



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
στη Φορολογική Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση  
Στρατηγικών Αποφάσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Διπλωματική Εργασία**

**Συγχώνευση με Απορρόφηση: Μια Μελέτη Περίπτωσης**

**του Ντεμπρόβα Αντριάτικ του Φαντίλ**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Καραγιώργος Θεοφάνης**

**Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού  
Διπλώματος στη Φορολογική Λογιστική και Χρηματοοικονομική  
Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων**

**Φεβρουάριος 2023**

## **Ευχαριστίες**

Για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Καραγιώργο Θεοφάνη για την άψογη συνεργασία μας και την πολύτιμη βοήθεια του για την ολοκλήρωση αυτής της διπλωματικής εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου και τους φίλους μου για την αμέριστη υποστήριξη τους.

## Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	- 6 -
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> .....	- 7 -
1.1 Συγχώνευση σε Γενικό Πλαίσιο.....	- 7 -
1.2 Συγχώνευση σύμφωνα με τον Νόμο 4601/2019.....	- 10 -
1.3 Τρόποι συγχώνευσης.....	- 12 -
1.3.1 Συγχώνευση με απορρόφηση.....	- 12 -
1.3.2 Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας.....	- 30 -
1.3.3 Μεταβίβαση περιουσίας-εξαγορά.....	- 31 -
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> .....	- 31 -
2.1 Ιστορική αναδρομή συγχωνεύσεων και εξαγορών διεθνώς και στην Ελλάδα.....	- 32 -
2.1.1 Εξαγορές και συγχωνεύσεις σε διεθνές επίπεδο.....	- 33 -
2.1.2 Τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα.....	- 36 -
2.2 Οικονομικό περιβάλλον.....	- 37 -
2.3 Διαφορές συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	- 38 -
2.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	- 39 -
2.5 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	- 42 -
2.6 Επιτροπές ανταγωνισμού εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	- 44 -
Μέρος Β: Μελέτη Περίπτωσης.....	- 45 -
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> .....	- 45 -
3.1 Συγχώνευση ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε. & Chipita International S.A.....	- 45 -
3.2 Συνοπτική παρουσίαση εταιρειών.....	- 46 -
3.2.1 Παρουσίαση της εταιρείας ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών ΑΕ.....	- 46 -
3.2.2 Παρουσίαση της εταιρείας Chipita International ΑΕ.....	- 47 -
3.2.3 Παρουσίαση της εταιρείας Vivartia Α.Β.Ε.Ε.....	- 48 -
3.3 Διαδικασία Συγχώνευσης.....	- 50 -
3.4 Μετοχικό Κεφάλαιο μετά τη Συγχώνευση.....	- 51 -
3.4.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών.....	- 52 -
3.4.2 Χρόνος συμμετοχής στα κέρδη της απορροφώσας.....	- 53 -
3.5 Ολοκλήρωση της συγχώνευσης.....	- 54 -
3.6 Κάθετη παράθεση Ισολογισμών.....	- 54 -
3.6.1 Βάση σύνταξης των Οικονομικών Καταστάσεων.....	- 55 -
3.6.2 Λογαριασμοί Ενεργητικού.....	- 56 -

3.6.3 Βραχυχρόνιες και Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις.....	- 60 -
3.6.4 Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	- 61 -
Κεφάλαιο 4° .....	- 64 -
4.1 Μελέτη της Λειτουργικής Αποτελεσματικότητας της Συγχώνευσης με Βάση Χρηματοοικονομικούς Δείκτες.....	- 64 -
4.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	- 66 -
4.2.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.....	- 66 -
4.2.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	- 67 -
4.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	- 68 -
4.3.1 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων.....	- 68 -
4.3.2 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Απαιτήσεων.....	- 69 -
4.3.3 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων.....	- 71 -
4.3.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων.....	- 71 -
4.3.5 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ROA).....	- 72 -
4.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	- 73 -
4.4.1 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους.....	- 74 -
4.4.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.....	- 75 -
4.4.3 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων.....	- 76 -
4.4.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE).....	- 77 -
4.5 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας.....	- 78 -
4.5.1 Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων.....	- 78 -
4.5.2 Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων.....	- 79 -
Συμπεράσματα.....	- 81 -
Βιβλιογραφία.....	- 84 -

## Κατάλογος Πινάκων

<u>Πίνακας 1:</u> Εξέλιξη Μετοχικού Κεφαλαίου Vivatria 2006.....	53
<u>Πίνακας 2:</u> Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιρειών.....	58
<u>Πίνακας 3:</u> Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού Εταιρειών.....	59
<u>Πίνακας 4:</u> Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	63
<u>Πίνακας 5:</u> Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας.....	66
<u>Πίνακας 6:</u> Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας.....	67
<u>Πίνακας 7:</u> Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων.....	69
<u>Πίνακας 8:</u> Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Απαιτήσεων.....	70
<u>Πίνακας 9:</u> Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων.....	71
<u>Πίνακας 10:</u> Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων.....	72
<u>Πίνακας 11:</u> Αριθμοδείκτης ROA.....	73
<u>Πίνακας 12:</u> Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους.....	74
<u>Πίνακας 13 :</u> Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους.....	76
<u>Πίνακας 14:</u> Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων...	77
<u>Πίνακας 15:</u> Αριθμοδείκτης ROE.....	78
<u>Πίνακας 16:</u> Αριθμοδείκτης Ξένων Προς Ιδίων Κεφαλαίων.....	79
<u>Πίνακας 17:</u> Δείκτης Κάλυψης Τόκων.....	80

## Εισαγωγή

Σε μια εποχή οικονομικής, φορολογικής και κοινωνικής αστάθειας τόσο στην χώρα μας όσο και παγκόσμια, ο επιχειρηματικός χώρος για να ανταπεξέλθει έναντι αυτών των προκλήσεων, προβαίνει σε Μετατροπές εταιρειών, Μετασηματισμούς εταιρειών και σε Συγχωνεύσεις εταιρειών. Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών αποτελούσε πάντα σημαντικό ζήτημα συζητήσεων τόσο των διεθνών αγορών, όσο και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τα λεγόμενα Μ.Μ.Ε.. Αποτελεί μια κίνηση η οποία επηρεάζει σε βάθος την πορεία μιας επιχείρησης. Η ενίσχυση ή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας αποτελεί μια ενδεδειγμένη και ευέλικτη στρατηγική επιλογή, προκειμένου να επιτευχθούν επίκαιροι επιχειρηματικοί στόχοι. Τέτοιοι είναι η άντληση κεφαλαίων, η εξασφάλιση χρηματοδοτήσεων και επιδοτήσεων, καθώς και η διεύρυνση της ελευθερίας επιχειρηματικών κινήσεων των νομικών της προσώπων.

Στα πλαίσια της εξυπηρέτησης των παραπάνω στόχων εντάσσεται και η πρακτική της συγχώνευσης ανώνυμων εταιρειών ως νομική πράξη. Με την πρακτική αυτή, επέρχεται η ένωση των περιουσιών δυο ή περισσότερων ανώνυμων εταιριών, χωρ ίς αυτές να λυθούν και ώστε τουλάχιστον η μία από αυτές να παύει να υπάρχει. Οπότε, οι μέτοχοι της μετέχουν εφεξής στην εταιρεία που εναπομένει. Η συγχώνευση μπορεί να πραγματοποιηθεί με δυο τρόπους, όπως ορίζει η διάταξη του άρθρου 6, του Ν. 4601/2019 (αναδιαρθρωμένος του άρθρου 68 του Ν. 2190/1920), που αναφέρει ότι η συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών πραγματοποιείται είτε με απορρόφηση, είτε με σύσταση νέας εταιρείας.

Τέλος, για την πράξη της συγχώνευσης απαιτούνται, εκτός από την σύμβαση συγχώνευσης, αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των συγχωνευμένων εταιρειών, έλεγχος της συγχώνευσης από την επιτροπή εμπειρογνομόνων του άρθρου 10 του Ν. 4601/2019, βεβαίωση ότι δεν προβλήθηκαν αντιρρήσεις από τους δανειστές, έγκριση από την αρμόδια διοικητική αρχή και δημοσιότητα, ως απαραίτητα δομικά στοιχεία της σχετικής διαδικασίας.

# Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

## 1.1 Συγχώνευση σε Γενικό Πλαίσιο

Η συγκέντρωση των επιχειρήσεων, η οποία έχει λάβει διεθνώς τεράστιες διαστάσεις, επιτυγχάνεται είτε με οικονομικές ενώσεις (καρτέλ, κονσέρν, συμφωνίες κυριών, Τράστ κ.τλ.) είτε με νομικές μορφές, όπως οι συγχωνεύσεις. Η συγκέντρωση έχει προχωρήσει σε τόσο μεγάλο βαθμό, ώστε να γίνεται επιτακτική η ανάγκη όσο ποτέ άλλοτε, ο έλεγχος των συγχωνεύσεων να είναι πιο ελεγχόμενος, για να μην τεθεί σε κίνδυνο ο ελεύθερος ανταγωνισμός. Εντούτοις η διάρθρωση της ελληνικής οικονομίας είναι ακόμα σε μεγάλο βαθμό ατομιστική, γι' αυτό η συγχώνευση των επιχειρήσεων είναι επιθυμητή, αν όχι αναγκαία, για την αντιμετώπιση του ξένου ανταγωνισμού αλλά ενδεχομένως και για την εξυγίανση μικρών ή προβληματικών επιχειρήσεων.

Ένας ακόμα λόγος που γίνεται ολοένα και πιο συχνό φαινόμενο δυο επιχειρήσεις να προβαίνουν σε ένα είδος μετασχηματισμού είναι η πανδημία της πανδημίας Covid 19 και μετέπειτα η ενεργειακή κρίση, όπου οι επιχειρήσεις σε παγκόσμια κλίμακα και ειδικότερα στην Ελλάδα αφέθηκαν στο έλεος των γεγονότων και να μην μπορούν να ορθοποδήσουν κατά τη διάρκεια. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας η Ελληνική οικονομία ήταν ανενεργή, καθώς είχαν επιβληθεί απανωτά lockdown τη διετία 2020-2022. Αυτό σήμαινε ότι οι επιχειρήσεις δεν λειτουργούσαν (πέρα από τα καταστήματα με είδη πρώτης ανάγκης). Έτσι οι επιχειρήσεις δεν είχαν εισροές παρά μόνο εκροές, καθώς τα πάγια έξοδα τους συνέχιζαν να υφίστανται.

Επιπλέον, με το νέο νομοσχέδιο που κατατέθηκε στη βουλή *«Κίνητρα ανάπτυξης επιχειρήσεων, μέσω συνεργασιών ή/και εταιρικών μετασχηματισμών»*, είχε ως στόχο οι επιχειρήσεις να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στη νέα οικονομική και κοινωνική πραγματικότητα της εποχής με τον Covid 19. Για αυτό και με τις προτεινόμενες διατάξεις του εν λόγω νομοσχεδίου θεσπίζονται φορολογικά κίνητρα, που αφορούν τους μετασχηματισμούς επιχειρήσεων της παραγράφου 1 του άρθρου 1

του Ν. 4601/2019 και στους μετασχηματισμούς που προβλέπονται από τις διατάξεις των νόμων 1297/1972, Ν. 2166/1993 και του Ν. 4172/2013. Κάποιες από τις φορολογικές διευκολύνσεις που προβλέπει ο νομοθέτης είναι οι ακόλουθες.

- 1) Παρέχεται, σύμφωνα με όσα ορίζονται, το κίνητρο τις απαλλαγής από τη καταβολή φόρου εισοδήματος επί των πραγματοποιούμενων προ φόρου κερδών, τα οποία προκύπτουν κατά ποσοστό 30% στη νέα εταιρεία. Δηλαδή, στην εταιρεία που προκύπτει από οποιαδήποτε μορφής μετασχηματισμό επιχειρήσεων. Σε κάθε εργαζόμενο πρόσωπο στην περίπτωση συνεργασίας προσώπων ή στη νέα εταιρεία σε περίπτωση εισφοράς ατομικής επιχειρήσεις σε οποιαδήποτε μορφής εταιρεία.

Για να τεθεί σε ισχύ η απαλλαγή φόρου κατά 30%, θα πρέπει να περάσει ένας χρόνος από την ημερομηνία ολοκλήρωσης του οποιασδήποτε μορφής μετασχηματισμού εταιρειών ή της ημερομηνίας πραγματοποίησης εισφοράς ατομικής επιχειρήσεις σε οποιαδήποτε μορφής εταιρεία ή της ημερομηνίας έναρξης της οποιασδήποτε μορφής συνεργασίας, (άρθρα 1 έως 6).

- 2) Απαλλάσσεται από τον φόρο εισοδήματος, σε περίπτωση μετασχηματισμού επιχείρησης, το εισόδημα που προκύπτει από την υπεραξία μεταβίβασης στοιχείων παγίου ενεργητικού της νέας εταιρείας σε τρίτο, υπό τις οριζόμενες προϋποθέσεις, (άρθρο 7).
- 3) Διατηρούνται σε ισχύ οι διοικητικές άδειες σε περίπτωση εισφοράς ατομικής επιχείρησης σε οποιαδήποτε μορφής εταιρεία, υπέρ της νέας εταιρείας, (άρθρο 8).
- 4) Προβλέπεται ειδικό φορολογικό καθεστώς κάθε πράξης ή συμφωνίας που αφορά μετασχηματισμό επιχείρησης, υπό τις οριζόμενες προϋποθέσεις. Επίσης, προβλέπεται κατά τη μεταγραφή ή την εγγραφή των σχετικών πράξεων μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων στα δημόσια βιβλία, , η καταβολή μόνο των πάγιων δικαιωμάτων εμμίσεων ή αμίσθων Υποθηκοφυλάκων και Προϊσταμένων Κτηματολογικών Γραφείων, ποσού ύψους τριακοσίων (300) ευρώ, ενώ αποκλείεται οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση, αμοιβή, κλπ, ανεξαρτήτως του χρόνου συντελέσεως των σχετικών πράξεων, (άρθρο 9).



- 5) Επιτρέπεται, σε περιπτώσεις απόκτησης εταιρικών συμμετοχών σε άλλη εταιρεία, έκπτωση δαπανών που πραγματοποιούνται για τον σκοπό της απόκτησης εταιρικών συμμετοχών, υπό τις οριζόμενες προϋποθέσεις (άρθρο 10).
- 6) Τροποποιούνται - συμπληρώνονται οι διατάξεις για τη μεταφορά Ζημίας από τις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις στον ισολογισμό της νέας εταιρείας και ρυθμίζεται χρονικά η δυνατότητα εφαρμογής της απαλλαγής από τον φόρο εισοδήματος επί των πραγματοποιούμενων προ φόρου κερδών, τα οποία προκύπτουν, στην περίπτωση μετασχηματισμού επιχειρήσεων οποιασδήποτε μορφής (άρθρο 11).
- 7) Εξειδικεύονται οι προϋποθέσεις για την απαλλαγή κάθε σχετικής με συγχώνευση ή μετατροπή πράξης ή συμφωνίας από τον φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου, σε περιπτώσεις εταιρικού μετασχηματισμού και εφαρμογής των διατάξεων του ν.δ. 1297/1972, (άρθρο 12).
- 8) Απαλλάσσεται κάθε σχετική με μετασχηματισμό πράξη ή συμφωνία και από τον φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου, σε περιπτώσεις εταιρικού μετασχηματισμού και εφαρμογής των διατάξεων του ν. 2166/1993, (άρθρο 13).
- 9) Ορίζεται ρητά ότι απαλλαγές που εφαρμόζονται για κάθε πράξη ή συμφωνία που αφορά τους μετασχηματισμούς επιχειρήσεων κατά τα άρθρα 52 έως και 55 του ν. 4172/2013, έχουν εφαρμογή και επί του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίων υπό τις οριζόμενες προϋποθέσεις, (άρθρο 14).
- 10) Παρέχεται σε φυσικά πρόσωπα, κατά κύριο επάγγελμα αγρότες, το κίνητρο της απαλλαγής από την καταβολή φόρου εισοδήματος κατά ποσοστό πενήντα τοις εκατό (50%) επί των πραγματοποιούμενων προ φόρου κερδών, τα οποία προκύπτουν από την άσκηση ατομικής αγροτικής επιχειρηματικής δραστηριότητας, με βάση τη φορολογική νομοθεσία, υπό τις οριζόμενες προϋποθέσεις, (άρθρο 15).

- 11) Δύναται να συμφωνείται, με ιδιωτικές έγγραφες συμβάσεις βεβαίας χρονολογίας μεταξύ παραγωγών και αγοραστών, η μελλοντική πώληση αγροτικών προϊόντων. (άρθρο 16)
- 12) Τίθενται οι εξουσιοδοτικές, μεταβατικές και καταργούμενες διατάξεις και καθορίζεται η έναρξη ισχύος των διατάξεων του υπό ψήφιση σχεδίου νόμου, (άρθρα 17 έως 20).

Τέλος, δίνοντας έμφαση και στην πλευρά της Νομικής και στη νομοθεσία που έχει διατυπωθεί, συγχώνευση είναι η συνένωση των περιουσιών δύο ή περισσότερων νομικών οντοτήτων, κατά τρόπο τέτοιο, ώστε τουλάχιστον μια από αυτές να παύει να υπάρχει, οι δε μέτοχοι της εξαφανιζόμενης εταιρείας να μετέχουν εφεξής στις απομένουσες εταιρείες ή στη νεοσύστατη εταιρεία. Η συνένωση των περιουσιών των συγχωνευόμενων εταιρειών επιτυγχάνεται χωρίς προηγούμενη λύση και εκκαθάριση και χωρίς μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της εξαφανιζόμενης εταιρείας με ειδική αλλά με οιονεί καθολική διαδοχή. Με αυτόν τον τρόπο αποφεύγονται τα επιπλέον έξοδα και οι διαδικασίες που συνεπάγεται η μεταβίβαση κάθε επιμέρους αντικειμένου της εταιρικής περιουσίας με ειδική διαδοχή, καθώς και η λύση και ενδεχομένως η φορολόγηση των αφανών αποθεματικών.

## **1.2 Συγχώνευση σύμφωνα με τον Νόμο 4601/2019**

Ο νόμος 2190/20 έχει ως σκοπό τη ρύθμιση μόνο συγχώνευσης μεταξύ ανώνυμων εταιρειών (ΑΕ). Για αυτό το λόγο απαγορεύεται η συγχώνευση ΑΕ με άλλου τύπου εταιρεία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην μπορεί μια ΕΠΕ να συγχωνευθεί με μια ΑΕ, θα πρέπει πρώτα η ΕΠΕ να μετατραπεί σε ΑΕ. Αν η μετατροπή δεν είναι εφικτή, τότε θα πρέπει να γίνει λύση και εκκαθάριση της ΕΠΕ και στη συνέχεια μεταβίβαση της περιουσίας της στην ΑΕ. Στην περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί συγχώνευση με την τεχνική έννοια.

Για αυτό και γίνεται ένας συνδυασμός του Ν. 2190/20 με τον Ν. 2166/1993. Ο νόμος 2166/93 μπορεί να χρησιμοποιηθεί κατά την μετατροπή, συγχώνευση επιχειρήσεων οποιασδήποτε νομικής μορφής με σκοπό τον σχηματισμό ΙΚΕ, ΕΠΕ,

ΑΕ. Οι μετασχηματιζόμενες ή οι συγχωνευόμενες εταιρείες θα πρέπει να τηρούν διπλογραφικά βιβλία για τουλάχιστον δωδεκάμηνη χρήση, ενώ η εταιρεία που θα σχηματισθεί εκ μετατροπής ή συγχώνευσης θα πρέπει να έχει ελάχιστο κεφάλαιο 300.000 ευρώ όσο αφορά ΑΕ και 150.000 ευρώ για ΙΚΕ και ΕΠΕ. Τέλος, προβλέπεται και η περίπτωση εισφοράς κλάδου επιχείρησης σε λειτουργούσα ΑΕ.

Ο νόμος 4601/2019 αφορά εταιρικούς μετασχηματισμούς και εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου με τις διατάξεις της οδηγίας 2014/55/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16<sup>ης</sup> Απριλίου 2014 για την έκδοση ηλεκτρονικών τιμολογίων στο πλαίσιο δημόσιων συμβάσεων και λοιπές διατάξεις.

Οι εταιρείες που έχουν την έδρα του στην Ελλάδα, μπορεί να υποβληθούν και να μετάσχουν σε τρεις κατηγορίες μετασχηματισμού. Την συγχώνευση, την διάσπαση και την μετατροπή(εξαγορά) , άρθρο 1 §§ 1.

Τα είδη των εταιριών που έχουν τη δυνατότητα να υποβληθούν σε μετασχηματισμό, σύμφωνα με το άρθρο 2 §§1, είναι:

- α) Ανώνυμες Εταιρείες (Α.Ε.)
- β) Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε)
- γ) Ιδιωτικές Κεφαλαιουχικές Εταιρείες (Ι.Κ.Ε)
- δ) Ομόρρυθμες Εταιρείες (Ο.Ε)
- ε) Ετερόρρυθμες Εταιρείες (Ε.Ε)
- στ) Ετερόρρυθμες Εταιρείες κατά μετοχή
- ζ) Κοινοπραξίες που προβλέπονται στην §§ 3 του άρθρου 293 του Ν. 4072/2012 (Α' 86).
- η) Ευρωπαϊκές Εταιρείες (SE) που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΚ) 2157/2001 του Συμβουλίου της 8<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2001 (ΕΕ L 294)
- θ) Αστικοί Συνεταιρισμοί
- ι) Ευρωπαϊκές Συνεταιριστικές Εταιρείες (ΕΣΕτ) που προβλέπονται στον Κανονισμό (ΕΚ) 1435/2003 της 22<sup>ης</sup> Ιουλίου 2003 (ΕΕ L 207).

Επιπλέον, οι παραπάνω περιπτώσεις εταιρειών μπορούν να μετάσχουν σε έναν εταιρικό μετασχηματισμό, ως απορροφώμενες, απορροφώσες, συγχωνευόμενες, διασπώμενες, εισφέρουσες, επωφελούμενες, συνιστώμενες (νέες) ή μετατρεπόμενες. Οι εταιρικοί μετασχηματισμοί θα μπορούν να γίνουν είτε από ομοειδής εταιρείες, είτε από διαφορετικές εταιρείες ως προς τη σύσταση μεταξύ τους. Εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στις διατάξεις του νόμου 4601/2019.

Τέλος, στον εταιρικό μετασχηματισμό μπορεί να μετάσχουν και εταιρείες που είτε έχουν λυθεί λόγω παρόδου του χρόνου διάρκειας της εταιρείας, είτε με απόφαση της συνέλευσης ή των εταίρων, καθώς επίσης και εταιρείες που έχουν κηρύξει πτώχευση, εφόσον μετά την κήρυξη της πτώχευσης επικυρώθηκε τελεσίδικα το σχέδιο αναδιοργάνωσης ή εξοφλήθηκαν όλοι οι πτωχευτικοί πιστωτές, σύμφωνα με την §§ 1 του άρθρου 164 του πτωχευτικού κώδικα, Ν 3588/2007, Α'153.

### **1.3 Τρόποι συγχώνευσης**

Το εναρμονισμένο δίκαιο γνωρίζει τρεις τρόπους συγχώνευσης, τη συγχώνευση με απορρόφηση, τη συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας και τη συγχώνευση με εξαγορά.

#### **1.3.1 Συγχώνευση με απορρόφηση**

Σύμφωνα με το άρθρο 6, του Ν. 4601/2019:

Υπάρχουν δυο είδη συγχώνευσης, είτε με απορρόφηση είτε με σύσταση νέας εταιρείας.

- a) «Συγχώνευση με απορρόφηση» είναι η πράξη με την οποία μία ή περισσότερες εταιρείες (απορροφώμενες) μεταβιβάζουν σε μια άλλη υφιστάμενη εταιρεία (απορροφώσα), ύστερα από λύση τους, χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεών τους, με τη διάθεση στους μετόχους ή στους εταίρους των απορροφώμενων εταιρειών εταιρικών συμμετοχών της απορροφώσας

εταιρείας και ενδεχομένως με καταβολή χρηματικού ποσού, το οποίο δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της ονομαστικής αξίας των εταιρικών συμμετοχών που διατίθενται ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, της λογιστικής τους αξίας.

Τα άρθρα 7 έως 21 αναλύουν τα στάδια της συγχώνευσης με απορρόφηση.

### **Σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης (άρθρο 7)**

- 1) Τα διοικητικά συμβούλια ή οι διαχειριστές των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση συντάσσουν σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης.
- 2) Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης αναφέρει τουλάχιστον:
  - I. τη νομική μορφή, την επωνυμία, την έδρα, καθώς και τον αριθμό Γ.Ε.ΜΗ. των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση,
  - II. την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των εταιρικών συμμετοχών και το ποσό που προβλέπεται στις παραγράφους 2 ή 4 του άρθρου 6,
  - III. Εφόσον συντρέχει περίπτωση, τον τρόπο διάθεσης των εταιρικών συμμετοχών στην απορροφώσα εταιρεία,
  - IV. την ημερομηνία από την οποία οι εταιρικές συμμετοχές που αποκτούν οι μέτοχοι ή οι εταίροι της απορροφώμενης ή των απορροφώμενων εταιρειών παρέχουν δικαίωμα στα κέρδη της απορροφώσας εταιρείας, καθώς και ειδικές συνθήκες σχετικά με αυτό το δικαίωμα,
  - V. την ημερομηνία από την οποία οι πράξεις της απορροφώμενης εταιρείας ή των απορροφώμενων εταιρειών θεωρούνται, από λογιστική άποψη, ότι έχουν διενεργηθεί για λογαριασμό της απορροφώσας εταιρείας,
  - VI. Τα δικαιώματα που παρέχονται από την απορροφώσα εταιρεία στους μετόχους ή τους εταίρους που έχουν ειδικά δικαιώματα, καθώς και στους δικαιούχους άλλων δικαιωμάτων ή τα μέτρα που προτείνονται για αυτούς,
  - VII. Τα ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που παρέχονται στους εμπειρογνώμονες σύμφωνα με το άρθρο 10 και τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων ή στους διαχειριστές ή στους εσωτερικούς ελεγκτές των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση. ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 7*)

## **Δημοσίευση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης (άρθρο 8)**

- 1) Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης καταχωρίζεται στο Γ.Ε.ΜΗ. για καθεμία από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση και δημοσιεύεται στον διαδικτυακό του τόπο, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 3419/2005 (Α' 297), ένα (1) μήνα τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της συνέλευσης για τη λήψη απόφασης για το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης ή πριν από την ημερομηνία απόφασης των εταιριών για αυτό.
  
- 2) Καθεμία από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση απαλλάσσεται από την υποχρέωση της παραγράφου 1, εφόσον, για συνεχή περίοδο που αρχίζει ένα (1) μήνα πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της συνέλευσης για τη λήψη απόφασης για το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης ή, κατά περίπτωση, για συνεχή περίοδο που αρχίζει ένα (1) μήνα πριν από την ημερομηνία της απόφασης των εταίρων για το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, διατηρεί αναρτημένο το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης στην ιστοσελίδα της χωρίς επιβάρυνση για το κοινό.
  
- 3) Το σχέδιο διατηρείται δημοσιευμένο στον διαδικτυακό τόπο του Γ.Ε.ΜΗ., καθώς και, κατά περίπτωση, στην ιστοσελίδα της απορροφώσας εταιρείας για χρονικό διάστημα ενός (1) έτους από την ημερομηνία λήψης απόφασης για το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης από τη συνέλευση ή τους εταίρους των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση.
  
- 4) Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Ανάπτυξης μπορεί να καθορίζονται οι συνέπειες που έχει η προσωρινή διακοπή πρόσβασης στο Γ.Ε.ΜΗ., σύμφωνα με τις παραγράφους 1 έως 3, εφόσον η διακοπή προκαλείται από τεχνικούς ή άλλους λόγους. ( Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 8)

## **Γραπτή έκθεση και ενημέρωση για τη συγχώνευση (άρθρο 9)**

- 1) Το διοικητικό συμβούλιο ή οι διαχειριστές καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, συντάσσουν λεπτομερή έκθεση, στην οποία επεξηγούν και δικαιολογούν, από νομική και οικονομική άποψη, το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης και ειδικότερα τη σχέση ανταλλαγής των εταιρικών συμμετοχών στην απορροφώμενη ή στις απορροφώμενες εταιρείες προς τις εταιρικές συμμετοχές στην απορροφώσα εταιρεία. Εφόσον η συμμετέχουσα στη συγχώνευση εταιρεία ανήκει σε όμιλο σύμφωνα με το Παράρτημα Α' του Ν. 4308/2014 (Α' 251), το διοικητικό συμβούλιο ή οι διαχειριστές παρέχουν πληροφορίες και για τις άλλες εταιρείες του ομίλου, η νομική και οικονομική θέση των οποίων είναι απαραίτητη για την εξήγηση και τη δικαιολόγηση του σχεδίου σύμβασης της συγχώνευσης. Επίσης, η έκθεση αναφέρει τις ειδικές δυσχέρειες που προέκυψαν κατά την αποτίμηση.
  
- 2) Η έκθεση της παραγράφου 1 καταχωρίζεται στο Γ.Ε.ΜΗ., στη συνέχεια δημοσιεύεται στο διαδικτυακό του τόπο και υποβάλλεται στη συνέλευση ή στους εταίρους καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συνέλευση.
  
- 3) Το διοικητικό συμβούλιο ή οι διαχειριστές καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση υποχρεούνται να ενημερώνουν τη συνέλευση ή τους εταίρους, συμπεριλαμβανομένων σε κάθε περίπτωση των μετόχων ή εταίρων που αποφασίζουν, σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 14, καθώς και διοικητικά συμβούλια ή τους διαχειριστές των άλλων εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση, ώστε τα τελευταία να είναι σε θέση να ενημερώσουν τις οικείες συνελεύσεις των εταιρειών τους ή του εταίρους, για κάθε σημαντική μεταβολή των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων τους, που σημειώθηκε ανάμεσα στην ημερομηνία κατάρτισης του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και στην ημερομηνία λήψης της απόφασης του άρθρου 14.

- 4) Η έκθεση δεν είναι απαραίτητο να περιλαμβάνει πληροφορίες και στοιχεία, η δημοσιοποίηση των οποίων μπορεί να προκαλέσει σημαντική βλάβη σε μια ή περισσότερες από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση.
- 5) Δεν απαιτείται έκθεση του διοικητικού συμβουλίου ή των διαχειριστών σύμφωνα με την παράγραφο 1 ούτε ενημέρωση των συνελεύσεων ή των εταίρων και των άλλων εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση, σύμφωνα με την παράγραφο 3, εφόσον όλοι οι μέτοχοι ή οι εταίροι και οι κάτοχοι άλλων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα ψήφου σε κάθε μια από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, συμφωνούν εγγράφως να μην καταρτιστεί έκθεση ή να μην γίνει ενημέρωση. Το σχετικό έγγραφο πρέπει να έχει θεωρηθεί από τα πρόσωπα που προβλέπονται στο άρθρο 446 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας ή από δικηγόρο. ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 9* )

#### **Εξέταση του σχεδίου δράσης από εμπειρογνώμονες (άρθρο 10)**

Τα πρόσωπα αυτά ορίζονται μετά από κοινή αίτηση ή απόφαση ή συμφωνία των συγχωνευόμενων εταιρειών. Επισυνάπτουν μια γραπτή έκθεση προς γενικό συμβούλιο ΓΣ. Στην ουσία προβαίνουν σε εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων των απορροφημένων εταιρειών αλλά και εξετάζουν και εκφέρουν τη γνώμη τους σχετικά με τους όρους της σύμβασης συγχώνευσης και ιδίως σχετικά με το αν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη και λογική.

- 1) Για κάθε μια από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, ένας ή περισσότεροι εμπειρογνώμονες εξετάζουν το σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης και συντάσσουν γραπτή έκθεση που απευθύνεται στη συνέλευση ή στους εταίρους της. Στη συνέχεια καταχωρίζεται στο Γ.Ε.ΜΗ. και δημοσιεύεται στον διαδικτυακό του τόπο. Οι εμπειρογνώμονες θεωρούνται ανεξάρτητοι έναντι των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση, εφόσον συνέτρεχαν στο πρόσωπο τους, για τρία τουλάχιστον συνεχόμενα έτη πριν από την ημερομηνία του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, οι απαιτήσεις ανεξαρτησίας του άρθρου 21 του Ν.4449/2017 (Α'7), καθώς και της παραγράφου 4 του άρθρου 17 του Ν.4548/2018 (Α' 104).



2) Με την επιφύλαξη της παραγράφου 4, εμπειρογνώμονες μπορεί να είναι μετά από επιλογή των συγχωνευόμενων εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση. Αυτοί μπορεί να είναι είτε ορκωτοί ελεγκτές λογιστές και ελεγκτικές εταιρείες που έχουν εγγραφή στο δημόσιο μητρώο της Επιτροπής Λογιστικής Τυποποίησης και ελέγχων, σύμφωνα με τον Ν.4449/2017, οι οποίοι παρέχουν νόμιμα υπηρεσίες στην Ελλάδα είτε πιστοποιημένοι εκτιμητές σύμφωνα με την υποπαράγραφο Γ.1 άρθρου 1 του Ν.4152/2013 (Α' 107). Τέλος μπορούν να είναι λογιστές, φοροτεχνικοί κάτοχοι επαγγελματικής ταυτότητας Α Τάξης, είτε οικονομολόγοι εγγεγραμμένοι στο Μητρώο του Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδας του άρθρου 3 του Ν.1100/1980 (Α'295).

3) Η διαδικασία διορισμού εμπειρογνώμονα είναι η ακόλουθη

A. Εφόσον πρόκειται για εμπειρογνώμονα επίσημα εγγεγραμμένο σε δημόσιο μητρώο, αρκεί για τον διορισμό του απόφαση καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση. Εφόσον συμφωνήσουν και οι δυο πλευρές των συγχωνευόμενων εταιρειών είναι δυνατή η επιλογή ενός ή περισσότερων εμπειρογνομώνων, κοινών για όλες τις εταιρείες.

B. Σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση, οι ενδιαφερόμενες εταιρείες υποβάλλουν πρόταση για τον διορισμό ενός ή περισσότερων εμπειρογνομώνων προς την αρμόδια υπηρεσία του Γ.Ε.ΜΗ.. Στην αίτηση πρέπει να αναφέρονται το όνομα ή η επωνυμία, η ιδιότητα, τα επαγγελματικά προσόντα, η εμπειρία και η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις ανεξαρτησίας των προτεινόμενων εμπειρογνομώνων. Η αρμόδια υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ. υποχρεούται να απαντήσει αν αποδέχεται τον διορισμό μέσα σε πέντε εργάσιμες ημέρες από την λήψη της αίτησης. Σε περίπτωση που οι εταιρείες δεν λάβουν απάντηση μέσα σε αυτές τις πέντε ημέρες, η αίτηση θεωρείται δεκτή. Σε περίπτωση αρνητικής απάντησης, η αρμόδια υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ. πρέπει να αιτιολογήσει την απόρριψη της πρότασης και η διαδικασία επαναλαμβάνεται με νέα πρόταση από τις ενδιαφερόμενες εταιρείες.

4) Εφόσον στη συγχώνευση μετέχει κάποια από τις εταιρείες των περιπτώσεων α', β', γ', στ', η, θ' και ι' της παραγράφου 1 του άρθρου 2, η εξέταση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης και η σύνταξη γραπτής έκθεσης, σύμφωνα με την παράγραφο 1 διενεργείται από τα πρόσωπα της παρ. 3 του άρθρου 17 του ν. 4548/2018.

5) Στην έκθεση της παραγράφου 1 οι εμπειρογνώμονες δηλώνουν σε κάθε περίπτωση αν θεωρούν ότι η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των εταιρικών συμμετοχών είναι δίκαιη και λογική. Στη συνέχεια, στην ίδια έκθεση εφαρμόζεται ανάλογα η παράγραφος 4 του άρθρου 9 και πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον οι παρακάτω πληροφορίες:

A. Η μέθοδος ή οι μέθοδοι αποτίμησης που ακολουθήθηκαν για τον προσδιορισμό της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής.

B. Η γνώμη για τον αν η μέθοδος ή οι μέθοδοι αυτές είναι κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση.

Γ. Η γνώμη για τις αξίες που προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθόδου.

Δ. Η γνώμη για την βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μέθοδο για τον προσδιορισμό των παραπάνω αξιών, καθώς και η περιγραφή των δυσκολιών που προέκυψαν κατά την αποτίμηση

6) Κάθε εμπειρογνώμονας έχει το δικαίωμα να ζητάει από τις εταιρείες που συμμετέχουν στη συγχώνευση κάθε χρήσιμη πληροφορία και έγγραφο που θεωρεί απαραίτητο, καθώς και να προβαίνει σε κάθε απαραίτητη εξέταση.

7) Τέλος, δεν απαιτείται εξέταση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, ούτε έκθεση εμπειρογνώμονα, εφόσον όλοι οι μέτοχοι και οι κάτοχοι άλλων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα ψήφου σε κάθε μια από τις εταιρείες που συμμετέχουν στη συγχώνευση ή οι εταίροι αυτών, συμφωνούν εγγράφως επί αυτού. Το σχετικό έγγραφο πρέπει να έχει θεωρηθεί από τα πρόσωπα που προβλέπονται

στο άρθρο 446 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας ή από δικηγόρο. ( Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 10)

### **Διαθεσιμότητα των εγγράφων για εξέταση από τους μετόχους ή τους εταίρους (άρθρο 11)**

1) Κάθε μέτοχος ή εταίρος έχει το δικαίωμα να λαμβάνει γνώση στην έδρα της εταιρείας, κατά τη χρονική περίοδο που ορίζεται στην παράγραφο 1 του άρθρου 26, στο άρθρο 31, στην παράγραφο 2 του άρθρου 41, στο άρθρο 44 και στην παράγραφο 2 του άρθρου 49, κατά περίπτωση, των εξής τουλάχιστον εγγράφων:

A. Του σχεδίου σύμβασης της συγχώνευσης.

B. Των ετήσιων χρηματοοικονομικών καταστάσεων και των ετήσιων εκθέσεων διαχείρισης του διοικητικού συμβουλίου ή των διαχειριστών καθεμίας από τις εταιρείες που συμμετέχουν στη συγχώνευση των τριών τελευταίων ετών.

Γ. Της λογιστικής κατάστασης που έχει συνταχθεί σε ημερομηνία που δεν είναι προγενέστερη από την πρώτη ημέρα του τρίτου μήνα πριν από την ημερομηνία του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, αν οι τελευταίες ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις αναφέρονται σε χρήση που έχει λήξει έξι μήνες τουλάχιστον πριν από την ημερομηνία του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης. Η λογιστική κατάσταση θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστο ισολογισμό, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και περίληψη των λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν για τη σύνταξή τους.

Δ. Των προβλεπόμενων στο άρθρο 9 εκθέσεων των διοικητικών συμβουλίων ή των διαχειριστών καθεμίας από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση.

E. Της έκθεσης που προβλέπεται στο άρθρο 10.

2) Σύμφωνα με την περίπτωση γ της παραγράφου 1 , δεν απαιτείται λογιστική κατάσταση, εφόσον:

A. Η εταιρεία δημοσιεύει εξαμηνιαία οικονομική έκθεση, σύμφωνα με τις διατάξεις που αφορούν τις υποχρεώσεις διαρκούς και περιοδικής πληροφόρησης των εκδοτών κινητών αξιών, οι οποίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), και την καθιστά διαθέσιμη στους μετόχους, σύμφωνα με όσα ορίζονται στην παράγραφο 1 ή

B. όλοι οι μέτοχοι και οι κάτοχοι άλλων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα ψήφου σε καθεμία από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση ή οι εταίροι αυτών έχουν συμφωνήσει ότι δεν απαιτείται η σύνταξη λογιστικής κατάστασης. Το σχετικό έγγραφο πρέπει να έχει θεωρηθεί από τα πρόσωπα που προβλέπονται στο άρθρο 446 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας ή από δικηγόρο.

3) Κάθε μέτοχος ή εταίρος μπορεί να λάβει πλήρες αντίγραφο ή, αν το επιθυμεί, απόσπασμα των εγγράφων που προβλέπονται στην παράγραφο 1, ατελώς και με απλή αίτηση προς την εταιρεία. Εφόσον μέτοχος ή εταίρος έχει δώσει τη συγκατάθεσή του για τη χρήση, από την εταιρεία, ηλεκτρονικών μέσων για τη διαβίβαση των πληροφοριών, τα εν λόγω αντίγραφα ή αποσπάσματα μπορεί να παρασχεθούν στον συγκεκριμένο μέτοχο ή εταίρο μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου.

4) Καθεμία από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση απαλλάσσεται από την υποχρέωση να καταστήσει τα αναφερόμενα στην παράγραφο 1 έγγραφα διαθέσιμα στην έδρα της, εφόσον αυτή, για συνεχή χρονική περίοδο που είναι η ίδια με εκείνη που αναφέρεται στην παράγραφο 1, τα καταστήσει διαθέσιμα στην ιστοσελίδα της.

- 5) Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Ανάπτυξης, είναι δυνατόν η απαλλαγή που προβλέπεται στο πρώτο εδάφιο της παραγράφου 5 να εξαρτάται από όρους και περιορισμούς, που είναι απαραίτητοι για να προστατευτεί η ασφάλεια της ιστοσελίδας και η γνησιότητα των εγγράφων. (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 11)

**Το άρθρο 12 αναφέρεται στην προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων.**

Διατυπώνει ότι σε κάθε περίπτωση μετασχηματισμού που μπορεί να προκύψει ανάμεσα σε δυο εταιρείες, οι εργαζόμενοι προστατεύονται σύμφωνα με τις κοινές διατάξεις για τη μεταβολή στο πρόσωπο του εργοδότη. (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 12)

**Προστασία των πιστωτών των εταιρειών που μετέχουν στη συγχώνευση (άρθρο 13)**

Για την προστασία των μετόχων και των τρίτων (πιστωτών-δανειστών) προβλέπεται η θεσπιζόμενη ευθύνη κάθε μέλους του ΔΣ των συγχωνευόμενων εταιρειών. Έχουν ευθύνη για κάθε πταίσμα κατά την προετοιμασία και την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, καθώς και κάθε μέλος της επιτροπής των εμπειρογνομόνων έχει ευθύνη για κάθε πταίσμα κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.

Επίσης οι συγχωνευόμενες εταιρείες πρέπει να παρέχουν εγγυήσεις στους πιστωτές με το να αποδεικνύουν επαρκώς ότι η οικονομική κατάσταση εξαιτίας της συγχώνευσης είναι επαρκής και να τους παράσχουν τις απαραίτητες εγγυήσεις. Οι εγγυήσεις που χορηγούνται στους πιστωτές της απορροφώσας εταιρείας μπορεί να είναι διαφορετικές από αυτές που χορηγούνται στους πιστωτές της απορροφώμενης ή των απορροφώμενων εταιρειών. (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 13)

### **Έγκριση από την συνέλευση ή τους εταίρους καθεμιάς από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση (άρθρο 14)**

Συγκεκριμένα, απαιτείται απόφαση της συνέλευσης ή των εταίρων καθεμιάς από τις εταιρείες που μετέχουν στη συγχώνευση, η οποία λαμβάνεται όπως ορίζεται στον νόμο και στο καταστατικό της. Η απόφαση αφορά τουλάχιστον την έγκριση του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης, και κατά περίπτωση, των τροποποιήσεων του καταστατικού που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Επίσης, εάν υπάρχουν πολλές κατηγορίες εταιρικών συμμετοχών, η απόφαση για τη συγχώνευση υποβάλλεται σε έγκριση από κάθε κατηγορία μετοχών ή εταίρων, τα δικαιώματα των οποίων επηρεάζει τη συγχώνευση. ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 14*)

### **Σύμβαση συγχώνευσης-Τύπος (άρθρο 15)**

Το άρθρο 15 του Ν. 4601/2019 αναφέρει για τον τύπο της σύμβασης συγχώνευσης. Προς διευκόλυνση και απλοποίηση των συναλλαγών, προβλέπει ότι το ιδιωτικό έγγραφο συνιστά πλέον τον κανόνα, ως τύπος της σύμβασης συγχώνευσης. Ο συμβολαιογραφικός τύπος παραμένει, πάντως, υποχρεωτικός εφόσον στη συγχώνευση μετέχει τουλάχιστον μια εταιρία που είναι ανώνυμη εταιρεία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης, ή Ευρωπαϊκή Εταιρία ή αστικός συνεταιρισμός ή Ευρωπαϊκή Συνεταιριστική Εταιρία ή όταν τούτο απαιτείται από τον νόμο, ανεξαρτήτως εταιρικής μορφής (π.χ. όταν στα μεταβιβαζόμενα στοιχεία του ενεργητικού απορροφώμενης εταιρίας περιλαμβάνεται ακίνητο). ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 15*).

### **Διατυπώσεις δημοσιότητας – Πράξεις και στοιχεία που υποβάλλονται σε δημοσιότητα (άρθρο 16)**

Οι διατάξεις του άρθρου 16 ενσωματώνει τα άρθρα 102 και 104 της Οδηγίας και αντιστοιχούν στα άρθρα 72 και 74 του κ.ν. 2190/1920.

Το άρθρο 16 καθορίζει τις πράξεις και τα στοιχεία που υποβάλλονται σε δημοσιότητα στο Γ.Ε.ΜΗ. Καταρχήν η συγχώνευση υποβάλλεται στις διατυπώσεις

δημοσιότητας στο ΓΕ.ΜΗ. για κάθε μία εταιρεία από τις εταιρείες που μετέχουν σε αυτή (άρθρο 16, παρ. 1).

Στην περίπτωση όπου στη συγχώνευση μετέχει μία τουλάχιστον ανώνυμη εταιρία ή ευρωπαϊκή εταιρία (SE), οπότε σε δημοσιότητα στο ΓΕ.ΜΗ. υποβάλλεται, για καθεμία εταιρία που συμμετέχει στη συγχώνευση, υποβάλλονται τα εξής στοιχεία:

α) Απόφαση της γενικής συνέλευσης ή των εταίρων,

β) η σύμβαση συγχώνευσης, και

γ) εγκριτική απόφαση του περιφερειάρχη στην περιφέρεια του οποίου η απορροφώσα έχει την έδρα της. (άρθρο 16, παρ. 2).

Πρέπει να σημειωθεί, πάντως, ένας σχετικός περιορισμός της εμβέλειας της εγκριτικής απόφασης που εκδίδεται για τη συγχώνευση από την εκάστοτε αρμόδια διοικητική αρχή, σε σύγκριση με το καθεστώς του κ.ν. 2190/1920 (άρθρο 77), καθώς η έλλειψή της (ή τα τυχόν ελαττώματά της) δεν συνιστά πλέον λόγο ακυρότητας της συγχώνευσης, όπως συνέβαινε υπό το ισχύσαν δίκαιο, ρύθμιση η οποία είχε προκαλέσει ερμηνευτικά προβλήματα. ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 16*).

### **Προληπτικός έλεγχος νομιμότητας (άρθρο 17).**

Η συγχώνευση προϋποθέτει σε κάθε περίπτωση τη διενέργεια προληπτικού διοικητικού ελέγχου νομιμότητας, κατόπιν του οποίου υποβάλλεται στις διατυπώσεις

δημοσιότητας στο ΓΕ.ΜΗ. για κάθε μία εταιρία που μετέχει σε αυτήν. Με την παράγραφο 2 του άρθρου 17 διατηρείται το σύστημα της διοικητικής έγκρισης της συγχώνευσης, εφόσον σε αυτή μετέχει ανώνυμη εταιρία ή Ευρωπαϊκή Εταιρία (SE), ως απορροφώμενη ή ως απορροφώσα. Περαιτέρω, η διοικητική αρμοδιότητα διενέργειας του προληπτικού ελέγχου νομιμότητας της συγχώνευσης κλιμακώνεται με γνώμονα: (α) τη μορφή της συγχωνευόμενης εταιρίας, όταν δηλαδή στη συγχώνευση μετέχει είτε ανώνυμη εταιρία είτε Ευρωπαϊκή Εταιρία (οπότε απαιτείται έκδοση εγκριτικής απόφασης εκ μέρους του Περιφερειάρχη, στην Περιφέρεια του οποίου έχει την έδρα της η απορροφώσα εταιρία), (β) το μέγεθος των

συγχωνευόμενων εταιριών σύμφωνα με το άρθρο 9, παρ.3, Ν. 4548/2018 (οπότε την εγκριτική απόφαση εκδίδει ο Υπουργός Οικονομίας και Ανάπτυξης), ενώ (γ) σε κάθε άλλη περίπτωση, αρμόδια για την διενέργεια προληπτικού ελέγχου νομιμότητας είναι η υπηρεσία Γ.Ε.ΜΗ., στην περιφέρεια της οποίας έχει την έδρα της η απορροφώσα εταιρία, η οποία ασκεί την αρμοδιότητά της αυτή χωρίς την έκδοση προηγούμενης εγκριτικής απόφασης (πάντως, όμως, πριν από την υποβολή της συγχώνευσης στις διατυπώσεις δημοσιότητας). Η πρόβλεψη αρμοδιότητας του Περιφερειάρχη ή της υπηρεσίας Γ.Ε.ΜΗ., στην περιφέρεια του οποίου ή της οποίας έχει την έδρα της η απορροφώσα εταιρία επιλύει το ζήτημα της τυχόν συντρέχουσας αρμοδιότητας περισσότερων διοικητικών οργάνων.

Ο προληπτικός έλεγχος νομιμότητας εκτείνεται σε όλες τις πράξεις και διατυπώσεις που προβλέπονται από τις διατάξεις για τη συγχώνευση. Δεν πρόκειται ούτε για έλεγχο τυπικής νομιμότητας, εξαντλούμενο στο «τύποις σύννομο» και στην «πληρότητα» των πράξεων και διατυπώσεις της συγχώνευσης, αλλά ούτε και σε πλήρη και ουσιαστικό έλεγχο νομιμότητας με σκοπό την «πραγμάτωση του συνόλου της έννομης τάξης». (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 17).

### **Αποτελέσματα της συγχώνευσης (άρθρο 18)**

Σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στο άρθρο 18:

- 1) 1) Η συγχώνευση συντελείται με μόνη την καταχώριση, όπως ορίζει η περίπτωση α' της παραγράφου 1 του άρθρου 16 του Ν. 3419/2005, της σύμβασης συγχώνευσης ως προς την απορροφώσα εταιρία, ακόμα και πριν από την διαγραφή από το Γ.Ε.ΜΗ. της απορροφώμενης εταιρείας.
- 2) Σύμφωνα με την παράγραφο 1, από την από την ημερομηνία καταχώρισης στο Γ.Ε.ΜΗ., επέρχονται αυτοδίκαια και ταυτόχρονα τόσο μεταξύ της απορροφώσας εταιρείας όσο και έναντι τρίτων, τα παρακάτω αποτελέσματα:
  - A) Η απορροφώσα εταιρία υποκαθίσταται ως καθολική διάδοχος στο σύνολο της περιουσίας, δηλαδή στο σύνολο των δικαιωμάτων, των υποχρεώσεων και γενικότερα των έννομων σχέσεων της απορροφώμενης εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των διοικητικών αδειών που έχουν εκδοθεί υπέρ της απορροφώμενης εταιρείας ή των εταιρειών.



- B) Οι μέτοχοι ή οι εταίροι της απορροφώμενης εταιρείας γίνονται μέτοχοι ή εταίροι της απορροφώσας εταιρείας.
- Γ) Η απορροφώμενη ή οι απορροφώμενες εταιρείες παύουν να υπάρχουν.
- 3) Οι εκκρεμείς δίκες συνεχίζονται αυτοδίκαια και χωρίς άλλη διατύπωση από την απορροφώσα εταιρεία.
- 4) Οι προβλεπόμενες από το νόμο ιδιαίτερες περιπτώσεις για τη μεταβίβαση ορισμένων περιουσιακών στοιχείων ισχύουν και στην περίπτωση της συγχώνευσης.
- 5) Οι εταιρικές συμμετοχές της απορροφώσας εταιρείας δεν ανταλλάσσονται με εταιρικές συμμετοχές της απορροφώμενης εταιρείας που κατέχονται:
- A) Είτε από την ίδια την απορροφώσα εταιρεία είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της.
- B) Είτε από την ίδια την απορροφώμενη εταιρεία είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας.
- 6) Η περίπτωση δ' της παραγράφου 4 του άρθρου 49 του Ν. 4548/2018 εφαρμόζεται σε περίπτωση με την επιφύλαξη της παραγράφου 5. ( *N. 4601/2019 επί του άρθρου 18*).

### **Ευθύνη (Άρθρο 19)**

- 1) Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή διαχειριστές της απορροφώσας και της απορροφώμενης εταιρείας έχουν πλήρη ευθύνη έναντι των μετόχων ή των εταίρων της εταιρείας τους για κάθε ζημία που οι τελευταίοι υπέστησαν λόγω υπαίτιας πράξης ή παράληψης των πρώτων, η οποία συνιστά παράβαση των καθηκόντων τους κατά την προετοιμασία και την πραγματοποίηση της συγχώνευσης.
- 2) Κάθε εμπειρογνώμονας του άρθρου 10 ευθύνεται έναντι των μετόχων ή των εταίρων της εταιρείας που μετέχουν στη συγχώνευση για κάθε ζημία που αυτοί υπέστησαν λόγω υπαίτιας πράξης ή παράλειψης του, που συνιστά παράβαση των καθηκόντων του.

- 3) Δεν τίθεται η ευθύνη των προσώπων που αναφέρονται στις παραγράφους 1 και 2 για ζημία τρίτων κατά τις γενικές διατάξεις.
- 4) Οι αξιώσεις των παραγράφων 1 και 2 εισάγονται στο καθ' ύλην αρμόδιο δικαστήριο, σύμφωνα με τον Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, και μπορεί να ασκούνται από ειδικό εκπρόσωπο, ο οποίος διορίζεται από το δικαστήριο του άρθρου 5, που δικάζει κατά την εκούσια δικαιοδοσία, με αίτηση κάθε διαδίκου ή, ειδικά αν πρόκειται για Ανώνυμη Εταιρεία, με αίτηση μετόχου ή μετόχων που κατά τη συντέλεση της συγχώνευσης σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 κατείχαν το ένα πεντηκοστό (1/50) τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου. Για τον ορισμό ειδικού εκπροσώπου, το δικαστήριο πρέπει να πιθανολογήσει την ύπαρξη της αξίωσης των αιτούντων. Η απόφαση του δικαστηρίου δεν υπόκειται σε ένδικα μέσα. Σε περίπτωση άσκησης αξιώσεων κατά περισσότερων υπόχρεων, είναι δυνατό να οριστεί ο ίδιος ή διαφορετικοί ειδικοί εκπρόσωποι.
- 5) Η απόφαση που διορίζει ειδικό εκπρόσωπο υποβάλλεται σε δημοσιότητα, με επιμέλειά του, στη μερίδα της απορροφώσας εταιρείας στο Γ.Ε.ΜΗ. και, κατά περίπτωση, στην ιστοσελίδα της απορροφώσας εταιρείας, μαζί με πρόσκληση του ειδικού εκπροσώπου προς τους μετόχους ή τους εταίρους της απορροφώσας ή της απορροφώμενης εταιρείας να δηλώσουν στον ίδιο αν επιθυμούν να ασκήσει αξιώσεις για λογαριασμό τους. Εφόσον το καταστατικό ή η εταιρική σύμβαση της απορροφώσας ή της απορροφώμενης εταιρείας προβλέπει και άλλους τρόπους ενημέρωσης των μετόχων ή των εταίρων για τη διεξαγωγή συνέλευσης ή τη λήψη αποφάσεων των εταίρων, αυτοί εφαρμόζονται ανάλογα και στην πρόσκληση του πρώτου εδαφίου. Οι μέτοχοι ή οι εταίροι πρέπει να προβούν στην ανωτέρω δήλωση μέσα σε αποκλειστική προθεσμία έξι (6) μηνών από την ολοκλήρωση της δημοσιότητας που προβλέπεται στην παρούσα. Κατά τη διάρκεια αυτής της προθεσμίας η παραγραφή των αξιώσεών τους αναστέλλεται.

- 6) Η απόφαση της παραγράφου 4 καθορίζει την αμοιβή του ειδικού εκπροσώπου, η οποία του οφείλεται από τους μετόχους ή τους εταίρους που εκπροσωπεί αναλογικά με το ποσοστό συμμετοχής καθενός στην απορροφώσα ή στην απορροφώμενη εταιρεία.
- 7) Διαφορετική συμφωνία για αμοιβή μεταξύ του ειδικού εκπροσώπου και των μετόχων ή των εταίρων που εκπροσωπεί, δεν αποκλείεται. (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 19)

### **Ακύρωση της συγχώνευσης (άρθρο 20)**

- 1) Η συγχώνευση που συντελέστηκε σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 κηρύσσεται άκυρη με δικαστική απόφαση εφόσον:
- A) παραλείφθηκε η έγκριση της συγχώνευσης έστω από μία από τις εταιρείες που μετέχουν σ' αυτή, με απόφαση της συνέλευσης ή των εταίρων, ή η απόφαση με την οποία εγκρίθηκε η συγχώνευση είναι ανυπόστατη,
  - B) έστω μία από τις αποφάσεις της περίπτωσης α' είναι βιώσιμη.
- 2) Εφόσον το ελάττωμα της παραγράφου 1 εξαλειφθεί ή ιαθεί με οποιονδήποτε τρόπο μέχρι τη συζήτηση της αίτησης για την κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης, η συγχώνευση δεν κηρύσσεται άκυρη. Επιπλέον, το δικαστήριο τάσσει προθεσμία για την άρση των λόγων ακυρότητας της συγχώνευσης, εφόσον η άρση είναι εφικτή. Η προθεσμία αυτή μπορεί να παρατείνεται. Εφόσον παρασχεθεί η ανωτέρω προθεσμία, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει μέτρα για την προσωρινή ρύθμιση των εταιρικών υποθέσεων.
- 3) Η αίτηση για την κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης ασκείται μέσα σε τρεις (3) μήνες από την καταχώριση στο Γ.Ε.ΜΗ. σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 και υπάγεται στη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας. Μπορεί να υποβληθεί από κάθε μέτοχο ή εταίρο εταιρείας που

συγχωνεύθηκε, εφόσον δεν έλαβε μέρος στη λήψη της απόφασης της εταιρείας αυτής για την έγκριση της συγχώνευσης ή αντιτάχθηκε στη λήψη της. Στην περίπτωση α' της παραγράφου 1, καθώς και όταν πρόκειται για άκυρη απόφαση της περίπτωσης β' της παραγράφου 1, η αίτηση μπορεί να υποβληθεί και από πιστωτές εταιρείας που συγχωνεύθηκε, εφόσον έχουν έννομο συμφέρον. Εφόσον πρόκειται για ακυρώσιμη απόφαση της περίπτωσης β' της παραγράφου 1, η αίτηση μπορεί να υποβληθεί μόνο από μέτοχο ή από μετόχους ή από εταίρο ή από εταίρους που εκπροσωπούν συνολικά το ένα εικοστό (1/20) τουλάχιστον του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου εταιρείας που συγχωνεύθηκε, εφόσον δεν έλαβαν μέρος στη λήψη της απόφασης για την έγκριση της συγχώνευσης ή αντιτάχθηκαν στη λήψη της.

- 4) Στην περίπτωση β' της παραγράφου 1, το δικαστήριο μπορεί να μην κηρύξει την ακυρότητα της συγχώνευσης, εφόσον κρίνει ότι αυτή είναι δυσανάλογη σε σχέση με το ελάττωμα της απόφασης της συνέλευσης ή των εταίρων. Σε αυτή την περίπτωση, ο αιτών έχει χρηματική αξίωση κατά της απορροφώσας εταιρείας προς αποκατάσταση της ζημίας που του προκάλεσε το συγκεκριμένο ελάττωμα, η οποία πρέπει να ασκηθεί μέσα σε αποκλειστική προθεσμία ενός (1) έτους από το αμετάκλητο της δικαστικής απόφασης. Την ίδια αξίωση έχουν μέτοχοι ή εταίροι που δεν μπορούν να ζητήσουν την κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης, επειδή δεν διαθέτουν το απαιτούμενο ποσοστό μετοχών ή δικαιωμάτων ψήφου σύμφωνα με την παράγραφο 3. Εφόσον η απορροφώσα είναι Ανώνυμη Εταιρεία με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά ή Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ), δεν κηρύσσεται ακυρότητα της συγχώνευσης στην περίπτωση β' της παραγράφου 1, αλλά εφαρμόζεται αναλογικά το δεύτερο εδάφιο της παρούσας και η αξίωση που αναφέρεται σ' αυτό μπορεί να ασκηθεί από κάθε μέτοχο που δεν έλαβε μέρος στη λήψη της απόφασης ή αντιτάχθηκε σ' αυτήν, μέσα σε προθεσμία ενός (1) έτους από την καταχώριση της συγχώνευσης στο Γ.Ε.ΜΗ. σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18.

- 5) Ακύρωση, με δικαστική απόφαση, της διοικητικής πράξης, με την οποία εγκρίθηκε η συγχώνευση σύμφωνα με τις παραγράφους 2 και 4 του άρθρου 17, δεν επιφέρει ανατροπή των αποτελεσμάτων της συγχώνευσης ούτε αποτελεί λόγο κήρυξης της ακυρότητάς της. Αξιώσεις αποζημίωσης κατά τις γενικές διατάξεις ή τις διατάξεις του παρόντος δεν θίγονται.
- 6) Η αίτηση για την κήρυξη της ακυρότητας της συγχώνευσης και η απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα δημοσιεύονται στο Γ.Ε.ΜΗ. Στην απόφαση αυτή δεν εφαρμόζεται το άρθρο 763 του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας. Με την ίδια απόφαση το δικαστήριο λαμβάνει, ύστερα από σχετικό αίτημα ή και αυτεπαγγέλτως, όλα τα αναγκαία κατά την κρίση του μέτρα για την προστασία των συμφερόντων που τίθενται σε διακινδύνευση.
- 7) Τριτανακοπή κατά της απόφασης που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης, μπορεί να ασκηθεί μέσα σε προθεσμία τριών (3) μηνών από τη δημοσίευση σύμφωνα με την παράγραφο 7.
- 8) Η απόφαση που κηρύσσει την ακυρότητα της συγχώνευσης δεν θίγει το κύρος των συναλλαγών της απορροφώσας εταιρείας, που έγιναν μετά την καταχώριση της συγχώνευσης στο Γ.Ε.ΜΗ. σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 και πριν από τη δημοσίευση της απόφασης σύμφωνα με την παράγραφο 7. Για τις υποχρεώσεις της απορροφώσας εταιρείας από συναλλαγές του προηγούμενου εδαφίου ευθύνονται εις ολόκληρων οι απορροφώμενες εταιρείες. (Ν. 4601/2019 επί του άρθρου 20)

### **Μη δίκαιη σχέση ανταλλαγής (άρθρο 21)**

- 1) Η συγχώνευση που συντελέστηκε σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 δεν μπορεί να κηρυχθεί άκυρη για το λόγο ότι η σχέση ανταλλαγής των εταιρικών συμμετοχών δεν είναι δίκαιη και λογική.

- 2) Σε αυτή την περίπτωση, κάθε θιγόμενος μέτοχος ή εταίρος μπορεί να αξιώσει από την απορροφώσα εταιρεία την καταβολή αποζημίωσης. Η αποζημίωση ορίζεται από το δικαστήριο της παραγράφου 1 του άρθρου 5 του παρόντος. Η σχετική αξίωση παραγράφεται μέσα σε προθεσμία δώδεκα (12) μηνών από τη συντέλεση της συγχώνευσης, σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18.  
(*N. 4601/2019 επί του άρθρου 21*)

### **1.3.2 Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας**

Η συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας διέπεται από το άρθρο 22.

Ως συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας θεωρείται η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες εταιρείες (συγχωνευόμενες) μεταβιβάζουν σε μια νέα εταιρεία, την οποία συνιστούν, ύστερα από λύση τους, χωρίς να τεθούν σε εκκαθάριση, το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων και των υποχρεώσεων τους, με τη διάθεση στους μετόχους ή στους εταίρους των συγχωνευόμενων εταιρειών εταιρικών συμμετοχών της νέας εταιρείας και ενδεχομένως με καταβολή χρηματικού ποσού, το οποίο δεν υπερβαίνει το δέκα τοις εκατό (10%) της ονομαστικής αξίας των εταιρικών συμμετοχών που διατίθενται ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, της λογιστικής τους αξίας. Η περιουσία που μεταβιβάζεται συνιστά το σύνολο της περιουσίας της νέας εταιρείας (Ενεργητικό και παθητικό) με καθολική διαδοχή. Όσο αφορά τις μεταβιβάζουσες εταιρείες, αυτές εξαφανίζονται ως υποκείμενα δικαίου, ενώ οι μέτοχοι τους παίρνουν ως αντάλλαγμα για τη συμμετοχή που έχασαν μετοχές της νέας εταιρείας. Ως προς τις προϋποθέσεις και τις συνέπειες της συγχώνευσης με σύσταση νέας εταιρείας ισχύουν όλα όσα εκτέθηκαν στη συγχώνευση με απορρόφηση.

### 1.3.3 Μεταβίβαση περιουσίας-εξαγορά

Με τον όρο εξαγορά νοείται η διαδικασία κατά την οποία μια εταιρεία αναλαμβάνει την ιδιοκτησία μιας άλλης, αγοράζοντας το πλειοψηφικό πακέτο των μετοχών της και ασκώντας πλέον διοίκηση σε αυτή. Η περίπτωση αυτή, δηλαδή της εξαγοράς διαφέρει από τις δυο προηγούμενες περιπτώσεις, της συγχώνευσης με απορρόφηση και της συγχώνευσης με τη σύσταση νέας εταιρείας, επειδή δεν χορηγούνται στους εταίρους και τους μετόχους των εξαγοραζόμενων εταιρειών ως αντάλλαγμα μετοχές της εταιρείας που κάνει την εξαγορά, αλλά χρηματική αμοιβή επειδή έχασαν τη συμμετοχή τους στη νέα εταιρεία. Η χρηματική αμοιβή προέρχεται από το τίμημα της εξαγοράς. Εν' ολίγης αυτή η περίπτωση ισοδυναμεί οικονομικά με τη λύση και εκκαθάριση της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αφού οι μέτοχοι της αποκλείονται και δεν συμμετέχουν πλέον στην εταιρεία που προβαίνει σε εξαγορά. Και σε αυτή την περίπτωση υπάρχει ρητή διάταξη του νόμου σύμφωνα με την οποία επέρχονται όλες οι συνέπειες της συγχώνευσης με απορρόφηση, εξαφανίζονται δηλαδή οι εξαγοραζόμενες εταιρείες χωρίς λύση και εκκαθάριση και μεταβιβάζεται η περιουσία τους με καθολική διαδοχή στην εταιρεία που προβαίνει σε εξαγορά.

## Κεφάλαιο 2°

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση των πέντε κυμάτων εξαγορών και συγχωνεύσεων τα οποία έκαναν την εμφάνιση τους σε πέντε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Το κάθε κύμα έχει τα δικά του χαρακτηριστικά επηρεάζοντας και διαμορφώνοντας με αυτόν τον τρόπο την αγορά και τις στρατηγικές των επιχειρήσεων. Σε κάθε περίπτωση οι επιχειρήσεις για να επιβιώσουν στην παγκοσμιοποίηση της αγοράς θα πρέπει να δέχονται και να προσαρμόζονται σε νέες αλλαγές και εξελίξεις. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν στρατηγικές επιχειρήσεων που έχουν ως στόχο την ανάπτυξη, την ολοκλήρωση και την επέκταση των δραστηριοτήτων. Σε συνέχεια του πρώτου κεφαλαίου όπου έγινε εκτενής

ανάλυση των ορισμών των εξαγορών και των συγχωνεύσεων σύμφωνα με τον Ν. 4601/2019, σε αυτό το κομμάτι γίνεται ανάλυση των διαφορών που υπάρχουν ανάμεσα στις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις.

Επιπλέον, αναλύονται τα είδη των εξαγορών και συγχωνεύσεων που μπορούν να προβούν οι εταιρείες οι οποίες είναι διατεθειμένες να ακολουθήσουν μια τέτοια στρατηγική ανάλογα με τους στόχους που έχουν θέσει. Πολύ σημαντική είναι και η ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων που θα βρεθεί αντιμέτωπη μια εταιρεία η οποία θα προβεί σε μια τέτοιου είδους ενέργεια όπως και τους κινδύνους και τα οφέλη τα οποία θα επωμιστούν. Επίσης επισημαίνεται πως τα στάδια που θα ακολουθήσει η κάθε εταιρεία και το οικονομικό περιβάλλον το οποίο βρίσκεται εκείνη την στιγμή παίζει καθοριστική σημασία για την επίτευξη της εξαγορά και της συγχώνευσης.

Τέλος για την ομαλή λειτουργία της αγοράς είναι απαραίτητη η ύπαρξη επιτροπών ανταγωνισμού ώστε να ελέγχει τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις που πραγματοποιούνται ώστε να αποφεύγει τα μονοπώλια.

## **2.1 Ιστορική αναδρομή συγχωνεύσεων και εξαγορών διεθνώς και στην Ελλάδα**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι μια διαδικασία που οι εταιρείες έχουν ακολουθήσει ως επιλογή εδώ και πολλά χρόνια, τόσο στη διεθνή αγορά, όσο και στην εγχώρια αγορά, με λίγη χρόνο-καθυστέρηση. Ειδικότερα, στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής ξεκίνησαν να τις εφαρμόζουν οι εταιρείες στα τέλη της δεκαετίας του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Στη συνέχεια ακολούθησαν οι εταιρείες στη Μεγάλη Βρετανία και μετέπειτα ακολούθησαν οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Κάποιοι από τους βασικότερους λόγους που συντέλεσαν στις εξαγορές και συγχωνεύσεις ήταν, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των αγορών, η ραγδαία τεχνολογική ανάπτυξη με τις συνεχώς καινοτόμες ανακαλύψεις μέχρι και σήμερα, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις και τα κρατικά κίνητρα, ευκαιρίες επενδύσεων μετά τη λήξη των πολέμων και τέλος, σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους. (Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, 2001)



### 2.1.1 Εξαγορές και συγχωνεύσεις σε διεθνές επίπεδο

Σύμφωνα με τον Gort, (Gort, 1969) σε περιόδους ανάπτυξης της οικονομίας παρατηρείται μια ανισορροπία στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Αυτή η ανισορροπία δημιουργεί κίνητρο στις εταιρείες να προβούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Επειδή, υπάρχει ανεξέλεγκτος ανταγωνισμός, οι υπόλοιπες εταιρείες αναγκάζονται να ακολουθήσουν φοβούμενες μην μείνουν πίσω στις εξελίξεις. Η συγκεκριμένη θεωρία εξηγεί τη συσχέτιση της εμφάνισης των κυμάτων και της αύξησης του ρυθμού της οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα και στη διεθνή αγορά.

Τα κύματα των Ε&Σ ξεκίνησαν από το 1890 και συνεχίζουν μέχρι και σήμερα, όπου σημαντικό ρόλο σε αυτά έπαιξε η δημιουργία της ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η αποκοινωνικοποίηση και οι ανάγκες εκσυγχρονισμού. Επιπλέον το φαινόμενο των κυμάτων των συγχωνεύσεων παρατηρείται κατά τη διάρκεια των αναδιαρθρώσεων των κλαδών, καθώς διαφορετικοί βιομηχανικοί κλάδοι δέχτηκαν ασυνήθιστα έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων σε διαφορετικές 10 στιγμές (Sudarsanam,2010). Άλλοι παράγοντες που εξηγούν το φαινόμενο των κυμάτων είναι οι εξελίξεις σε νέες τεχνολογίες, η φιλελευθεροποίηση των αγορών και οι μακροοικονομικοί παράγοντες. (Κυριαζής, 2007)

Πρώτο Κύμα (1893-1904): Είναι γνωστό ως «το μεγαλύτερο κίνημα συγχωνεύσεων» στην επιχειρηματική σκηνή των Η.Π.Α., ιδιαίτερα στον τομέα της μεταποίησης. Το «κύμα» χαρακτηρίζεται από οριζόντιες συγχωνεύσεις, όπου επιχειρήσεις δραστηριοποιούμενες στον ίδιο κλάδο ή τομέα, συνήθως ως ανταγωνιστές, καταλήγουν να συνεργαστούν με στόχο την αύξηση των εσόδων. Συνήθως προκαλείται από μεγαλύτερες εταιρείες που στοχεύουν σε πιο αποδοτικές οικονομίες κλίμακας, με την ένωση νομικών οντοτήτων που παρέχουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες. Αποτέλεσμα του συνδυασμού ήταν η επίτευξη μεγαλύτερων μεριδίων αγοράς και η, συνεπεία αυτών, δυνατότητα εγκαθίδρυσης μονοπωλίων και δεσπόζουσας θέσης στην αγορά. Η περίοδος μεταξύ 1893 και 1904, και αμέσως πριν από την έναρξη του Α' Παγκοσμίου Πολέμου, είδε την άνοδο των μεταποιητικών και μεταφορικών κολοσσών στις Η.Π.Α., ιδιαίτερα στις βιομηχανίες χάλυβα (United

States Steel Corporation, 1901), πετρελαίου (Standard Oil Company of New Jersey, 1899), ορυχείων και σιδηροδρόμων, καθώς και στην τηλεφωνική βιομηχανία.

Δεύτερο Κύμα (δεκαετία του 1920): τα μονοπώλια που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος είχαν ως αποτέλεσμα την παρέμβαση της κυβέρνησης και τη θέσπιση νόμων που απαγόρευαν την «αντιανταγωνιστική συμπεριφορά». Όταν το 1911 το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. έκρινε ως παράνομο μονοπώλιο την υπόθεση της Standard Oil Company, η εταιρεία οδηγήθηκε σε αλλαγή προς την κάθετη ολοκλήρωση, η οποία αποτελούσε την αναγνωριστική πτυχή του Δεύτερου Κύματος των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι κάθετες συγχωνεύσεις είναι πιο προσανατολισμένες στην αποτελεσματικότητα, με στόχο τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της συνολικής αποδοτικότητας της εταιρείας. Αφορά σε οντότητες συνεργάτες και όχι ανταγωνιστές. Επομένως, είναι σύνηθες να παρατηρείται ένας ενδιαφερόμενος να επεκτείνει τις δραστηριότητες της επιχείρησής του προς τους πόρους (upstream) ή τον τελικό χρήστη (downstream). Αποτέλεσμα αυτού του κύματος των εξαγορών και συγχωνεύσεων ήταν η αντικατάσταση των μονοπωλίων από τα ολιγοπώλια. Οι εταιρείες που δεν μπόρεσαν να πάρουν ένα κομμάτι της δράσης κατά τη διάρκεια του πρώτου κύματος, αφέθηκαν να συγχωνευθούν με άλλες επιχειρήσεις ή να αποκτήσουν άλλες εταιρείες προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές με τους μεγαλύτερους παίκτες που δημιουργήθηκαν κατά το πρώτο κύμα. Την περίοδο αυτή υπήρξε μεγάλη άνοδος των κατασκευαστών αυτοκινήτων (Ford και FIAT), η δε βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου προσαρμόστηκε στα νέα δεδομένα, όπως αποδεικνύει η Standard Oil Company που κινήθηκε από την οριζόντια στην κάθετη ολοκλήρωση, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές της στο ραφινάρισμα πετρελαίου, το λιανικό εμπόριο και το μάρκετινγκ. Το δεύτερο κύμα, με αξία εξαγορών και συγχωνεύσεων ανερχόμενη στα 30 δισεκατομμύρια USD, τελείωσε κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης όταν το 1929 τιμές των μετοχών μειώθηκαν δραματικά και το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης κατέρρευσε.

Τρίτο Κύμα (1955-1970): Περιλαμβάνει τη δημιουργία κολοσσών μέσω της επέκτασης επιχειρήσεων που διαθέτουν μη συσχετιζόμενες δραστηριότητες, ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους και τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες τους μπορεί να είναι πολύ διαφορετικά. Η αξία των εξαγορών και συγχωνεύσεων ανήλθε στα 69

δισεκατομμύρια USD. Δημιουργήθηκαν σημαντικά συγκροτήματα όπως η IT & T (Harold Geneen), LTV (Jimmy Ling), Teledyne (Henry Singleton) και Litton (Tex Thornton). Οι κύριοι Geneen, Ling, Singleton και Thornton θεωρήθηκαν ως οραματιστές και ήρωες της νέας ιδέας για την επιχειρηματική οργάνωση. Πολλές μεγάλες καθιερωμένες εταιρείες αποδέχτηκαν την έννοια και διαφοροποιήθηκαν σε νέες βιομηχανίες και περιοχές. Τα αποθέματα των ομίλων κλονίστηκαν το 1969-70 και οι διαφοροποιημένες εταιρείες δεν πέτυχαν ποτέ τα οφέλη που αναμενόταν να προέλθουν από τη διαφοροποίηση. Ένα από τα μεγάλα ονόματα που προέκυψε από το τρίτο κύμα ήταν η General Electric Company, έχοντας ξεκινήσει από το δεύτερο κύμα με την απορρόφηση της National Electric Lamp Association (NELA). Είχε σχετικά σύντομη διάρκεια. Από το έτος 1973 οι τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν από την πετρελαϊκή κρίση και αργότερα, από την οικονομική ύφεση.

Τέταρτο Κύμα (1974-1989) : Παρατηρείται μια μανία για συγχωνεύσεις (merger mania). Οι επιθετικές εξαγορές είναι πολύ συχνές και πραγματοποιούνται χωρίς τη συναίνεση των μετόχων και της διοίκησης της αποκτώμενης εταιρείας. Επιπρόσθετα, όπως αναφέρουν οι Shleifer & Vishny (1991), η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από την αποφυγή για διαφοροποίηση, την επικέντρωση στις σημαντικές δραστηριότητες και την αύξηση της χρήσης του outsourcing. Οι τράπεζες επενδύσεων έπαιξαν ενεργό ρόλο, καθώς παρείχαν χρηματοδότηση στους πελάτες τους για την πραγματοποίηση των επιθετικών εξαγορών και συχνά γίνεται χρήση δανειακών κεφαλαίων και ομολόγων υψηλού κινδύνου (junk bonds) για την χρηματοδότηση των μοχλευμένων εξαγορών (LBOs). Το αναπόφευκτο τέλος του τέταρτου κύματος ήρθε το 1989, όταν οι τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν τόσο πολύ και τόσο συχνά, καθώς ο υψηλός πληθωρισμός είχε ως αποτέλεσμα το υψηλό κόστος δανεισμού.

Πέμπτο Κύμα (1993-2000) : Ήταν το μεγαλύτερο κύμα από άποψη αριθμού και αξίας συναλλαγών, φθάνοντας το 2000 τα 1,75 δισεκατομμύρια USD. Ο στόχος απόκτησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μέσω των αναγκαίων πόρων και ικανοτήτων, είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία πολυεθνικών εταιρειών και μαζικών συγκεντρώσεων. Ξένοι επενδυτές εισήλθαν στην αγορά των Η.Π.Α. (και το αντίθετο). Οι εξαγορές «πέραν των συνόρων», όπου ξένοι επενδυτές αποκτούν τον έλεγχο της αποκτώμενης εταιρείας, είναι πολύ συχνές (π.χ. η απόκτηση του γερμανικού γίγαντα

Mannesman από την βρετανική Vodafone AirTouch το 1999 και η δημιουργία της GlaxoSmithKline από τις Glaxo Wellcome και της SmithKline Beecham). Παρατηρήθηκε η εμφάνιση κλάδων νέων τεχνολογιών (διαδίκτυο, τηλεπικοινωνίες, καλωδιακή και δορυφορική τηλεόραση) και οι μεταβολές σε ώριμους κλάδους όπως οι τράπεζες, βιομηχανία τροφίμων, αυτοκινητοβιομηχανία κλπ. Η δημιουργία σημαντικών οργανισμών που ξεπερνούν τα εθνικά όρια (όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση και ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου), η παγκοσμιοποίηση προϊόντων/υπηρεσιών και κεφαλαιαγορών, καθώς και η αρχή της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων (shareholder maximization value) είναι κάποια ακόμη από τα χαρακτηριστικά του πέμπτου κύματος. Οι υψηλές τιμές των μετοχών ενθάρρυναν και ταυτόχρονα πίεζαν τις εταιρείες για να κλείνουν συμφωνίες και να διατηρήσουν τις έντονες συναλλαγές. Το τέλος του πέμπτου κύματος συνδέθηκε με την πτώση του χρηματιστηρίου και με την χρεωκοπία μεγάλων εταιρειών, όπως η Enron, η οποία πυροδότησε την επανάσταση στην, μέχρι και σήμερα συνεχιζόμενη, εταιρική διακυβέρνηση.

### **2.1.2 Τα κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ελλάδα**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο στόχο να ενισχύσουν τόσο τις εταιρικές μεθόδους όσο και να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα της εταιρείας, αξιοποιώντας με τον καλύτερο τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος. Ο στρατηγικός δυναμισμός που έχουν επιδείξει οι επιχειρήσεις αλλά και 12 τα οικονομικά αποτελέσματα τα οποία ενίοτε επιτυγχάνονται μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων, δεν θα μπορούσαν να αφήσουν ασυγκίνητους τους Έλληνες επιχειρηματίες.

Οι Έλληνες με εμφανή καθυστέρηση και δυσκολίες προσπάθησαν να ακολουθήσουν το διεθνές κύμα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Την διεθνή και πολυετή εμπειρία της Η.Π.Α και των άλλων Ευρωπαϊκών χωρών μπορούν να εκμεταλλευτούν οι Έλληνες επιχειρηματίες, κάνοντας σωστά βήματα, αποφεύγοντας λάθη και μεγιστοποιώντας τα οφέλη τους. Στην Ελλάδα ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι μικρός, γεγονός που αποτελεί εμπόδιο, μαζί με την έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου.

Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα στην Ευρώπη, η Ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Μεταξύ 1987-1994 υψηλά ποσοστά ενεργητικού εταιρειών έγιναν αντικείμενο εξαγοράς και συγχώνευσης. Στην αμέσως επόμενη περίοδο, 1994 έως και σήμερα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ελληνικών επιχειρήσεων από ξένες φαίνεται να συνυπάρχουν με σημαντικές άμεσες ξένες επιχειρήσεις. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, την έναρξη της Ελλάδος στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες μεγάλων έργων, την διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και η συγχωνεύσεις στη χώρα.

## 2.2 Οικονομικό περιβάλλον

Πολλές φορές η τρέχουσα τιμή των μετοχών αποκλίνει από την πραγματική, δίνοντας με αυτόν τον τρόπο την ευκαιρία στους επενδυτές να πραγματοποιήσουν κέρδη μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών αυτών. Αυτή ακριβώς η διαδικασία της αγοραπωλησίας θα συγκλίνει την τρέχουσα τιμή με την πραγματική, αφού η αύξηση ή αντίστοιχα η μείωση στη ζήτηση κάποιων μετοχών καθορίζουν και την τιμή τους. Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για τις Ε&Σ είναι το Οικονομικό περιβάλλον, αφού εκείνο θα επηρεάσει τα αποτελέσματα της εξαγοράς. Σημαντικοί παράγοντες είναι οι λογιστικές καταστάσεις και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των εταιρειών, όμως το μακροοικονομικό περιβάλλον και τα εθνικά χαρακτηριστικά είναι εκείνα που θα επηρεάσουν την απόφαση για μια εξαγορά ή μια συγχώνευση.

Κατά κύριο λόγο σε μια Ε&Σ η εταιρεία η οποία είναι περισσότερο κερδισμένη με μεγαλύτερο όφελος είναι η αγοραζόμενη. Σε χώρες όμως, με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβλητών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος, συνεπώς υπάρχει η δυνατότητα να αποκομίσουν κέρδη και οι δύο εταιρείες, και οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες.

Συμπερασματικά, στις πιο ανεπτυγμένες χώρες οικονομικά, σε περιπτώσεις Ε&Σ, οι αγοραζόμενες εταιρείες έχουν περισσότερες πιθανότητες να λάβουν περισσότερα κέρδη από την υπεραξία που θα δημιουργήσει η Ε&Σ.

## 2.3 Διαφορές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Κάθε επιχείρηση ανεξάρτητα από το μέγεθος της για να μπορέσει να ανταπεξέλθει στο ανταγωνιστικό περιβάλλον θα πρέπει να εφαρμόζει επιχειρησιακές στρατηγικές σε κάθε φάση ανάπτυξής της, επέκτασης των δραστηριοτήτων της και ολοκλήρωσης της. Η συγχώνευση και η εξαγορά λοιπόν, αποτελούν τέτοιες στρατηγικές.

Οι εξαγορές αποτελούν συχνά μέρος της στρατηγικής ανάπτυξης μιας επιχείρησης όταν θεωρείται πιο συμφέρον να αναλάβει τη λειτουργία μιας υπάρχουσας επιχείρησης αντί να ιδρύσει μια νέα εταιρεία από την αρχή.

Επιπλέον, μέσω της εξαγοράς μια εταιρεία μπορεί να επεκταθεί και να αυξήσει μερίδιο αγοράς της, να αποκτήσει πρόσβαση συγκεκριμένους προμηθευτές που διαφορετικά δεν θα μπορούσε να συνεργαστεί μαζί τους, μονοπώλιο προμηθευτών. Επίσης, μπορεί να αποκτήσει πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες και αγορές, στην επίτευξη νέων συνεργειών και στην αξιοποίηση των ανεπτυγμένων δικτύων διανομής. Ακόμη, με αυτόν τον τρόπο μπορεί να μειώσει τον ανταγωνισμό, να αποκτήσει τον έλεγχο υποτιμημένων στοιχείων του Ενεργητικού άλλων εταιρειών, να αυξήσει τις πωλήσεις και τα κέρδη της, να ενδυναμώσει το εύρος των προϊόντων που προσφέρει, να ενισχύσει το χαρτοφυλάκιο της, να εκμεταλλευτεί τις οικονομίες κλίμακας και να αποκτήσει κυριαρχία ή το μονοπώλιο στην αγορά που δραστηριοποιείται.

Όπως προαναφέρθηκε και προηγουμένως οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή του πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης σε μια άλλη επιχείρηση, η οποία δεύτερη επιχείρηση καταβάλει το αντίστοιχα αντίτιμο για να ολοκληρωθεί η εξαγορά. Το αντίτιμο μπορεί να είναι μέσω της καταβολής μετρητών, όπου οι μέτοχοι ή οι ιδιοκτήτες της εξαγοράζουσας επιχείρησης λαμβάνουν το ανάλογο ποσό σύμφωνα με το μερίδιο μετοχών που κατέχουν στην επιχείρηση.

Ένας άλλος τρόπος είναι μέσω της ανταλλαγής μετοχών ή αγοράς των μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου. Σε κάθε περίπτωση είτε γίνει αγορά όλης της επιχείρησης,

είτε μέρος των μετοχών της ή ακόμα και του μειοψηφικού πακέτου των μετοχών της, μπορεί να εξασφαλίζει στην επιχείρηση που κάνει την εξαγορά ουσιαστικό έλεγχο, εάν μετά την ολοκλήρωση της μεταβίβασης μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και των στρατηγικών που θα ακολουθήσει η εξαγορασμένη επιχείρηση.

Από την άλλη πλευρά, συγχώνευση μεταξύ δυο εταιρειών επιτυγχάνεται όταν μια εταιρεία αγοραστής ή πλειοδότης αγοράζει μια άλλη εταιρεία, η δεύτερη εταιρεία μπορεί είτε να συνεχίσει να υπάρχει ως ξεχωριστή νομική οντότητα, είτε να παύει να υφίσταται και τα περιουσιακά της στοιχεία ενσωματώνονται στην εταιρεία αγοραστή. Ο όρος συγχώνευση χρησιμοποιείται όταν και οι δυο εταιρείες πάντων να υφίστανται και δημιουργήσουν να καινούρια.

Η σημαντικότερη διαφορά μεταξύ συγχώνευσης και εξαγοράς είναι ότι, η συγχώνευση περιλαμβάνει την κοινή απόφαση δυο εταιρειών να ενωθούν και να σχηματίσουν μια νέα νομική οντότητα. Η νέα εταιρεία μέσω διαθρωτικών αλλαγών αποκτά επιχειρησιακά πλεονεκτήματα τα οποία μειώνουν τα κόστη της, βελτιώνουν την παραγωγική διαδικασία και αυξάνουν τα κέρδη της, αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αυξηθεί και η τιμή της μετοχής της, προσφέροντας υψηλότερη αξία για τους μετόχους της.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί είτε αφορά συγχώνευση, είτε εξαγορά, γίνεται προσπάθεια η διαδικασία να κρατηθεί κρυφή από το κοινό στα πρώτα στάδια. Αυτό συμβαίνει επειδή οι ιθύνοντες δεν θέλουν να επηρεαστεί η τιμή των μετοχών στο χρηματιστήριο των εταιρειών που συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις

## **2.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών**

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις και η εκμετάλλευση των συνεργειών προσδίδουν μια δυναμική στη νέα εταιρεία που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής της. Η δυναμική αυτή οδηγεί σε βελτίωση των δεικτών και τη μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών. Αυτή η βελτίωση είναι ακόμα πιο εμφανής εάν ακολουθήσει και αύξηση του

μετοχικού κεφαλαίου. Αυτές οι προσδοκίες όμως, έχουν βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα. Για σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της τιμής της μετοχής θα πρέπει η εταιρεία να διευρύνει τα κέρδη της στα επόμενα που θα ακολουθήσουν.

Μια ισχυρή εταιρεία που προκύπτει από συγχώνευση, έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να αντιμετωπίσει τον όλο και αυξανόμενο ανταγωνισμό, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συμβάλουν στην απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς και την απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης, δίνοντας της τη δυνατότητα να ελέγχει και να θέτει τις τιμές που επιθυμεί στην αγορά μέσω της τιμολογιακής δύναμης που αποκτά. Η στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών αποτελεί τρόπο επιβίωσης και ισχυροποίησης τους απέναντι σε επιθετικές προτάσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών από αλλοδαπές εταιρείες. Επιπλέον, η δημοσιότητα είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα που οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συνεπάγονται. Μια συγχώνευση συμβάλλει στην ισχυροποίηση του ονόματος της εταιρείας (brand name), το οποίο με τη σειρά του επιφέρει πολλαπλά οφέλη σε πολλά τμήματα και τομείς της εταιρείας, όπως στις πωλήσεις και τις οικονομικές συναλλαγές της και γενικότερα δημιουργεί ένα αίσθημα ασφάλειας και αξιοπιστίας στους πελάτες της. Ακόμη, μια συγχώνευση μπορεί να συμβάλλει στην εξοικονόμηση πόρων, στη μείωση του κόστους λειτουργίας και ειδικότερα στη μείωση των δαπανών μισθοδοσίας των εργαζομένων και του προσωπικού.

Οφέλη προκύπτουν και στην τεχνολογία και τεχνογνωσία, τα οποία αποτελούν περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Η μεγέθυνση συμβάλλει στην ταχύτερη ανάπτυξη και εκμετάλλευση τεχνολογίας στην παραγωγή και γενικότερα, στην εκμετάλλευση των ισχυρών σημείων των δυο εταιρειών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και δεν συμφέρει τις μικρές εταιρείες παρά μόνο μεγάλους ομίλους, οι οποίοι μπορούν να υποστηρίξουν μια τέτοια επένδυση.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, επίσης οδηγούν σε μεγαλύτερη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Οι χρηματικές ροές και τα κέρδη της είναι περισσότερο σταθερά και προβλέψιμα, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη χρηματοοικονομική διοίκηση. Τέλος, μπορεί να προκύψουν φορολογικές ελαφρύνσεις και απαλλαγές, όπως στην περίπτωση της αξιοποίησης των κερδών των



αγοραζουσών μέσω της επανεπένδυσης των κεφαλαιακών διαθεσίμων, είτε μέσω της εμφάνισης μειωμένων κερδών από την εξαγορά-συγχώνευση με εταιρείες με ζημίες.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν και πολλά παραδείγματα μειονεκτημάτων από εξαγορές και συγχωνεύσεις. Για αυτό και πρέπει να γίνει μελέτη των πιθανών λόγων αποτυχίας μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης (Roberto A. Weber, Colin F. Camerer, 2003).

Τα πραγματικά οικονομικά αποτελέσματα των συγχωνεύσεων, πολλές φορές δεν είναι τα αναμενόμενα. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται σε λανθασμένη πληροφόρηση, η οποία οδήγησε σε λανθασμένη απόφαση αγοράς. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η υπερεκτίμηση συνεργειών που θα προκύψουν και οι υπεραισιόδοξες προβλέψεις σε όλους τους τομείς.

Ακόμα, συχνά παρατηρείται ότι δεν γίνεται σωστά η εκτίμηση του κόστους της εξαγοράς/συγχώνευσης και υπερεκτίμηση των ωφελειών τους, γεγονός που δεν οδηγεί στην εκπλήρωση των αναμενόμενων αποτελεσμάτων. Σημαντικό μειονέκτημα είναι το υψηλό κοινωνικό κόστος που επιφέρουν, αφού σε πολλές περιπτώσεις παρατηρείται μείωση της απασχόλησης, καθώς γίνονται μαζικές απολύσεις προσωπικού. Η υποβάθμιση του ανθρώπινου παράγοντα οδηγεί σε αντιδράσεις του κοινωνικού συνόλου και ειδικότερα των συνδικαλιστικών οργανώσεων που παρακολουθούν με ανησυχία να πλήττονται τα εργασιακά τους συμφέροντα.

Σύμφωνα με τον Roll (1986) η 'managerial hubris', ενδέχεται να δημιουργήσει προβλήματα. Ως 'managerial hubris' ορίζεται το φαινόμενο κατά το οποίο, οι διοικητές και τα στελέχη υπερεκτιμούν τις δυνατότητες τους και πραγματοποιούν πολλοί φιλόδοξες κινήσεις, όπως συγχωνεύσεις δίχως καλές προοπτικές. Επίσης, οι διαφορές συμφερόντων των στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων της εταιρείας μπορεί να οδηγήσει σε μια λανθασμένη εξαγορά ή συγχώνευση. Δηλαδή εισέρχονται τα προσωπικά συμφέροντα στην επιφάνεια.

Επιπρόσθετα, προκύπτουν πολύ μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής μετά την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Τέτοιες είναι, η ενοποίηση της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των επιχειρήσεων, των διαφορετικών επιπέδων σχετικά με τους μισθούς, διαφορετικές παροχές ως προς τους εργαζόμενους, όπως είναι τα διάφορα επιδόματα και οι παροχές που μπορεί να δίνει η μια εταιρεία, και

τέλος ο διαφορετικός τρόπος επαγγελματικής ανέλιξης που δίνουν στους εργαζομένους. Πολλοί ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αγεφύρωτες διαφορές επιχειρησιακής κουλτούρας των συγχωνευόμενων εταιρειών οδηγούν σε χαμηλές επιδόσεις των εργαζομένων.

Τέλος, αν οι εγχώριες αγορές είναι σε μεγάλο βαθμό ολοκληρωμένες και ανταγωνιστικές, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Θα πρέπει η εταιρεία να προσφέρει διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και ποιότητας.

## 2.5 Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Τα είδη των εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν να μελετηθούν σε τρεις κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία αφορά τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης μετά τη συγχώνευση και το λογιστικό χειρισμό της συγχώνευσης. Σύμφωνα με το Ελληνικό Νομικό Πλαίσιο υπάρχουν δυο είδη.

- A) Εξαγορά (Acquisition/Takeover).
- B) Συγχώνευση (Merger).

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί στην πράξη να λάβει πολύ διαφορετικές μορφές. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε μερική ή ολική συνένωση μονάδων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ.

Ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται

- Από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης.
- Από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ( συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών,

διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας).

- Από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Η δεύτερη κατηγορία αφορά με βάση τον τρόπο προσφοράς εξαγοράς και διακρίνεται σε δυο υποκατηγορίες.

Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer): Η εξαγοράζουσα εταιρεία απευθύνει δημόσια πρόσκληση να αγοράσει ένα μέρος (πάνω από 51%) από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης επιχείρησης, σε μια συγκεκριμένη τιμή και μέχρι σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία.

Οι μέτοχοι που προσφέρουν τις μετοχές τους, πληρώνονται σε χρήμα ή σε αξιόγραφα της αγοράζουσας εταιρείας (κοινές μετοχές). Δεν απαιτείται έγκριση από την γενική συνέλευση των μετόχων, ενώ η συνεργασία της διοίκησης συμβάλλει στην επιτυχή έκβαση της εξαγοράς.

Με βάση τη στάση τη στάση/ διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας διακρίνονται

- Σε φιλική (friendly), όταν η διοίκηση συνεργάζεται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.
- Σε εχθρική (hostile), όταν η διοίκηση δεν εγκρίνει την εξαγορά και καταφεύγει σε αμυντικές ενέργειες.

Συνήθως, οι δημόσιες προσφορές είναι εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές.

Proxy fights: Αφορά την προσπάθεια μερίδας μετόχων ή της διεύθυνσης, να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και του Διοικητικού Συμβουλίου, προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων. (*Δημήτριος Αθ. Κυριατζής, Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, Αθήνα 2007, σελ. 16*)

Η τρίτη κατηγορία αφορά με βάση τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το λεγόμενο βαθμό ολοκλήρωσης.

Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης, που μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (conglomerates).

Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας.

Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια αγορά.

Τα conglomerates (συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων) καλύπτουν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους. Αντιπροσωπεύουν συνενώσεις επιχειρήσεων που είτε παράγουν διαφορετικά προϊόντα ( επέκταση προϊόντων) είτε πωλούν τα προϊόντα τους σε ξεχωριστές αγορές (επέκταση αγορών).

## **2.6 Επιτροπές ανταγωνισμού εξαγορών και συγχωνεύσεων**

Πολλές φορές οι εξαγορές και συγχωνεύσεις μπορούν να προκαλέσουν πρόβλημα, ίσως δημιουργήσουν μονοπώλια και γεγονός που προκαλεί εμπόδιο στην αρμονική λειτουργία της αγοράς. Σύμφωνα με τη θεωρία του μονοπωλίου ο κύριος στόχος μια επιχείρησης που έχει σκοπό να προβεί σε μια εξαγορά ή συγχώνευση είναι η αύξηση του μεριδίου αγοράς με σκοπό να κατέχει μεγάλη δύναμη και να έχει την δυνατότητα να ελέγχει την είσοδο των επιχειρήσεων σε αυτήν. Μέσω των οριζόντιων συγχωνεύσεων μπορεί να επιτευχθεί αυξημένη κερδοφορία για την ενιαία επιχείρηση, πράγμα που οδηγεί σε μονοπωλιακά κέρδη. Επίσης είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί κερδοφορία μέσω κάθετων συγχωνεύσεων καθώς με αυτόν τον τρόπο αυξάνονται τα εμπόδια εισόδου στην αγορά. Για αυτό το λόγο έχουν δημιουργηθεί επιτροπές για να ελέγχουν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις και να τις εγκρίνουν ή όχι αν κρίνουν ότι θα προκαλέσουν κάποιο πρόβλημα στην αγορά. Σύμφωνα με τον Duso, Gugler και τον Yutoglu (Duso, Gugler and Yutoglu,2008), το 90% των εξαγορών και συγχωνεύσεων δεν αποτελούν απειλή για την αγορά και τον ανταγωνισμό, σε αντίθεση με το υπόλοιπο 10% που εγκρίνεται κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις κατά τις οποίες η επιτροπή ανταγωνισμού δεν επιτρέπει να γίνει μια εξαγορά ή συγχώνευση ώστε να αποτραπεί το φαινόμενο του μονοπωλίου και να προστατευθεί η ομαλή λειτουργία της κάθε αγοράς.

Συνεπώς για να πραγματοποιηθεί μια συγχώνευση θα πρέπει η αρμόδια επιτροπή ανταγωνισμού να δώσει την άδεια της. Για εξαγορές και συγχωνεύσεις εθνικού χαρακτήρα αρμόδιες είναι οι εθνικές επιτροπές, στον Ευρωπαϊκό χώρο αρμόδια είναι η Ευρωπαϊκή επιτροπή ανταγωνισμού ενώ στην ΗΠΑ αρμόδιες υπηρεσίες είναι το Federal Trade Commission και το Department of Justice. Στην Ελλάδα αρμόδια είναι η Ελληνική επιτροπή ανταγωνισμού (Hellenic Competition Commission).

## **Μέρος Β: Μελέτη Περίπτωσης**

### **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>**

#### **3.1 Συγχώνευση ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε. & Chipita International S.A.**

Τη Δευτέρα 19 Δεκεμβρίου 2005 ανακοινώθηκε το άνοιγμα ενός νέου κύκλου ανακατατάξεων στην ελληνική αγορά τροφίμων και ποτών και ειδικότερα στα γαλακτοκομικά, στα κατεψυγμένα προϊόντα και σε άλλα συγγενή προϊόντα που αφορούν τη συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών με την Chipita.

Η συγχώνευση δημιουργεί μια μεγάλη Ελληνική εταιρεία-ηγέτη στην αγορά τροφίμων, με σημαντική θέση στην Ευρώπη. Οι συνέργιες που προέκυψαν στο πλαίσιο της ενοποιημένης εταιρείας αφορούν δυνατότητα δυναμικής ανάπτυξης, λειτουργικές βελτιώσεις (κόστος, παραγωγικότητα, διαδικασίες), διοικητικά και οργανωτικά οφέλη και βελτιστοποίηση επενδυμένων κεφαλαίων.

Για τη Δέλτα Συμμετοχών η επίσημη ανακοίνωση της πώλησης της Δέλτα Παγωτού στη Nestle για το ποσό των 250 εκατ. ευρώ, σημαίνει σημαντική ενίσχυση της ρευστότητας του νέου, διευρυμένου και με τη συμμετοχή της Chipita, ομίλου. Αυτό έδωσε τη δυνατότητα στο νέο όμιλο να εφαρμόσει με μεγαλύτερη άνεση το

επενδυτικό πρόγραμμά του, το οποίο συμπεριελάμβανε εξαγορές και διείσδυση σε νέες αγορές εντός και εκτός Ελλάδας.

Ο όμιλος της Δέλτα Συμμετοχών, με πωλήσεις που στο εννιάμηνο του 2005 διαμορφώθηκαν στα 548 εκατ. Ευρώ, με πάνω από τρεις χιλιάδες εργαζόμενους και με 24 εταιρίες στο χαρτοφυλάκιο του, δραστηριοποιείται στην παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων, φρέσκων χυμών, κατεψυγμένων τροφίμων, έτοιμων φαγητών, ενώ προσφέρει και υπηρεσίες μαζικής εστίασης.

## **3.2 Συνοπτική παρουσίαση εταιρειών**

### **3.2.1 Παρουσίαση της εταιρείας ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών ΑΕ**

Η Δέλτα ιδρύθηκε το 1952 από τον κ. Αριστείδη Δασκαλόπουλο σαν μια οικογενειακή επιχείρηση παραγωγής γιαουρτιού και διανομής γάλακτος, με είκοσι μόνο υπαλλήλους και δέκα οχήματα διανομής. Μετά από 50 και πλέον έτη η Δέλτα έχει αναπτυχθεί σε έναν από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς ομίλους στην Ελλάδα. Οι κυριότερες επιχειρηματικές της δραστηριότητες είναι

- i. η παραγωγή και η διανομή γαλακτοκομικών προϊόντων, όπως γάλα και παρεμφερή προϊόντα, παγωτών, γιαουρτιού και χυμών φρούτων,
- ii. εστιατόρια γρήγορης εξυπηρέτησης και καφέ μπαρ και
- iii. η παραγωγή και η διανομή κατεψυγμένων τροφίμων όπως λαχανικά, έτοιμες συνταγές γευμάτων και ζαχαροπλαστικής.

Η Δέλτα συμμετοχών Α.Ε. ιδρύθηκε με την επωνυμία Δέλτα Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε. στις 31 Δεκεμβρίου 1968 και είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανώνυμων Εταιριών με αριθμό 1154/06/Β/86/39. Η διάρκεια της εταιρίας έχει ορισθεί σε ογδόντα χρόνια και λήγει την 31η Δεκεμβρίου 2048.

Από 1/1/2000 ο Όμιλος προχώρησε σε απόσχιση των κλάδων του παγωτού και των γαλακτοκομικών, δημιουργώντας δύο ξεχωριστές νομικά και φορολογικά εταιρίες. Οι δύο νέες εταιρίες που δημιουργήθηκαν είναι η Δέλτα Πρότυπος

Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε. και η Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού Α.Ε.. Και οι δύο εταιρίες ως μέλη του ομίλου Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε. είχαν και έχουν σημαντική πορεία στην ελληνική αλλά και ξένη αγορά όπου δραστηριοποιούνται με αποκορύφωμα να αποτελέσουν κρυφό πόθο πολλών εταιριών να τις εξαγοράσουν ή να συγχωνευθούν μαζί τους. Όπως και συνέβη. Συγκεκριμένα το 2006 ολοκληρώθηκε η εξαγορά της Δέλτα Βιομηχανία Παγωτού Α.Ε. από τη Nestlé και μετονομασία αυτής σε Nestlé Ελλάς Παγωτά Α.Ε. καθώς και η συγχώνευση της Δέλτα Συμμετοχών Α.Ε, χωρίς πλέον την θυγατρική παγωτού με την Chipita International Α.Ε. και μετονομασία της σε Vivartia Α.Ε..

### **3.2.2 Παρουσίαση της εταιρείας Chipita International AE**

Η ελληνική εταιρία Chipita International S.A. αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες βιομηχανίες τροφίμων στην Ευρώπη στον χώρο της. Κατατάσσεται μεταξύ των 20 καλύτερων μικρών εταιριών παγκοσμίως, σύμφωνα με δημοσίευση του περιοδικού Forbes Global.

Η Chipita International AE είναι ανώνυμη εταιρεία εγγεγραμμένη στην Ελλάδα, ιδρύθηκε το 1973, έχει την έδρα της στην Μεταμόρφωση Αττικής και το κύριο αντικείμενο εργασιών της είναι η παραγωγή και εμπορία τυποποιημένων τροφίμων (snacks) από αλεύρι. Ο Όμιλος Chipita έχει ένα και μόνο επιχειρηματικό τομέα δραστηριοτήτων και συγκεκριμένα εκείνον της παραγωγής και διάθεσης τυποποιημένων τροφίμων, με έμφαση στα προϊόντα ζύμης.

Αποστολή της είναι η διατήρηση της ηγετικής θέσης στις χώρες που δραστηριοποιείται, μέσω της συνεχούς καινοτομίας σε προϊόντα με βάση το αλεύρι. Βασικός συνδεδετικός κρίκος των εταιρικών επιλογών, αλλά και κινητήρια δύναμη ολόκληρης της εταιρίας αποτελεί η βαθιά καινοτομία, στη διαφοροποίηση, στην ποιότητα, στο επιθετικό marketing, στη δυναμική πώληση και στο κόστος παραγωγής, το οποίο είναι αποτέλεσμα που προκύπτει από τις οικονομίες κλίμακας που διαμορφώνονται με τις επενδύσεις υψηλής παραγωγικής δυναμικότητας.

Τα προϊόντα της εταιρίας είναι σχεδιασμένα έτσι ώστε να καλύπτουν τις καθημερινές διατροφικές προτιμήσεις διαφορετικών καταναλωτών σε πολλές χώρες του κόσμου.

Η Chipita International S.A. ιδρύθηκε το 1973 με μετοχικό κεφάλαιο 5.000.000 δρχ. μετά από διαδοχικές αυξήσεις το μετοχικό κεφάλαιο ανήλθε τον Φεβρουάριο του 2005 στο ποσό των 16.383.762,58 ευρώ και διαιρείται σε 48.187.536 μετοχές ονομαστικής αξίας 0,34 ευρώ έκαστη.

Η εταιρία λειτουργεί με τη μορφή της ανώνυμης εταιρίας και υπόκειται στον Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών. Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο ανωνύμων εταιριών με αριθμό 6253/06/B/86/11. Η πλήρη ονομασία της είναι «Ανώνυμος Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρία Τυποποιημένων Τροφών», με διακριτικό τίτλο «Chipita International S.A.»

### **3.2.3 Παρουσίαση της εταιρείας Vivartia A.B.E.E**

Η Vivartia ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 2006 μετά την απορρόφηση από τη ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ των εταιριών ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΙΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ, CHIPITA, GOODY'S και ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ - ΜΠΑΡΜΠΙΑ ΣΤΑΘΗΣ. Μετά την απορρόφηση, οι εταιρείες μετασηματίστηκαν στους τέσσερις Κλάδους της Vivartia, ως εξής:

Κλάδος Γαλακτοκομικών και Ποτών: Με αντικείμενο την παραγωγή και διανομή γαλακτοκομικών προϊόντων, όπως γάλα και παρεμφερή προϊόντα γιαουρτιού και χυμών φρούτων.

Κλάδος Αρτοποιίας και Ζαχαρωδών: Με αντικείμενο την παραγωγή τυποποιημένων τροφίμων (snacks) όπως προϊόντα μαλακής ζύμης και φουρνιστά παξιμάδια, με βασική πρώτη ύλη το αλεύρι.

Κλάδος Υπηρεσιών Εστίασης και Ψυχαγωγίας: Με αντικείμενο την παραγωγή και διάθεση προϊόντων εστίασης, μέσω της λειτουργίας αλυσίδας εστιατορίων και καφεζαχαροπλασθειών και υπηρεσιών μαζικής εστίασης (catering).



Κλάδος Καταψυγμένων Τροφίμων: Με αντικείμενο την παραγωγή και διανομή καταψυγμένων τροφίμων, όπως λαχανικά και έτοιμες συνταγές γευμάτων και ζαχαροπλαστικής.

Γενικότερα, εν έτη 2017, η Vivartia αποτελεί μία οικονομικά ισχυρή επιχείρηση, με σύγχρονη οργάνωση και δομή, με 5.500 ανθρώπινο δυναμικό και με βλέμμα σταθερά στραμμένο προς τον ευρύτερο χώρο που την περιβάλλει. Δραστηριοποιείται σε 3 κλάδους: Γαλακτοκομικά (Δέλτα, UMC), Κατεψυγμένα τρόφιμα (Μπάριμπα Στάθης, Χρυσή Ζύμη) και Υπηρεσίες εστίασης και ψυχαγωγίας (Goody's, Everest και Flocafe).

Η Vivartia, με κύκλο εργασιών το 2016 €572 εκ., διατηρεί την 1η θέση σε κάθε μία εκ των βασικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της (1η θέση στην αγορά φρέσκου γάλακτος στην Ελλάδα, Κύπρο και Βουλγαρία, 1η θέση στις υπηρεσίες εστίασης και 1η θέση στα κατεψυγμένα προϊόντα) και την 1η ή τη 2η θέση σε μερίδια αγοράς στα βασικά προϊόντα της (φρέσκο γάλα: 33%, φρέσκοι χυμοί: 30%, Fast Food & Coffee: 18%, κατεψυγμένα λαχανικά: 63%, κατεψυγμένες ζύμες: 27%)

Η δυναμική αυτή ταυτότητα της Vivartia, σε εθνικό και πολυεθνικό επίπεδο, ισχυροποιήθηκε περαιτέρω μέσω της συμφωνίας με την MIG (Marfin Investment Group). Στις 13 Ιουλίου 2007 η MARFIN INVESTMENT GROUP (M.I.G.) – Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών απέκτησε 24.956.398 κοινές ονομαστικές μετοχές της Vivartia A.B.E.E. στην τιμή των € 25,00 ανά μετοχή, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 34% του μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας.

Μετά την απόκτηση του 34% του μετοχικού κεφαλαίου της Vivartia A.B.E.E., η M.I.G. με σχετική ανακοίνωση που κατέθεσε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υπέβαλλε δημόσια προσφορά για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της εταιρείας στην ίδια τιμή ανά μετοχή (€ 25,00).

Κατόπιν των ανωτέρω η M.I.G. προχώρησε σε διαδοχικές αγορές μετοχών της Vivartia A.B.E.E. μέσω του Χ.Α. με αποτέλεσμα το συνολικό ποσοστό της εταιρείας που κατείχε ο Όμιλος M.I.G. κατά την 31η Δεκεμβρίου 2016 να ανέρχεται σε 92,1%.

### 3.3 Διαδικασία Συγχώνευσης

Η συγχώνευση συντελέστηκε με τη μέθοδο της συγχώνευσης με απορρόφηση σύμφωνα με:

- i. Τις διατάξεις των άρθρων 69-77 του ΚΝ 2190/1920,
- ii. Τις διατάξεις των άρθρων 1 – 5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύει σήμερα, με λογιστική ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των Απορροφούμενων Εταιρειών.

Η ενοποίηση των στοιχείων πραγματοποιήθηκε όπως αυτά εμφανίζονται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού με ημερομηνία 31.12.2005 που συντάχθηκε από κάθε μία από τις Απορροφούμενες Εταιρείες για το σκοπό της παρούσας συγχώνευσης- και θα μεταφερθούν αυτούσια. Ως Ισολογισμοί Μετασχηματισμού των απορροφούμενων εταιρειών χρησιμοποιήθηκαν οι ισολογισμοί με ημερομηνία 31.12.2005.

Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιρειών αποφάσισαν η νέα εταιρεία να ονομασθεί «VIVARTIA Ανώνυμη Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία Προϊόντων».

Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης εγκρίθηκε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της 1ης Ιουνίου 2006 και τα αντίστοιχα έγγραφα υποβλήθηκαν στις αρμόδιες αρχές. Η τελική έγκριση από το Υπουργείο Ανάπτυξης χορηγήθηκε την 31η Αυγούστου 2006, ημερομηνία κατά την οποία και ορίστηκε το νέο Διοικητικό Συμβούλιο της VIVARTIA A.B.E.E. Η ως άνω ημερομηνία θεωρήθηκε, σύμφωνα με το ΔΠΧΠ 3 «Συνενώσεις Επιχειρήσεων», ως η ημερομηνία που αποκτήθηκε ο έλεγχος της Chipita International A.E. από τη VIVARTIA A.B.E.E.

Ο Όμιλος έκανε χρήση της δυνατότητας που παρέχεται από το ως άνω Πρότυπο ως προς την οριστικοποίηση των ανωτέρω μεγεθών εντός 12 μηνών από την ημερομηνία εξαγοράς. Η ανωτέρω χρήση της δωδεκάμηνης περιόδου προκειμένου να

οριστικοποιηθεί η διαδικασία του επιμερισμού του τιμήματος εξαγοράς έγινε λόγω του μεγέθους και του μεγάλου αριθμού θυγατρικών εταιρειών που περιλάμβανε ο όμιλος Chirita, αρκετές από τις οποίες δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό.

### **3.4 Μετοχικό Κεφάλαιο μετά τη Συγχώνευση**

Το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας εταιρείας Vivartia A.E. ανερχόταν το 2005 στο ποσό των εκατόν τριάντα εκατομμυρίων εννιακοσίων μίας χιλιάδων τετρακοσίων ογδόντα τριών ευρώ και δεκαέξι λεπτών του ευρώ (€ 130.901.483,16) και διαιρείται σε σαράντα τέσσερα εκατομμύρια πεντακόσιες είκοσι τέσσερις χιλιάδες τριακόσιες δεκατέσσερις (44.524.314) κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας δύο ευρώ και ενενήντα τέσσερα λεπτά του ευρώ (€ 2,94) η κάθε μία.

Το δε μετοχικό κεφάλαιο, ο αριθμός των μετοχών και η ονομαστική αξία των μετοχών των Απορροφούμενων Εταιρειών έχουν ως εξής: «ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Ε.»: Μετοχικό κεφάλαιο: 35.645.203,60 ευρώ διαιρούμενο σε 29.217.380 ανώνυμες μετοχές ονομαστικής αξίας 1,22 ευρώ εκάστη, «ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΤΡΟΦΩΝ»: Μετοχικό κεφάλαιο: 16.383.762,58 ευρώ διαιρούμενο σε 48.187.537 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας 0,34 ευρώ εκάστη.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 2 του ν. 2166/93, το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας εταιρείας θα αυξηθεί συνολικά κατά το ποσό των ευρώ 24.141.820,44 που αντιστοιχεί στα εισφερόμενα μετοχικά κεφάλαια των συνολικά τεσσάρων απορροφούμενων εταιρειών, αφού αφαιρεθούν οι συμμετοχές της απορροφώσας εταιρείας στις απορροφούμενες εταιρείες.

Ειδικότερα το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Εταιρείας αυξήθηκε συνολικά κατά το ποσό των ευρώ 16.383.762,58 που αντιστοιχεί στο συνολικό

εισφερόμενο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφούμενης εταιρείας Chipita International A.E..

### **3.4.1 Σχέση Ανταλλαγής των Μετοχών**

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 4 του ν. 2166/93, οι σχέσεις ανταλλαγής των μετοχών των Συγγωνευομένων Εταιρειών με νέες μετοχές της απορροφώσας εταιρείας, συνεπεία της συγχώνευσης είχαν ως εξής:

Οι μέτοχοι της Chipita International αντάλλαξαν μία (1) παλαιά μετοχή της προς 0,331901836 νέες μετοχές της απορροφώσας εταιρείας, δηλαδή έλαβαν συνολικά  $(48.187.537 \times 0,331901836)$  15.993.532 στρογγυλοποιημένες νέες μετοχές της απορροφώσας εταιρείας.

Η επιβεβαίωση του εύλογου και δίκαιου της σχέσης ανταλλαγής, προσδιορίστηκε από διεθνείς οίκους αφού λήφθηκαν υπόψη τα αποτελέσματα των οικονομικών και νομικών ελέγχων που πραγματοποιήθηκαν.

Το συνολικό κόστος εξαγοράς ποσού € 196.081 προσδιορίστηκε σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του ΔΠΧΠ 3, με βάση τον αριθμό των νέων μετοχών της VIVARTIA A.B.E.E που εκδόθηκαν (15.993.532) υπέρ των παλαιών μετόχων της Chipita International A.E σύμφωνα με τη σχέση ανταλλαγής που ορίστηκε από το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης πολλαπλασιαζόμενο με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της VIVARTIA A.B.E.E (πρώην ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών A.E.) κατά την ημερομηνία της εξαγοράς ( € 12,26).

Αν η ανωτέρω συγχώνευση δια απορροφήσεως λάμβανε χώρα την 1η Ιανουαρίου 2006 ο συνολικός κύκλος εργασιών και τα συνολικά κέρδη προ φόρων από συνεχιζόμενη δραστηριότητα του Ομίλου για τη χρήση 2006 θα ήταν €941.708 και €82.265 αντίστοιχα.

Πίνακας 1:Εξέλιξη μετοχικού κεφαλαίου Vivatiria 2006

Εξέλιξη Μετοχικού Κεφαλαίου

Ημερομηνία Γ.Σ./Δ.Σ	Αριθμός ΦΕΚ	Ποσό Αύξησης Μ.Κ.	Καταβολή Μετρητών	Κεφαλ/ση Αποθ/κών	Συνολικό Μ.Κ μετά την αύξηση	Ονόμ. αξία Μετοχής	Αριθμός Μετοχών
31/12/1968	1202/31.12.68	52.824,65	155,02	-	52.824,65	2,93	18.000
5/1/1970	60/09.02.70	20.542,90	60,29	-	73.367,57	2,93	25.000
27/6/2002	8079/30.07.02	215.054,66	-	215.054,66	119.358.907,32	2,94	40.598.268
27/5/2005	2825/09.05.05				119.358.907,32	2,94	40.598.268
9/12/2005	534/20.01.06	1.058.400,00			120.417.309,92	2,94	40.598.268
18/1/2006	1109/09.02.06	10.484.175,34			130.901.483,16	2,94	44.524.314
1/6/2006	9376/31.08.06	24.372.999,81			155.274.482,97	2,33	66.641.409
19/12/2006	265/12.01.07	15.527.446,20	-	15.527.446	170.801.929,17	2,33	73.305.549

Πηγή: Απολογισμός Vivatiria 2006.

- 27/5/2005: Μετατροπή 11.501.759 προνομιούχων μετοχών σε κοινές.
- 9/12/2005: Μετατροπή 60.000 ομολογιούχων σε 360.000 μετοχές.
- 18/1/2006: Μετατροπή 594.341 ομολογιούχων σε 6.566.046 μετοχές.
- 1/6/2006: Συγχώνευση με απορρόφηση των εταιρειών Chipita International, ΔΕΛΤΑ Πρότυπος Βιομηχανία Γάλακτος Α.Ε, Γενική Τροφίμων Α.Ε, GOODY'S Α.Ε από την ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε.

### 3.4.2 Χρόνος συμμετοχής στα κέρδη της απορροφώσας

Από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, δηλαδή από την καταχώρηση της εγκριτικής απόφασης στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών, οι μετοχές που πιστώθηκαν στους λογαριασμούς Σ.Α.Τ. των μετόχων των απορροφούμενων εταιρειών μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.), παρέχουν δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της απορροφώσας εταιρείας. Επομένως, οι νέες μετοχές δικαιούνται του μερίσματος της οικονομικής χρήσης του 2006, το οποίο μέρισμα εγκρίθηκε από την Τακτική Γενική Συνέλευση εντός του ημερολογιακού έτους 2007.

### **3.5 Ολοκλήρωση της συγχώνευσης**

Οι απορροφούμενες εταιρείες μεταβίβασαν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) στη νέα εταιρία Vivartia με βάση την περιουσιακή τους κατάσταση, η οποία αποτυπώνεται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού του 2005 κάθε εταιρείας και όπως αυτή είχε διαμορφωθεί μέχρι τη νόμιμη τελείωση της συγχώνευσης.

Από την ολοκλήρωση της συγχώνευσης η Vivartia A.E. υποκαθίσταται αυτοδικαία, πλήρως και χωρίς καμία άλλη διατύπωση στα δικαιώματα, έννομες σχέσεις και στις υποχρεώσεις των απορροφούμενων εταιρειών και η μεταβίβαση αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή και γίνεται χωρίς καταβολή φόρων και τελών σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 3 του Α.Ν. 2166/1993, οι δε τυχόν δίκες των απορροφούμενων εταιρειών συνεχίζονται από την Vivartia A.E. χωρίς καμία άλλη διατύπωση μη επερχόμενης βίαιης διακοπής τους με τη συγχώνευση.

Με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης οι απορροφούμενες εταιρείες θεωρούνται αυτοδικαίως λυμένες, εξαφανιζόμενης της νομικής τους προσωπικότητας χωρίς να απαιτείται εκκαθάριση, οι δε μετοχές τους δεν παρέχουν κανένα άλλο δικαίωμα στους κατόχους τους παρά μόνο το δικαίωμα ανταλλαγής τους με τις νέες μετοχές της απορροφώσας εταιρείας.

### **3.6 Κάθετη παράθεση Ισολογισμών**

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν μια σημαντική πηγή πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Σε συνδυασμό με τις σημειώσεις που τις συνοδεύουν, δίνουν την πραγματική εικόνα μιας επιχείρησης. Οι βασικές λογιστικές καταστάσεις είναι ο Ισολογισμός και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Ο ισολογισμός αποτελεί απεικόνιση της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης, εμφανίζοντας τα περιουσιακά στοιχεία, τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων τους. Ενώ, τα αποτελέσματα χρήσης εμφανίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητες της επιχείρησης μέσα σε ένα χρονικό διάστημα.

Γενικά, ο αντικειμενικός σκοπός της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων είναι η αποτύπωση της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η λήψη αποφάσεων από τους ενδιαφερόμενους, βασιζόμενοι σε έγκυρα πορίσματα, για θέματα όπως η επιλογή επενδύσεων, η χορήγηση πιστώσεων, επιλογή προμηθευτών κ.α.

Με την δημιουργία του πίνακα Κάθετης Παράθεσης Ισολογισμών διευκολύνεται η σύγκριση των ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας για την περίπτωση της συγχώνευση των εταιριών ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών Α.Ε. και Chipita international Α.Ε., όπου στη συνέχεια δημιούργησαν την εταιρία Vivartia. Για τις δύο συγχωνευθείσες εταιρίες παρουσιάζονται οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τις εταιρικές χρήσεις 2004 – 2005, δηλαδή ένα οικονομικό έτος πριν τη συγχώνευση και το οικονομικό έτος κατά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ενώ, για την τελική προκύπτουσα εταιρία Vivartia εμφανίζονται οι οικονομικές καταστάσεις της χρήσεις 2006 – 2007. Φαίνεται ότι, στην πλειοψηφία τους οι λογαριασμοί αυξάνονται σταδιακά με την πάροδο του χρόνου και στις τρεις εταιρίες

### **3.6.1 Βάση σύνταξης των Οικονομικών Καταστάσεων**

Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Ομίλων που παρουσιάζονται στην παρακάτω μελέτη καλύπτουν την εταιρεία - όμιλο και τις θυγατρικές της. Θυγατρικές εταιρείες είναι όλες οι εταιρείες που διοικούνται και ελέγχονται, άμεσα ή έμμεσα, από την ΔΕΛΤΑ συμμετοχών, Chipita International ΑΕ και Vivartia αντίστοιχα, είτε με την κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών της εταιρείας στην οποία έγινε η επένδυση, είτε με την εξάρτησή της από την τεχνογνωσία που της παρέχει ο Όμιλος. Οι οικονομικές καταστάσεις των θυγατρικών εταιριών περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις από την ημερομηνία που αποκτάται ο έλεγχος και μέχρι την ημερομηνία που παύει να υφίσταται ο έλεγχος.

Οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα), που έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι οικονομικές αυτές καταστάσεις έχουν συνταχθεί βάσει της αρχής του ιστορικού κόστους και είναι εκπεφρασμένες σε χιλιάδες Ευρώ.

### 3.6.2 Λογαριασμοί Ενεργητικού

Παρατηρώντας γενικά, το μέγεθος του Ενεργητικού και συνεπώς και Παθητικού της εταιρίας Δέλτα είναι τριπλάσιο από αυτό της εταιρίας Chipita και τα δύο συναπτά έτη. Η ένωση των δυο εταιριών οδήγησε στην δημιουργία ενός ομίλου με μέγεθος Ενεργητικού/Παθητικού τετραπλάσιο σε σχέση με την Chipita και κατά €500.000 περίπου σε σχέση με τη Δέλτα.

**Ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία:** Τα ενσώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία, σύμφωνα με τους ισολογισμούς της Chipita είναι 279,364 και 231,381 χιλιάδες ευρώ, για τις οικονομικές χρήσεις 2005 και 2004 αντίστοιχα, δηλαδή 20,73%.

**Ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία:** Για την Chipita τα ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία είναι 4,297 και 3,703 χιλιάδες ευρώ, για τις οικονομικές χρήσεις 2005 και 2004 αντίστοιχα. Η αύξηση των άυλων παγίων στοιχείων κατά μόλις 16,04% οφείλεται στην απόκτηση δικαιωμάτων χρήσεως λογισμικού για τη διαχείριση αρχείων, καθώς και το κόστος του «σήματος» από την ανάπτυξη νέων προϊόντων («παξιμάδι» και «κέικ μπαρς»).

**Σύνολο παγίων περιουσιακών στοιχείων:** Η εταιρία ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών παρουσιάζει μείωση των παγίων στοιχείων σε ποσοστό 24,15%. Επιπρόσθετα, η αύξηση του Συνόλου των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας Chipita από 264.280 σε 331.130 χιλιάδες ευρώ το 2004 και 2005 αντίστοιχα, δηλ. 25,29% οφείλονται στην αύξηση της Εμπορικής εύνοιας (goodwill). Ενώ, η τελική εταιρία Vivartia παρουσιάζει μικρή αύξηση της τάξεως του 3,86%.



**Κυκλοφορούν Ενεργητικό:** Η εταιρία ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών παρουσιάζει μείωση σε ποσοστό 0,74%. Ενώ, η τελική εταιρία Vivartia παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του 16,72%.

Το Συνολικό Κυκλοφορούν Ενεργητικό της εταιρίας Chirita παρουσίασε επίσης αύξηση και από 93.706 χιλ. ευρώ το 2004 ανήλθε σε 116.778 χιλ. ευρώ το 2005, αύξηση ύψους 24,62%. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην αύξηση των αποθεμάτων και των απαιτήσεων. Αυτή κάθε αυτή η αύξηση δε σηματοδοτεί σε κάτι ουσιαστικό, αν δεν εξεταστούν οι Κυκλοφοριακές Ταχύτητες των Αποθεμάτων, Απαιτήσεων και Διαθεσίμων. Σύμφωνα με τα στοιχεία που υπάρχουν στους Χρηματοοικονομικούς δείκτες η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων το 2004 ήταν 4,6 φορές, δηλαδή 78 ημέρες. Αντιστοίχως, το 2005 διαμορφώθηκε στις 5,01 φορές, δηλαδή 73 περίπου ημέρες. Η επιχείρηση παρουσιάζει αύξηση της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας των Απαιτήσεων, δηλαδή πωλεί με λιγότερες ημέρες επί πιστώσει.

Αντίστοιχα, η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα των Αποθεμάτων το 2004 ήταν 60 ημέρες, παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων, το 2005 με ρυθμό 8,6 φορές δηλαδή 42 ημέρες περίπου. Η εταιρία επιθυμεί υψηλή ταχύτητα αποθεμάτων και δια αυτό φαίνεται ότι προσπαθεί, καθώς με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει μείωση του κόστους αποθήκευσης, υπαλλήλων καθώς και μείωση του κινδύνου απαξίωσης και δέσμευσης κεφαλαίων.

Για την εταιρία Δέλτα οι κυκλοφοριακές ταχύτητες αποθεμάτων και απαιτήσεων αντίστοιχα διαμορφώνονται σε 11,2 φορές και 6,63 φορές για το 2004 και 15,8 φορές και 4,96 φορές για το 2005. Πιο συγκεκριμένα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αυξάνεται παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων, ενώ η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων μειώνεται. Επομένως επιβραδύνεται με σκοπό να προσελκύσουν πελάτες, αυξάνοντας όμως τον κίνδυνο μη κάλυψης των απαιτήσεων.

Τέλος, για την εταιρία Vivartia η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αυξάνεται από 9,26 φορές σε 11,38 φορές, παρουσιάζοντας μείωση διακράτησης των αποθεμάτων.

Πίνακας 2: Κυκλοφοριακές Ταχύτητες Εταιρειών.

Κυκλοφοριακές Ταχύτητες				
		Απαιτήσεων	Αποθεμάτων	Διαθεσίμων
ΔΕΛΤΑ	2004	6,631	11,236	8,778
	2005	4,963	15,854	6,960
CHIPITA	2004	4,690	9,113	28,034
	2005	5,019	8,638	13,820
VIVATRIA	2006	-	9,267	5,748
	2007	-	11,387	8,361

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

**Σύνολο Ενεργητικού:** Στο σύνολο ενεργητικού της Δέλτα παρουσιάζεται αύξηση από €998.742 σε €1.032.692, δηλ. ποσοστό 3,4% περίπου. Αύξηση σημειώνεται και για την εταιρία Vivartia σε ποσοστό 7,57% από το 2006 στο 2007. Ενώ, για την Chipita εμφανίζεται μεγαλύτερη αύξηση ύψους 25,11%.

**Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού:** υπολογίζεται όταν από το σύνολο ενεργητικού αφαιρέσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Μέσω αυτού παρατηρούμε τις επενδύσεις μεγάλης χρονικής διάρκειας, δηλαδή τα στοιχεία που θα μείνουν στην εταιρία για μεγάλο χρονικό διάστημα αφού αφαιρέσουμε τα στοιχεία μικρής χρονικής διάρκειας.

Για την ΔΕΛΤΑ συμμετοχών, το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 26,3% σε σχέση με το 2004, το οποίο οφείλεται κυρίως στη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 44,2% και λιγότερο στην αύξηση του συνόλου του ενεργητικού.

Για την Chipita το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 20% σε σχέση με το 2004, το οποίο οφείλεται στην αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι αυξήθηκε το σύνολο ενεργητικού.

Για την Vivartia, τέλος, το Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού αυξήθηκε το οικονομικό έτος 2005 κατά 2,7% σε σχέση με το 2004, το οποίο φανερώνει πως η

αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 30% δεν ήταν αρκετή παρόλη τη μικρή αύξηση του συνόλου ενεργητικού κατά 7,5%.

Βέβαια, παρά το μέγεθος του ποσοστού αύξησης του Συνόλου Καθαρού Ενεργητικού της Δέλτα σε σχέση με τις άλλες εταιρίες και την μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, το μέγεθος του Ενεργητικού της εταιρίας Δέλτα είναι τριπλάσιο από αυτό της εταιρίας Chipita και τα δύο συναπτά έτη και της Vivartia τετραπλάσιο σε σχέση με την Chipita και κατά €500.000 περίπου σε σχέση με τη Δέλτα.

**Αποσβέσεις:** Οι αποσβέσεις επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων, με βάση την σταθερή μέθοδο απόσβεσης, καθ' όλη τη διάρκεια της εκτιμώμενης ωφέλιμης ζωής των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι εδαφικές εκτάσεις δεν αποσβένονται. Η εκτιμώμενη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής, κατά κατηγορία παγίων περιουσιακών στοιχείων, έχει ως εξής:

- Κτίρια 50 έτη
- Μηχανήματα και μηχανολογικός εξοπλισμός 12,5 έτη
- Λοιπές εγκαταστάσεις και εξοπλισμός 6,7 έτη
- Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός 3,3 - 5 έτη
- Μεταφορικά μέσα 5 - 6,7 έτη

Ομοίως, οι αποσβέσεις των άυλων περιουσιακών στοιχείων επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης, καθ' όλη τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους. Η εκτιμώμενη διάρκεια ωφέλιμης ζωής των στοιχείων αυτών έχει ως ακολούθως:

- Εμπορικά σήματα 10 έτη
- Λογισμικά προγράμματα 3 - 5 έτη

**Πίνακας 3: Κάθετη Παράθεση Ισολογισμού Εταιρειών.**

<b>ΚΑΘΕΤΗ ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ</b>						
	<b>ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών</b>		<b>Chipita International</b>		<b>Vivartia (αναμορφωμένος)</b>	
<b>Λογαριασμοί</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Αποσβέσεις	37.719	33.102	9.608	14.839	34.590	56.998
Πάγια στοιχεία Ενεργητικού	708.303	537.192	264.280	331.130	1.042.303	1.082.555
Αποθέματα	61.553	43.797	28.024	34.389	83.763	98.238

Πελάτες	104.304	139.889	54.445	59.188	-	-
Διαθέσιμα	78.788	99.762	9.110	21.496	135.024	133.791
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	290.440	288.275	93.706	116.708	422.571	493.222
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>798.743</b>	<b>1.032.692</b>	<b>357.986</b>	<b>447.908</b>	<b>1.464.874</b>	<b>1.575.777</b>
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	(324.538)	(181.112)	(107.377)	(147.222)	(261.017)	(339.873)
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>674.204</b>	<b>851.580</b>	<b>250.609</b>	<b>300.686</b>	<b>1.203.857</b>	<b>1.235.904</b>
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	334.351	475.224	136.704	175.797	572.795	548.544
Σύνολο Υποχρεώσεων (α)	658.890	713.555	144.081	323.019		
Μετοχικό Κεφάλαιο	119.359	120.417	16.290	16.384	170.801	190.078
Λοιπά στοιχεία καθαρής θέσης μετοχών εταιρείας (β)	209.174	257.687	79.813	101.942		
Δικαιώματα μειοψηφίας (γ)	130.678	61.450	34.092	22.947	51.222	51.642
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (δ)=(β)+(γ)	339.853	319.137	113.905	124.889	631.062	687.360
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (ε)=(α)+(δ)</b>	<b>998.743</b>	<b>1.032.692</b>	<b>357.986</b>	<b>447.908</b>	<b>1.464.874</b>	<b>1.575.777</b>

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ.

### 3.6.3 Βραχυχρόνιες και Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις

Τα δάνεια των Ομίλων έχουν χορηγηθεί από ελληνικές και ξένες τράπεζες και είναι εκπεφρασμένα, κατά μείζονα λόγο σε ευρώ. Τα ποσά που είναι αποπληρωτέα εντός έτους από την ημερομηνία του ισολογισμού, χαρακτηρίζονται ως βραχυπρόθεσμα. Ενώ τα ποσά που δεν έχουν αποπληρωθεί σε χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους, χαρακτηρίζονται ως μακροπρόθεσμα.

Στην πλευρά του Παθητικού, για της εταιρίες Δέλτα και Chipita πριν της συγχώνευσης, η μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης παρατηρούμε πως είναι τα Ξένα Κεφάλαια, με μικρή διαφορά από τα Ι.Κ.. Επομένως, έχουμε Υψηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση που συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο για της

επενδύσεις της επιχείρησης, άρα και μεγαλύτερες αποδόσεις. Για την Vivartia, τα Ι.Κ. είναι αυξημένα σε σχέση με τα Ξ.Κ. Σε αυτή την περίπτωση, έχουμε Χαμηλή Χρηματοοικονομική Μόχλευση, καθώς το 2006 αποτέλεσε το έτος ολοκλήρωσης της συγχώνευσης και ήταν απαραίτητη η μείωση του χρηματοδοτικού κινδύνου.

Πιο συγκεκριμένα, για την εταιρία Δέλτα, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, μειώθηκε από 32,5% το 2004 σε 17,53% το 2005, κυρίως λόγω μείωσης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού αυξήθηκαν από 33,5% το 2004 σε 46% το 2005, λόγω αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού.

Για την εταιρία Chipita, το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, αυξήθηκε από 30% το 2004, σε 32,86% το 2005 κυρίως λόγω αύξησης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Τα βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία του Ομίλου Chipita είναι τα μετρητά, οι τραπεζικές καταθέσεις, οι βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις και υποχρεώσεις και ορισμένες της μορφές χρηματοδότησης. Αντίστοιχα, οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού αυξήθηκαν από 38% το 2004 σε 39,2% το 2005 λόγω αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού, σε μικρότερο ποσοστό από την αύξηση της εταιρίας Δέλτα.

Ενώ, για την προκύπτουσα εταιρία Vivartia το Σύνολο των Βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού, αυξήθηκε από 17,8% το 2006 σε 21,5% το 2007. Οι Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό επί του Συνολικού Παθητικού μειώθηκαν από το 39% το 2006 σε 34,8% το 2007 λόγω μείωσης του μακροπρόθεσμου δανεισμού και αύξησης του βραχυπρόθεσμου

#### **3.6.4 Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης**

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας Δέλτα Συμμετοχών ανέρχεται σε €691.647 το 2004 έναντι €694.398 το 2005, σημειώνοντας μια μικρή αύξηση 0,39%, παρόλη την αναμενόμενη συγχώνευση.

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας Chipita, σε ενοποιημένη βάση, ανέρχεται σε €255.398 το 2004 έναντι €297.082 το 2005, σημειώνοντας μια αύξηση της τάξεως του 16%. Παρά το γεγονός ότι η Chipita έχει μεγαλύτερο ποσοστό αύξησης του κύκλου εργασιών της, ο κύκλος εργασιών της Chipita αποτελεί σχεδόν το 1/3 της Δέλτα.

Τα κέρδη προ φόρων αυξήθηκαν κατά 54%, από €9.608 χιλιάδες το 2004 σε €14.839 χιλιάδες το 2005. Ενώ τα κέρδη μετά από φόρους, που αναλογούν στους μετόχους της μητρικής Εταιρείας, αυξήθηκαν κατά 2,86 %, από €5.720 χιλιάδες το 2004 σε €5.884 χιλιάδες το 2005. Η δυσαναλογία στην αύξηση των κερδών, προ και μετά από φόρους, σε σχέση με την προηγούμενη χρήση, οφείλεται κυρίως στην πρόταση για διανομή μερίσματος με χρήση αφορολόγητων αποθεματικών, από την οποία προέκυψε σημαντική φορολογική επιβάρυνση των αποτελεσμάτων της προηγούμενης χρήσης.

Εν συνεχεία, οι Ενοποιημένες Πωλήσεις της Vivartia ανήλθαν σε €776,2 εκ έναντι €694,4 εκ της προηγούμενης χρήσης και τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) ανήλθαν σε €120,0 εκ έναντι €120,1 για τη χρήση 2006. Ο κύκλος εργασιών αυξήθηκε κατά 44% το 2007 σε σχέση με το 2006, φανερώνοντας την καλή πορεία που έχει ο όμιλος από την δεύτερη κιόλας χρονιά λειτουργίας.

Στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι τα δημοσιευμένα μεγέθη για το 2007 δεν είναι άμεσα συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα του 2006, καθώς το 2006 η δραστηριότητα του κλάδου Αρτοποιίας και Ζαχαρωδών - πρώην Chipita - περιλαμβάνεται στην ενοποίηση των μεγεθών από την 1/9/2006 (4 μήνες). Εν αντιθέσει με τις πωλήσεις τα EBITDA του ομίλου έχοντας επηρεαστεί το 2007 από προβλέψεις και έκτακτα έξοδα που ανήλθαν σε περίπου 24,8 εκατ. ευρώ και αφορούν κυρίως την πρόβλεψη για την επιβολή προστίμου από την Επιτροπή Ανταγωνισμού, καθώς και έξοδα που σχετίζονται με τις διοικητικές αλλαγές του ομίλου, ανήλθαν σε 126,6 εκατ. ευρώ.

Σε ότι αφορά τα κέρδη προ φόρων του ομίλου Vivartia για το 2007 ανήλθαν σε 51,8 εκατ. ευρώ μειωμένα σε σχέση με τα 122 εκατ. Ευρώ του 2006 δεδομένων των ανωτέρω προβλέψεων καθώς και των αυξημένων χρηματοοικονομικών δαπανών του ομίλου που ανήλθαν σε περίπου 13 εκατ. Ευρώ, ως αποτέλεσμα κυρίως του κόστους της πρόωρης αποπληρωμής και μετατροπής ομολογιακών δανείων - γεγονότων άμεσα συνδεδεμένων με την αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της Vivartia τον Ιούλιο του 2007.

Πίνακας 4: Κάθετη Παράθεση Αποτελεσμάτων Χρήσης.

<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ ΚΑΘΕΤΗΣ ΠΑΡΑΘΕΣΗΣ</b>						
	<b>ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών</b>		<b>Chipita International</b>		<b>Vivatria</b>	
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Κύκλος Εργασιών (πωλήσεις )	691.647	694.398	255.398	297.082	776.234	1.118.686
Κόστος Πωληθέντων	(407.483)	(407.794)	(171.269)	(197.691)	(453.197)	(715.766)
<b>Μικτά Κέρδη/ (Ζημίες)</b>	<b>284.164</b>	<b>286.604</b>	<b>84.129</b>	<b>99.391</b>	<b>323.037</b>	<b>402.920</b>
Έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης	(228.365)	(230.341)	(71.802)	(83.109)	(265.356)	(348.242)
Λοιπά Έξοδα	(10.620)	(30.724)	(2.617)	(3.699)	(22.600)	(33.903)
Καθαρά Χρημ/κα Έσοδα/Έξοδα	4.971	15.255	-	-	-	-
Καθαρά Κέρδη/Ζημίες από συν/κες Διαφορές	594	-	-	-	-	-
Ζημίες από Συμμετοχή σε Συγγενής Εταιρείες	(186)	(146)	-	-	-	-
Κέρδη/(Ζημίες) προ Φόρων	61.262	70.980	9.608	14.839	122.052	51.812
Φόροι Εισοδήματος	(33.139)	(30.086)	(1.075)	(3.339)	(25.811)	(23.995)
<b>Κέρδη/(Ζημίες) μετά Φόρους</b>	<b>49.316</b>	<b>40.894</b>	<b>8.533</b>	<b>11.500</b>	<b>96.241</b>	<b>27.817</b>
<b>Κατανέμονται σε:</b>						
Μετόχους Εταιρείας	31.773	31.104	5.720	5.884	90.260	10.054
Μετόχους Μειοψηφίας	17.542	9.790	2.813	5.616	5.981	17.763
Κέρδη μετά από Φόρους ανά Μετοχή	0,83	0,79	0,12	0,12	1,54	0,13

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

**Τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ.**

## **Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>**

### **4.1 Μελέτη της Λειτουργικής Αποτελεσματικότητας της Συγχώνευσης με Βάση Χρηματοοικονομικούς Δείκτες**

Η μελέτη της λειτουργικής αποτελεσματικότητας της συγκεκριμένης συγχώνευσης έγινε με τη μέθοδο αξιολόγησης βάσει λογιστικών στοιχείων. Η συνένωση δυο ηγετικών ομίλων της ελληνικής αγοράς (ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών και Chipita International) προς μια απλοποιημένη μορφή επιχειρηματικής οργάνωσης, δημιουργεί προσδοκίες για περαιτέρω ενδυνάμωση της θέσης του νέου επιχειρηματικού σχήματος στην αγορά, για διεθνή επέκταση, μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης και αυξημένες ταμειακές ροές.

Δεν παύει όμως να είναι απαραίτητο να αναφερθούν στο σημείο αυτό οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν πίσω από αυτό το εγχείρημα και που είναι δυνατό να επηρεάσουν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Υπάρχουν δυο είδη κινδύνων:

#### **A) Κίνδυνοι που σχετίζονται με τη συγχώνευση της Vivatria:**

- Η μετατροπή της πολύπλοκης οργανωσιακής δομής της ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών στην αποτελεσματική και οικονομικά εύρωστη νέα μονάδα της Vivatria.
- Η συγχώνευση της ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών με τις θυγατρικές της και την Chipita International μια πολύ δύσκολη διαδικασία, που θα πάρει χρόνο μέχρι να αποφέρει τα ανάλογα αποτελέσματα.
- Πρόκειται για ένα εγχείρημα μεγάλης κλίμακας, το οποίο είναι πιθανό να δημιουργήσει προβλήματα μεταξύ της διοίκησης, των εργαζομένων και των προμηθευτών.



- Οι περικοπές των εργαζομένων είναι αναπόφευκτες να συμβούν κάποια στιγμή μετά τη συγχώνευση, καθώς θα αυξηθεί δραματικά το μισθολογικό κόστος συνολικά.
- Οι αγορές του εξωτερικού λειτουργούν υπό διαφορετικό κοινωνικό και νομικό καθεστώς και αυτό μπορεί να επιβάλλει στη εξαγωγή ορισμένων προϊόντων, όπως είναι το γάλα και το γιαούρτι.
- Οι συνέργειες μεταξύ των κλάδων της νέας Vinatricia χρειάζονται χρόνο για να δείξουν τα αποτελέσματά τους και να δημιουργήσουν πρόσθετη αξία για τους μετόχους.

#### B) Επιχειρηματικοί Κίνδυνοι:

- Η ηγετική θέση που κατέχει η επιχείρηση σε όλους τους τομείς δραστηριοποίησής της στην εγχώρια αγορά, ίσως δεν είναι αρκετή για να ανταπεξέλθει στον έντονο ανταγωνισμό που επικρατεί στις αγορές του εξωτερικού.
- Η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελεί πάντα έναν αστάθμητο παράγοντα.
- Το 65% των πωλήσεων της εταιρείας πραγματοποιείται στην ελληνική αγορά η οποία βρίσκεται στο ώριμο στάδιο της ανάπτυξης της. Αυτό έχει σαν συνέπεια, οι προοπτικές ανάπτυξης που παρέχονται να είναι περιορισμένες. Το αντίθετο συμβαίνει στις αγορές του εξωτερικού όπου οι προοπτικές που ανοίγονται είναι απεριόριστες.
- Ορισμένα σχέδια επέκτασης της εταιρείας είναι δυνατό να προκαλέσουν αρχικά αύξηση κόστους και να επηρεάσουν τη μεσοπρόθεσμη κερδοφορία της.

Το ενημερωτικό δελτίο στο οποίο ανακοινώθηκε η συγχώνευση δημοσιεύθηκε το 2006. Ο ισολογισμός μετασχηματισμού ήταν για τη χρήση 01/01/2006-31/12/2006. Προκειμένου τα αποτελέσματα που θα εξαχθούν για την αποτελεσματικότητα της Συγχώνευσης να είναι ασφαλή και αξιόπιστα, κρίνεται σκόπιμο να γίνει σύγκριση των δεικτών τόσο πριν όσο και μετά τη συγχώνευση. Τα στοιχεία που υπάρχουν δημοσιευμένα και για τις δυο εταιρείες δίνουν τη δυνατότητα η σύγκριση των δεικτών να ξεκινήσει δυο χρόνια νωρίτερα, δηλαδή από το 2004. Για αυτά τα έτη έγινε ενοποίηση των Ισολογισμών και των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης

των πέντε εταιρειών και δημιουργήθηκαν οι pro forma λογιστικές καταστάσεις τους, ούτως ώστε να προκύψουν συγκρίσιμα στοιχεία για τους δείκτες ενδιαφέροντος. Για το έτος 2006 χρησιμοποιούνται οι που εξάγονται από τις λογιστικές καταστάσεις της νέας εταιρείας

## 4.2 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας και δραστηριότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

### 4.2.1 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας αποτελεί το πιο συνηθισμένο μέσο μέτρησης της βραχυπρόθεσμης φερεγγυότητας της επιχείρησης, διότι δείχνει το βαθμό κάλυψης των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων με περιουσιακά στοιχεία, τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν μέσα σε μια περίοδο, που αντιστοιχεί περίπου με την περίοδο λήξης των απαιτήσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη, από άποψης ρευστότητας είναι η θέση της επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές, ένας αποδεκτός δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας κυμαίνεται πάνω από τη μονάδα.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Αποθέματα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 5: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας

	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας	1,12	1,21	1,66

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Ο δείκτης παίρνει τιμές πάνω από τη μονάδα για όλα τα έτη. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη για τη Vivatiria είναι το 2006 (1,66), γεγονός που σημαίνει ότι η εταιρεία το συγκεκριμένο έτος ήταν σε θέση να καλύψει 1,66 φορές τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της, αν ρευστοποιούσε περιουσιακά στοιχεία. Η υψηλότερη τιμή του δείκτη κατά το έτος της συγχώνευσης, οφείλεται στη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της σε συνδυασμό με την αύξηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Τέλος, ακόμα και για τα προηγούμενα έτη ο δείκτης παίρνει αποδεκτές τιμές (>0).

#### 4.2.2 Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας χρησιμοποιείται για να δηλώσει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, χωρίς να στηρίζεται στην πώληση των αποθεμάτων που θεωρούνται λιγότερο ρευστοποιήσιμα και έχουν τον κίνδυνο ρευστοποίησης σε ζημία

$$\text{Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Πίνακας 6: Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,84	0,97	1,33

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Λόγου του αντικειμένου των εργασιών τους, όλες οι εξεταζόμενες εταιρείες δεν διατηρούν υψηλά αποθέματα, με αποτέλεσμα ο δείκτης να μη διαφοροποιείται σημαντικά με τον δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητα. Και πάλι όμως, οι τιμές του δείκτη βρίσκονται κάτω από το όριο της μονάδας τα έτη πριν τη συγχώνευση, οδηγώντας στο ξεκάθαρο συμπέρασμα ότι η συνένωση των επιχειρήσεων συντέλεσε

στη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης. Το 2006 η τιμή του δείκτη ήταν 1,33 ενώ ένα χρόνο νωρίτερα ήταν στις 0,97 μονάδες, μια διαφορά 0,36 μονάδων.

### 4.3 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Συνοφασμένοι με το βαθμό ρευστότητας μιας επιχείρησης είναι οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας οι οποίοι συμπληρώνουν τους αριθμοδείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας. Για να είναι όσο το δυνατόν πληρέστερες οι πληροφορίες που μας δίνουν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας υπολογίζουμε και τους αριθμοδείκτες δραστηριότητας που σχετίζονται με την είσπραξη των απαιτήσεων, την πληρωμή υποχρεώσεων και την ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων. Οι δείκτες δραστηριότητας δείχνουν πόσο αποτελεσματική χρήση των πόρων που διαθέτει κάνει μια επιχείρηση. Η αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης είναι φανερό ότι αποβαίνει προς όφελός της.

#### 4.3.1 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης.

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετριέται σε ημέρες ως εξής:

$$\text{Μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης}}$$

Το χρονικό αυτό διάστημα μετρά την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης στην είσπραξη των απαιτήσεων της και εκφράζει την πιστωτική της πολιτική. Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση πρέπει να διατηρείται όσο γίνεται μικρότερη, όχι μόνον διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν κάποιο δραχμικό κόστος, αλλά διότι έχουν

και ένα κόστος ευκαιρία λόγω του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν αποδοτικά κάπου αλλού. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων παρέχει ένδειξη της ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχείρησης, καθώς και του κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτής της είσπραξης των απαιτήσεων.

**Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων**

Ημέρες	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτ.	81	76	95

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Το 2004 οι ημέρες που χρειάζονταν για να η επιχείρηση για να εισπράξει μια απαίτηση ήταν 81 ημέρες. Το επόμενο έτος (2005), ένα έτος δηλαδή πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, ο δείκτης καταγράφει βελτίωση, οι απαιτήσεις της εταιρείας εισπράττονται νωρίτερα σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το επόμενο έτος (2006, έτος συγχώνευσης), ο δείκτης επιδεινώνεται, το γεγονός αυτό, όμως, δεν προκαλεί ανησυχία καθώς αποδίδεται στην αβεβαιότητα που προκαλεί η διαδικασία συγχώνευσης στους πελάτες της εταιρείας. Εξάλλου, και πάλι, το χρονικό διάστημα εξόφλησης των απαιτήσεων θεωρείται μικρό (95 ημέρες).

#### **4.3.2 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Απαιτήσεων**

Ο αριθμοδείκτης πληρωμής των υποχρεώσεων δείχνει πόσες μέρες πίστωση παρέχεται στην εταιρία από τους πιστωτές της, μέχρι να πληρώσει τις υποχρεώσεις της προς αυτούς.

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλ. Απαιτήσεων} = \frac{\text{Αγορές Εμπορευμάτων}}{\text{Μέσο Ύψος Υποχρεώσεων}}$$

Όπως και ο προηγούμενος δείκτης, και αυτός ο δείκτης μετριέται σε ημέρες και δηλώνει το χρονικό διάστημα που οι υποχρεώσεις της επιχείρησης παραμένουν απλήρωτες.

$$\text{Μέση Διάρκεια Απλήρωτων Υποχρεώσεων της Επιείρησης} = \frac{365 \text{ ημέρες}}{\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλ. Απαιτήσεων}}$$

Στην πράξη, επειδή το σύνολο των αγορών της χρήσης σπάνια δημοσιεύεται ή δεν δημοσιεύεται καθόλου, πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν αντί αυτού το κόστος πωληθέντων της χρήσης, αφού το προσαρμόσουν σύμφωνα με τα στοιχεία εκείνα που δεν συνεπάγονται πραγματική καταβολή μετρητών (αποσβέσεις), καθώς και τη μεταβολή του ύψους των αποθεμάτων.

**Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Απαιτήσεων**

Ημέρες	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Απαιτ.	508	546	713

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, παρατηρείται βελτίωση του δείκτη το 2006 σε σχέση με το 2005 και ακόμα περισσότερο σε σχέση με το 2004, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα πως ένας από τους στόχους της συγχώνευσης, δηλαδή το να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας μέσω συνεργιών κόστους, επετεύχθη ή τουλάχιστον αυτός είναι ο σκοπός. Οι πολύ μεγάλες τιμές του δείκτη σε σχέση με τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων αποτελούν επίσης, ένδειξη εξαιρετικής πιστοληπτικής κατάστασης για τον όμιλο κατά τη διάρκεια όλων των ετών.

#### **4.3.3 Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων**

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να πουλάει τα αποθέματά της γρήγορα αποτελεί ένα ακόμη μέτρο του βαθμού χρησιμοποιήσεως των περιουσιακών της στοιχείων. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα μιας επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Η εξέλιξη του δείκτη μετριέται σε ημέρες.

Γενικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση.

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσο Αποθ. Προϊόντων}}$$

**Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων.**

	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Αποθ.	63	53	65

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Στη περίπτωση του κλάδου τροφίμων και ποτών που εξετάζεται, λόγω της φύσης του αντικειμένου, συνήθως δεν διατηρούνται υψηλά αποθέματα. Το 2005 ο δείκτης εμφανίζεται βελτιωμένος σε σχέση με το 2004 και επιδεινώνεται οριακά το 2006. Αυτό δείχνει ότι το έτος που ολοκληρώθηκε η συγχώνευση χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα, όπως και προαναφέρθηκε, για την έκβαση της αλλαγής. Η αύξηση του δείκτη όμως, οφείλεται και σε έναν ακόμη λόγο, το γεγονός ότι το 2006 η κατανάλωση σημείωσε μείωση και συμπάρεσυρε το ρυθμό ανάπτυξης όλων των βασικών δραστηριοτήτων της Vivatρία το ίδιο έτος. Τα επόμενα έτη υπήρξε βελτίωση του δείκτη.

#### **4.3.4 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων**

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης, παρέχει μια ένδειξη για το αν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων.

$$\text{Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφ. Παγίων} = \frac{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}$$

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων

	2004	2005	2006
Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Παγίων	0,93	0,87	1,28

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Συγκρίνοντας τον δείκτη πριν τη συγχώνευση και κατά το έτος ολοκλήρωσής της, γίνεται αντιληπτό ότι βελτιώθηκε. Η βελτίωση όμως αυτή προήλθε λόγω της μείωσης των πωλήσεων της εταιρείας και όχι λόγω της αύξησης των παγίων στοιχείων της. Αν συνυπολογιστεί το γεγονός ότι μεγάλο μέρος της αύξησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας προήλθε από την αύξηση των κτιριακών της εγκαταστάσεων, άμεσο επακόλουθο της συγχώνευσης.

#### 4.3.5 Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού (ROA)

Ανάλογος του δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων στοιχείων είναι και αυτός της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού. Αν ο προηγούμενος δείκτης εμφανίζει θετική εξέλιξη, με υψηλό βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων για τις εξεταζόμενες εταιρείες, ανάλογη, θετική πορεία θα έχει και δείκτης ROA.



Ο δείκτης αυτός εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης όλων των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία, προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Αντίθετα, ένας χαμηλός δείκτης αποτελεί ένδειξη ότι δεν γίνεται εντατική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, οπότε θα πρέπει να αυξήσει το βαθμό χρησιμοποίησής τους ή να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους αυτών.

$$ROA = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

**Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης ROA**

	2004	2005	2006
ROA	1,39	1,49	1,83

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Αναλύοντας τα παραπάνω στοιχεία φαίνεται ότι ο δείκτης παρουσιάζει συνεχή άνοδο. Αυτό ερμηνεύεται ως μια ολοένα πιο εντατική χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Σε συνδυασμό, μάλιστα, με τη συνεχή αύξηση των περιουσιακών της στοιχείων ο δείκτης αποκτά μεγαλύτερη βαρύτητα.

#### **4.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας**

Για τη μέτρηση της αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια, όπως η πορεία του όγκου των πωλήσεων, της παραγωγής, των κερδών κ.λ.π. Τα

κριτήρια, όμως, αυτά για να αποκτήσουν ουσιαστική σημασία πρέπει να συσχετιστούν τόσο μεταξύ τους, όσο και άλλα μεγέθη που έχουν σχέση με την επιχείρηση.

Ο συσχετισμός αυτών των μεγεθών δημιούργησε την ανάγκη χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, οι οποίοι αναφέρονται, αφενός μεν στις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων κεφαλαίων, αφετέρου δε στις σχέσεις μεταξύ κερδών και πωλήσεων.

#### 4.4.1 Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους δείχνει το μικτό κέρδος που επιτυγχάνει η επιχείρηση από την πώληση προϊόντων. Επίσης, δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης, καθώς και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο καλύτερη από άποψης κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη ευκολία αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της σε σχέση με μια άλλη επιχείρηση με χαμηλό δείκτη περιθωρίου κέρδους.

$$\text{Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις Χρήσης}}$$

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

	2004	2005	2006
Αριθμ. Μικτού Περιθ. Κέρδους	0,39	0,39	0,41

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Η τιμή του δείκτη το 2006 είναι μεγαλύτερη σχέση με τα έτη που προηγούνται προτού να γίνει η συγχώνευση. Παρόλο που τα απόλυτα νούμερα είναι μικρότερα, η

αναλογία πωλήσεων και κόστους πωληθέντων ευνοεί την επίτευξη ικανοποιητικότερων αποτελεσμάτων. Το μικρότερο ύψος των πωλήσεων οφείλεται στη μείωση της κατανάλωσης που παρατηρήθηκε το 2006, μετά την εξαιρετική πορεία των δύο προηγούμενων ετών, η οποία παρέσυρε προς την ίδια κατεύθυνση όλες τις βασικές δραστηριότητες και τα μεγέθη της εταιρείας κατά το διάστημα αυτό. Σε κάθε περίπτωση πάντως, δεν θα πρέπει να παραβλεφθεί η τυχαιότητα αυτής της εξέλιξης, καθώς ένας από τους πρωταρχικούς στόχους της νέας εταιρείας είναι η αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους με τη συμβολή όλων των μεγεθών που επηρεάζουν τη διαμόρφωση του δείκτη. Η αύξηση του περιθωρίου αποτελεί, λοιπόν ζήτημα χρόνου και αναμένεται να επιτευχθεί στο άμεσο μέλλον, μόλις γίνουν ορατά τα αποτελέσματα της ανάπτυξης συνεργειών κόστους μεταξύ των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων.

#### 4.4.2 Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Είναι ανάλογος με αυτόν του μικτού περιθωρίου κέρδους. Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή, δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Συνεπώς, ο αριθμοδείκτης αυτός, δίνει το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

$$\text{Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Χρήσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις Χρήσης}}$$

Πίνακας 13:Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

	2004	2005	2006
--	------	------	------

Αριθμ. Καθαρού	0,046	0,047	0,12
Περιθ. Κέρδους			

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Και για αυτόν τον δείκτη ισχύουν όσα αναφέρθηκαν για τον αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους. Επιπρόσθετα, στο καθαρό περιθώριο συνυπολογίζονται οι καταβληθέντες τόκοι για κάθε χρήση. Εφόσον, οι υποχρεώσεις της εταιρείας σταδιακά μειώθηκαν, το καθαρό περιθώριο κέρδους σημείωσε αύξηση. Ο δείκτης καταγράφει καλύτερη τιμή το 2006, σε σχέση με τα δύο προηγούμενα έτη που προηγούνται της συγχώνευσης, αφού παρουσίασε μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών της κατά 17% και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά 25%.

#### 4.4.3 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης ανεξάρτητα τις πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της. Επίσης, δείχνει

- α) Την ικανότητά της για πραγματοποίηση κερδών και
- β) Το βαθμό επιτυχίας της διοικήσεώς της στη χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Συνεπώς, ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολουμένων στην επιχείρηση κεφαλαίων ( ξένων + ιδίων) και μπορεί να υπολογιστεί είτε για το σύνολο μιας επιχείρησης είτε για τμήματα αυτής.

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες μετρήσεως της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

$$\text{Αποδοτικότητα Επενδ. Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετ.} + \text{Χρημ. Έξοδα}}{\text{Συνολικά Επενδυμένα Κεφάλαια}}$$

Πίνακας 14: Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων

	2004	2005	2006
--	------	------	------

Αριθμ. Αποδ.	2,3	3,97	5,35
Επενδυμένων Κεφ.			

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Η κερδοφόρος δυναμικότητα της εταιρείας αυξάνεται με πολύ ικανοποιητικό ρυθμό κατά τη διάρκεια και των τριών ετών που μελετούνται. Τη χρονιά 2004-2005 υπήρξε μια αύξηση της τάξεως του 72,6% και τη χρονιά 2005-2006 υπήρξε μια αύξηση τη τάξεως του 34,7%. Αυτό το θετικό πρόσημο δείχνει τον βαθμό αποδοτικότητας της εταιρείας ανεξάρτητα από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της.

#### 4.4.4 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων απεικονίζει την αποδοτικότητα των επενδύσεων των μετόχων. Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Ένας υψηλός δείκτης αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί και αυτό μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκηση, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων και στις ευνοϊκές συνθήκες αγοράς.

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ιδια κεφάλαια}}$$

Πίνακας 15: Αριθμοδείκτης ROE

	2004	2005	2006
ROE	0,10	0,11	0,16

Πηγή : <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων έχει αύξουσα πορεία από έτος σε έτος Η Vivatria πραγματοποίησε τέσσερις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κατά το εξεταζόμενο διάστημα και όλες κατάφεραν να επηρεάσουν θετικά την εξέλιξη του δείκτη.

- Στις 09/12/2005 πραγματοποιήθηκε αύξηση ύψους 1.058.400 Ευρώ με την έκδοση 360.000 νέων κοινών μετοχών.
- Στις 18/01/2006 πραγματοποιήθηκε αύξηση ύψους 10.484.175,24 Ευρώ μέσω της έκδοσης 3.566.046 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών.
- Στις 01/06/2006 έγινε αύξηση ύψους 231.179,37 Ευρώ από κεφαλαιοποίηση αποθεματικού για λόγους στρογγυλοποίησης μετά τη διαδικασία της συγχώνευσης δια απορρόφησης.
- Στις 19/12/2006 έγινε αύξηση 15.527.446,2 Ευρώ με κεφαλαιοποίηση από το λογαριασμό <<αποτελέσματα εις νέων), το λογαριασμό <διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο) και έκδοση 6.664.140 νέων ονομαστικών μετοχών

#### **4.5 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας**

Οι δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων μετρούν τα κεφάλαια που έχουν εισφέρει οι ιδιοκτήτες σε σχέση με την χρηματοδότηση που χορήγησαν οι πιστωτές. Μέσω αυτών των δεικτών, οι πιστωτές βλέπουν τα κεφάλαια που προσέφεραν οι επενδυτές έως ένα περιθώριο ασφαλείας. Εάν οι ιδιοκτήτες έχουν εισφέρει ένα μικρό μέρος της συνολικής χρηματοδότησης, οι πιστωτές είναι αυτοί που θα επωμισθούν κατά βάση τους κινδύνους της εταιρείας.

##### **4.5.1 Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων**

Για την ανάλυση της μακροχρόνιας οικονομικής κατάστασης χρησιμοποιείται ο δείκτης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός παρέχει ένδειξη ασφαλείας που εξασφαλίζει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν είναι μικρότερος της μονάδας συνεπάγεται ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα

κεφάλαια από ότι οι πιστωτές. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης.

$$\text{Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

**Πίνακας 16: Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ίδιων Κεφαλαίων**

	2004	2005	2006
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	1,9	2,3	1,27

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Ο αριθμοδείκτης παίρνει τιμές μεγαλύτερες από τη μονάδα, αυτό σημαίνει ότι οι πιστωτές της εταιρείας συμμετέχουν σε αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι ιδιοκτήτες της. Διαχρονικά παρατηρείται μια διακύμανση του δείκτη με υψηλότερη το 2005 με τιμή 2,3 η οποία ήταν και η χρονιά προτού πραγματοποιηθεί η συγχώνευση. Κατά το έτος πραγματοποίησης της συγχώνευσης το 2006 δηλαδή, ο δείκτης παίρνει την μικρότερη τιμή (1.27), αυτό συμβαίνει λόγω των διαδοχικών αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου που έγιναν εκείνη την περίοδο.

#### **4.5.2 Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης χρησιμοποιείται προκειμένου να γίνει ανάλυση της μακροχρόνιας θέσης μιας επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά το βαθμό προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της επιχείρησης από τον κίνδυνο ενδεχόμενης μη καταβολής των τόκων των ξένων κεφαλαίων. Εν ολίγης παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της επιχείρησης και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα, δεδομένου ότι εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθέτησης στην εξόφληση των υποχρεώσεων της. Ο εξεταζόμενος αριθμοδείκτης σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη δανειακών κεφαλαίων, παρέχει ένδειξη του βαθμού και της αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των ξένων κεφαλαίων από την επιχείρηση.

$$\text{Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$$

**Πίνακας 17: Δείκτης Κάλυψης Τόκων**

	2004	2005	2006
Δείκτης Κάλυψης Τόκων	6,3	4,61	1,56

**Πηγή :** <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>

Σύμφωνα με την παρουσίαση του δείκτη κάλυψης τόκων και σύμφωνα με τα στοιχεία που εξάγονται από τους ενοποιημένους ισολογισμούς των εξεταζόμενων εταιρειών, η Vivatρία πριν τη συγχώνευση (τότε ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών), ήταν σε θέση να καλύψει πιο άνετα τους τόκους των δανείων της. Συγκεκριμένα το 2004 μπορούσε καλύψει τους τόκους της με τα μικτά της κέρδη κατά 6,3 φορές. Το 2005 εμφανίζει κάμψη στις 4,61 φορές και εννοείται το 2006 όπου ήταν και η χρονιά της συγχώνευσης ο δείκτης έπεσε στις 1,56 φορές. Αυτή η πτώση οφείλετε λόγω αυξημένων χρηματοοικονομικών εξόδων. Επειδή ο δείκτης άρχισε να καταγράφει πτώση από το 2005, η εταιρεία αποφάσισε να συνάψει δυο μακροπρόθεσμα ομολογιακά δάνεια εκείνη τη χρονιά ύψους 390.065 Ευρώ. Ενδεχομένως, με την προσθήκη των δύο ομολογιακών δανείων να επηρεάστηκε και η τιμή του δείκτη το 2006, καθώς εμφανίστηκε αρκετά αποδυναμωμένος συγκριτικά με τα προηγούμενα έτη.



## Συμπεράσματα

Η Vivatricia αποτελεί μια δυναμική και ισχυρή επιχείρηση. Τα εμπορικά της σήματα αναγνωρίζονται από εκατομμύρια καταναλωτές, ενώ τα προϊόντα της οδηγούν τις εξελίξεις στην αγορά. Η στρατηγική της στοχεύει στην επέκταση, οι δράσεις της στην ποιότητα και οι άνθρωποί της στην επόμενη καινοτομία. Μέσω της συγχώνευσης που επιχειρήθηκε το 2006, η Vivatricia ισχυροποιεί τη θέση της στην Ελλάδα, ενώ επεκτείνεται στον παγκόσμιο χάρτη. Η νέα εταιρεία κατάφερε μέσα στον πρώτο χρόνο λειτουργίας της να επιτύχει όλους τεθέντες στόχους. Βέβαια, ο παράγοντας της αβεβαιότητας υπήρξε και συνεχίζει να είναι αυξημένος, διότι είναι ευρέως γνωστό ότι ένα μεγάλο ποσοστό συγχωνεύσεων οδηγείται σε αποτυχία από παράγοντες που δεν ήταν εφικτό να προβλεφθούν σωστά στην φάση του σχεδιασμού. Ωστόσο, τα πρώτα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας δείχνουν συνέπεια στις δεσμεύσεις της.

Το 2004 η ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών εισήγαγε ένα τριετές επιχειρηματικό πλάνο αναμόρφωσης της εταιρείας, με σκοπό να γίνει ο ηγέτης στην ελληνική αγορά τροφίμων και ποτών. Τα κύρια σημεία ήταν:

- Η ενδυνάμωση του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου της εταιρείας μέσω εξαγορών η συγχωνεύσεων και αποεπενδύσεων.
- Η αναζήτηση επιχειρηματικών συνεργειών εντός του ομίλου.
- Η βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας του ομίλου.

Ορισμένα σημεία ενδιαφέροντος που έλαβαν χώρα τους επόμενους 18 μήνες από την εξαγγελία του πλάνου αναμόρφωσης ήταν:

- Η πώληση της ΔΕΛΤΑ Παγωτού Α.Ε στη Nestle.
- Η ενίσχυση της ρευστότητας της μετοχής της εταιρείας μέσω της μετατροπής των προνομιούχων μετοχών σε κοινές μετοχές.
- Την απλοποίηση της εταιρικής δομής μέσω της απορρόφησης θυγατρικών.

Ακολουθώντας το παραπάνω επιχειρηματικό σχέδιο η ΔΕΛΤΑ Συμμετοχών κατάφερε να δημιουργήσει τη Vivatricia, μια νέα επιχειρηματική μονάδα. Η πώληση

της ΔΕΛΤΑ Παγωτού κρίνεται ότι δημιουργεί σημαντική αξία στους μετόχους της Vivatiria. Η πώληση ολοκληρώθηκε τον Ιούνιο του 2006. Τα τρία τελευταία έτη η εταιρεία παρουσίαζε σημαντική μείωση στις πωλήσεις και τα κέρδη της. Η μεταβίβαση της στην Nestle, απελευθέρωσε πόρους και έστρεψε την προσοχή της Vivatiria στους ραγδαία αναπτυσσόμενους τομείς της αρτοποιίας, ζαχαρωδών και των γαλακτοκομικών προϊόντων. Παράλληλα η ενσωμάτωση της Chipita International στον όμιλο Vivatiria προσέφερε σημαντική ενίσχυση στο επιχειρηματικό προφίλ της εταιρείας, καθώς πρόκειται για τη συγχώνευση με μια εταιρεία που θεωρείται ο ηγέτης της αγοράς αρτοποιίας και ζαχαρωδών στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η Vivatiria κατάφερε να επιτύχει τους στόχους που έθεσε για το πρώτο έτος λειτουργίας της. Πιο συγκεκριμένα, η απόδοση του ομίλου το 2006 κρίνεται ικανοποιητική και πολλά υποσχόμενη για το μέλλον. Οι δείκτες ρευστότητας της εταιρείας παρουσιάζονται ενισχυμένοι και αυτό οφείλεται επειδή μετέτρεψε σε κοινές μετοχές τις προνομιούχες μετοχές της εταιρείας και την επιτυχή ολοκλήρωση της διάθεσης των ιδίων μετοχών με ιδιωτική τοποθέτηση σε έλληνες και ξένους θεσμικούς.

Αναφορικά με τους δείκτες δραστηριότητας της εταιρείας, η εικόνα μοιάζει συγκεχυμένη. Ένα έτος πριν την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, κατά το έτος 2005 δηλαδή, οι δείκτες δραστηριότητας εμφανίζονται βελτιωμένοι σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ωστόσο, αντίθετα από τις εκτιμήσεις, η πορεία των δεικτών αντιστράφηκε με την ολοκλήρωση της συνένωσης των εταιρειών. Το γεγονός δημιουργεί ερωτηματικά, είναι, όμως, εύκολα κατανοήσιμο αν αναλογιστεί κανείς τους κινδύνους τους οποίους συνεπάγεται μια τέτοια στρατηγική κίνηση και το βαθμό αβεβαιότητας με τον οποίο είναι συνδεδεμένη. Για αυτό το λόγο δίνεται πάντα ένα χρονικό περιθώριο σε κάθε τέτοιας έκτασης και μεγέθους εγχείρημα. Επομένως ο στόχος της Vivatiria για το 2007, ήταν αντισταθμίσει το προκύπτον κόστος της συγχώνευσης, ώστε να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας και διαχείριση των αποθηκών και την πολιτική marketing της εταιρείας (προώθηση και διανομή).

Οι δείκτες αποδοτικότητας της εταιρείας καταγράφουν βελτιωμένες τιμές το 2006, σε σχέση με τα έτη πριν να γίνει η συγχώνευση. Άλλωστε η επίτευξη ικανοποιητικών δεικτών αποδοτικότητας (μικτού περιθωρίου και αποδοτικότητας

επενδυμένων κεφαλαίων) αποτελεί πρωταρχικό στρατηγικό στόχο της εταιρείας. Αυτό γίνεται, επειδή, για να επιτευχθεί ένας ικανοποιητικός δείκτης, σημαίνει ότι η εταιρεία έχει δημιουργήσει οικονομίες κλίμακας από τη συγχώνευση.

Όσον αφορά τους δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων, η εικόνα που παρουσιάζει η όμιλος δεν είναι η επιθυμητή, καθώς παρατηρείται εκτεταμένη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας με δανειακά κεφάλαια. Πρόκειται όμως, για κεφάλαια που προορίζονται να χρηματοδοτήσουν και περαιτέρω αναπτυξιακά σχέδια της εταιρείας. Παρόλα αυτά, η διοίκηση της Vivatricia σκοπεύει να βελτιώσει την κεφαλαιακή δομή του ομίλου διανέμοντας αυξημένο μέρος στους μετόχους, μέσω της μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου, και αναδιαρθρώνοντας τα δανειακά της κεφάλαια, μειώνοντας το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων και αυξάνοντας την οικονομική προστιθέμενη αξία του.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, η στρατηγική της εταιρείας αφορά στη δημιουργία μιας άρτια οργανωμένης επιχείρησης, επικεντρωμένη στη δημιουργία μετοχικής αξίας. Επίσης, αφορά στην επίτευξη συνεργειών σε κάθε επίπεδο, στην εκμετάλλευση της αύξησης της παραγωγικότητας και της βελτίωσης του κόστους, καθώς και στην ανεύρεση νέων ευκαιριών ανάπτυξης, είτε μέσω γεωγραφικής εξάπλωσης είτε μέσω της δημιουργίας νέων καινοτόμων προϊόντων. Για να μπορέσει η εταιρεία να επιτύχει τους στόχους της, θα πρέπει να κατακτήσει πρώτα μια σειρά από μικρότερους στόχους. Όπως η βελτιστοποίηση της σχέσης ιδίων και δανειακών κεφαλαίων, ώστε να ελαχιστοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και να μεγιστοποιείται η οικονομική προστιθέμενη αξία, ακόμη, η διαμόρφωση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης ως σταθερού ποσοστού των πωλήσεων, η βελτιστοποίηση των επενδυμένων κεφαλαίων και οι λειτουργικές βελτιώσεις σε επίπεδο κόστους, παραγωγικότητας και διαδικασιών. Εάν τα παραπάνω ακολουθήσουν την αναμενόμενη πορεία, η Vivatricia θα αποκομίσει μεσοπρόθεσμα οφέλη από αρκετούς διαφορετικούς τομείς συνεργειών. Για παράδειγμα, θα της δοθεί η δυνατότητα δυναμικής ανάπτυξης, δηλαδή γεωγραφικής εξάπλωσης, εκμετάλλευσης ευκαιριών, ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων. Επιπλέον τα οφέλη θα εμφανιστούν σε διοικητικό και οργανωτικό επίπεδο.

Το μεγαλύτερο όφελος που θα μπορούσε να επωφεληθεί η εταιρεία, είναι οι μεγάλες προοπτικές δημιουργίας αξίας που ανοίγονται μπροστά της. Η Vivatricia

αναμένεται να επιδείξει ρυθμούς ανάπτυξης πάνω από το μέσο όρο της αγοράς μέσα στα επόμενα έτη και αυτό γιατί επιδεικνύει ελκυστικές προοπτικές επιχειρηματικής ανάπτυξης, με τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας και συνεργειών σε πολλαπλά επίπεδα, με τη χρηματοοικονομική ισχύ της, με τη δημιουργία μιας μόνο εισηγμένης εταιρείας που έχει μεγαλύτερες δυνατότητες διανομής μερισμάτων και παρουσιάζει αύξηση της διασποράς και της εμπορευσιμότητας της μετοχής της.

## Βιβλιογραφία

- Γεωργίου Στ. Αληφαντή , Εταιρικοί μετασχηματισμοί Ν. 4601/2019, Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Μετατροπές, 2021.
- Καραγιάννης Δ., Καραγιάννης Ι., Συστάσεις-μετατάξεις- μετατροπές- συγχωνεύσεις-λύσεις και εκκαθαρίσεις επιχειρήσεων, εκδ. Ι Καραγιάννης Δ., Καραγιάννης Ι. ΟΕ, 2012.
- Μαντζάρης, Ι., «Management Επιχειρήσεων και Οργανισμών», Εκδόσεις Γκιούρδας, Αθήνα, 2008.
- Πεταλάς Κ., Γνωρίζοντας την ΑΕ από νομική, λογιστική και φορολογική άποψη, 2005.
- ΑΛΗΦΑΝΤΗΣ Γ.Σ.(2004): «Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις – Νομοθεσία και Πρακτική». Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ, Αθήνα, σελ. 374-465.
- Κυριαζής, Δημήτριος Α.: «Συγχωνεύσεις και Εξαγορές» (2007), Αθήνα, εκδόσεις Μπατσιούλας Ν. & Σ.
- ΕΡΕΥΝΑ της “PricewaterhouseCoopers” για τις Εξαγορές και Συγχωνεύσεις των ελληνικών επιχειρήσεων το 2005.
- ΠΑΠΑΔΑΚΗΣ Β. (2002). «Εξαγορές και Συγχωνεύσεις. Ελληνική και Διεθνής εμπειρία». Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών – London Business School. Αθήνα.
- Χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων: Μανώλης Ξανθάκης Καθηγητής Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών – Χρήστος Αλεξάκης – Επικύριος Καθηγητής Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών.
- Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων: Νικήτα Α. Νιάρχου - Καθηγητή Πανεπιστημίου Αθηνών (Εβδομη έκδοση).
- Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, 2001 ‘Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders’
- Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries, Martin Lipton, The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University, September 14 2006
- Duso, Gugler and Yutoglu(2008), ‘How Effective is European Merger Control?’

## Διαδίκτυο

- [www.taxheaven.gr](http://www.taxheaven.gr)
- [www.et.gr](http://www.et.gr)
- [www.google.gr](http://www.google.gr)
- [www.taxisnet.gr](http://www.taxisnet.gr)
- [www.e-forologia.gr](http://www.e-forologia.gr)
- [https://europa.eu/youreurope/business/running-business/developing-business/merging-businesses/index\\_el.htm](https://europa.eu/youreurope/business/running-business/developing-business/merging-businesses/index_el.htm)
- <https://www.epant.gr/>
- <https://www.yumpu.com/it/document/read/19561737/-vivartia-euro2daygr>
- [https://www.dsnet.gr/Epikairothta/Nomothesia/nomos%204601\\_2019.htm](https://www.dsnet.gr/Epikairothta/Nomothesia/nomos%204601_2019.htm)
- <https://www.vivartia.com/>
- <https://www.delta.gr/>
- <https://www.chipita.com/el-gr/>