοποιήσεις αυτές στις Η.Π.Α. δημιούργησαν πολύ εύρωστες και μεγάλες εταιρείες.

Για τα επόμενα πενήντα χρόνια η μαζική αλλαγή στην βιομηχανία των Η.Π.Α. παρέμεινε σχεδόν άθικτη. 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» .

Αν και ο νόμος του Sherman, ο οποίος αποσκοπούσε στον έλεγχο και την αποτροπή των μονοπωλίων, ήταν εν ισχύ, η ουσιαστική του επίδραση στην εξέλιξη του πρώτου κύματος ήταν αρκετά περιορισμένη (Sudarsanam,2003).

#### *2.1.1.2 Το δεύτερο κύμα (1920-1929)*

Το δεύτερο κύμα ήταν συγκριτικά πολύ μικρότερο σε σχέση με το πρώτο καθώς ακολούθησε την οικονομική κρίση της περιόδου 1903-1904 και τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Ένα σημαντικό γεγονός που πρέπει να αναφερθεί είναι η απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου των Η.Π.Α. για την διάλυση της Standard Oil, ιδιοκτησίας Rockefeller η οποία γιγαντώθηκε κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος. Οι Μονοπωλιακές Αγορές στοχοποιήθηκαν ως παράνομες. Το 1914 πέρασε ο Νόμος του Clayton «για να σταματήσει τη δημιουργία των trusts και των μονοπωλίων από το ξεκίνημα τους μέχρι την τελειοποίησή τους».

Οι αλλαγές πάνω στις δομές της βιομηχανικής αγοράς ήταν πολύ μικρότερες σε σχέση με αυτές που έγιναν με το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων. Όπως έγινε και μετά την εμφάνιση του πρώτου κύματος, μετά το δεύτερο κύμα ακολούθησε οικονομική ανάπτυξη και άνοδος του χρηματιστηρίου.

Ενώ στο πρώτο κύμα κυριαρχούσε στην αγορά μια γιγάντια εταιρεία, κατά τη διάρκεια του δεύτερου κύματος οι συγχωνεύσεις στις περισσότερες περιπτώσεις οδήγησαν στη δημιουργία δύο μεγάλων εταιρειών.

Επομένως, το κύριο χαρακτηριστικό του δεύτερου κύματος ήταν η μετάβαση προς την ολιγοπωλιακή δομή σε πολλές βιομηχανίες. 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).

### *2.1.1.3 Το τρίτο κύμα (1955-1969)*

Μετά το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και από τα μέσα της δεκαετίας του 1950, οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές άρχισαν και πάλι να αυξάνονται σταθερά, οδηγώντας στην εμφάνιση του τρίτου κύματος.

Η τροποποίηση (1950) των Celler- Kefauver στον νόμο του Clayton (1914) είχε σαν κύριο στόχο τον περιορισμό του αντιμονοπωλιακού συστήματος. Το τρίτο κύμα 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).

### *2.1.1.4 Το τέταρτο κύμα (1980-1990)*

Το τέταρτο μεγάλο κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και αποτελείται από δύο υποκύματα : τις εχθρικές εξαγορές και τις αποσχίσεις κλάδων ή τμημάτων των επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν το 20% με 30%

της συνολικής δραστηριότητας των εξαγορών. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από την υψηλότετη χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου για τη χρηματοδότηση των εξαγορών οι οποίες αναφέρονται ως Leveraged Buy Outs (Sudarsanam,2003).

#### *2.1.1.5 Το πέμπτο κύμα (1993-2000)*

Το πέμπτο κύμα κάλυψε την περίοδο 1993 έως 2000. Χαρακτηρίστηκε κυρίως από συγχωνεύσεις με ανταλλαγή μετοχών και την ίδια περίοδο παρουσιάστηκε σημαντική άνοδος στο χρηματιστήριο. Τα κύρια αίτια του πέμπτου κύματος ήταν η παγκοσμιοποίηση των προϊόντων καθώς και η απορρύθμιση και φιλελευθεροποίηση των κεφαλαιαγορών γενικότερα. Τα κύρια χαρακτηριστικά των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών, του πέμπτου κύματος ήταν η ανάπτυξη κλάδων νέων τεχνολογιών, (διαδίκτυο, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση και οι τηλεπικοινωνίες). Τέλος, το πέμπτο κύμα συνέβαλλε στην αναδιάρθρωση κλάδων που βρίσκονταν σε φάση ωριμότητας, όπως τράπεζες, αυτοκινητοβιομηχανίες, βιομηχανίες τροφίμων, κλπ., καθώς και οι ιδιωτικοποιήσεις κλάδων όπως επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και υγείας, κλπ. (Δημήτριος Κυριαζής, 2016).

#### *2.1.1.6 Το έκτο κύμα 2001 – 2008*

Το έκτο κύμα ξεκίνησε μετά την ύφεση του 2001, όταν χάρη στην πολιτική χαμηλών επιτοκίων που ακολούθησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (U.S. Federal Reserve) για να τονώσει την οικονομία, ξεκίνησε πάλι η οικονομική ανάπτυξη.

Τα χαμηλά επιτόκια συνέβαλαν στην περαιτέρω αύξηση των εξαγορών με φθηνά δανειακά κεφάλαια. Επίσης η άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς οδήγησε σε σημαντικά αυξημένο όγκο διαθέσιμων κεφαλαίων για συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Η υπερπροσφορά διαθέσιμων κεφαλαίων προκάλεσε στρεβλώσεις στην αγορά, οδηγώντας σε υπερεκτίμηση στις τιμές των εταιρειών στόχων με επικράτηση της έντονης κερδοσκοπίας και έλλειψης αξιολόγησης των κινδύνων.

Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν το ξέσπασμα της κρίσης των subprime mortgages το 2007, η οποία οδήγησε την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση. Το έκτο κύμα χαρακτηρίστηκε

από συγκεντρώσεις της αγοράς κυρίως στους κλάδους των μετάλλων, καυσίμων, τηλεπικοινωνιών, τραπεζών και εταιρειών κοινής ωφέλειας (Δημήτριος Κυριαζής, 2016).

#### *2.1.1.7 Το έβδομο κύμα της περιόδου 2013-2015*

Από το 2013 μέχρι το 2015 εμφανίστηκε το έβδομο και πιο πρόσφατο κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, το οποίο είναι και το υψηλότερο όλων των εποχών από πλευράς αξίας συναλλαγών. Και εδώ, η κεφαλαιακή ρευστότητα εμφανίζεται να έχει πρωτεύοντα ρόλο στη δημιουργία του κύματος αυτού, καθώς η νομισματική πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης που ακολούθησε σε πρώτη φάση η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και σε μεταγενέστερη φάση η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην δημιουργία και εξάπλωση του (Δημήτριος Κυριαζής, 2016).

### *2.1.2 Τα κύματα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση*

Η τεράστια αύξηση που σημείωσαν οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις στις Η.Π.Α. που ξεκίνησε την δεκαετία του 1960 και εντάθηκε κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του 1980 και 1990 ήταν μέρος ενός παγκόσμιου φαινομένου που έκανε την εμφάνιση του εξίσου έντονα την ίδια περίοδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η πολιτική ενοποίηση και η οικονομική ολοκλήρωση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε συνδυασμό με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ανατολική Ευρώπη δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση κύματος συγχωνεύσεων παρόμοιου, αν όχι μεγαλύτερου, από το αντίστοιχο των Η.Π.Α.

Ειδικότερα, το Ηνωμένο Βασίλειο εμφανίζεται να υπερτερεί σε όγκο Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες κατά την διάρκεια των πρώτων συγχωνεύσεων που έκαναν την εμφάνιση τους στα μέσα της δεκαετίας του 1960. Μεγάλη δραστηριότητα συγχωνεύσεων από άποψη αξίας και μεγέθους παρατηρήθηκε επίσης κατά τα έτη 1968, 1972 και 1989. Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας 1980 η



δραστηριότητα των συγχωνεύσεων υπήρξε ιδιαίτερα έντονη, γεγονός που οφείλεται σε αιτίες σχετικές με την αγορά του χρηματιστηρίου σε συνδυασμό με τα χρηματιστήρια άλλων χωρών καθώς επίσης και στην πολιτική χαλαρής κρατικής αντιμετώπισης των συγχωνεύσεων οφειλόμενη στην τότε πρωθυπουργό της χώρας Μάργκαρετ Θάτσερ (Sudarsanam,1995).

Το φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών εμφανίστηκε έντονα στον υπόλοιπο ευρωπαϊκό χώρο κυρίως από τα τέλη της δεκαετίας του 1980. Δύο κύματα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών έκαναν την εμφάνιση τους, το πρώτο την περίοδο 1987-1992 και το δεύτερο την περίοδο 1995-2001. Τα έτη 1999-2000, η ευρωπαϊκή συγχωνευτική δραστηριότητα εισήλθε στην πιο ώριμη φάση της, μέσα στα πλαίσια λειτουργίας της Κοινής Αγοράς και της σταδιακής παγκοσμιοποίησης των οικονομικών αγορών, με συνέπεια την κατακόρυφη άνοδο της στις εγχώριες και στις διεθνείς συγχωνεύσεις.

### *2.1.2.1 Κύρια χαρακτηριστικά των κυμάτων Συγχωνεύσεων & Εξαγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση*

Η περίοδος των έντονων ιστορικών γεγονότων και αλλαγών που κυριάρχησαν στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και κατά την διάρκεια της δεκαετία του 1990 επιτάχυναν τις διαδικασίες για την περαιτέρω Ευρωπαϊκή ενοποίηση και τις προσπάθειες βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι το 1992 ξεκίνησε η πρωτοβουλία την Ενιαίας Αγοράς και το 1999 έγινε η Νομισματική Ένωση με την εισαγωγή του Ευρώ ως ενιαίου νομίσματος για τα 12 από τα 15 μέλη κράτη.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση τα χρηματιστήρια ήταν παραδοσιακά λιγότερο σημαντικές πηγές χρηματοδότησης για τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, όμως παρουσίασαν παρατεταμένη ανοδική πορεία κατά την διάρκεια εξέλιξης των κυμάτων.

### *2.1.3 Οι Συγχωνεύσεις & οι Εξαγορές στην Ελλάδα*

Η ανελαστική δομή της Ελληνικής οικονομίας καθυστέρησε αρκετά την εμφάνιση του φαινομένου των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον. Ουσιαστικά οι πρώτες συναλλαγές ξεκίνησαν να πραγματοποιούνται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980.

Η δραστηριότητα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα είναι ιστορικά μικρή κυρίως, λόγω του μικρού μεγέθους και βάθους της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, συνεπώς και της δυσκολίας αντλήσεων των σχετικών κεφαλαίων από τις εν γένει μικρού μεγέθους ελληνικές επιχειρήσεις, του υψηλού βαθμού συγκέντρωσης της μετοχικής ιδιοκτησίας (και του οικογενειακού χαρακτήρα της ιδιοκτησίας αυτής), και της εσωστρεφούς εταιρικής στρατηγικής σε γενικές γραμμές των ελληνικών επιχειρήσεων, που ίσχυε κυρίως πριν την ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).

Ωστόσο, οι εξελίξεις που ξεκίνησαν στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στην τότε Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα προς την Οικονομική και Νομισματική Ενοποίηση επιτάχυναν την κατεύθυνση αρκετών ελληνικών επιχειρήσεων στην απόφαση για ενίσχυση της θέσης τους μέσω Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, και έτσι ξεκίνησε η σχετική δραστηριότητα στην Ελλάδα. Με τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς το 1992, που οδήγησε σε ένα κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά.

Το πρώτο κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο 1997-2000 και αποτελεί έμπρακτη προσπάθεια των εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Η σημαντική αύξηση των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών αυτή την περίοδο, οφείλεται κυρίως στην Ελληνική χρηματιστηριακή «έκρηξη» (το Ελληνικό “big bang”), ως αποτέλεσμα της φιλελευθεροποίησης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και της σημαντικής βελτίωσης των βασικών οικονομικών μεγεθών της Ελληνικής οικονομίας (π.χ. μείωση πληθωρισμού και επιτοκίων, αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ, κ.λπ.) ενόψει των προοπτικών ένταξης της Ελλάδας στην ΟΝΕ.

Η άνθηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς έδωσε για πρώτη φορά στις ελληνικές επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αντλήσουν πολύ υψηλά, για τα ελληνικά δεδομένα, επενδυτικά κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, την τριετία 1997-1999 περισσότερες από 350

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές έλαβαν χώρα στην Ελλάδα, αριθμός ρεκόρ για τα ελληνικά επιχειρηματικά χρονικά. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από τις μεγάλες συγχωνεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων (π.χ. Alpha Bank - Ιονική Τράπεζα, Eurobank - Τράπεζα Εργασίας, Πειραιώς - Τράπεζα Χίου & Εγνατία κ.ά.) και την εν γένει αναδιάρθρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού κλάδου. Παρά όμως την σημαντική αύξηση των Συγχωνεύσεων και των Εξαγορών, ο αριθμός των συγχωνευμένων ελληνικών επιχειρήσεων παρέμεινε μικρός σε σχέση με αυτόν στο εξωτερικό.

Στη συνέχεια το δεύτερο κύμα Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στην Ελλάδα, έκανε την εμφάνισή του τα έτη 2002-2006 (που συμπίπτει χρονολογικά με το 6<sup>ο</sup> διεθνές κύμα), ως συνέπεια του «φθηνού» χρήματος (χαμηλό κόστος κεφαλαίου) και αφορούσε κυρίως τους κλάδους των τηλεπικοινωνιών (π.χ. Cosmote-Γερμανός, Vodafone-Panafon), βιομηχανία (π.χ. ΕΛΠΕ-Πετρόλα, Phillip Morris-Παπαστράτος, Vivartia-ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών) αλλά και των τραπεζών (π.χ. Τράπεζα Πειραιώς-ΕΤΒΑ, Societe General-Γενική Τράπεζα). Την περίοδο 2003-2004 η αξία των συναλλαγών έφθασε το ποσό των € 5 δις. ενώ ο αριθμός των συμφωνιών ανήλθε σε 378. Επίσης την ίδια περίοδο αυξάνονται και οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις με ελληνικές επιχειρήσεις και ιδίως του ίδιου του τραπεζικού κλάδου να επεκτείνονται σε Βαλκανικές και άλλες χώρες (Δημήτριος Κυριαζής, 2016).

## 2.2 Νομικό πλαίσιο

---

### 2.2.1 Εθνική νομοθεσία

Κατά το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, οι κύριοι τρόποι μετασχηματισμού επιχειρήσεων διακρίνονται σε συγχωνεύσεις, όπως αυτές διακρίνονται σε διάφορους τύπους ανάλογα με το είδος τους και σε εξαγορές επιχειρήσεων (INE / ΓΣΕΕ - ΑΔΕΔΥ, 2008).

Σύμφωνα λοιπόν με τη Ελληνική νομοθεσία μία συγχώνευση μπορεί να γίνει με τρεις βασικούς τρόπους:

1. Με σύσταση νέα εταιρείας. Οι συγχωνευμένες λύνονται, χωρίς όμως να ακολουθήσει η εκκαθάρισή τους.

2. Με απορρόφηση μίας ή περισσότερων εταιρειών από κάποια άλλη. Η απορροφώσα επιχείρηση συνεχίζει την λειτουργία της κανονικά, ενώ όσον αφορά τις απορροφημένες μετά την λύση τους δεν ακολουθεί εκκαθάριση.
3. Με εξαγορά μίας ή περισσότερων εταιρειών από κάποια άλλη. Ο τρόπος αυτός αποτελεί μία μορφή απορρόφησης.

Στην Ελλάδα αρμόδια για την εφαρμογή του Ν. 3959/11 "Προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού" είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού. Η Επιτροπή είναι Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, λειτουργεί ως ανεξάρτητη αρχή με διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια και έχει την δυνατότητα κανονιστικής παρέμβασης σε οικονομικούς κλάδους.

Τα Άρθρα 5 έως 9 του Νόμου 3959/11 αναφέρονται στις συγκεντρώσεις επιχειρήσεων με οποιονδήποτε τρόπο, συνεπώς και στις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.

Σύμφωνα με το Άρθρο 5 συγκέντρωση υπάρχει όταν προκύπτει μόνιμη μεταβολή του ελέγχου ενός επιχειρηματικού οργανισμού από:

1. τη συγχώνευση με οποιονδήποτε τρόπο δύο ή περισσότερων προηγουμένως ανεξάρτητων επιχειρήσεων ή τμημάτων επιχειρήσεων ή
2. την απόκτηση, από ένα ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη τουλάχιστον μία επιχείρηση ή από μία ή περισσότερες επιχειρήσεις, άμεσα ή έμμεσα, με την αγορά τίτλων ή στοιχείων του ενεργητικού, με σύμβαση ή με άλλον τρόπο, ελέγχου στο σύνολο ή σε τμήματα μιας ή περισσότερων άλλων επιχειρήσεων.

Το Άρθρο 6 του νόμου καθορίζει τις οδηγίες γνωστοποίησης των συγκεντρώσεων. Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, κάθε επικείμενη πράξη συγκέντρωσης πρέπει να γνωστοποιείται στην Επιτροπή Ανταγωνισμού τουλάχιστον 30 ημέρες από τη σύναψη της συμφωνίας ή τη δημοσίευση της προσφοράς ή ανταλλαγής και εάν ο συνολικός κύκλος εργασιών των προς συγκέντρωση επιχειρήσεων ανέρχεται σε τουλάχιστον 150 εκ. €. Σε περίπτωση που η συγκέντρωση δεν γνωστοποιηθεί ή γνωστοποιηθεί καθυστερημένα, η Επιτροπή Ανταγωνισμού επιβάλλει πρόστιμο, το οποίο μπορεί να φθάσει μέχρι και το 10% του συνολικού κύκλου εργασιών των εταιρειών.

Η Επιτροπή Ανταγωνισμού, σύμφωνα με το Άρθρο 7, θα απαγορεύσει κάθε προτεινόμενη συγκέντρωση «η οποία υπόκειται σε προηγούμενη γνωστοποίηση και η

οποία μπορεί να περιορίσει σημαντικά τον ανταγωνισμό στην εθνική αγορά ή σε ένα σημαντικό σε συνάρτηση με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων ή των υπηρεσιών τμήμα της, ιδίως με τη δημιουργία ή ενίσχυση μιας δεσπόζουσας θέσης». Στην εξέταση της υπόθεσης λαμβάνονται υπόψη οι συνθήκες και η διάρθρωση των σχετικών αγορών, ο ανταγωνισμός, η προοπτική μελλοντικής εισόδου στην αγορά τρίτων επιχειρήσεων, η ύπαρξη εμποδίων εισόδου στην αγορά, οι εναλλακτικές επιλογές τόσο των καταναλωτών όσο και των προμηθευτών, η σχέση προσφοράς και ζήτησης προϊόντων ή υπηρεσιών που παράγονται στον κλάδο κ.ά.

Τέλος τα Άρθρα 8 και 9 αναφέρονται στη διαδικασία προληπτικού ελέγχου των συγκεντρώσεων, μόλις υποβληθεί η σχετική γνωστοποίηση και στην αναστολή πραγματοποίησης των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών από την Επιτροπή Ανταγωνισμού.

Λοιπές σχετικές διατάξεις εταιρικού δικαίου ν. 2190/1920, 3190/1955 και 4072/2012 ως προς τα θέματα μετασχηματισμού των εταιρειών και διατάξεις φορολογικών/αναπτυξιακών νόμων όπως του ν.δ. 1297/1972 και των ν. 2166/1993 και 4172/2013.

### *2.2.2 Ευρωπαϊκή νομοθεσία*

Ο έλεγχος των Εξαγορών και των Συγχωνεύσεων υπάγεται στον Κανονισμό ΕΚ 139/2004.

Σύμφωνα με το Άρθρο 1, μία συγκέντρωση έχει κοινοτική διάσταση όταν:

1. Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν παγκοσμίως όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 5 δις Ευρώ.
2. Δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν ,κάθε μία χωριστά, εντός της Κοινότητας, συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 250 εκ.Ευρώ.

Μία συγκέντρωση που δεν υπερβαίνει τα ανωτέρω κατώτατα όρια έχει κοινοτική διάσταση εφόσον:

1. Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν παγκοσμίως όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις υπερβαίνει τα 2,5 δις Ευρώ.
2. Ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποιούν όλες οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις σε κάθε ένα από τα τρία τουλάχιστον κράτη-μέλη, υπερβαίνει τα 100 εκ. Ευρώ.
3. Σε κάθε ένα από τα τρία τουλάχιστον κράτη-μέλη που λαμβάνονται υπόψη για τους σκοπούς του στοιχείου, δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν, κάθε μία χωριστά, συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 25 εκατομμυρίων ευρώ
4. Δύο τουλάχιστον από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις πραγματοποιούν κάθε μία χωριστά, εντός της Κοινότητας συνολικό κύκλο εργασιών άνω των 100 εκ. €.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα και σημασία σε συγκεντρώσεις οριζόντιας ολοκλήρωσης, οι οποίες έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να προκαλέσουν στρεβλώσεις στον ανταγωνισμό. Επίσης, η Επιτροπή μπορεί να επιτρέψει την πραγματοποίηση μιας συγκέντρωσης η οποία θα οδηγήσει σε ολιγοπωλιακές ή μονοπωλιακές καταστάσεις σε περίπτωση που μία από τις συμμετέχουσες επιχειρήσεις είναι προβληματική. Αυτό προκύπτει «εφόσον η διάρθρωση του ανταγωνισμού στην αγορά θα παρουσιάζει τουλάχιστον τα ίδια προβλήματα, αν δεν υπήρχε η συγκέντρωση» (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 5/2/2004).

## 2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας και απόδοσης Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

### 2.3.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες επιτυχίας

Οι κυριότεροι παράγοντες που συμβάλλουν στην επιτυχία μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς σχετίζονται με:

- **Το ευρύτερο περιβάλλον της επιχείρησης**

Η ύπαρξη τυποποιημένων διαδικασιών λήψης αποφάσεων βοηθά σημαντικά στην επιτυχία της υλοποίησης μιας Συγχώνευσης ή Εξαγοράς. Οι εταιρίες που έχουν δομημένες διαδικασίες λήψης στρατηγικών αποφάσεων έχουν πολύ περισσότερες πιθανότητες να καταλήξουν σε πιο επιτυχημένες στην υλοποίηση Εξαγορές ή Συγχωνεύσεις.

- **Τη διαδικασία που ακολουθούν οι επιχειρήσεις πριν την υπογραφή της συμφωνίας**

Η προετοιμασία πριν την εξαγορά ή συγχώνευση με αναλυτικό σχεδιασμό μπορεί να επηρεάζει το ύψος του τιμήματος καθώς και την επιτυχία της συναλλαγής. Τέλος, η ταχύτητα κλεισίματος της συμφωνίας και η ποιότητα οικονομικού και νομικού ελέγχου μπορεί να επηρεάσει θετικά ή αρνητικά την επιτυχία μιας πράξης συγχώνευσης ή εξαγοράς.

- **Τη διαδικασία που ακολουθούν οι επιχειρήσεις μετά την υπογραφή της συμφωνίας**

Η συχνότητα επικοινωνίας με τους εργαζομένους καθώς και η ύπαρξη ολοκληρωμένου επικοινωνιακού προγράμματος με την αγορά βοηθά σημαντικά στην επιτυχημένη υλοποίηση μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης.

### 2.3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες απόδοσης

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της απόδοσης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, κατηγοριοποιούνται σε μακροπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους.

**Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες** αφορούν την επιλογή της συγχώνευσης ως τμήμα μιας ολοκληρωμένης εταιρικής στρατηγικής που επιδιώκει τη διατήρηση του παλαιού ή

την απόκτηση νέου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Τέτοιοι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των συγχωνεύσεων μπορεί να είναι:

- **Ο βαθμός συσχέτισης των δραστηριοτήτων των υπό συγχώνευση η εξαγορά επιχειρήσεων**

Η πλειοψηφία των μελετών συνηγορεί υπέρ των συσχετισμένων Συγχωνεύσεων και Εξαγορών. Γενικότερα τα κέρδη είναι υψηλότερα στην περίπτωση των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών που γίνονται μεταξύ επιχειρήσεων με συσχετισμένες (οριζόντιες ή κάθετες) δραστηριότητες μεταξύ τους, από ότι μεταξύ επιχειρήσεων με ασυσχέτιστες δραστηριότητες, κυρίως λόγω των αναμενόμενων λειτουργικών συνεργειών και της αυξημένης λειτουργικής αποτελεσματικότητας (Shleifer and Vishny, 2003).

- **Γεωγραφική διαφοροποίηση**

Η απάντηση στο πρόβλημα της διχογνωμίας των ερευνητών σχετικά με την απόδοση των διασυννοριακών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών φαίνεται ότι βρίσκεται, σύμφωνα με πιο πρόσφατες μελέτες, στις διαφορές που υπάρχουν στο νομικό εταιρικό πλαίσιο, στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, στους κανονισμούς των χρηματιστηρίων και στην ποιότητα των λογιστικών προτύπων από χώρα σε χώρα.

Έτσι, οι Doukas and Travlos (1988) απέδειξαν ότι οι θετικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιρειών σε διασυννοριακές Συγχωνεύσεις και Εξαγορές εισηγμένων εταιρειών-στόχων καταγράφονται στις περιπτώσεις εκείνες που η εταιρεία-στόχος βρίσκεται σε χώρα που έχει χαμηλό καθεστώς προστασίας μετόχων, ενώ το αντίθετο (αρνητικές αποδόσεις) παρατηρείται στη περίπτωση που βρίσκεται σε χώρα με υψηλό καθεστώς προστασίας των μετόχων

- **Η χρονική φάση του κλάδου στον οποίο γίνονται οι συγχωνεύσεις και της οικονομίας εν γένει**

Η ανοδική ή καθοδική φάση του κλάδου ή της οικονομίας γενικότερα επηρεάζει σημαντικά τις αιτίες και τις αποφάσεις για επιχειρηματική αναδιάρθρωση. Αυτό που προκύπτει από τις σχετικές μελέτες είναι ότι οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές που ξεκινούν στην αρχή του κάθε κύματος προκαλούνται από τα λεγόμενα industry shocks. Αυτές οι



εξαγορές δημιουργούν βραχυπρόθεσμα σημαντικό πλούτο στους μετόχους της εταιρείας-στόχου και της ενιαίας εταιρείας με την προσδοκία επίτευξης συνεργειών (Harford, 2005) , ενώ η πλειοψηφία των καταστροφικών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών συμβαίνουν στο 2<sup>ο</sup> μισό του «κύματος». Η κατηγορία των μη αποδοτικών Συγχωνεύσεων και Εξαγορών οφείλεται μάλλον σε αλαζονεία υπερεκτίμησης των διοικητικών στελεχών και στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Σημειώνεται ότι τα προβλήματα αυτά ήταν λιγότερο έντονα, και οι αγοράστριες εταιρείες λιγότερο υπερτιμημένες, σε σχέση με τις εταιρείες-στόχους, κατά τη διάρκεια του 6<sup>ου</sup> κύματος (2003-2007), όπως έδειξαν οι Alexandridis et al. (2012).

*Οι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες* έχουν κυρίως σχέση με τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η προσφορά, τις συνθήκες οι οποίες ισχύουν κατά τη διαδικασία της προσφορά , με το καθεστώς της εταιρείας-στόχου, καθώς και τις διάφορες τακτικές που εφαρμόζει ο αγοραστής και ο πωλητής κατά τη διαδικασίας προσφοράς. Τέτοιοι παράγοντες είναι:

- **Ο τρόπος πληρωμής του τιμήματος** (μετρητά, ανταλλαγή μετοχών ή ένας συνδυασμός εναλλακτικών τρόπων πληρωμής)

Η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών (Brown and Ryngaert, 1991, Martin, 1996, Andrade et al., 2001) έχει δείξει ότι οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται με μετρητά προσφέρουν ανώτερες αποδόσεις στους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιρειών από αυτές που γίνονται με ανταλλαγή μετοχών. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πιθανή σηματοδότηση υπερτίμησης των μετοχών της αγοράστριας.

## 2.4 Μέθοδοι αξιολόγησης επιτυχίας των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών

---

Ο κυριότερος λόγος πραγματοποίησης Συγχωνεύσεων και Εξαγορών είναι για να ενισχυθεί η οικονομική θέση των αγοραστών, όμως υπάρχουν αρκετές μελέτες που καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ωφελούνται μόνο οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (Savor and Lu, 2009 - Andrade, Mitchell and Stafford, 2001).

Γι' αυτό το λόγο υπάρχουν διάφορες μέθοδοι αξιολόγησης της επιτυχίας ή μη των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων. Καθώς οι τελευταίες κατηγοριοποιούνται ανά κύματα, οι μεθοδολογίες αξιολόγησης της επιτυχίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών συνήθως περιλαμβάνουν τη μελέτη και διερεύνηση ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος.

Οι διάφορες μέθοδοι διαχωρίζονται ανάλογα με το μέγεθος του δείγματος των επιχειρήσεων σε

- μελέτες περιπτώσεων επιχειρήσεων (case studies), όπου το δείγμα είναι περιορισμένο και κυμαίνεται από μία έως πέντε επιχειρήσεις, και σε
- μελέτες μεγάλου δείγματος επιχειρήσεων, όπου η αξιολόγηση της επιτυχίας των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών στοχεύει στην εξαγωγή ενός γενικού συμπεράσματος για έναν ολόκληρο επιχειρηματικό κλάδο (Παζάρσκις et al, 2007).

Οι κυριότερες μεθοδολογίες αξιολόγησης είναι οι ακόλουθες :

#### *2.4.1 Μελέτες λογιστικής*

Η συγκεκριμένη μέθοδος εξετάζει πραγματικά δεδομένα και στοιχεία από δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, όπως ισολογισμοί, αποτελέσματα χρήσης, αριθμοδείκτες κλπ. πριν και μετά την πράξη ενοποίησης και για αυτό το λόγο θεωρείται αντικειμενική.

Πιο σημαντικοί θεωρούνται οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας κεφαλαίων και τα κέρδη ανά μετοχή. Επίσης, η σύγκριση δύο δειγμάτων επιχειρήσεων ενός επιχειρηματικού κλάδου, όπως εταιρειών που συγχωνευτήκαν και εταιρειών που δεν προχώρησαν σε ενοποίηση προσφέρει χρήσιμα συμπεράσματα.

Η μέθοδος αυτή είναι αρκετά αξιόπιστη αφού οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων καταγράφουν αναλυτικά τις οικονομικές επιδόσεις για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Η όποια πιθανή μεταβολή στη φορολόγηση των εταιριών μπορεί να προκαλέσει αδυναμία συγκρίσεων σε διαχρονική βάση (Παζάρσκις et al., 2007).

### *2.4.2 Μελέτες ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων*

Η μελέτη αυτή εξετάζει την διακύμανση της τιμής της μετοχής μιας εταιρίας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα πριν και μετά την ανακοίνωση της Συγχώνευσης ή Εξαγοράς. Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα σε σύντομο χρονικό διάστημα, σε αντίθεση με τις μελέτες λογιστικής, όπου απαιτείται περισσότερος χρόνος για την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Το κυριότερο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι το πλήθος των παραδοχών που πρέπει να γίνουν.

### *2.4.3 Μελέτες που βασίζονται σε δηλώσεις στελεχών*

Η μέθοδος βασίζεται κυρίως σε υποκειμενικές απόψεις. Οι απόψεις των ανώτερων και ανωτάτων στελεχών των εταιριών καταγράφονται μέσω συνεντεύξεων και ερωτηματολογίων. Είναι πολύ σημαντικό οι συνεντεύξεις ή τα ερωτηματολόγια να δομηθούν με τέτοιο τρόπο, ώστε να εξαχθούν αξιόπιστα συμπεράσματα.

Η μέθοδος αυτή έχει το πλεονέκτημα της δυναμικής εμφάνισης στοιχείων τα οποία δεν απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις, ή δεν έχουν δημοσιοποιηθεί. Το κυριότερο μειονέκτημα της μεθόδου είναι συνήθως η απροθυμία των στελεχών να συμμετέχουν σε τέτοιες συνεντεύξεις ή ερωτηματολόγια (Παζάρσκης et al., 2007).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

---

### 3.1 Η ιστορία της Ολυμπιακής Αεροπορίας / Olympic Air

---

Το 1956 υπογράφηκε η συμφωνία του Ελληνικού Κράτους με τον Αριστοτέλη Ωνάση, σχετικά με την αποκλειστική εκμετάλλευση των αεροπορικών συγκοινωνιών της Ελλάδας. Το 1957 η Ολυμπιακή Αεροπορία ξεκινά την δραστηριότητά της η οποία από τις αρχές της δεκαετία του 1960 αναπτύσσεται με ταχύτατους ρυθμούς.

Το 1973 ο Αριστοτέλης Ωνάσης πουλά την Ολυμπιακή Αεροπορία στο Ελληνικό Κράτος. Κατά την διάρκεια των δεκαετιών του 1980 και 1990 το έλλειμμα και τα χρέη της εταιρίας εκτοξεύονται ενώ η κίνηση των επιβατών μειώνεται. Τον Δεκέμβριο του 2004 η Κυβέρνηση προκήρυξε διαγωνισμό με σκοπό την πώληση της εταιρείας ο οποίος κατέληξε άγονος. Τον Σεπτέμβριο 2008 το Υπουργείο Μεταφορών ανακοίνωσε ένα σχέδιο για τη δημιουργία μιας νέας εταιρείας που θα εξαγοράσει το όνομα και το σήμα των Ολυμπιακών Αερογραμμών αλλά δε θα έχει καμιά άλλη σχέση μαζί της. Το σχέδιο αυτό εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και προέβλεπε τη μείωση του πτητικού έργου της εταιρείας κατά 35% και στη συνέχεια την ιδιωτικοποίηση της νέας εταιρείας.

Τον Μάρτιο του 2009 η εταιρεία περνά υπό τον έλεγχο της Marfin Investment Group (MIG). Η οριστική συμφωνία για την εξαγορά της Ολυμπιακής Αεροπορίας από την MIG υπογράφηκε τον Μάρτιο του 2009, ενώ συμφωνήθηκε να αναλάβει τον πλήρη έλεγχο της Ολυμπιακής την 1<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2009. Το όνομα της εταιρείας θα αλλάξει την ίδια μέρα σε Olympic Air.

### 3.2 Η ιστορία της Αεροπορίας Αιγαίου

---

Η ίδρυση της έγινε το 1987 με την ονομασία «Αεροπορία Αιγαίου-Aegean Aviation». Αρχικά επρόκειτο για μια εταιρεία η οποία εξειδικευόταν στις εταιρικές πτήσεις, αλλά και στις πτήσεις αεροδιακομιδής. Τον Φεβρουάριο 1991, έγινε η πρώτη ιδιωτική αεροπορική εταιρεία στην Ελλάδα που έλαβε πιστοποιητικό αερομεταφορέα. Μετά την εξαγορά από

τον όμιλο Βασιλάκη το 1994, η Aegean Aviation εκτελούσε πτήσεις V.I.P. με ιδιόκτητο αεροσκάφος τύπου Learjet. Η ονομασία Aegean Airlines ξεκίνησε να χρησιμοποιείται με την έναρξη των προγραμματισμένων επιβατικών πτήσεων τον Μαΐο 1999. Τον Δεκέμβριο 1999 η Aegean εξαγόρασε την Air Greece. Τον Μάρτιο του 2001, η Aegean συγχωνεύθηκε με την Cronus Airlines.

Κατά την διάρκεια των ετών 2002 - 2010 η Aegean σταθεροποιεί την θέση της στην Ελληνική αεροπορική αγορά και παράλληλα αυξάνει τον στόλο της, το δίκτυο προορισμών και την επιβατική της κίνηση. Τα σημαντικότερα γεγονότα αυτής της περιόδου ήταν τα ακόλουθα :

- Τον Δεκέμβριο 2005 η Αεροπορία Αιγαίου οριστικοποίησε την παραγγελία 8 νέων αεροσκαφών τύπου Airbus A320 με δικαίωμα προαίρεσης αγοράς επιπλέον 12 αεροσκαφών.
- Τον Ιούνιο 2007 η Εταιρεία ολοκλήρωσε την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών
- Τον Ιούνιο 2010 η Aegean προσχώρησε επίσημα στη συμμαχία Star Alliance.

### 3.3 Εξαγορά της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου

Το Φεβρουάριο 2010, ξεκίνησαν οι αρχικές συνομιλίες για τη συνεργασία μεταξύ Aegean Airlines και Olympic Air ενδυναμώνοντας τα ενδεχόμενα για μια πλήρη συγχώνευση. Στις 22 Φεβρουαρίου 2010, οι δύο εταιρείες ανακοίνωσαν τη συγχώνευση τους. Η νέα εταιρεία συμφωνήθηκε να διατηρήσει την ονομασία και το λογότυπο των Ολυμπιακών Αερογραμμών, μετά από ένα σύντομο διάστημα στο οποίο οι δύο εταιρείες θα λειτουργούσαν παράλληλα. Η ονομασία της Aegean θα αποσυρόταν μετά τη μεταβατική περίοδο. Η συγχώνευση αναμενόταν να ολοκληρωθεί στα τέλη του 2010, εφόσον εγκριθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ανταγωνισμού. Μετά από μια εις βάθος έρευνα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ανακοινώθηκε στις 26 Ιανουαρίου 2011 πως η συγχώνευση δεν εγκρίθηκε, επικαλούμενη λόγους ανταγωνισμού.

Στις 22 Οκτωβρίου 2012, η Aegean Airlines και η Marfin Investment Group υπέγραψαν προσύμφωνο για την πώληση του 100% της Olympic Air στην Aegean Airlines, έναντι 72 εκατομμυρίων €, το οποίο τελούσε υπό την έγκριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ανταγωνισμού. Τον Οκτώβριο του 2013 η Επιτροπή Ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης έδωσε τελικά την έγκρισή της για τη συγχώνευσή της με την Aegean Airlines, τονίζοντας σε ανακοίνωσή της ότι *«έπειτα από διεξοδική έρευνά προέκυψε ότι αν η Olympic Air δεν εξαγοραζόταν από την Aegean, θα αναγκαζόταν να σταματήσει τη λειτουργία της λόγω οικονομικών προβλημάτων. Σε αυτή την περίπτωση η Aegean θα κάλυπτε το κενό που θα είχε δημιουργηθεί και θα καθιστάτε η κυρίαρχη εταιρεία και στην αγορά εσωτερικού»*. Συνεπώς, στην περίπτωση που οι δυο εταιρείες θα έπαυαν να ανταγωνίζονται, η επικείμενη εξαγορά δεν θα στρέβλωνε τον ανταγωνισμό. Η υπογραφή της οριστικής συμβάσεως και η μεταβίβαση των μετοχών πραγματοποιήθηκε την 23<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2013.

Από την πλευρά των δυο εταιρειών, η MIG κατέγραψε ζημίες σχεδόν 130 εκ. € την περίοδο που είχε στο χαρτοφυλάκιο της την Olympic Air. Όσον αφορά την Aegean Airlines, ανέκαθεν στρατηγικός της στόχος ήταν η δημιουργία ενός αερομεταφορέα με το απαραίτητο μέγεθος που θα του επιτρέψει να ανταγωνιστεί αποτελεσματικά σε ένα επιχειρηματικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από έντονες τάσεις συγκέντρωσης.

Σύμφωνα με το Πληροφοριακό Σημείωμα (2013) της Αεροπορίας Αιγαίου, σχετικά με την εξαγορά της Olympic Air, τα κυριότερα κριτήρια για την απόφαση της εξαγοράς αποτέλεσαν οι συνέργειες που αναμένεται να δημιουργηθούν, οι οποίες με σωστή διαχείριση και στρατηγική θα συμβάλλουν στην καθιέρωση ενός βιώσιμου αερομεταφορέα που θα διατηρήσει τη σημερινή υψηλή ποιότητα των

αεροπορικών υπηρεσιών. Πιο συγκεκριμένα:

- **Οι συνέργειες θα δημιουργήσουν προοπτική βιώσιμης ανάπτυξης για τον νέο όμιλο.** Θα αναπτυχθούν συνέργειες και οικονομίες κλίμακας σε διοικητικό, εμπορικό και τεχνικό επίπεδο. Παράλληλα αναμένεται ενίσχυση της αγοραστικής δύναμης και κατά συνέπεια οφέλη από κατάργηση της χρήσης παράλληλων συστημάτων για τις δυο εταιρείες και εξοικονόμηση κόστους εγκαταστάσεων και κοινών προμηθειών.

- **Οι συνέργειες αναμένεται να δημιουργήσουν πολλαπλά οφέλη για τον τουρισμό, τους καταναλωτές και την οικονομία της χώρας.** Η μείωση του μοναδιαίου κόστους και η απόκτηση του απαραίτητου μεγέθους θα ενισχύσουν τις προοπτικές ανάπτυξης και σταδιακής επέκτασης του δικτύου εξωτερικού, προσφέροντας περισσότερες επιλογές στους καταναλωτές αλλά και συμβάλλοντας στην ενίσχυση του τουριστικού ρεύματος προς τη χώρα.
- **Θα αναπτυχθούν συνέργειες δικτύου από την ενίσχυση της συνδεσιμότητας εσωτερικού / εξωτερικού,** με αποτέλεσμα την καλύτερη διαχείριση του στόλου και την ενίσχυση της πληρότητας των πτήσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Έρευνα

---

### 4.1 Μεθοδολογία

---

Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την έρευνα στηρίζεται στην ανάλυση των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων των 2 εταιρειών (Aegean Airlines & Olympic Air) για μεγάλο χρονικό διάστημα πριν και μετά την εξαγορά, η οποία ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο 2013.

Για την περίοδο 2013 – 2017 εξετάστηκαν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών σε ενοποιημένο επίπεδο, όπως αυτές δημοσιεύονται, ενώ για την περίοδο 2009 - 2012 χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών σε ατομικό επίπεδο, οι οποίες στη συνέχεια ενοποιήθηκαν. Αναφορικά με την ενοποίηση των οικονομικών καταστάσεων για τα έτη 2009 - 2013, αθροίσαμε τις ατομικές δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εκάστοτε εταιρείας, με την παραδοχή ότι δεν πραγματοποιήθηκαν μεταξύ τους συναλλαγές στα πλαίσια του έντονου ανταγωνισμού, προκειμένου να έχουμε συγκρίσιμες οικονομικές καταστάσεις πριν και μετά την εξαγορά.

Παρακάτω παρουσιάζονται 2 συγκεντρωτικοί Πίνακες οι οποίοι περιέχουν τις Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Πίνακας 1) και τις Καταστάσεις Χρηματοοικονομικής Θέσης (Πίνακας 2) των 2 εξεταζόμενων εταιρειών (Aegean Airlines & Olympic Air) σε ενοποιημένο επίπεδο σύμφωνα με την μεθοδολογία που αναφέρεται παραπάνω.

Η περίοδος 9 ετών (2009-2017) που καλύπτουν οι παρακάτω Πίνακες 1 και 2 θεωρείται ότι παρουσιάζει μια αρκετά ολοκληρωμένη εικόνα της εξέλιξης των οικονομικών μεγεθών των 2 εταιρειών σε ενοποιημένο επίπεδο, έτσι ώστε τα αποτελέσματα της έρευνας να θεωρούνται σχετικά ασφαλή.



**Πίνακας 1: Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης (2009 – 2017)**

<i>Ποσά σε χιλ. €</i>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Πωλήσεις	686.007	924.991	908.701	869.703	698.917	911.794	982.964	1.020.313	1.127.625
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	14.117	48.551	53.992	51.580	10.247	9.745	18.828	14.226	13.966
Αμοιβές προσωπικού	(116.801)	(161.355)	(139.300)	(116.300)	(73.785)	(100.467)	(109.390)	(119.521)	(124.985)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	(634.618)	(885.555)	(854.392)	(790.476)	(549.190)	(702.282)	(781.187)	(838.179)	(896.803)
<b>Αποτελέσματα προ Φόρων-Τόκων- Αποσβέσεων</b>	<b>(51.295)</b>	<b>(73.367)</b>	<b>(31.000)</b>	<b>14.508</b>	<b>86.188</b>	<b>118.791</b>	<b>111.214</b>	<b>76.839</b>	<b>119.803</b>
Αποσβέσεις	(12.862)	(16.040)	(22.616)	(23.650)	(12.086)	(12.551)	(14.010)	(17.984)	(19.403)
<b>Αποτελέσματα προ Φόρων - Τόκων</b>	<b>(64.157)</b>	<b>(89.407)</b>	<b>(53.615)</b>	<b>(9.143)</b>	<b>74.102</b>	<b>106.239</b>	<b>97.204</b>	<b>58.855</b>	<b>100.400</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	32.553	20.616	16.951	12.446	17.378	26.185	42.117	43.895	21.253
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(17.115)	(29.536)	(30.305)	(22.746)	(16.404)	(37.534)	(39.004)	(51.151)	(35.868)
<b>Κέρδη / (ζημιές) προ φόρων</b>	<b>(48.719)</b>	<b>(98.327)</b>	<b>(66.969)</b>	<b>(19.442)</b>	<b>75.075</b>	<b>94.891</b>	<b>100.317</b>	<b>51.599</b>	<b>85.785</b>
Φόρος εισοδήματος	(9.821)	(5.900)	2.194	339	(17.316)	(14.449)	(31.923)	(19.388)	(25.420)
<b>Αποτελέσματα χρήσης</b>	<b>(58.540)</b>	<b>(104.227)</b>	<b>(64.775)</b>	<b>(19.103)</b>	<b>57.759</b>	<b>80.441</b>	<b>68.394</b>	<b>32.211</b>	<b>60.365</b>

**Πίνακας 2: Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης (2009 – 2017)**

<i>Ποσά σε χιλ. €</i>	<b>Δεκ09</b>	<b>Δεκ10</b>	<b>Δεκ11</b>	<b>Δεκ12</b>	<b>Δεκ13</b>	<b>Δεκ14</b>	<b>Δεκ15</b>	<b>Δεκ16</b>	<b>Δεκ17</b>
<b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>									
Ενσώματα πάγια	115.402	261.916	234.870	210.822	81.005	80.489	103.938	100.768	94.192
Λοιπά μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	132.692	94.655	111.793	127.747	141.207	195.465	170.219	126.713	111.235
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>248.094</b>	<b>356.570</b>	<b>346.663</b>	<b>338.568</b>	<b>222.212</b>	<b>275.954</b>	<b>274.157</b>	<b>227.481</b>	<b>205.427</b>
<b>Κυκλοφορούν ενεργητικό</b>									
Αποθέματα	10.386	10.637	11.349	10.711	10.951	13.238	13.182	16.080	15.193
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	98.709	111.773	96.934	69.854	76.945	87.648	104.476	104.467	115.557
Λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού	48.159	93.626	94.486	32.513	24.371	61.690	124.087	54.257	52.150
Ταμειακά διαθέσιμα	208.225	184.272	166.801	174.106	226.877	191.437	152.933	248.478	293.724
<b>Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>365.478</b>	<b>400.309</b>	<b>369.570</b>	<b>287.184</b>	<b>339.144</b>	<b>354.013</b>	<b>394.677</b>	<b>423.281</b>	<b>476.624</b>
<b>Σύνολο περιουσιακών στοιχείων</b>	<b>613.572</b>	<b>756.879</b>	<b>716.233</b>	<b>625.752</b>	<b>561.356</b>	<b>629.966</b>	<b>668.834</b>	<b>650.762</b>	<b>682.051</b>
<b>Ίδια κεφάλαια</b>									
Μετοχικό κεφάλαιο	146.421	146.421	206.421	207.671	46.421	46.421	46.421	46.421	46.421
Υπέρ το άρτιο	144.774	144.774	144.774	156.024	144.774	72.776	72.776	72.776	72.776
Λοιπά αποθεματικά	(80.299)	(148.356)	(129.935)	1.174	1.873	(1.444)	(13.187)	30.118	4.042
Αποτελέσματα εις νέο	32.379	(1.349)	(28.525)	(186.683)	19.809	101.239	115.965	94.956	124.701
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>243.275</b>	<b>141.490</b>	<b>192.736</b>	<b>178.187</b>	<b>212.877</b>	<b>218.992</b>	<b>221.974</b>	<b>244.271</b>	<b>247.940</b>
<b>Υποχρεώσεις</b>									
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	105.640	246.640	256.235	231.156	133.643	125.177	113.885	87.087	71.439
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	264.657	368.749	267.263	216.408	214.836	285.797	332.975	319.404	362.671
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>370.297</b>	<b>615.389</b>	<b>523.497</b>	<b>447.565</b>	<b>348.479</b>	<b>410.974</b>	<b>446.860</b>	<b>406.491</b>	<b>434.110</b>
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων</b>	<b>613.572</b>	<b>756.879</b>	<b>716.233</b>	<b>625.752</b>	<b>561.356</b>	<b>629.966</b>	<b>668.834</b>	<b>650.762</b>	<b>682.051</b>

## 4.2 Αριθμοδείκτες μέτρησης απόδοσης

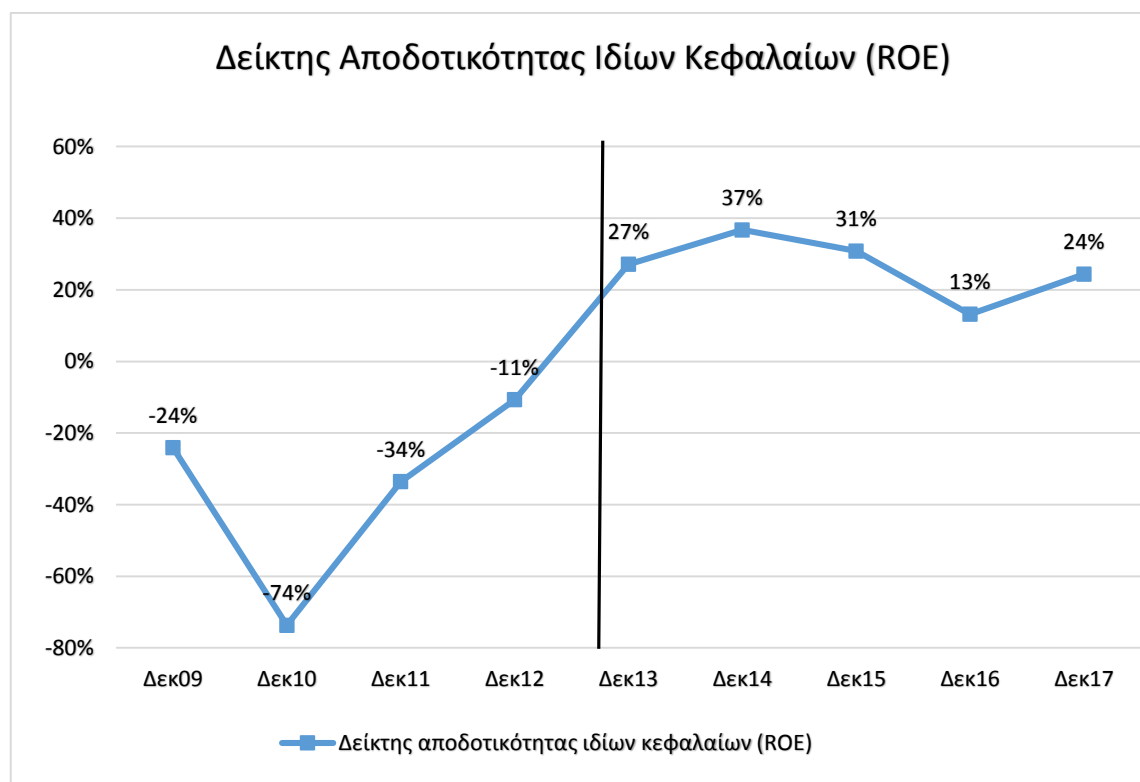
Πιο συγκεκριμένα, εξετάστηκε σε ενοποιημένο επίπεδο για την περίοδο 2009 - 2017 η εξέλιξη συγκεκριμένων αριθμοδεικτών αποδόσεων των εταιρειών σε επίπεδο ομίλου, έτσι ώστε να είναι δυνατή η εξαγωγή συμπερασμάτων από την επίδραση που είχε η εξαγορά στην διαχρονική πορεία των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν για την έρευνα και μετρήθηκαν για την εξαγωγή συμπερασμάτων είναι οι παρακάτω :

### 1. Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE):

#### Καθαρά Κέρδη Χρήσης μετά από φόρους / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει τη δυναμικότητα κερδοφορίας μιας εταιρείας και εκφράζει τον βαθμό επίτευξης του στόχου ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων των μετόχων. Ο δείκτης αυτός, χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μια εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας το μετοχικό κεφάλαιο και τα αποθεματικά της.

**Διάγραμμα 1: Απεικόνιση του Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων**



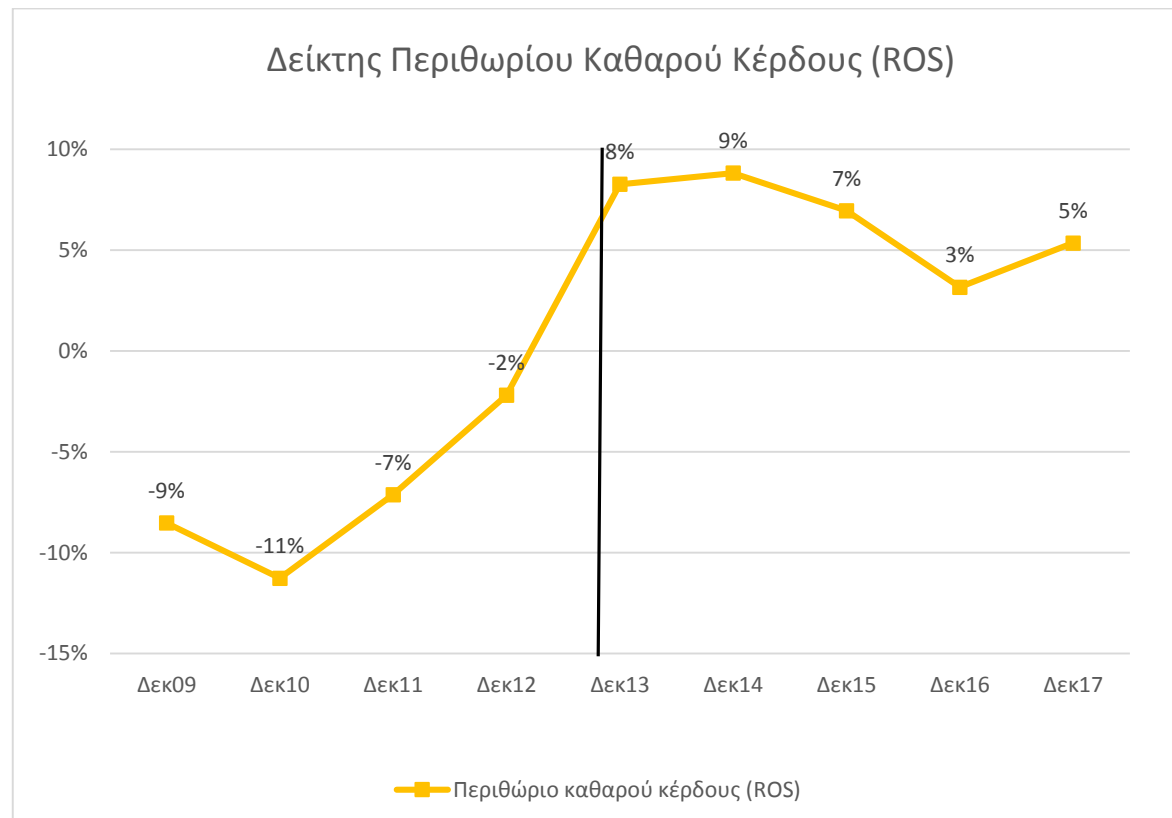
Όπως φαίνεται ξεκάθαρα από τον παραπάνω διάγραμμα του Πίνακα 1, η εξέλιξη του Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), ενώ από το 2009 έως και το 2012 ήταν αρνητικός, αμέσως μετά την εξαγορά το 2013 γύρισε σε θετικό πρόσημο (27%) και παρέμεινε σε θετικά υψηλά επίπεδα μέχρι και το τέλος του 2017.

## 2. Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (ROS):

### Καθαρά Κέρδη Χρήσης μετά από φόρους / Πωλήσεις

Ο αριθμοδείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της συνολικής αποδοτικότητας μίας επιχείρησης, σε σύγκριση με τα συνολικά της έσοδα και, συνεπώς, είναι πολύ χρήσιμος για τους μετόχους. Και αυτό γιατί, εάν το καθαρό κέρδος δεν είναι αρκετό, η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να επιτύχει μια ικανοποιητική απόδοση της επένδυσης.

**Διάγραμμα 2: Απεικόνιση του Δείκτη Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους**

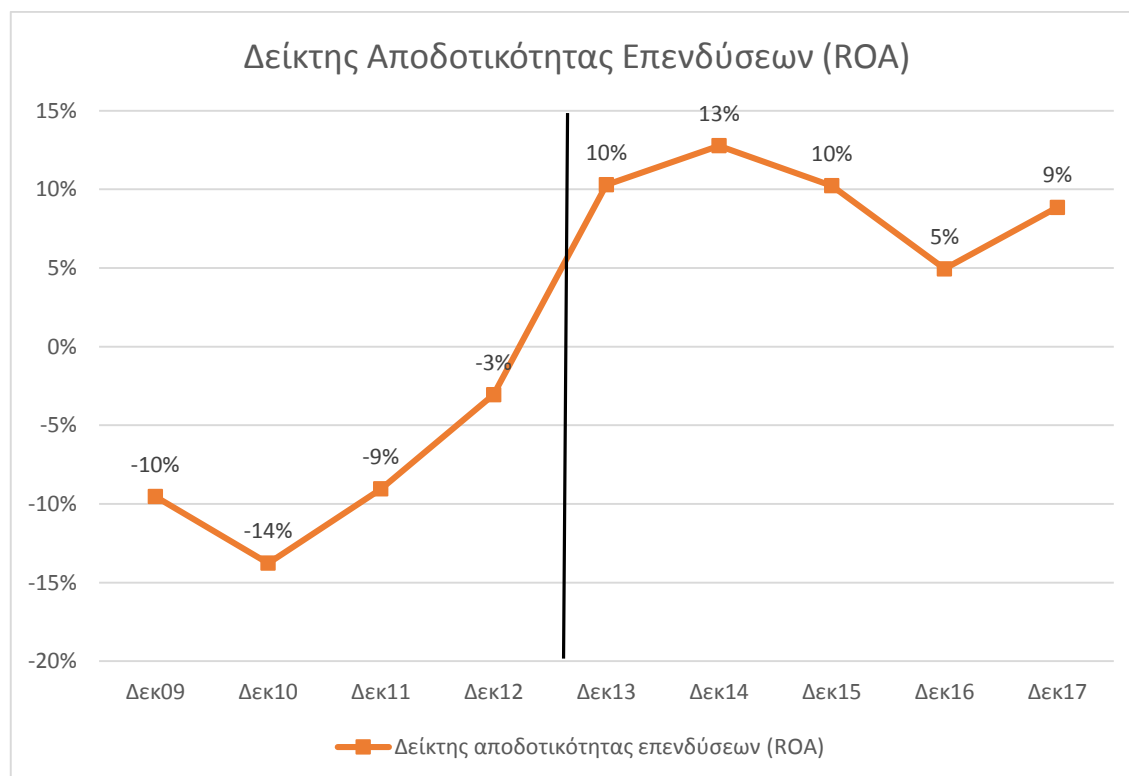


Και αυτός ο αριθμοδείκτης είχε ακριβώς την ίδια πορεία με αυτήν του ROE που εξετάστηκε παραπάνω, δηλαδή σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, ο Δείκτης Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους (ROS) από το 2009 έως και το 2012 παρέμενε σε αρνητικά επίπεδα, όμως από το έτος εξαγοράς (2013) μέχρι και το τέλος του 2017 βελτιώθηκε σημαντικά και παρέμεινε διαχρονικά θετικός.

### 3. Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων (Συνολικών Κεφαλαίων) (ROA): Καθαρά Κέρδη Χρήσης μετά από φόρους / Ενεργητικό

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα Ίδια Κεφάλαια, δηλαδή τα κεφάλαια των μετόχων και τα Ξένα Κεφάλαια όπως τα δάνεια από τράπεζες, πιστώσεις από προμηθευτές-πιστωτές κ.λπ. και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων. Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά κέρδη με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης από τη διοίκηση των διαθέσιμων κεφαλαίων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης.

**Διάγραμμα 3: Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων**



Το παραπάνω διάγραμμα που παρουσιάζει την πορεία του δείκτη ROA, εμφανίζει ακριβώς την ίδια διαχρονική εξέλιξη σε σύγκριση με τους προηγούμενους δείκτες ROE & ROS. Πιο συγκεκριμένα, ο Δείκτης Αποδοτικότητας Επενδύσεων (ROA) από το 2009 έως και το 2012 ήταν αρνητικός, όμως από το έτος εξαγοράς (2013) μέχρι και το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου (2017) παρουσίασε άμεσα σημαντική βελτίωση και παρέμεινε από τότε θετικός.

#### 4. Εξέλιξη Τιμής Μετοχής σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Ένας ακόμα σημαντικός δείκτης που εξετάστηκε είναι η εξέλιξη της τιμής της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου για το ίδιο χρονικό διάστημα (2009-2017) σε σχέση με την αντίστοιχη εξέλιξη του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

**Διάγραμμα 4: Πορεία Τιμής Μετοχής σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.**



Όπως φαίνεται ξεκάθαρα από το παραπάνω διάγραμμα, η τιμή της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου από τις αρχές του 2009 μέχρι την ημερομηνία της εξαγοράς της Olympic Air (Οκτώβριος 2013) ακολουθούσε σε αρκετά μεγάλο βαθμό την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Όμως, από την ημερομηνία εξαγοράς και μέχρι και το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου (2017) η τιμή της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου αυξήθηκε σημαντικά και παράμεινε σε ανοδική τάση, σε αντίθεση με την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο οποίος συνέχισε την πτωτική του τάση.

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζεται το κλείσιμο της τιμής της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου καθώς και η αντίστοιχη τιμή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους.

**Πίνακας 3: Τιμή μετοχής Αεροπορίας Αιγαίου και τιμή Γενικού Δείκτη Χ.Α. στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους**

Ημερομηνία	Τιμή μετοχής Aegean	Ποσοστό μεταβολής 2009 - 2017	Γενικός Δείκτης ΧΑ	Ποσοστό μεταβολής 2009 - 2017
31/12/2009	3,13		2.196,16	
31/12/2010	1,88		1.413,94	
30/12/2011	1,14		680,42	
31/12/2012	1,75		907,90	
31/12/2013	5,13		1.162,68	
31/12/2014	6,90		826,18	
31/12/2015	6,83		631,35	
30/12/2016	6,33		643,64	
29/12/2017	8,25	164%	802,37	-63%

Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 3, η ποσοστιαία αύξηση της τιμής της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου από το τέλος του 2009 μέχρι το τέλος του 2017 ήταν 164% ενώ η αντίστοιχη τιμή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για το ίδιο διάστημα παρουσίασε ποσοστιαία μείωση κατά 63%.

Ο Πίνακας 4 απεικονίζει συγκεντρωτικά την εξέλιξη και των τριών αριθμοδεικτών που εξετάστηκαν για την περίοδο της έρευνας (2009 – 2017) .

**Πίνακας 4: Εξέλιξη αριθμοδεικτών 2009 – 2017**

	<b>Δεκ-09</b>	<b>Δεκ-10</b>	<b>Δεκ-11</b>	<b>Δεκ-12</b>	<b>Δεκ-13</b>	<b>Δεκ-14</b>	<b>Δεκ-15</b>	<b>Δεκ-16</b>	<b>Δεκ-17</b>
Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE)	-24%	-74%	-34%	-11%	27%	37%	31%	13%	24%
Περιθώριο καθαρού κέρδους (ROS)	-9%	-11%	-7%	-2%	8%	9%	7%	3%	5%
Δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων (ROA)	-10%	-14%	-9%	-3%	10%	13%	10%	5%	9%

Όπως προαναφέρθηκε, όλοι οι αριθμοδείκτες από το 2009 έως και το 2012 είχαν συνεχώς αρνητικό πρόσημο, γεγονός που έδειχνε ξεκάθαρα την πολύ κακή κατάσταση που επικρατούσε στον χώρο των αερομεταφορών στην Ελληνική αγορά η οποία χαρακτηριζόταν από έντονο ανταγωνισμό σε συνδυασμό με μειωμένη ζήτηση.

Αμέσως μετά την ημερομηνία εξαγοράς της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου (2013) είναι εμφανέστατη η σημαντική βελτίωση σε όλους τους αριθμοδείκτες, οι οποίοι από τότε και μέχρι το 2017 παρέμειναν θετικοί, απεικονίζοντας την πετυχημένη επιχειρηματική κίνηση της εξαγοράς.



## Συμπεράσματα Έρευνας

---

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία προσπαθήσαμε να καλύψουμε το θέμα των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών και ειδικότερα να αξιολογήσουμε την περίπτωση της εξαγοράς της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου.

Αρχικά παρουσιάστηκε μια εισαγωγή στο φαινόμενο των Συγχωνεύσεων και Εξαγορών, περιγράφοντας τα χαρακτηριστικά, τις μορφές, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, την ιστορική τους εξέλιξη, το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο καθώς τις μεθόδους αξιολόγησης τους.

Στη συνέχεια αναλύθηκε η περίπτωση της εξαγοράς της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου, και παρουσιάστηκε η έρευνα που πραγματοποιήθηκε, η σχετική μεθοδολογία που ακολουθήθηκε καθώς και τα αποτελέσματα της έρευνας.

Τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας είναι ότι σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας είναι προφανές ότι η εξαγορά πέτυχε απολύτως τους στόχους της οι οποίοι μεταξύ άλλων ήταν η δημιουργία συνεργειών από τις οικονομίες κλίμακας μέσω της εξάλειψης του ανταγωνισμού, της αύξησης του στόλου, και του διευρυμένου δικτύου δρομολογίων με άνοιγμα σε νέες αγορές.

Η αρχική περίοδος (2009 – 2012) του έντονου ανταγωνισμού σε συνδυασμό με την ιδιαίτερα δυσμενή κατάσταση στην Ελληνική αγορά είχαν σαν αποτέλεσμα τα πολύ αρνητικά οικονομικά αποτελέσματα και δημιούργησαν την ανάγκη επιχειρηματικών κινήσεων όπως η εξαγορά της Olympic Air από την Αεροπορία Αιγαίου.

Αμέσως μετά, όλοι οι αριθμοδείκτες βελτιώθηκαν άμεσα και παρέμειναν συνεχώς σε θετικά και υγιή επίπεδα για ολόκληρο το διάστημα μετά την εξαγορά (2013 – 2017) διασφαλίζοντας και ενισχύοντας έτσι την περιουσία των μετόχων,

Η βελτίωση ταυτόχρονα απεικονίζεται με την σημαντική αύξηση της τιμής της μετοχής της Αεροπορίας Αιγαίου από το 2013 και μετά, σε αντίθεση με την καθοδική πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

## Βιβλιογραφία

---

### *Ελληνική*

1. Γεωργακόπουλος Ν. Λεωνίδας (2004), “Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών” Εκδόσεις Σάκκουλα
2. Γεωργακοπούλου Β. (2000): Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις, Επιθεώρηση Εργασιακών Σχέσεων, τεύχος 20
3. Δημήτριος Κυριαζής (2016), Συγχωνεύσεις και Εξαγορές Β’ ΕΚΔΟΣΗ, Εκδόσεις Διπλογραφία
4. ΕΚ 139/2004. Κοινοτικός κανονισμός συγκεντρώσεων. Άρθρο 1
5. Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ- ΑΔΕΔΥ (2008), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων. Επιπτώσεις στην Απασχόληση και στις Εργασιακές Σχέσεις. Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση»
6. Ν. 2190/1920. Περί ανώνυμων εταιριών. Άρθρο 68
7. Ν. 3959/2011. Προστασία του Ελεύθερου Ανταγωνισμού. Άρθρο 5-9.
8. Παζάρσκη, Μ., Καραγιώργος, Θ., Χριστοδούλου, Π. & Δρογαλάς, Γ. (2007), “Συγχωνεύσεις, Εξαγορές και Επιχειρηματική Επίδοση: Μια Λογιστική Θεώρηση”, Διοικητική Ενημέρωση, σελίδες 55-69
9. Παπαδάκης Β. (2007), «Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία», Αθήνα, Τόμος Α΄, εκδόσεις Ε. Μπένου, σελίδες: 451-452
10. Παπαδάκης Μ. Βασίλης (2012), «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις : Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία» Τόμος: Α΄, Εκδόσεις Ε. Μπένου
11. Σακέλλης Εμμανουήλ Ι. (2001), «Συγχωνεύσεις, Διασπάσεις, Εξαγορές, Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας της Επιχείρησης», Εκδόσεις Βρυκούς

## Βιβλιογραφία

1. Alchian A. (1950), “Uncertainty, Evolution, and Economic Theory”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3
2. Alexandridis G., Mavrovitis F. & Travlos N. G. (2012), “How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave”, *The European Journal of Finance*, Vol. 18
3. Andrade G., Mitchell M. and Stafford E. (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal*
4. Becker G. (1962), “Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 70 No. 9
5. Bensanko D., Dranove D., Shanley M. and Schaefer S. (2003), “Economics of strategy”, 3<sup>rd</sup> edition, New York: Wiley
6. Brown D. and Ryngaert D. (1991), “The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, Vol. 46
7. DeBondt F.M. and Thaler R. (1985), “Does the stock market overreact?”, *Journal of Finance*, Vol. 40
8. Doukas J. and Travlos N. (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders’ Wealth: Evidence from International Acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol. 43
9. Friedman M. (1953), “The methodology of positive economics. In *Essays in Positive Economics*”, Chicago University Press
10. Galbraith J.K (1967), “*The New Industrial State*”, 2<sup>nd</sup> edition, Harmondsworth, Penguin 1972, originally published 1967

11. Golubov A., Petmezas D. and Travlos N. (2012), "When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&A's", *Journal of Finance*, Vol.67
12. Gort M. (1969), "An Economic Disturbance Theory of Mergers", *The Quarterly Journal of Economics*
13. Halpern P. (1983), "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol. 38
14. Harford J. (2005), "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77
15. Holl P. and Pickering J. F. (1988), "The determinants and effect of actual, abandoned and contested mergers", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 9
16. Jensen M. and Meckling W. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*
17. Manne H. G. (1965), "Merger and the Market of Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 73
18. Marris R. (1964), "The Economic Theory of "Managerial" Capitalism", Macmillan, London
19. Mitchell M. L. and Mulherin H. (1996), "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 41
20. Morck R., Shleifer A. And Vishny R. (1987) "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", in A. Auerbach (ed.), *Corporate takeovers: Causes and consequences* (Chicago: University of Chicago Press)
21. Nam-Hoon Kang-Sara Johansson, "Cross-Border Mergers and Acquisitions: Their role in industrial globalization", (2000), OECD, Paris.

22. Pazarskis, M, Giovanis N., Pantelidis P. and Kanakaris S. (2014), “Evaluation of Mergers and Acquisitions in Greece: An Empirical Investigation with Emphasis on the Labour Productivity”
23. Roll R. (1986), “The Hybris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, Vol. 59
24. Savor P. and Lu Q. (2009), “Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?”, *The Journal of Finance*, Vol. 64, pages: 1061-1097
25. Shleifer A. and Vishny RW (2003), “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, pages: 295-311
26. Soubeniotis D, Mylonakis J, Fotiadis T, Chatzithomas L, Metzimekis C. (2006), “Evaluation of Mergers & Acquisitions in Greece” *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 4: pages 93-103
27. Sudarsanam Prof. P.S., (2003) «Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective», Prentice Hall International, London, pages: 14-15
28. Sudarsanam Prof. S. (1995) “The Essence of Mergers and Acquisitions”, Editor: Adrian Buckley

## Διαδικτυακές παραπομπές

1. <https://www.euretiro.com>
2. <https://www.epant.gr/Pages/Legislations>
3. <https://el.about.aegeanair.com/ependytes/financial-results/>
4. <https://el.about.aegeanair.com/media-center/deltia-typoy/2013/oloklirothike-i-eksagora-tis-olympic-air-apo-tin-aegean/>
5. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?qid=1542024995533&uri=CELEX:32004R0139>
6. [https://ine.otoe.gr/uploads/files/ine\\_exagores\\_syg.pdf](https://ine.otoe.gr/uploads/files/ine_exagores_syg.pdf)
7. <https://www.e-nomothesia.gr/kat-emporeio/n-3959-2011.html>
8. <http://www.marfininvestmentgroup.com/gr/view/οικονομικές-καταστάσεις-θυγατρικών>
9. [https://el.wikipedia.org/wiki/Ολυμπιακές\\_Αερογραμμές](https://el.wikipedia.org/wiki/Ολυμπιακές_Αερογραμμές)
10. [https://el.wikipedia.org/wiki/Aegean\\_Airlines](https://el.wikipedia.org/wiki/Aegean_Airlines)