

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση και τον
Χρηματοοικονομικό Σχεδιασμό για στελέχη του Δημοσίου και
Ιδιωτικού Τομέα**

Executive MBA in Financial Planning



Μεταπτυχιακή Διατριβή

**Τίτλος Εργασίας: Συγχωνεύσεις και Εξαγορές εταιρειών εισηγμένων στο
Χρηματιστήριο Αθηνών σύμφωνα με το ν.3461/2006. Η χρήση των μεθόδων
αποτίμησης ως μέσο προστασίας των μετόχων μειοψηφίας**

Όνομα φοιτητή: Κωνσταντίνος – Γεράσιμος Ακτύπης

Επιβλέπων Καθηγητής: Δρ. Βασίλειος Μπαμπαλός



Διατριβή υποβληθείσα στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Πελοποννήσου. Η παρούσα διατριβή αποτελεί μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη Διοίκηση και τον Χρηματοοικονομικό Σχεδιασμό για στελέχη του Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα

Καλαμάτα, Μάιος 2023

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση και τον
Χρηματοοικονομικό Σχεδιασμό για στελέχη του Δημοσίου και
Ιδιωτικού Τομέα**

Executive MBA in Financial Planning



Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή

Επιβλέπων: Βασίλειος Μπαμπαλός
Επίκουρος Καθηγητής, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής,
Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

Ηλίας Μακρής
Καθηγητής, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής,
Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

Μαρία – Ελενη Αγοράκη
Επίκουρη Καθηγήτρια, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής,
Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

UNIVERSITY OF PELOPONNESE
DEPARTMENT OF ACCOUNTING & FINANCE
**Postgraduate Master Program in Management and Financial
Planning for executives of the Public and Private Sector**
Executive MBA in Financial Planning



Master Thesis

Thesis Title: Merges and Acquisitions of companies listed in Athens Stock Exchange due to Law No. 3461/2006. The use of evaluation methods as a protection measure for the minority shareholders

Konstantinos – Gerasimos Aktipis

Supervising Professor: Dr. Vasilios Babalos



Thesis submitted to the Department of Accounting & Finance of the University of Peloponnese. This dissertation is part of the requirements for obtaining the master's degree in management and financial planning for executives of the Public and Private Sector

Kalamata, May 2023

UNIVERSITY OF PELOPONNESE
DEPARTMENT OF ACCOUNTING & FINANCE

**Postgraduate Master Program in Management and Financial
Planning for executives of the Public and Private Sector**

Executive MBA in Financial Planning



Thesis Committee

Supervisor: Vasilios Babalos

**Assistant Professor, Department of Accounting and Finance,
University of the Peloponnese**

Ilias Makris

**Professor, Department of Accounting and Finance,
University of the Peloponnese**

Maria – Eleni Agoraki

**Assistant Professor, Department of Accounting and Finance,
University of the Peloponnese**

Ο Κωνσταντίνος – Γεράσιμος Ακτύπης δηλώνω υπεύθυνα ότι:

- 1) Είμαι ο κάτοχος των πνευματικών δικαιωμάτων της πρωτότυπης αυτής εργασίας και απ' όσο γνωρίζω η εργασία μου δε συκοφαντεί πρόσωπα, ούτε προσβάλλει τα πνευματικά δικαιώματα τρίτων.

- 2) Αποδέχομαι ότι το Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής μπορεί, χωρίς να αλλάξει το περιεχόμενο της εργασίας μου, να τη διαθέσει σε ηλεκτρονική μορφή μέσα από τη ψηφιακή Βιβλιοθήκη του Ιδρύματος, να την αντιγράψει σε οποιοδήποτε μέσο ή/και σε οποιοδήποτε μορφότυπο καθώς και να κρατά περισσότερα από ένα αντίγραφα για λόγους συντήρησης και ασφάλειας.

Στους γονείς μου για τις ευκαιρίες που μου έδωσαν, στη Χριστίνα, στη Μυρτώ και στο Νικόλα για την υπομονή και τη συμπαράστασή τους και στο Σπύρο για της ανεκτίμητης αξίας χρηματοοικονομικές συμβουλές και πληροφορίες.

«Μόνο όταν φύγει η παλίρροια μαθαίνεις ποιοι κάνουν μπάνιο γυμνοί! »

Warren Buffett 1930 -

Αμερικανός επενδυτής

Σταθερά ο 2^{ος} ή ο 3^{ος} πλουσιότερος άνθρωπος στον κόσμο

Οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στον επιβλέποντα Καθηγητή, κ. Βασίλειο Μπαμπαλό για τη διδασκαλία του που στάθηκε η αφορμή για την ανάληψη της διατριβής, όσο και για την καθοδήγηση του κατά τη διάρκεια της εκπόνησης αυτής. Επίσης ευχαριστώ την Ι.Χ. Μαυρίκης Α.Ε.Π.Ε.Υ. για την παροχή πληροφοριών από το ιστορικό της αρχείο.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	1
ABSTRACT	3
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	5
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	6
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
ΜΕΡΟΣ Α.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΡΙΣΚΟ	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ.....	10
2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο	11
2.2 Η Γενική Συνέλευση	12
2.3 Δικαιώματα Μετόχων Μειοψηφίας	12
2.4 Συγγωνεύσεις Ανωνύμων Εταιρειών	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΜΕΤΟΧΗ.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....	19
5.1 Αρμοδιότητες Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Ν. 3461/2006. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ.....	25
7.1 Προαιρετική Δημόσια πρόταση	25
7.2 Υποχρεωτική Δημόσια πρόταση	26
7.3 Προσδιορισμός τιμής μετοχής για την υποβολή δημόσιας πρότασης	28
7.4 Δικαίωμα Εξαγοράς και Δικαίωμα Εξόδου (squeeze out και sell out)	31
7.5 Αναλυτική σύγκριση νομοθεσίας.....	32
ΜΕΡΟΣ Β΄	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	35
8.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	36
8.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων	39
8.3 Μέθοδος σχετικής αποτίμησης	43
8.3.1 Πολλαπλασιαστής κερδών	44
8.3.2 Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων	45
8.3.3 Πολλαπλασιαστής Πωλήσεων	47
ΜΕΡΟΣ Γ΄	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΠΡΑΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	49
9.1 Οι Υποχρεωτικές Δημόσιες Προτάσεις.....	50
9.2 Εκθέσεις αποτίμησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.....	52
9.2.1 Μεθοδολογία εκθέσεων αποτίμησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.....	53
9.2.2 Σύγκριση μεταξύ τιμής εκ του νόμου και προσφερόμενου τιμήματος δημόσιας πρότασης	56
9.2.3 Σύγκριση τιμών εκθέσεων αποτίμησης σε σχέση με το προσφερόμενο αντάλλαγμα	56
9.2.4 Σύγκριση τιμών σε περιπτώσεις κατάθεσης δύο εκθέσεων αποτίμησης	60
9.3 Η εφαρμογή του squeeze out στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά	62
9.4 Ενέργειες μετόχων μειοψηφίας κατά δημοσίων προτάσεων	63
9.4.1 Η περίπτωση της Α.Β. Βασιλόπουλος	63
9.4.2 Η περίπτωση της Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε.	65
9.4.3 Η περίπτωση της Crown Hellas Can Α.Ε.....	66
9.4.4 Η περίπτωση της Nexans Ελλάς Α.Β.Ε.	70
9.4.5 Η περίπτωση ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.....	73
9.4.6 Η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Πίστης	76
9.4.7 Η περίπτωση της F.H.L. Κυριακίδης	78
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑΣ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΜΕΛΕΤΗ - ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	82
ΠΗΓΕΣ	85
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	85
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ	87

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄	89
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄	102
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ΄	106
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ΄	110
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε΄	115
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΣΤ΄	122

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει τις βασικές έννοιες και λειτουργίες των φορέων που εμπλέκονται στην ελληνική κεφαλαιαγορά καθώς και στη νομοθεσία που τους διέπει.

Σε δεύτερο επίπεδο θα μας απασχολήσει η ανάλυση συγκεκριμένων άρθρων του ν. 3461/2006 σε σύγκριση με το προηγούμενο νομικό καθεστώς για τις εξαγορές εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, δηλαδή της απόφασης 2/258/2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αλλά και το πως η Ελληνική Πολιτεία χειρίστηκε τις περιπτώσεις όπου σύμφωνα με την κοινοτική οδηγία 2004/25/EK είχε τα περιθώρια της διακριτικής ευχέρειας.

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τις πλέον αναγνωρισμένες μεθόδους αποτίμησης εταιρειών. Τα αποτελέσματα αυτών λαμβάνονται σοβαρά υπόψη κατά τον επιχειρηματικό σχεδιασμό σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών εταιρειών.

Γνωρίζοντας τους βασικούς όρους λειτουργίας του Ελληνικού χρηματιστηρίου, το οποίο υποχρεούται να ακολουθεί τις ευρωπαϊκές οδηγίες για την οργάνωση και λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, θα προχωρήσουμε στην καταγραφή των εταιρειών που υπήρξαν στόχοι εξαγοράς με τη διαδικασία των δημοσίων προτάσεων του ν. 3461/2006.

Θα αναλύσουμε τα δεδομένα και θα εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα όσον αφορά στη χρήση των μεθόδων αποτίμησης και στα αποτελέσματά τους στις περιπτώσεις που χρησιμοποιήθηκαν στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Ιδιαίτερα χρήσιμη είναι η σύγκριση των αποτελεσμάτων των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών που έγιναν στόχοι δημοσίων προτάσεων, προ της διαγραφής των μετοχών τους από το Χρηματιστήριο Αθηνών, με τα αντίστοιχα αποτελέσματα που εμφάνισαν στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις κατά τα επόμενα χρόνια.

Εν τέλει θα προχωρήσουμε σε προτάσεις βελτίωσης της κείμενης νομοθεσίας προκειμένου να αυξηθεί η προστασία του επενδυτή και με σκοπό την ευρύτερη προσέλκυση του επενδυτικού κοινού στην κεφαλαιαγορά, η οποία στη χώρα μας παραμένει σε μηδενικά επίπεδα μετά την περίοδο 1999 - 2000.

Λέξεις κλειδιά:

Εισηγμένη ανώνυμη εταιρεία

Δημόσια πρόταση

Αποτίμηση εταιρειών

Δικαίωμα εξαγοράς

Μέτοχοι μειοψηφίας

ABSTRACT

This paper introduces the basic concepts and functions of the entities and the legislation governing them which are involved in the Greek capital market.

On a second level, we will be concerned with the analysis of specific articles of Law No. 3461/2006 in comparison with the previous legal regime for the acquisitions of listed companies; the decision 2/258/2002 of the Capital Market Commission and how the Greek State, having the discretion to act, handled similar cases, according to the EU Directive 2004/25/EC.

Afterwards we will report the most widely recognized valuation methods of companies. Their results will be seriously considered in business planning in cases of mergers and acquisitions.

Knowing the basic terms of operation of the Greek stock exchange, which is obliged to follow the European directive for the organization and operation of the capital market, we will create a list of companies that have been targets of acquisitions with the procedure of public offerings according to the Law No. 3461/2006.

We will analyze the data and we will draw conclusions regarding the use of valuation methods and their results in the cases of the Greek capital market.

It will be especially useful to compare the results of the Greek listed companies, which were targets of public tender offerings before the delisting of their shares from the Athens stock exchange, with the relevant results they presented in their financial statements after a few years.

Finally, we will proceed with proposals how to improve the existing legislation for the protection of the investors and how to attract the investment public to the capital market, which in our country remains at zero levels after the period 1999 - 2000.

Keywords:

Listed Anonymous Company

Public Tender Offer

Company Valuation

Squeeze Out

Minority Shareholders

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1. Κατανομή συνόλου Δ.Π. ανά είδος.....	49
Γράφημα 2. Δ.Π. ανά είδος και ανά έτος.....	50
Γράφημα 3. Ποσοστά μετόχων πλειοψηφίας προ και μετά τις Δ.Π.....	51
Γράφημα 4. Αριθμός δικαιούχων για άσκηση δικαιώματος squeeze out.....	51
Γράφημα 5. Ποσοστιαία κατανομή μεθόδων αποτίμησης.....	55
Γράφημα 6. Πριμοδότηση τιμής σε σχέση με την ελάχιστη εκ του νόμου.....	56
Γράφημα 7. Σύγκριση μεταξύ τιμής προτείνοντα και αποτίμησης.....	57
Γράφημα 8. Δ.Π. με τιμή μεγαλύτερη της αποτίμησης.....	58
Γράφημα 9. Δ.Π. με τιμή αποτίμησης μεγαλύτερη του προτείνοντα.....	59
Γράφημα 10. Σύγκριση μεταξύ αποτιμήσεων προτείνοντα και Δ.Σ.....	60

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Μεταβολές στη νομοθεσία που αφορούν στις αποτιμήσεις.....	31
Πίνακας 2: Συγκριτική ανάλυση νομοθεσίας.....	33
Πίνακας 3: Ανάλυση χρήσης μεθόδων αποτίμησης.....	54
Πίνακας 4: Αποτίμηση ΔΣ Crown Hellas Can 2008.....	67
Πίνακας 5: Αποτίμηση Προτείνοντα Crown Hellas Can 2011.....	69
Πίνακας 6: Αποτίμηση ΔΣ Crown Hellas Can 2011.....	69
Πίνακας 7: Αποτίμηση Προτείνοντα Nexans Ελλάς.....	72
Πίνακας 8: Αποτίμηση Δ.Σ. Nexans Ελλάς.....	72
Πίνακας 9: Αποτίμηση Δ.Σ. Eltrak.....	75
Πίνακας 10: Αποτίμηση Προτείνοντα Ευρωπαϊκή Πίστη.....	77
Πίνακας 11: Αποτίμηση Δ.Σ. Ευρωπαϊκή Πίστη.....	77
Πίνακας 12: Αποτίμηση Δ.Σ. Κυριακίδης F.H.L.....	79

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

DCF	Discounted Cash Flow, Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές
DDM	Discounted Dividend Model, Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, Κέρδη Προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων
ESMA	European Securities and Markets Authority, Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών
ETF	Exchange Traded Fund, Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο
FCF	Future Cash Flow, Μελλοντικές Ταμειακές Ροές
IOSCO	International Organization of Securities Commissions, Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς
A.B.E.	Ανώνυμη Βιομηχανική Εταιρεία
A.B.E.E.	Ανώνυμη Βιομηχανική & Εμπορική Εταιρεία
A.E.	Ανώνυμη Εταιρεία
A.E.B.Ξ.E.	Ανώνυμη Εταιρεία Βιομηχανικών & Ξενοδοχειακών Επιχειρήσεων
A.E.Π.E.Y.	Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
A.Σ.Υ.Κ.	Ανάπτυξη Συστημάτων & Υποστήριξη Κεφαλαιαγοράς
A.Χ.E.	Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία
Γ.Σ.	Γενική Συνέλευση
Δ.Π.	Δημόσια πρόταση
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
Ε.Κ.	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΝ.Α.	Εναλλακτική Αγορά
Ε.Χ.Α.Ε.	Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρεία
Κ.Α.Α.	Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών
Κ.Ν. ή ν.	Κωδικοποιημένος Νόμος ή νόμος
Σ.Α.Τ.	Σύστημα Άυλων Τίτλων
Χ.Α.Α. ή Χ.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή Χρηματιστήριο Αθηνών

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση της ωφελιμότητας της χρήσης χρηματοοικονομικών αποτιμήσεων μετοχών εισηγμένων εταιρειών που οδεύουν προς διαγραφή/έξοδο από το Χρηματιστήριο Αθηνών. Θα προσπαθήσουμε να αποκριθούμε στο ερώτημα αν η χρήση των αποτιμήσεων έτσι όπως έχει διαμορφωθεί έχει συμβάλει στην αύξηση της διαφάνειας και στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας. Η ευρεία ανάλυση του ισχύοντος νομικού πλαισίου και η ανάπτυξη των αναγνωρισμένων μεθόδων αποτίμησης σε συνδυασμό με αναφορές στους θεσμικούς παράγοντες και στα πραγματικά περιστατικά που λαμβάνουν χώρα στην ελληνική κεφαλαιαγορά θα εντυπώσουν στον απλό αναγνώστη μία σφαιρική άποψη επί του ζητήματος της έρευνας.

ΜΕΡΟΣ Α

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ, ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΡΙΣΚΟ

Αναλύοντας τις χρηματοοικονομικές αγορές μπορούμε να τις χωρίσουμε σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τις αγορές χρήματος και τις αγορές κεφαλαίου.

Με τον όρο αγορές χρήματος εννοούμε τις οργανωμένες εκείνες αγορές όπου διαπραγματεύονται βραχυχρόνια προϊόντα με διάρκεια ζωής έως ένα έτος. Στις αγορές χρήματος υπάρχει σταθερή ροή χρήματος μεταξύ κυβερνήσεων, επιχειρήσεων, τραπεζών και χρηματοοικονομικών οίκων οι οποίοι δανείζουν και δανείζονται χρήματα με χρονικό ορίζοντα από μία μέρα μέχρι ένα έτος.

Οι αγορές κεφαλαίου επιτελούν το ίδιο έργο με τις παραπάνω, ανάμεσα σε χρηματοοικονομικούς οίκους, επιχειρήσεις, ιδιώτες και επαγγελματίες επενδυτές αλλά το αντικείμενο των συναλλαγών είναι οι μετοχές και τα ομόλογα, τα οποία έχουν μακροπρόθεσμο κύκλο ζωής¹.

Με τον όρο ρίσκο εννοούμε την έκθεση στον κίνδυνο που αναλαμβάνει όποιος θελήσει να επενδύσει σε κάποια από τις δύο αγορές. Σε αυτές τις περιπτώσεις η αναμονή για υψηλή απόδοση των τοποθετημένων κεφαλαίων συνοδεύεται με αντίστοιχο υψηλό κίνδυνο απώλειας κεφαλαίων. Στις μεν αγορές χρήματος οι αποδόσεις όσο και οι κίνδυνοι είναι χαμηλοί σε αντίθεση με τις αγορές κεφαλαίου όπου είναι αντίστοιχα υψηλοί.

¹ <https://www.investopedia.com/articles/investing/052313/financial-markets-capital-vs-money-markets.asp>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Ο νόμος ο οποίος διέπει τις ανώνυμες εταιρείες είναι ο ν.2190/1920 ο οποίος ως κωδικοποιημένος έχει δεχθεί αρκετές τροποποιήσεις με τελευταία αυτή του ν.4601/2019. Σύμφωνα με τις διατάξεις του κωδικοποιημένου Νόμου (ΚΝ) 2190/1920 «*Ανώνυμη Εταιρεία είναι η κεφαλαιουχική εταιρεία με νομική προσωπικότητα, για τα χρέη της οποίας ευθύνεται μόνο η ίδια με την περιουσία της*». Με το εισαγωγικό αυτό άρθρο επιδιώκεται ο σαφής διαχωρισμός μεταξύ των ανωνύμων εταιρειών για θέματα χρεών, και είναι πολύ σημαντικό που στο πρώτο κιάλας άρθρο γίνεται αναφορά σε χρέη, καθώς στις ομόρρυθμες και ετερόρρυθμες εταιρείες, οι οποίες είναι ευρέως διαδεδομένες, είναι οι εταίροι που ευθύνονται με την προσωπική τους περιουσία για τα χρέη της εταιρείας.

Η ανώνυμη εταιρεία (Α.Ε.) κατά την ίδρυσή της συντάσσει καταστατικό το οποίο περιέχει όλες τις απαιτητές από το νόμο πληροφορίες της υπόστασής της. Πιο συγκεκριμένα:

Το καταστατικό της ανώνυμης εταιρείας πρέπει να περιέχει διατάξεις:

1. Για την εταιρική Επωνυμία και το σκοπό της εταιρείας.
2. Για την έδρα της εταιρείας.
3. Για την διάρκειά της.
4. Για το ύψος και τον τρόπο καταβολής του εταιρικού κεφαλαίου.
5. Για το είδος των μετοχών, καθώς και για τον αριθμό, την ονομαστική αξία και την έκδοσή τους.
6. Για τον αριθμό των μετοχών κάθε κατηγορίας εάν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών.
7. Για τη μετατροπή ονομαστικών μετοχών σε ανώνυμες ή ανώνυμων σε ονομαστικές.
8. Για τη σύγκληση, τη συγκρότηση, τη λειτουργία και τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου.
9. Για τη σύγκληση, τη συγκρότηση, τη λειτουργία και τις αρμοδιότητες των Γενικών Συνελεύσεων.
10. Για τους ελεγκτές.
11. Για τα δικαιώματα των μετόχων.
12. Για τον ισολογισμό και τη διάθεση των κερδών.
13. Για τη λύση της εταιρείας και την εκκαθάριση της περιουσίας της.

Οι ανώνυμες εταιρείες ιδρύονται και τροποποιούνται κατόπιν απόφασης του Υπουργού Ανάπτυξης και το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο δε μπορεί να είναι μικρότερο από 24.000€ τα οποία είναι καταβεβλημένα κατά τη σύστασή της.

Το μετοχικό κεφάλαιο διαιρείται στη συνέχεια σε μετοχές των οποίων η ονομαστική αξία δε μπορεί να είναι μικρότερη από 0,30€ εκάστη.

2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ) είναι το συλλογικό όργανο που εκπροσωπεί την Α.Ε. «*επί δικαστηρίου και εξωδίκως*» σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 18 του κν 2190/1920. Τα μέλη του ΔΣ μπορούν να είναι κατ' ελάχιστο τρία και υπάρχει η δυνατότητα το ΔΣ να είναι Νομικό Πρόσωπο, υπό την προϋπόθεση ότι θα έχει ορισθεί ένα φυσικό πρόσωπο για την άσκηση των εξουσιών του νομικού προσώπου.

Το ΔΣ συνεδριάζει όποτε ορίζει ο νόμος ή το καταστατικό ή όταν υπάρχουν ζητήματα εντός των αρμοδιοτήτων του που πρέπει να εξεταστούν.

Ως αρμοδιότητες του ΔΣ ο νόμος (άρθρο 22) έχει προβλέψει:

«Το Διοικητικόν Συμβούλιον είναι αρμόδιον ν` αποφασίζη πάσαν πράξιν αφορώσαν εις την διοίκησιν της εταιρίας, εις την διαχείρισιν της περιουσίας αυτής και εις την εν γένει επιδίωξιν του σκοπού της εταιρίας». Πράξεις του Διοικητικού Συμβουλίου ακόμη και αν είναι εκτός του εταιρικού σκοπού, δεσμεύουν την εταιρεία απέναντι στους τρίτους, εκτός αν αποδειχθεί ότι ο τρίτος γνώριζε την υπέρβαση του εταιρικού σκοπού ή όφειλε να τη γνωρίζει. Δε συνιστά απόδειξη μόνη η τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας ως προς το καταστατικό της εταιρίας ή τις τροποποιήσεις του.

Ιδιαίτερα ως ευθύνη των μελών του ΔΣ έχει προβλεφθεί (παράγραφος 22^α):

«Παν μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου ευθύνεται έναντι της εταιρείας κατά την διοίκησιν των εταιρικών υποθέσεων διά παν αυτού πταίσμα. Ευθύνεται ίδια εάν ο ισολογισμός περιέχη παραλείψεις ή ψευδείς δηλώσεις αποκρυπτούσας την πραγματικήν κατάστασιν της εταιρείας».

Το ΔΣ έχει ευθύνη για τον ισολογισμό της εταιρείας μέχρι την έγκρισή του από τη Γενική Συνέλευση, κατόπιν αυτής απαλλάσσεται των ευθυνών του.

2.2 Η Γενική Συνέλευση

Σύμφωνα με το άρθρο 33 του ΚΝ 2190/1920: «*Η γενική συνέλευσις των μετόχων είναι το ανώτατον όργανον της εταιρείας και δικαιούται ν` αποφασίζη περί πάσης εταιρικής υποθέσεως, των αποφάσεων αυτής υποχρεουσών και απόντας ή διαφωνούντας μετόχους*».

Πράγματι η Γενική Συνέλευση (ΓΣ) ως ανώτατο συλλογικό όργανο της εταιρείας έχει αρμοδιότητα:

1. Να τροποποιεί με απόφασή της το καταστατικό και να αυξάνει ή να μειώνει το μετοχικό κεφάλαιο.
2. Να εκλέγει το ΔΣ.
3. Να εγκρίνει τον ισολογισμό της εταιρείας.
4. Να αποφασίζει για τη διάθεση των κερδών της χρήσης.
5. Να αποφασίζει τυχόν μετατροπή της εταιρείας όπως διάσπαση – συγχώνευση – απορρόφηση – λύση.
6. Να ορίζει τους εκκαθαριστές

Η τακτική Γενική Συνέλευση συγκαλείται μία φορά το χρόνο, με απόφαση ωστόσο του ΔΣ μπορούν να συγκαλούνται και έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις.

2.3 Δικαιώματα Μετόχων Μειοψηφίας

Εκτός του Δ.Σ., μέτοχοι μειοψηφίας που κατέχουν ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο από το 5% του μετοχικού κεφαλαίου έχουν τη δυνατότητα βάσει του άρθρου 39 του Κ.Ν. 2190/1920:

1. Να προκαλέσουν έκτακτη ΓΣ.
2. Να προσθέσουν θέματα στην ημερήσια διάταξη της τακτικής ή έκτακτης ΓΣ.
3. Να αναβάλλουν τη λήψη απόφασης επί θέματος της ημερήσιας διάταξης σε ΓΣ (τακτική ή έκτακτη).

4. Να υποχρεώσουν τα μέλη του ΔΣ να ανακοινώσουν (μόνο σε τακτική ΓΣ) τα ποσά που έχουν λάβει από την εταιρεία κατά τα τελευταία δύο χρόνια με οποιοδήποτε τρόπο.
5. Να προκαλέσουν ονομαστική ψηφοφορία επί θέματος της ΓΣ.

Επίσης μέτοχοι μειοψηφίας που κατέχουν το 20% ή περισσότερο του μετοχικού κεφαλαίου έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν από το Δ.Σ. να τους παρέχει πληροφορίες σχετικά με την πορεία των εταιρικών υποθέσεων και την περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας.

Όσον αφορά στα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας σε θέματα ελέγχου της εταιρείας αυτό είναι δυνατό:

A) για μετόχους που κατέχουν ποσοστό τουλάχιστον 5% με αίτημα που υποβάλλεται στο μονομελές πρωτοδικείο της περιφέρειας που εδρεύει η εταιρεία

B) για μετόχους που κατέχουν ποσοστό τουλάχιστον 20% με αίτημα στο ανωτέρω δικαστήριο και εφόσον προκύπτει ότι το ΔΣ δεν ασκεί στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων του χρηστή και συνετή διαχείριση.

Τον έλεγχο διενεργεί σε κάθε περίπτωση ορκωτός λογιστής και το δικαστήριο αποφαινεται αφότου λάβει υπόψη τα καταγγελλόμενα, το μέγεθος της εταιρείας, τις περιστάσεις καθώς και το πόρισμα του ελεγκτή.

Σε περίπτωση που ο έλεγχος διενεργείται σε εταιρεία με μετοχές που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο ή έχουν γίνει αντικείμενο δημόσιας προσφοράς, τότε η έκθεση ελέγχου υποβάλλεται και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

2.4 Συγχωνεύσεις Ανωνύμων Εταιρειών

Οι συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιρειών είναι δυνατό να πραγματοποιηθούν με δύο τρόπους. Με την απορρόφηση ή με τη σύσταση νέας ανώνυμης εταιρείας.

Σύμφωνα με το άρθρο 68 του ΚΝ 2190/1920:

«Συγχώνευση με απορρόφηση είναι πράξη με την οποία μία ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες (απορροφώμενες), οι οποίες λύνονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση,

μεταβιβάζουν σε άλλη υφιστάμενη ανώνυμη εταιρεία (απορροφούσα) το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από την απορροφούσα εταιρεία, και ενδεχομένως καταβολής ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται».

Ενώ με τον όρο σύσταση νέας εταιρείας ο νομοθέτης ρυθμίζει: «Συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρείας είναι η πράξη με την οποία δύο ή περισσότερες ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες λύονται χωρίς να ακολουθήσει εκκαθάριση, μεταβιβάζουν σε ανώνυμη εταιρεία, την οποία συνιστούν, το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) έναντι απόδοσης στους μετόχους τους μετοχών εκδιδόμενων από τη νέα εταιρεία και ενδεχομένως, ενός χρηματικού ποσού σε μετρητά προς συμψηφισμό μετοχών τις οποίες δικαιούνται».

Ο νόμος στη συνέχεια περιγράφει τη διαδικασία ως εξής: το ΔΣ της απορροφούσας εταιρείας (ή της κάθε εταιρείας αν πρόκειται για συγχώνευση με ίδρυση νέας) συντάσσει σχέδιο σύμβασης της συγχώνευσης το οποίο αφού λάβει τις σχετικές διατυπώσεις δημοσιότητας υποβάλλεται στη ΓΣ προς έγκριση. Αν στη συγχώνευση εμπλέκονται εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο απαιτείται έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στη συνέχεια η έγκριση προσυπογράφεται από τον Υπουργό Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας.

Ωστόσο αδικαιολόγητα χαμηλή σχέση ανταλλαγής μετοχών της απορροφούσας εταιρείας σε σχέση με την απορροφώμενη εταιρεία δε θέτει σε κίνδυνο τη συγχώνευση καθώς δε θεωρείται λόγος ακυρότητας από το νόμο.

Άλλες περιπτώσεις συγχωνεύσεων είναι και οι διασπάσεις ανωνύμων εταιρειών. Αυτές μπορούν να υλοποιηθούν με:

1. Διάσπαση με απορρόφηση.
2. Διάσπαση με σύσταση νέων εταιρειών.
3. Διάσπαση με απορρόφηση και σύσταση νέων εταιρειών.

Σε κάθε περίπτωση οι μέτοχοι της διασπώμενης εταιρείας λαμβάνουν αναλογία μετοχών της νέας εταιρείας, στην οποία μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΜΕΤΟΧΗ

Προκειμένου να κατανοήσουμε τον όρο μετοχή πρέπει πρώτα να εξετάσουμε δύο στενά με αυτή συνδεδεμένες έννοιες. Ήδη γνωρίσαμε την ανώνυμη εταιρεία ως εν συντομία εμπορική κεφαλαιουχική εταιρεία με νομική προσωπικότητα, για τα χρέη της οποίας ευθύνεται αποκλειστικά η ίδια και όχι οι ιδιοκτήτες με την προσωπική τους περιουσία. Οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) κατά την ίδρυσή της προσφέρουν χρηματικό αντίτιμο το οποίο ονομάζεται μετοχικό κεφάλαιο, είναι σταθερό ποσό και αντικατοπτρίζει την συνεισφορά των ιδιοκτητών (μετόχων) στο ενεργητικό της εταιρείας. Το μετοχικό κεφάλαιο αν και σταθερό ποσό μπορεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης να τροποποιηθεί, να αυξηθεί ή να μειωθεί.

Η μετοχή είναι τα ίσα μέρη στα οποία διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο. Είναι ο αντιπροσωπευτικός τίτλος του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε. Στο καταστατικό της κάθε εταιρείας πρέπει να αναφέρεται το είδος των μετοχών που εκδίδονται καθώς και η περίπτωση μετατροπής των ονομαστικών μετοχών σε ανώνυμες και αντίστροφα.

Οι μετοχές διαχωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

Ανώνυμες: Δε φέρουν τον τίτλο του κατόχου. Κάτοχος των ανώνυμων μετοχών είναι ο κομιστής τους.

Ονομαστικές: Οι μετοχές αυτές φέρουν το όνομα του μετόχου, ενώ παράλληλα απαιτείται η ύπαρξη του ονόματος στο βιβλίο μετοχολογίου που τηρείται στην εταιρεία.

Κοινές: Είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και συμμετοχή στη διαχείρισή της². Όλες οι κοινές μετοχές διακατέχονται από την αρχή της ισότητας, σύμφωνα με το ν.4548/2018.

²[https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%B5%CF%84%CE%BF%CF%87%CE%AE_\(%CF%87%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AC\)](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9C%CE%B5%CF%84%CE%BF%CF%87%CE%AE_(%CF%87%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AC))

Προνομιούχες: κατ' εξαίρεση της αρχής της ισότητας οι προνομιούχες μετοχές λαμβάνουν μέρος πριν από τις κοινές, είτε λαμβάνουν μέρος σε χρονιές που δεν υπάρχει καταβολή μερίσματος ή έχουν σταθερό μέρος ή συμμετέχουν στο σύνολο των κερδών της ανώνυμης εταιρείας. Επίσης έχουν προνομιακή μεταχείριση κατά την επιστροφή κεφαλαίου που καταβάλλεται κατά την εκκαθάριση που έπεται της λύσης της εταιρείας. Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να έχουν ή όχι δικαίωμα ψήφου. Επίσης υπάρχει η δυνατότητα μετατροπής τους σε κοινές.

Η ονομαστική αξία κάθε μετοχής δε μπορεί να είναι μικρότερη από 0,30€. Οι μετοχές έχουν τέσσερα κύρια χαρακτηριστικά:³

1. Είναι όλες ίσες. Η καθεμία έχει την ίδια ονομαστική τιμή με τις υπόλοιπες και η τιμή αυτή προκύπτει από το πηλίκο της διαίρεσης του μετοχικού κεφαλαίου προς τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.
2. Είναι αδιαίρετες. Δικαιούχος της μετοχής είναι μόνο ένας. Σε περίπτωση συγκυριότητας αντιπροσωπεύεται από έναν πληρεξούσιο.
3. Είναι μεταβιβάσιμες. Η διαδικασία μεταβίβασής τους προκύπτει από το είδος της μετοχής. Η μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών συνοδεύεται από αναγραφή της μεταβίβασης στο βιβλίο μετοχολογίου που διατηρείται στην ανώνυμη εταιρεία. Οι ανώνυμες μετοχές μεταβιβάζονται με την παράδοση του τίτλου. Αν υπάρχει μεταβίβαση μετοχών που ανήκουν σε εισηγμένη στο Χρηματιστήριο εταιρεία τότε ακολουθείται η διαδικασία στην οποία εμπλέκεται και χρηματιστής.
4. Είναι κυμαινόμενης και όχι σταθερής αξίας. Αν οι μετοχές ανήκουν σε εταιρεία που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών τότε η τιμή της διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς.

³ Χολέβας Ι., *Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο*, 2^η έκδοση, εκδ. Interbooks, Αθήνα 1995, σελ. 119.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ο σκοπός του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι η υποστήριξη, οργάνωση και ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στο πλαίσιο του ομίλου Χ.Α. λειτουργούν οι αγορές αξιών, παραγώγων και η εναλλακτική αγορά. Το Χ.Α. διενεργεί την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το 1876 ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας ενώ το 1918 μετατράπηκε σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Από το 1934 μέχρι το 2007 έδρα του Χρηματιστηρίου ήταν το ιστορικό κτήριο της οδού Σοφοκλέους 10. Τη δεκαετία του 1990 στο πλαίσιο εκσυγχρονισμού και αυτοματοποίησης των συναλλαγών, αντικαθιστώντας τη μέθοδο εκφώνησης - αντιφώνησης (open outcry), λειτούργησε το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (ΑΣΗΣ), ιδρύθηκε το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών που πραγματοποιεί την εκκαθάριση των συναλλαγών και μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο⁴.

Από το 1997 έως το 2003 μέσα από μία πλειάδα τοποθετήσεων των μετοχών της, η εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. ιδιωτικοποιείται πλήρως. Εντός του ομίλου λειτουργούν οι θυγατρικές:

- Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Εταιρεία που λειτουργεί με σκοπό την οργάνωση και υποστήριξη της λειτουργίας αγορών αξιών, παραγώγων καθώς και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων.
- Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) Α.Ε. Ιδρύθηκε το 1991 και είναι αρμόδιο για την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και τη διαχείριση του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) στο οποίο καταχωρούνται οι άυλες κινητές αξίες.
- Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων. Λειτουργεί από το 1999 και ο ρόλος του είναι να αποτελεί τον εγγυητή όλων των πράξεων και να δρα ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε πράξη επί των παραγώγων.
- Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης. Ιδρύθηκε το 1995 με σκοπό την αποκέντρωση των λειτουργιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι υπηρεσίες που προσφέρει είναι η παροχή υπηρεσιών στα υποκαταστήματα των ΑΧΕ στη Θεσσαλονίκη, στο επενδυτικό

⁴ <https://www.athexgroup.gr/el/history>

κοινό της συμπρωτεύουσας, στις υποψήφίες προς εισαγωγή εταιρείες καθώς και δράσεις ενημέρωσης και εκπαίδευσης.

- Εταιρεία Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξης Κεφαλαιαγοράς. Η ΑΣΥΚ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1995 και έκτοτε λειτουργεί με σκοπό την υποστήριξη σε θέματα λογισμικού και πληροφοριακών συστημάτων⁵.

Το 2006 ενοποιήθηκαν οι πλατφόρμες του ελληνικού και του κυπριακού χρηματιστηρίου δίνοντας στους επενδυτές εύκολη πρόσβαση και στις δύο αγορές.

Το 2008 ξεκίνησε η διαπραγμάτευση των ETF (Exchange Traded Fund ή Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο) και άρχισε να λειτουργεί η εναλλακτική αγορά (ΕΝ.Α.).

Το 2011 ξεκίνησε η λειτουργία του Χ-NET το οποίο προσφέρει τη δυνατότητα στο επενδυτικό κοινό να τοποθετηθεί μέσω των εγχώριων χρηματιστηριακών εταιρειών απευθείας στις αγορές του εξωτερικού.

Ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο απαρτίζεται από 13 μέλη που εκλέγονται μετά από μυστική ψηφοφορία, η οποία πραγματοποιείται από τα μέλη της Γενικής Συνέλευσης, με θητεία 4 ετών. Για την υλοποίηση του έργου του το ΔΣ υποβοηθάται από τις εξής επιτροπές:

- Επιτροπή Ελέγχου.
- Επιτροπή τοποθετήσεων στελεχών, ανάδειξης υποψηφίων μελών ΔΣ και αμοιβών.
- Επιτροπή στρατηγικού σχεδιασμού.
- Επιτροπή κινδύνων.

Στις 31/12/2022 ο όμιλος Ε.Χ.Α.Ε. απασχολούσε 225 άτομα προσωπικό, ενώ ως βασικοί μέτοχοι παρουσιάζονται οι εξής εταιρείες:

GOLDMAN SACHS GROUP INC 5,34%

SMALLCAP WORLD FUND 5,09%

AMBER CAPITAL MANAGEMENT 5,02%

Το έργο του Χρηματιστηρίου Αθηνών επιβλέπεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

⁵ Νούλας Γ. Αθανάσιος, *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, 1^η έκδοση, Θεσσαλονίκη 2006, σελ. 203.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ιδρύθηκε ως Ν.Π.Δ.Δ. με το ν. 1969/91 και οργανώθηκε με το ν. 2324/1995, με σκοπό την προστασία των επενδυτών και την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με το νόμο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αποκλειστικά δικούς της πόρους και δε χρηματοδοτείται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Ο προϋπολογισμός της συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομικών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι επταμελές και αποτελείται από τον Πρόεδρο, δύο Αντιπροέδρους και τέσσερα μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι του ΔΣ διορίζονται από τον Υπουργό Οικονομικών ύστερα από τη σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της Ελληνικής Βουλής. Τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη διορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομικών. Ο Πρόεδρός της καλείται από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Αποτελεί μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) και λειτουργεί στο πλαίσιο και υπό την αιγίδα της. Είναι επίσης μέλος του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO). Συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της.

5.1 Αρμοδιότητες Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια:

- Για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Συμμετέχει επίσης καθοριστικά στη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου που άπτεται του αντικειμένου της σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, συμβάλλοντας ενεργά στις εργασίες του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της ESMA και της IOSCO.
- Να εποπτεύει ημεδαπούς και αλλοδαπούς φορείς που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, τους διαχειριστές τους, νέα επενδυτικά σχήματα, τις εισηγμένες εταιρείες ως προς τις υποχρεώσεις διαφάνειας, δημόσιες προτάσεις, εταιρικά γεγονότα, ενημερωτικά δελτία αυξήσεων

μετοχικού κεφαλαίου, οικονομικές καταστάσεις, τους μετόχους εισηγμένων εταιριών ως προς την υποχρέωσή τους για δήλωση σημαντικών συμμετοχών, ενώ παρακολουθεί και ελέγχει τις συναλλαγές ως προς τη χειραγώγηση αγοράς καθώς και τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες. Ασκεί τον έλεγχο παράλληλα για τη συμμόρφωση των εποπτευόμενων προσώπων ως προς το πλαίσιο της αντιμετώπισης της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.

- Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και φορείς εκκαθάρισης αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο. Παρακολουθεί επίσης τις εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις και την ερευνητική δραστηριότητα σε θέματα κεφαλαιαγορών, εκπονεί μελέτες όπου κρίνεται σκόπιμο και πιστοποιεί στελέχη της κεφαλαιαγοράς ως προς την επαγγελματική τους επάρκεια. Εξυπηρετεί τους πολίτες ενώ παραλαμβάνει και διερευνά καταγγελίες και παράπονα επενδυτών.
- Να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις και μέτρα (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας, αναστολή διαπραγμάτευσης εισηγμένων κινητών αξιών κλπ.) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά καθώς και υποβάλλει μηνυτήριες αναφορές σε περίπτωση σοβαρών ενδείξεων διάπραξης ποινικών αδικημάτων που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά⁶.

⁶ http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/duties

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ

Σημαντικό μέρος της εταιρικής δραστηριότητας αποτελούν οι μετασχηματισμοί. Με τον όρο μετασχηματισμός εννοούμε τις μεταβολές του επιχειρηματικού σχήματος, της μορφής ή τη μετάβαση σε νέα εταιρική δομή που πραγματοποιείται μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Πιθανές αιτίες των συγχωνεύσεων και των εξαγορών είναι:

- Η αναζήτηση επένδυσης πλεοναζόντων κεφαλαίων.
- Η απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου της αγοράς.
- Η μείωση του ανταγωνισμού.
- Η επέκταση σε νέες αγορές.
- Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο παρακάμπτοντας τη διαδικασία εισόδου ως νέα εταιρεία.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές κατανέμονται στις εξής κατηγορίες⁷:

Σύμφωνα με τη νομική υπόσταση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης:

- **Εξαγορά (Acquisition/Takeover).** Πρόκειται για τη διαδικασία απόκτησης με μετρητά εταιρείας η οποία παραμένει ως νομική υπόσταση και δρα ως θυγατρική της εξαγοράζουσας. Πρόσφατο παράδειγμα στην ελληνική κεφαλαιαγορά είναι η εξαγορά της εισηγμένης Ευρωπαϊκή Πίστη από τη μη εισηγμένη γερμανική πολυεθνική Allianz στην τιμή 7,80€/μετοχή.
- **Συγχώνευση (Merger).** Είναι η ενοποίηση εταιρειών με μεταβίβαση του ενεργητικού και του παθητικού της απορροφώμενης στην απορροφώσα έναντι μετοχών και βάσει σχέσης ανταλλαγής. Κατόπιν της συγχώνευσης η απορροφώμενη εταιρεία λύεται και εκκαθαρίζεται, ενώ η απορροφώσα υπεισέρχεται ως καθολικό διάδοχο σχήμα στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της απορροφώμενης. Πρόσφατη περίπτωση συγχώνευσης στην Ελλάδα είναι αυτή της Α.Ν.Ε.Κ. από την Attica Group με σχέση ανταλλαγής μίας μετοχής της πρώτης προς 0,1217 νέες κοινές ονομαστικές της δεύτερης.

Σύμφωνα με τον τρόπο της προσφοράς εξαγοράς στις εξής κατηγορίες:

⁷ Κυριαζής Α. Δημήτριος, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Β' έκδοση, εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα 2016, σελ. 4

- **Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς (Public Tender Offer).** Κατά τη συνήθη διεθνή τακτική⁸ η υποψήφια απορροφώσα εταιρεία υποβάλλει απευθείας πρόταση εξαγοράς στους μετόχους. Το Δ.Σ. της εταιρείας στόχου έχει τη δυνατότητα να προτείνει στους μετόχους την αποδοχή ή μη της πρότασης προκειμένου να πετύχει υψηλότερη τιμή ή να αναγκάσει την προτείνουσα εταιρεία σε παραίτηση.
- **Συγχωνεύσεις (Merges).** όπως αναφερθήκαμε ανωτέρω.
- **Μάχες μέσω αντιπροσώπων (Proxy Fights).** Πρόκειται για διαδικασία που ακολουθείται στις Η.Π.Α. και αφορά στο δικαίωμα ψήφου μέσω των μετοχών άλλου μετόχου. Στις μάχες αντιπροσώπων (ή «πληρεξουσίων») οι διαφωνούντες μέτοχοι προσπαθούν να θέσουν με το μέρος τους όσους περισσότερους αντιπροσώπους μπορούν προκειμένου να εκλέξουν όσο το δυνατόν περισσότερα μέλη του Δ.Σ. Αν τα νέα αυτά μέλη του Δ.Σ. αποκτήσουν την πλειοψηφία η εταιρεία θα αποκτήσει νέα πολιτική⁹.

Σύμφωνα με την αντίδραση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης εταιρείας στις εξής κατηγορίες:

- **Εχθρικές (Hostile)**
- **Φιλικές (Friendly)**

Συνήθως οι δημόσιες προσφορές θεωρούνται εχθρικές και οι συγχωνεύσεις φιλικές. Η αντίδραση της διοίκησης αφορά το μέλλον των στελεχών της στο σχήμα της νέας εταιρείας το οποίο τις περισσότερες φορές είναι βραχύβιο.

Σύμφωνα με τη συσχέτιση του κλάδου δραστηριότητας ή το βαθμό ολοκλήρωσης διακρίνονται σε¹⁰:

- **Συσχετισμένες (Related merges).** Που με τη σειρά τους διακρίνονται σε:
 - i. **Οριζόντιες Συγχωνεύσεις,** μεταξύ εταιρειών με τις ίδιες δραστηριότητες π.χ. μεταξύ τραπεζών

⁸ Brealey R., Myers S., Allen F., *Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων*, 11^η Αμερικανική- 2^η Ελληνική έκδοση, εκδ. Utoria, Αθήνα 2016, σελ. 898

⁹ Brealey R., Myers S., Allen F., *ό.π.*, σελ. 897.

¹⁰ Κυριαζής Α. Δημήτριος, *ό.π.*, σελ. 5.

- ii. **Κάθετες Συγχωνεύσεις (Vertical mergers)**, μεταξύ εταιρειών που ανήκουν σε διαφορετικά τμήματα της ίδιας αλυσίδας αξίας, όπως μεταξύ εταιρείας του κλάδου αυτοκινητοβιομηχανίας με εταιρεία παραγωγής ανταλλακτικών μερών αυτοκινήτων ή με εταιρεία δικτύου διανομής αυτοκινήτων.
- **Ασυσχέτιστες (Unrelated mergers)**. Όταν αφορούν σε κλάδους δραστηριότητας που δε σχετίζονται. Για παράδειγμα η είσοδος της εταιρείας προϊόντων ύπνου Cocomat στο χώρο των ξενοδοχείων.

Πολλά είναι τα είδη των αποσχίσεων που αποτελούν μορφή των εταιρικών μετασχηματισμών:

- **Sell-offs**, η απόσχιση μέσω πώλησης τμημάτων ή επιχειρηματικών μονάδων από τη μητρική εταιρεία.
- **Spin-offs**, η απόσχιση δηλαδή θυγατρικής από τη μητρική με παράλληλη δημιουργία νέας ανεξάρτητης εταιρείας και αναλογική διανομή των μετοχών.
- **Split-offs**, μεταβίβαση των μετοχών της θυγατρικής σε κάποιους μετόχους της μητρικής με παράλληλη ανταλλαγή μετοχών.
- **Split-ups**, όταν η μητρική εταιρεία παύει να υφίσταται μετά από μία σειρά αποσχίσεων του συνόλου των εταιρειών που κατέχει.
- **Carve-outs**, όταν η μητρική παραιτείται του δικαιώματος συμμετοχής της σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής, μειώνοντας με αυτή την κίνηση το ποσοστό ιδιοκτησίας της.

Άλλες κατηγορίες διακρίσεων εταιρικών μετασχηματισμών είναι τα:

- **MBOs (Management Buy-Outs)**, όταν δηλαδή ομάδα στελεχών ή επενδυτών αποκτά τον έλεγχο της εταιρείας και επιδιώκει την αποχώρησή της από την κεφαλαιαγορά.
- **LBOs (Leveraged Buy-Outs)**, πρόκειται για εξαγορά μέσω μόχλευσης, δηλαδή με δάνειο που ξεπληρώνεται από τα ίδια τα κέρδη της εταιρείας.
- **Reverser LBOs**, αφορά περιπτώσεις όπου εταιρεία έγινε ιδιωτική και κατόπιν γίνεται ξανά εισηγμένη με δημόσια εγγραφή στο επενδυτικό κοινό. Η περίπτωση reverse LBO

προτάθηκε από τους εργαζόμενους της Εθνικής Ασφαλιστικής ως η βέλτιστη επιλογή αντί για την πώληση της εταιρείας από τη μητρική Εθνική Τράπεζα στο fund CVC¹¹.

¹¹ <https://www.cnn.gr/oikonomia/story/253942/ethniki-asfalistiki-sto-1-dis-eyro-i-synoliki-xrimatistiriaki-axia-symfona-me-toys-ergazomenoys>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Ν. 3461/2006. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ

Ο νόμος 3461/2006 αποτελεί την εφαρμογή στην ελληνική νομοθεσία της υπ' αριθ. 2004/25/ΕΚ οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς¹². Όπως είναι γνωστό η ευρωπαϊκή νομοθεσία υπερέχει της εθνικής και η εφαρμογή της είναι υποχρεωτική. Στην περίπτωση αυτή η οδηγία 2004/25/ΕΚ αντικατέστησε την υπ' αριθ. 2/258/2002 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς¹³. Μία σημαντική καινοτομία που εισήγαγε ο ν.3461/2006 είναι η διαδικασία της δημόσιας πρότασης με δικαίωμα εξαγοράς (squeeze out) των μετοχών της μειοψηφίας κατόπιν της λήξης της περιόδου ισχύος της δημόσιας πρότασης και εφόσον ο προτείνων έχει αποκτήσει το 90% επί του συνόλου των μετοχών σε κυκλοφορία. Σύμφωνα με το προηγούμενο ισχύον καθεστώς ο προτείνων έθετε την υπό εξαγορά εταιρεία εκτός χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης εφόσον αποκτούσε το 95% των μετοχών σε κυκλοφορία, χωρίς το δικαίωμα εξαγοράς (squeeze out) του εναπομείναντος 5% του μετοχικού κεφαλαίου. Οι μέτοχοι μειοψηφίας παρέμεναν μέτοχοι της εταιρείας.

Η κοινοτική οδηγία 2004/25/ΕΚ είναι μία από τις πιο ενδιαφέρουσες περιπτώσεις προσπάθειας εφαρμογής ενιαίας νομοθεσίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση με όραμα τη δημιουργία ενοποιημένης ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Το ζήτημα απασχόλησε για περισσότερα από 10 χρόνια την Ευρωπαϊκή Ένωση. Το 2002 η αρμόδια ορισθείσα επιτροπή υπέβαλε το πόρισμά της που κατόπιν επεξεργασίας αποτέλεσε την ανωτέρω οδηγία.

7.1 Προαιρετική Δημόσια πρόταση

Σύμφωνα με την παράγραφο 6 του ν.3461/2006 όπως τροποποιήθηκε και ισχύει:

«1. Όποιος προβαίνει σε προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση κινητών αξιών υποχρεούται να αποκτήσει όλες τις κινητές αξίες οι οποίες θα του προσφερθούν, εκτός εάν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται να αποδεχθεί. Ο προτείνων μπορεί να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που θα πρέπει να του προσφερθούν προκειμένου να ισχύσει η δημόσια πρόταση.

¹² Αυγητίδης Κ. Δημήτρης, *Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία*, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2013, σελ. 208.

¹³ <http://www.eneiset.gr/files/1%20ek/2-258-5.12.2002.pdf>

2. Επιτρέπεται η υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση κινητών αξιών οι οποίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα και δεν ενσωματώνουν δικαιώματα ψήφου σε μία εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή οι διατάξεις του νόμου αυτού εφαρμόζονται αναλογικά».

Οι ανωτέρω διατάξεις αναφέρονται στην προαιρετική δημόσια πρόταση στις οποίες διακρίνεται η πρωτοβουλία του υποψήφιου αγοραστή για μαζική αγορά μετοχών προκειμένου να αναλάβει τον έλεγχο της εταιρείας¹⁴. Ο νόμος δίνει το δικαίωμα στον προτείνοντα να μπορέσει να αποκτήσει είτε το σύνολο της εταιρείας, είτε να θέσει ανώτατο όριο αριθμού μετοχών προς απόκτηση, είτε να μην πραγματοποιήσει τελικά τη δημόσια πρόταση αν ο αριθμός των μετοχών που θα του προσφερθούν είναι κάτω από το όριο που θα ορίσει ο ίδιος.

Σύμφωνα με το προηγούμενο νομικό καθεστώς (Απόφαση 2/258/05-12-2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) δεν οριζόταν ότι ο προτείνων οφείλει να αποδεχθεί κατά την περίοδο ισχύος της προαιρετικής δημόσιας πρότασης όλες τις μετοχές που του έχουν προσφερθεί παρά μόνον το ελάχιστο ποσοστό του 40% για να ισχύσει η δημόσια πρόταση¹⁵. Με τη διάταξη αυτή δίνεται σαφώς μεγαλύτερο περιθώριο ευελιξίας στον υποψήφιο αγοραστή καθώς πλέον δεν έχει υποχρεωτικό όριο στις μετοχές που θα αποκτήσει μέσω της δημόσιας πρότασης και έχει τη δυνατότητα να ορίσει μόνος του αυτά τα όρια.

7.2 Υποχρεωτική Δημόσια πρόταση

Τα άρθρα 7 έως 9 του ν. 3461/2006 όπως τροποποιήθηκαν και ισχύουν αναφέρονται στην υποχρέωση για υποβολή δημόσιας πρότασης, στις εξαιρέσεις υποβολής της πρότασης και στον υπολογισμό του αντιτίμου που έχει υποχρέωση να προσφέρει ο προτείνων.

Πιο συγκεκριμένα το άρθρο 7 αναφέρει:

«1. Κάθε πρόσωπο, το οποίο αποκτά καθ' οιονδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, κινητές αξίες και, λόγω της απόκτησης αυτής, το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει το πρόσωπο αυτό, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που

¹⁴ Αυγητίδης Δημήτριος, *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, 2^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2019, σελ. 292.

¹⁵ Κυριάκης Δημήτριος, *ό.π.*, σελ. 291.

ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, υπερβαίνει το όριο του ενός τρίτου (1/3) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται, εντός είκοσι (20) ημερών και, σε περίπτωση υποχρέωσης υποβολής έκθεσης αποτίμησης, σύμφωνα με τις παραγράφους 6 και 7 του άρθρου 9, εντός τριάντα (30) ημερών από την απόκτηση αυτή, να απευθύνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για το σύνολο των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας καταβάλλοντας δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα, όπως ορίζεται στο άρθρο 9.

Την ίδια υποχρέωση υπέχει και κάθε πρόσωπο που κατέχει περισσότερα από το ένα τρίτο (1/3) χωρίς να υπερβαίνει το ένα δεύτερο (1/2) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας και το οποίο αποκτά μέσα σε έξι (6) μήνες, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό, κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό ανώτερο του τρία τοις εκατό (3%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας.

Η υποχρέωση του προηγούμενου εδαφίου δεν ισχύει εάν ο προτείνων έχει ήδη προβεί σε υποχρεωτική δημόσια πρόταση.

2. Ως δικαιώματα ψήφου που αποκτά ή κατέχει το υπόχρεο πρόσωπο και τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό λογίζονται και τα δικαιώματα ψήφου που αποκτώνται ή κατέχονται δυνάμει συμβάσεως, ενεχύρου, επικαρπίας, φύλαξης ή διαχείρισης κινητών αξιών, εφόσον ο κάτοχος τους μπορεί να τα ασκήσει κατά τη διακριτική του ευχέρεια.

3. Για τον υπολογισμό των ορίων που προβλέπονται στην παράγραφο 1, λαμβάνεται υπόψη το σύνολο των δικαιωμάτων ψήφου η άσκηση των οποίων δεν απαγορεύεται από το άρθρο 16 του κ.ν. 2190/1920 ή από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας».

Στην παράγραφο 1 του άρθρου προσδιορίζονται τα πρόσωπα που είναι υπόχρεα για υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης. Το ποσοστό κτήσης δικαιωμάτων ψήφου πριν την υποβολή της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης μειώθηκε από το 50% που ίσχυε από το προηγούμενο καθεστώς (Απόφαση 2/258/05-12-2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) στο 33%, διευκολύνοντας έτσι τις εξαγορές από τους μετόχους πλειοψηφίας. Το νεότερο νομικό πλαίσιο μειώνει κατά δέκα (10) τις ημέρες (από 30 στις 20) μετά την απόκτηση του ποσοστού για την υποβολή της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης δίνοντας με αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερη αμεσότητα και διαφάνεια στις συναλλαγές. Με την τροποποίηση του ν.4514/2018 υπάρχει υποχρέωση για υποβολή έκθεσης αποτίμησης από ανεξάρτητο χρηματοοικονομικό σύμβουλο

η οποία αποτελεί μέρος της Δ.Π. Στις περιπτώσεις αυτές η υποβολή της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης παρατείνεται στις 30 ημέρες.

Με το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 1 εισάγει επίσης μία νέα κατηγορία υπόχρεων για υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης. Όποιος μέτοχος αποκτήσει περισσότερο από 3% μέσα σε έξι (6) μήνες και ήδη διαθέτει ποσοστό ψήφων από 33% μέχρι 50%.

Σε αυτό το σημείο έχει γίνει σαφές ότι ο ν.3461/2006, σε εφαρμογή της κοινοτικής οδηγίας 2004/25/EK έχει χαλαρώσει και διευρύνει τα κριτήρια που χρειάζεται να έχει ο υποψήφιος αγοραστής προκειμένου να προβεί σε υποβολή δημόσιας πρότασης είτε προαιρετική είτε υποχρεωτική.

7.3 Προσδιορισμός τιμής μετοχής για την υποβολή δημόσιας πρότασης

Το σημαντικότερο σημείο για τους μετόχους μειοψηφίας είναι ο προσδιορισμός της τιμής στην οποία γίνεται η δημόσια πρόταση. Στο ν. 3461/2006, άρθρο 9, ο νομοθέτης προβλέπει ότι ο προτείνων (προαιρετικής και υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης) μπορεί να προτείνει ως αντάλλαγμα μετοχές είτε εισηγμένες στο Χ.Α.Α. είτε όχι ή μετοχές και μετρητά. Στην περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης ο προτείνων οφείλει να δώσει τη δυνατότητα στη μειοψηφία να λάβει χρηματικό αντίτιμο, συνεχίζοντας έτσι την ίδια υποχρέωση που κατείχε και με το προηγούμενο νομικό καθεστώς. Είναι πρώτιστης σημασίας η τιμή καθώς είναι μέγεθος άμεσα μετρήσιμο, σε αντίθεση με την ανταλλαγή μετοχών άλλων εταιρειών. Άλλωστε υπάρχει ο κίνδυνος αποτίμησης (valuation risk) στη χρήση μετοχών για την εξαγορά επιχειρήσεων¹⁶.

Ο υπολογισμός της τιμής δεν περιλαμβάνεται στις διατάξεις για τις προαιρετικές δημόσιες προτάσεις καθώς αυτή μπορεί να κριθεί δίκαιη και εύλογη από τους αποδέκτες της πρότασης¹⁷. Προβλέπεται μόνο για τις υποχρεωτικές ως εξής: *«Δε μπορεί να είναι χαμηλότερη α) από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κινητής αξίας, που αποτελεί αντικείμενο της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση», ούτε*

¹⁶ Κυριάκης Δημήτριος, *ό.π.*, σελ. 235

¹⁷ Αυγητίδης Δημήτριος, *ό.π.*, σελ. 318.

«β) από την υψηλότερη τιμή στην οποία το υπόχρεο πρόσωπο ή κάποιος από τα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό απέκτησε κατά τους δώδεκα (12) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο της δημόσιας πρότασης».

Υπάρχουν δηλαδή δύο περιορισμοί που ορίζουν την τιμή σωρευτικά: η τιμή να είναι μεγαλύτερη του μέσου όρου των έξι (6) τελευταίων μηνών και υψηλότερη της τιμής που απέκτησε ο προτείνων το πλειοψηφικό ποσοστό εντός των δώδεκα (12) τελευταίων μηνών. Προκειμένου να αποφευχθούν περιπτώσεις εικονικότητας και προκειμένου να υπάρχει η *ιση μεταχείριση* μεταξύ των μετόχων όπως αναφέρεται στο άρθρο 5, ο νομοθέτης θέλει να λειτουργούν αυτές οι δύο σωρευτικά¹⁸. Θεωρώντας το τίμημα ως ασφαλιστική δικλείδα ο νομοθέτης, πόσο μάλλον ο κοινοτικός νομοθέτης, δε μπορεί να υπεισέλθει στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής κεφαλαιαγοράς η οποία χαρακτηρίζεται από επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, υψηλής συγκέντρωσης μετοχικής ιδιοκτησίας που συνήθως περιορίζεται σε οικογενειακό επίπεδο¹⁹. Λόγω αυτής της ιδιοσυγκρασίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς γίνεται κατανοητό ότι ο υποψήφιος αγοραστής έχει τη δυνατότητα να έχει εξασφαλίσει προ του 6μήνου και του 12μήνου το απαραίτητο 33% όπως περιγράφει ο νόμος: *«Κάθε πρόσωπο, το οποίο αποκτά καθ' οιονδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα που ενεργούν για λογαριασμό του ή συντονισμένα με αυτό»*. Έχοντας εξασφαλίσει μέσω τρίτων το ποσοστό αυτό σε μεγαλύτερο προηγούμενο χρονικό διάστημα έχει τη δυνατότητα αποφυγής συναλλαγών έναντι υψηλού αντιτίμου το τελευταίο 12μηνο προ της υποβολής της δημόσιας πρότασης, και ελέγχοντας πλειοψηφικό πακέτο μπορεί να πιέσει την τιμή της μετοχής προς χαμηλότερα επίπεδα τους τελευταίους 6 μήνες.

Από την εφαρμογή του νόμου το 2006 μέχρι και το 2018, δεν υπήρχε η υποχρέωση παρουσίασης χρηματοοικονομικής μελέτης από τον προτείνοντα παρά μόνο κατόπιν απόφασης της Ε.Κ. Με τροποποίηση του νόμου το 2018, υπό προϋποθέσεις, ο προτείνων υποχρεούται να λάβει υπόψη του την έκθεση αποτίμησης από ανεξάρτητο χρηματοοικονομικό σύμβουλο και το προτεινόμενο

¹⁸ Αυγητίδης Δημήτριος, *Η Ανώνυμη Εισηγμένη, ό.π.*, σελ. 233.

¹⁹ Παπαδάκης Βασίλειος, *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*. Τόμος Α', Θεωρία, 7^η έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.

τίμημα δε μπορεί να είναι μικρότερο από αυτό της έκθεσης αποτίμησης. Ωστόσο ο προτείνων έχει την υποχρέωση της προσκόμισης έκθεσης αποτίμησης υπό όρους:

Α) Εφόσον του έχει επιβληθεί κύρωση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για χειραγώγηση μετοχών της ίδιας της εταιρείας εντός 18 μηνών από την ημερομηνία που κατέστη υπόχρεος να υποβάλει τη δημόσια πρόταση.

Β) Εφόσον οι μετοχές της υπό εξαγορά εταιρείας δεν έχουν συναλλαγές σε λιγότερες από τα 3/5 ημερών λειτουργίας της αγοράς ή οι συναλλαγές δεν υπερβαίνουν το 10% του συνόλου των μετοχών κατά τους τελευταίους 6 μήνες.

Γ) Η τιμή ανά μετοχή που προσφέρει ο προτείνων είναι μικρότερη από το 80% της λογιστικής αξίας της μετοχής, σύμφωνα με το μέσο όρο των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων των δύο τελευταίων ετών.

Από την έναρξη ισχύος του νόμου και σύμφωνα με το άρθρο 15, το Δ.Σ. έχει την υποχρέωση να παράσχει την αιτιολογημένη γνώμη του για το «δίκαιο και εύλογο» του τιμήματος της δημόσιας πρότασης, χωρίς ωστόσο να δημιουργεί υποχρέωση καταβολής του τιμήματος αυτού εκ μέρους του προτείνοντος.

Οπότε από το 2018 και μετά στις περισσότερες περιπτώσεις στους μετόχους της εταιρείας παρουσιάζονται δύο χρηματοοικονομικές αποτιμήσεις. Σε αυτό το σημείο μπορούμε να χωρίσουμε χρονικά τις μεταβολές που έχουν επέλθει στο νόμο σχετικά με την υποβολή εκθέσεων αποτίμησης των υπό εξαγορά εταιρειών σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 1: Μεταβολές στη νομοθεσία που αφορούν αποτιμήσεις

Χρονική Περίοδος	2006-2018	2018-σήμερα
Έκθεση αποτίμησης από ΔΣ (δεν επηρεάζει την τιμή/μετοχή)	Ναι σύμφωνα με το άρθρο 15	Ναι σύμφωνα με το άρθρο 15
Έκθεση αποτίμησης από Προτείνοντα (υποχρεωτικά μεγαλύτερη ή ίση τιμή/μετοχή)	Σπάνια, χρειάζεται απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	Αρκετά συχνή, σύμφωνα με τις προϋποθέσεις της παρ. 6 του άρθρου 9

7.4 Δικαίωμα Εξαγοράς και Δικαίωμα Εξόδου (squeeze out και sell out)

Βασικό ζητούμενο της ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/25/ΕΚ ήταν εξ' αρχής η υποχρέωση των μετόχων μειοψηφίας να μεταβιβάσουν τις μετοχές τους στον υποβάλλοντα τη δημόσια πρόταση εφόσον ο δεύτερος συμπληρώσει ένα υψηλό ποσοστό το οποίο σύμφωνα με την οδηγία ορίστηκε από 90% έως 95%²⁰. Το δικαίωμα αυτό της υποχρεωτικής εξαγοράς των μετοχών ονομάζεται squeeze out. Το αντίστροφο ισχύει επίσης. Οι μέτοχοι μειοψηφίας που δε συμμετείχαν στη δημόσια πρόταση έχουν το δικαίωμα να απαιτήσουν την εξαγορά των μετοχών τους²¹.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία η ύπαρξη του δικαιώματος εξαγοράς θεωρήθηκε ζωτικής σημασίας καθώς διαφορετικά θα υπήρχε αντικίνητρο για την υποβολή δημοσίων προτάσεων. Το αντίτιμο της διαδικασίας του squeeze out που θεωρήθηκε εύλογο και δίκαιο είναι το ίδιο με αυτό της δημόσιας πρότασης είτε αυτή είναι προαιρετική είτε υποχρεωτική. Ωστόσο, η ευρωπαϊκή οδηγία δεν προβλέπει τις διαδικασίες άσκησης των ανωτέρω δικαιωμάτων πράγμα που έκανε ο εθνικός νομοθέτης.

²⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0025-20090420&from=SL>

Οδηγία 2004/25/ΕΚ

²¹ Αυγητίδης Δ., ό.π., σελ. 299.

7.5 Αναλυτική σύγκριση νομοθεσίας

Σε θέματα πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού και των αρμόδιων αρχών ο ν.3461/2006 είναι πολύ σαφής ως προς τις ημερομηνίες και τις διαδικασίες. Νομοθετήθηκε μία σπονδυλωτή διαδικασία διαφάνειας όπου ο οποιοσδήποτε μπορεί εύκολα να λάβει σημαντικές πληροφορίες. Αυτές είναι η δημοσιοποίηση της δημόσιας πρότασης, η ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η δημοσίευση πληροφοριακού δελτίου το οποίο υπογράφεται από Σύμβουλο και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η διατύπωση γνώμης του Διοικητικού Συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρείας, η ικανοποίηση των δηλώσεων αποδοχής καθώς και η δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης.

Ενώ δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στις διατυπώσεις δημοσιότητας φαίνεται ότι το σημαντικό μέρος του νόμου ήταν εκείνο όπου ο εθνικός νομοθέτης είχε εκ της ευρωπαϊκής οδηγίας τη διακριτική ευχέρεια να ορίσει το κρίσιμο ποσοστό του δικαιώματος για το squeeze out, και ενώ σύμφωνα με το προηγούμενο νομικό καθεστώς αυτό ήταν 95%, με τις διατάξεις του ν.3461/2006 μειώθηκε σε 90% προς όφελος του υποψήφιου αγοραστή. Αν λάβουμε υπόψη και το δικαίωμα του squeeze out που δεν υπήρχε στο παρελθόν διαφαίνεται η υποβάθμιση των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας προς όφελος των υποψηφίων αγοραστών.

Επίσης θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η υποχρέωση μεταβίβασης των τίτλων των μετόχων μειοψηφίας που επιβλήθηκε από την κοινοτική οδηγία και στη συνέχεια από το ν. 3461/2006 υπερκάλυψε τις διατάξεις του άρθρου 17 του Συντάγματος της Ελλάδας σύμφωνα με τις οποίες:

«1) Η ιδιοκτησία τελεί υπό την προστασία του Κράτους, τα δικαιώματα όμως που απορρέουν από αυτή δεν μπορούν να ασκούνται σε βάρος του γενικού συμφέροντος.

2) Κανένας δεν στερείται την ιδιοκτησία του, παρά μόνο για δημόσια ωφέλεια που έχει αποδειχθεί με τον προσήκοντα τρόπο, όταν και όπως ο νόμος ορίζει, και πάντοτε αφού προηγηθεί πλήρης αποζημίωση, που να ανταποκρίνεται στην αξία την οποία είχε το απαλλοτριούμενο κατά το χρόνο της συζήτησης στο δικαστήριο για τον προσωρινό προσδιορισμό της αποζημίωσης»²².

²² <https://www.hellenicparliament.gr/Vouli-ton-Ellinon/To-Politevma/Syntagma/article-17/>

Σύμφωνα με το Σύνταγμα η ιδιωτική περιουσία μπορεί να απαλλοτριωθεί μόνο από το κράτος και μόνο για λόγους δημοσίου συμφέροντος. Σύμφωνα όμως με τον ν. 3461/2006 οι κάτοχοι μετοχών εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ μπορεί να βιώσουν την απαλλοτρίωση αυτή από ιδιώτη, όχι για λόγους δημοσίου αλλά ιδιωτικού συμφέροντος αν υπάρξει φυσικό ή νομικό πρόσωπο που θα αποκτήσει το 90% των μετοχών της ίδιας εταιρείας σύμφωνα με τα βήματα που ορίζει ο νόμος²³. Στο σημείο αυτό δεν τίθεται ζήτημα αντισυνταγματικότητας του νόμου καθώς εφαρμόζει κοινοτική οδηγία στο ελληνικό δίκαιο.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται κωδικοποιημένα οι μεταβολές στο νομικό πλαίσιο για τις εξαγορές εισηγμένων εταιρειών στο ΧΑΑ όπως διαμορφώθηκαν με την απόφαση 2/258/05.12.2002 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, την υπ' αριθ. 2004/25/ΕΚ οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου και το ν.3461/2006.

Πίνακας 2: Συγκριτική ανάλυση νομοθεσίας

Θέμα	κρίσιμο ζητούμενο	απόφαση 2/258/05.12.2002 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	2004/25/ΕΚ οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου	ν.3461/2006
Προαιρετική δημόσια πρόταση	ποσοστό απόκτησης μετοχών	Συνολικά να κατέχει στο τέλος πάνω από 50%. Ελάχιστο ποσοστό αποδοχής για ισχύ 40%	Απόκτηση μέρους ή συνόλου μετοχών	Ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να ορίσει κατώτερο και ανώτερο ποσοστό αγοράς για να ισχύσει η δημόσια πρόταση
Υποχρεωτική δημόσια πρόταση	Ποσοστό που πρέπει να κατέχει για να προβεί σε ΔΠ	50%	Δεν ορίζεται	33%
Δικαίωμα εξαγοράς	Χρήση squeeze out	ΟΧΙ	ΝΑΙ αν μετά το τα τέλος ισχύος της ΔΠ κατέχει από 90% έως 95%	ΝΑΙ αν μετά το τα τέλος ισχύος της ΔΠ κατέχει 90%
Δικαίωμα εξόδου	Χρήση sell out	ΟΧΙ	ΝΑΙ στην ίδια τιμή με ΔΠ	ΝΑΙ στην ίδια τιμή με ΔΠ
Ορισμός τιμής	Υψηλότερη από	Α)μ.ο. τελευταίων 12 μηνών και Β) τη χαμηλότερης τιμή που απέκτησε ο προτείνων τους τελευταίου 6 μήνες	Α)τη χαμηλότερη τιμή που απέκτησε ο προτείνων τους τελευταίους 6 έως 12 μήνες ή/και Β) μ.ο. τιμής της αγοράς για ορισμένο χρονικό διάστημα ή/και Γ)ή αξία εκκαθάρισης της εταιρείας ή/και Δ)Αντικειμενικά κριτήρια αξιολόγησης (Χρηματοοικονομική ανάλυση)	Α)μ.ο. τελευταίων 6 μηνών και Β) τη χαμηλότερης τιμή που απέκτησε ο προτείνων τους τελευταίους 12 μήνες ή/και Γ) Αντικειμενικά κριτήρια αξιολόγησης {Χρηματοοικονομική ανάλυση (σπάνια 2006-2018, πολύ συχνά 2018- σήμερα)}

²³ <https://www.liberal.gr/oikonomia/i-katahrisi-toy-squeeze-out-kai-oi-lathraies-apohoriseis-apo-ha>

Από τα ανωτέρω αναφερόμενα του κεφαλαίου 7 καταδεικνύεται η χαλάρωση των κανόνων που εφαρμόζονται στην ελληνική κεφαλαιαγορά ως προς την εξαγορά εισηγμένων εταιρειών. Η χαλάρωση αυτή ωφελεί τους υποψήφιους αγοραστές των εταιρειών κάνοντας την έξοδο τους από το Χ.Α. ευκολότερη και ενεργεί εις βάρος των μετόχων μειοψηφίας.

Όμως στο σημείο αυτό δημιουργούνται ερωτήματα χρηματοοικονομικής φύσεως που καλούμαστε να αναλύσουμε. Μήπως το τίμημα που λαμβάνουν οι μέτοχοι μειοψηφίας είτε τάσσονται υπέρ της δημόσιας πρότασης είτε υφίστανται τη διαδικασία του squeeze out είναι δίκαιο και εύλογο όπως ορίζει η νομοθεσία; Μήπως πολλές φορές εκτός των οριζόμενων από το νόμο ο προτείνων ορίζει μεγαλύτερη τιμή δίνοντας μία γενναία πριμοδότηση τιμής (premium); Ο υποψήφιος αγοραστής έχοντας σχεδιάσει μακροχρόνιες επιχειρηματικές στρατηγικές διατηρεί χαμηλό όγκο συναλλαγών, ισχνή διασπορά και χαμηλή τιμή ούτως ώστε να καταφέρει να αποκτήσει το σύνολο της εταιρείας έναντι χαμηλού αντιτίμου;

ΜΕΡΟΣ Β΄

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τις μεθόδους που προτείνονται από την ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία προκειμένου να αποτιμηθεί η αξία της εταιρείας στόχου προς εξαγορά ή συγχώνευση. Η αποτίμηση θεωρείται κομβικής σημασίας για τον υποψήφιο αγοραστή όσο και για τους ήδη μετόχους της εταιρείας στόχου. Ο προσδιορισμός της τιμής ανά μετοχή είναι αυτός που θα προσδιορίσει αν μία εξαγορά κρίνεται συμφέρουσα στη χρονική περίοδο που πραγματοποιείται και για τις δύο πλευρές. Τα συμφέροντα είναι αντικρουόμενα και η τελική τιμή της προσφοράς πρέπει να αποτελεί δέλεαρ για τις δύο πλευρές προκειμένου να συμφωνήσουν. Για την ελληνική χρηματιστηριακή πραγματικότητα αναφερθήκαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο όπου σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.3461/2006 η τιμή ανά μετοχή που προσφέρει ο προτείνων καθορίζεται από το νόμο, ενώ παράλληλα κατόπιν της τροποποίησης του 2018, ο υποψήφιος αγοραστής, με τις εξαιρέσεις της παραγράφου 6 του άρθρου 9 του ν. 3461/2006, συμπεριλαμβάνει στις διατυπώσεις δημοσιότητας της πρότασής του έκθεση αποτίμησης ανεξάρτητου Σύμβουλου και προτείνει την τιμή ανά μετοχή που θεωρεί «δίκαιη και εύλογη». Για την τελική τιμή λαμβάνεται υπόψη η ανωτέρω έκθεση αποτίμησης. Παρακάτω θα εξετάσουμε και τις εκθέσεις αποτίμησης που έχουν υποβληθεί για εξαγορές εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου, όπως:

Ανάλυση προεξόφλησης ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow): Αυτή η μέθοδος υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που αναμένονται από μια επένδυση. Το άθροισμα αυτών των παρούσων αξιών είναι η εκτιμώμενη αξία του περιουσιακού στοιχείου.

Ανάλυση προεξόφλησης μερισμάτων (Discounted Dividend Model): Αυτή η μέθοδος υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που αναμένονται να διανεμηθούν. Η εκτίμηση γίνεται βάσει του αθροίσματος των μερισμάτων λαμβάνοντας υπόψη και άλλους παράγοντες όπως το κόστος κεφαλαίου, τα κέρδη ανά μετοχή και το ποσοστό των κερδών το οποίο διανέμεται ως μέρισμα.

Ανάλυση συγκρίσιμης εταιρείας: Αυτή η μέθοδος συγκρίνει τις οικονομικές μετρήσεις και τα πολλαπλάσια αποτίμησης παρόμοιων εταιρειών για την εκτίμηση της αξίας της εν λόγω εταιρείας.

Ανάλυση συγκρίσιμων συναλλαγών: Αυτή η μέθοδος συγκρίνει τις οικονομικές μετρήσεις και τα πολλαπλάσια αποτίμησης της συγκεκριμένης εταιρείας με εκείνα των εταιρειών που αποκτήθηκαν πρόσφατα ή εισήχθησαν στο χρηματιστήριο.

Λογιστική Αξία: Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιεί τον ισολογισμό μιας εταιρείας για να υπολογίσει την καθαρή της θέση αφαιρώντας τις υποχρεώσεις της από τα περιουσιακά της στοιχεία.

Πολλαπλάσια κέρδη: Αυτή η μέθοδος υπολογίζει την αξία μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας πολλαπλασιαστές, όπως τιμή προς κέρδη (P/E), τιμή προς πωλήσεις (P/S) και εταιρική αξία σε EBITDA (EV/EBITDA) .

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι καμία μεμονωμένη μέθοδος δεν είναι τέλεια και η αξία μιας επένδυσης μπορεί να είναι υποκειμενική και μπορεί να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου με βάση διάφορους παράγοντες. Επομένως, είναι συνήθως καλή ιδέα να χρησιμοποιούμε ένα συνδυασμό μεθόδων για να καταλήξουμε σε μία πιο ορθή εκτίμηση της αξίας μιας επένδυσης.

Παρακάτω σας παρουσιάζουμε τις πλέον χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης αναλύοντας παράλληλα τα πλεονέκτημα και τα μειονεκτήματα της χρήσης αυτών. Για την κάθε μία από τις παρακάτω συναρτήσεις υπάρχουν αθρόες παραλλαγές οι οποίες δημιουργήθηκαν για να προσαρμόζονται στις αντίστοιχα πολλές περιπτώσεις εταιρειών. Λόγω του ότι η παράθεση απόλυτων αριθμών δεν αποτελεί πανάκεια για τη λύση σύνθετων χρηματοοικονομικών ζητημάτων, οι αποτιμήσεις εταιρειών - στόχων οφείλουν να είναι πολύπλευρες και αναλυτικές.

8.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Η αξία της κάθε επιχείρησης προσδιορίζεται από τέσσερις παράγοντες:

- Την ικανότητα να παράγει ταμειακές ροές από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία.
- Τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης αυτών των ταμειακών ροών.
- Το χρόνο που απαιτείται για να φτάσει η επιχείρηση σε σταθερή ανάπτυξη.

- Το κόστος του κεφαλαίου²⁴.

Οι Μελλοντικές ή Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (μοντέλο FCF) αναφέρονται στο ποσό των μετρητών που είναι άμεσα διαθέσιμο για χρήση χωρίς να δεσμεύεται σε συναλλαγές ή άλλες διαδικασίες. Το ποσό αυτό μπορεί να διανεμηθεί με τη μορφή μερίσματος προς τους μετόχους αφού έχουν υπολογιστεί επενδύσεις και κόστος ανάπτυξης. Υπολογίζουμε την αξία κάθε στοιχείου προεξοφλώντας τις ταμειακές ροές με ένα προεξοφλητικό επιτόκιο. Η αξία του περιουσιακού στοιχείου είναι συνάρτηση των ταμειακών ροών που παράγονται από αυτό, τη διάρκεια ζωής του στοιχείου, της αναμενόμενης αύξησης της ταμειακής ροής και του κινδύνου που σχετίζεται με αυτές.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(\text{Ταμειακές ροές}_t)}{(1+r)^t}$$

Όπου:

P₀ = Η τρέχουσα αξία

t = Το έτος αξιολόγησης

N = Η διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

r = Το επιτόκιο που αντανακλά τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Μια υψηλή ελεύθερη ταμειακή ροή θεωρείται θετικό σημάδι, καθώς δείχνει ότι μια εταιρεία είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και έχει ευελιξία στη χρηματοοικονομική της διαχείριση.

Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1960 από τους Miller & Modigliani οι οποίοι υποστήριξαν την άποψη ότι η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι θεωρητικά ισοδύναμη με τη μέθοδο της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων²⁵. Η άποψη αυτή ισχύει καθώς δεν εφαρμόζεται μόνο σε περιπτώσεις εταιρειών που έχουν ήδη καταγράψει κάποια αξιοσημείωτη διαδρομή στις φάσεις ανάπτυξής τους, αλλά

²⁴ Damodaran A., *Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις*, εκδόσεις Broken Hill, Λευκωσία, 2014, σελ. 658.

²⁵ Miller M., Modigliani F, Dividend Policy, Growth, and the valuation of shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1961), pp. 411-433

κυρίως σε ραγδαία αναπτυσσόμενες εταιρείες οι οποίες λόγω της συνεχούς επανεπένδυσης δε διανέμουν μέρισμα. Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση τέτοιας εταιρείας είναι η γνωστή Google (Alphabet Inc.-Nasdaq). Για να υπολογίσουν τη σημερινή αξία της κάθε εταιρείας, οι Brealey R., Myers S., Allen F., υπολογίζουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλημένες με βάση το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου²⁶.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 ο Alfred Rappaport ανέπτυξε μία μεθοδολογία αποτίμησης που ονομάστηκε μέθοδος αξίας για τους μετόχους. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή η αξία είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών από λειτουργικές δραστηριότητες δια του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου μείον την αγοραία αξία των ξένων κεφαλαίων. Το ζητούμενο είναι ο χρόνος μέσα στον οποίο θα υπάρχουν ασφαλή συμπεράσματα για τις μελλοντικές ταμειακές ροές και τους ευμετάβλητους παράγοντες που θα καθορίσουν την ακρίβεια της αποτίμησης²⁷.

Ο χρόνος αυτός δε μπορεί να ξεπερνά τα 5 -10 χρόνια. Ωστόσο θα πρέπει να υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία και να έχουν μελετηθεί οι ταμειακές ροές προηγούμενων χρήσεων καθώς και να έχουν υπολογιστεί τα οφέλη που θα έχουν προκύψει από την τυχόν εξαγορά της εταιρείας - στόχου²⁸.

Σε περίπτωση που οι ταμειακές ροές είναι αρνητικές τότε θα πρέπει η εταιρεία να στραφεί σε «άντληση» νέων κεφαλαίων μέσω της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών ή δικαιωμάτων²⁹. Βέβαια υπάρχει και το ενδεχόμενο στην περίπτωση των ραγδαία αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων οι ελεύθερες χρηματοροές να έχουν αρνητικό πρόσημο. Για το λόγο αυτό στην εκτίμηση της αποτίμησης των εταιρειών υπολογίζουμε σταθμισμένα διαφορετικούς τρόπους αποτίμησης.

²⁶ Brealey R., Myers S., Allen F., ό.π., σελ. 99

²⁷ Rappaport A, *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, The Free Press, New York, 1998. Pp. 32-55

²⁸ Κυριάκης Δημήτριος, ό.π., σελ. 147.

²⁹ Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* , John Wiley and Sons Inc., 1996, p.p. 178.

8.2 Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων

Η αποτίμηση μιας εταιρείας χρησιμοποιώντας τις μελλοντικές ταμειακές ροές μερισμάτων αναλύεται ως η εκτίμηση της παρούσας αξίας, προεξοφλώντας μελλοντικές ταμειακές ροές που θα διανεμηθούν στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος.

Σύμφωνα με τον M. Gordon η μερισματική πολιτική της εταιρείας παίζει σημαντικό ρόλο στην αποτίμησή της³⁰. Υπάρχουν τρεις λόγοι που οι επενδυτές προτιμούν τις εταιρείες που δίνουν μέρισμα.

Ο πρώτος λόγος στηρίζεται στην έννοια του «*κάλλιο πέντε και στο χέρι*». Η καταβολή μερίσματος είναι άμεση επιστροφή κερδών στους επενδυτές, μία πράξη που εξαλείφει την αβεβαιότητα. Γι' αυτό, πολλοί επενδυτές προτιμούν την καταβολή του μερίσματος σε σχέση με την μελλοντική αποκομιδή κερδών από τα επενδυμένα αδιάθετα κέρδη. Ο δεύτερος λόγος ονομάζεται «*ενημερωτικό περιεχόμενο*» και επηρεάζει την αποτίμηση των μετοχών από τους επενδυτές. Όταν μία εταιρεία διανέμει μέρισμα εξασφαλίζει και τη μελλοντική δυνατότητα παρόμοιας ή και μεγαλύτερης καταβολής. Αντίθετα η μη διανομή μερίσματος αποτελεί κακή είδηση. Τέλος υπάρχουν και οι λεγόμενοι «*ευκαιριακοί επενδυτές*» οι οποίοι προτιμούν το τρέχον από το μελλοντικό εισόδημα. Όλοι οι ανωτέρω υπολογίζουν την πολιτική μερισμάτων της εταιρείας (payout ratio) η οποία προκύπτει από την αναλογία του μερίσματος ανά μετοχή προς τα κέρδη ανά μετοχή.

Ωστόσο ο A. Damodaran υποστηρίζει την άποψη ότι η προεξόφληση των μερισμάτων παρέχει μία συντηρητική εκτίμηση της αποτίμησης της κάθε εταιρείας καθώς τα διανεμηθέντα μερίσματα είναι πάντα λιγότερα από τις οικονομικές δυνατότητες των εταιρειών³¹.

Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών μερισμάτων, μια προσέγγιση είναι η χρήση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων (DDM). Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι μια μέθοδος αποτίμησης της αξίας της μετοχής μιας εταιρείας με βάση την

³⁰ Gropelli A., Nikbakht E., *Χρηματοοικονομική*, 5^η έκδοση, εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2012, σελ. 298.

³¹ Damodaran A., *ό.π.*, 2014, σελ. 662.

παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων της. Ο τύπος για το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι:

Τιμή μετοχής = (Αναμενόμενη πληρωμή μερίσματος / Κόστος Κεφαλαίου - Ποσοστό αύξησης μερίσματος)

$$P = \frac{D_1}{r_e - g}$$

Όπου:

P = Η τιμή της μετοχής

D₁ = Το αναμενόμενο μέρισμα για την επόμενη χρονιά

r_e = Το κόστος (ευκαιρίας) του κεφαλαίου

g = Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Στην πράξη, η εκτίμηση της αναμενόμενης πληρωμής μερίσματος και του ρυθμού ανάπτυξης απαιτεί ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας, των ιστορικών πληρωμών μερισμάτων, των τάσεων του κλάδου και άλλων σχετικών παραγόντων.

Θεωρητικά και λόγω του ότι οι εταιρείες υπάρχουν εις το διηνεκές θα ήταν ορθή η χρήση του τύπου:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

P₀ = Η παρούσα αξία της μετοχής

t = Ο αύξων αριθμός έτους

r = Η αναμενόμενη απόδοση³²

³² Η αναμενόμενη απόδοση ορίζεται ως ο συντελεστής απόδοσης που αναμένουν οι μέτοχοι για την εταιρεία για το επόμενο έτος και εκφράζεται σύμφωνα με τους Brealey R., Myers S., Allen F, ως το πηλίκο του αθροίσματος του αναμενόμενου μερίσματος ανά μετοχή DIV₁, και της αναμενόμενης αύξησης της τιμής ανά μετοχή P₁ – P₂ δια την αρχική τιμή του έτους P₀. $r = \frac{DIV_1 + P_1 - P_0}{P_0}$

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων έχει αρκετές παραλλαγές. Το μοντέλο που παρουσιάστηκε αρχικά από τον M. Gordon το 1962, αποτελούσε μία απλή και ταυτόχρονα δυναμική προσέγγιση στην αποτίμηση της όποιας εταιρείας. Παρουσιάζεται ωστόσο να έχει εφαρμογή μόνο σε εταιρείες που έχουν σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης³³.

Μία εξελιγμένη εκδοχή είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων όπου λαμβάνεται υπόψη μία αρχική περίοδος υψηλής ανάπτυξης για την εταιρεία και μία δεύτερη όπου ο ρυθμός ανάπτυξης έχει σταθεροποιηθεί³⁴. Το μοντέλο αυτό βρίσκει εφαρμογή σε εταιρείες που για παράδειγμα διαθέτουν την αποκλειστικότητα πατέντας για κάποια χρόνια στα οποία αναμένεται σημαντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αδυναμία του μοντέλου των δύο σταδίων έγκειται στο γεγονός ότι όταν περαιωθεί το χρονικό διάστημα της υψηλής ανάπτυξης συνεχίζουμε τον υπολογισμό με το δεύτερο στάδιο της σταθερής και ανεπτυγμένης εταιρείας. Η μετάβαση αυτή αν και υπαρκτή χρειάζεται χρόνια για να υλοποιηθεί, ενώ στο μοντέλο μας συμβαίνει απότομα από το ένα έτος στο επόμενο.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Όπου:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{r_n - g_n}$$

PDS_t = Τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή το έτος t

r = Η απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου κατά την περίοδο υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

P_n = Η τιμή της μετοχής στο τέλος του έτους n

g = Ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης κατά τα πρώτα n έτη

g_n = Ο ρυθμός ανάπτυξης για όλα τα χρόνια μετά το n έτος

r_n = Η απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου κατά την περίοδο σταθεροποίησης

³³ A. Damodaran, ό.π., 1996, σελ 192.

³⁴ A. Damodaran, ό.π., 1996, σελ 197.

Μία διαφορετική έκδοση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων αποτελεί το μοντέλο Η. Σύμφωνα με τη θεώρηση αυτή που παρουσίασαν αρχικά οι R. J. Fuller & C. Hsia το 1984, κατά την αρχική περίοδο δημιουργείται υψηλός ρυθμός ανάπτυξης των κερδών και έπειτα έχουμε τη μετάβαση στην περίοδο σταθερής ανάπτυξης. Το μέρισμα που διανέμεται δεν επηρεάζεται από τους ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ η περίοδος υψηλού ρυθμού ανάπτυξης λογίζεται ως 2Η. Αποτέλεσμα είναι η πιο γραμμική πορεία του ρυθμού ανάπτυξης. Το πρόβλημα αυτής της θεώρησης είναι ότι δε μπορεί να εφαρμοστεί σε εταιρείες που διανείμουν χαμηλό ή καθόλου μέρισμα³⁵.

$$P_0 = \frac{DPS_0 (1 + g_n)}{r - g_n} + \frac{DPS_0 \times H (g_a - g_n)}{r - g_n}$$

Όπου:

P₀ = Η τρέχουσα τιμή ανά μετοχή

DPS_t = Το μέρισμα ανά μετοχή το έτος t

r = Η αναμενόμενη απόδοση προς το μέτοχο

g_a = Αρχικός ρυθμός ανάπτυξης

g_n = Ο ρυθμός ανάπτυξης στο τέλος του έτους 2Η

Μία πιο σύνθετη παραλλαγή είναι αυτή των τριών σταδίων προεξόφλησης μερισμάτων. Ουσιαστικά είναι το μοντέλο Η στο οποίο έχει προστεθεί στην αρχή η χρονική περίοδος υψηλής ανάπτυξης αλλά μικρής διανομής μερισμάτων. Στη συνέχεια ακολουθεί η περίοδος 2Η όπου οι ρυθμοί ανάπτυξης μειώνονται και αποδίδονται στους μετόχους υψηλότερα μερίσματα, ενώ η τελική περίοδος όπου η εταιρεία έχει σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης το μέρισμα φθάνει στην ανώτερη τιμή του³⁶. Η αντικειμενική αδυναμία της μεθόδου των τριών σταδίων προεξόφλησης μερισμάτων είναι ότι χρειάζεται για να εφαρμοστεί εταιρεία της οποίας η πολιτική ανάπτυξης της ταυτίζεται χρονικά με αυτή.

³⁵ A. Damodaran, *ό.π.*, 1996, σελ 205

³⁶ A. Damodaran, *ό.π.*, 1996, σελ 208

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0(1+g_a)^t \times \Pi_a}{(1+r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{EPS_{n2}(1+g_n) \times \Pi_n}{(r-g_n)(1+r)^n}$$

Υψηλή ανάπτυξη

Μέση ανάπτυξη

Σταθερή ανάπτυξη

Όπου:

EPS_t = Τα κέρδη ανά μετοχή το έτος t

DPS_t = Το μέρισμα ανά μετοχή το έτος t

g_a = Υψηλός ρυθμός ανάπτυξης μέχρι το έτος n1

g_n = Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης

Π_a = Δείκτης μερίσματος ανά κέρδη στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης

Π_n = Δείκτης μερίσματος ανά κέρδη στην περίοδο σταθεροποίησης

r = Απαιτητό ποσοστό επιστροφής κερδών κεφαλαίου στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης

r_n = Απαιτητό ποσοστό επιστροφής κερδών κατά την περίοδο σταθεροποίησης

8.3 Μέθοδος σχετικής αποτίμησης

Στη συγκεκριμένη μέθοδο γίνεται αποτίμηση με βάση το ενεργητικό παρόμοιων επιχειρήσεων. Αυτό που οφείλει να πετύχει ο χρηματοοικονομικός αναλυτής είναι η τυποποίηση της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Οι αξίες αυτές πρέπει να αποτιμηθούν τυποποιημένα σε σχέση με τα κέρδη που παράγουν, τη λογιστική τους αξία και σε σχέση με τα έσοδα που παράγουν³⁷. Η μέθοδος αυτή βασίζεται στα λογιστικά δεδομένα της επιχείρησης και δε λαμβάνει υπόψη την πιθανή μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας, το γίνεσθαι του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, ούτε την αξία του ανθρώπινου δυναμικού ή τυχόν διοικητικές δυσλειτουργίες. Επικεντρώνεται στην αξία που αναγράφεται στα λογιστικά βιβλία³⁸.

Η πρακτική αποτίμησης με βάση πολλαπλασιαστές, γίνεται σε τρία απλά στάδια:

- Αρχικά επιλέγουμε τον κατάλληλο πολλαπλασιαστή.

³⁷ Damodaran A., *ό.π.*, 2014, σελ. 718.

³⁸ Fernandez, P., *Company valuation methods. The most common errors in valuation*, IESE Working Paper, 2008. p.p. 4.

- Υπολογίζουμε την τιμή του επιλεγμένου πολλαπλασιαστή σε μία ομάδα ομοειδών επιχειρήσεων.
- Συγκρίνουμε την τιμή που βρήκαμε στο προηγούμενο στάδιο με το αντίστοιχο που προκύπτει για την υπό αποτίμηση εταιρεία, υπό την αίρεση, ότι η χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά και οι ομοειδείς εταιρείες έχουν δημιουργήσει μία ορθά τιμολογημένη βάση δεδομένων³⁹.

Οι πιο διαδεδομένοι πολλαπλασιαστές είναι⁴⁰:

P/E (αριθμοδείκτης τιμής/πωλήσεις)

P/BV (αριθμοδείκτης τιμής/λογιστική αξία)

P/S (αριθμοδείκτης τιμή/πωλήσεις)

8.3.1 Πολλαπλασιαστής κερδών

P/E (τιμή/κέρδη) όπου συγκρίνεται ο μέσος όρος του πολλαπλασιαστή ο οποίος λειτουργεί με τη λογική του υποδείγματος προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων. Ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής μπορεί να εφαρμοστεί τόσο σε περιπτώσεις εταιρειών που παρουσιάζουν σταθερούς ρυθμούς μεγέθυνσης, όσο και δύο στάδια ανάπτυξης.

Οι μεταβλητές που επηρεάζουν θετικά τον πολλαπλασιαστή P/E είναι το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών και του ρυθμού ανάπτυξης, ενώ στον αντίποδα αρνητικά τον επηρεάζει το προεξοφλητικό επιτόκιο (κόστος ιδίων κεφαλαίων).

$$\frac{P}{E} \text{ σταθερός ρυθμός ανάπτυξης} = \frac{P_0}{e_0} = \frac{\Pi(1+g_c)}{R_e-1-g_c}$$

Όπου:

³⁹ Πατατούκας Κ., Δεμοιράκης Ε., *Μεθοδολογία Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων Αποτίμησης Επιχειρήσεων*, εκδόσεις Irirotiki, Αθήνα 2003, σελ. 89.

⁴⁰ A. Damodaran, *ό.π.*, 1996, σελ. 13

P/E= Πολλαπλασιαστής κερδών

P₀ = Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής τη χρονική στιγμή 0

e₀ = Τρέχον επίπεδο τιμών

Π = Ποσοστό διανεμόμενων κερδών

g_c = Ρυθμός μεγέθυνσης

R_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

$$\frac{P}{E_{\text{δύο στάδια ανάπτυξης}}} = \frac{P_0}{e_0} = \frac{\Pi(1+g)\left[1 - \frac{(1+g)^n}{R_{en}^n}\right]}{R_{en} - 1 - g} + \frac{\Pi_n(1+g)^n * (1+g_n)}{(R_{em} - 1 - g_n) * R_{en}^n}$$

Όπου:

P/E= Πολλαπλασιαστής κερδών

P₀ = Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής τη χρονική στιγμή 0

e₀ = Τρέχον επίπεδο τιμών

Π = Ποσοστό διανεμόμενων κερδών

g = Ρυθμός μεγέθυνσης την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

g_n = Ρυθμός μεγέθυνσης την περίοδο σταθερής ανάπτυξης

R_n = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

R_m = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων την περίοδο σταθερής ανάπτυξης

8.3.2 Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων

P/BV (τιμή/λογιστική αξία). Η σχέση μεταξύ τιμής και λογιστικής αξίας κινούσε πάντα το ενδιαφέρον των επενδυτών. Αυτό συνέβαινε διότι διαχρονικά μετοχές με το σχετικό αριθμοδείκτη χαμηλό ή λιγότερο από τη μονάδα θεωρούνταν υποτιμημένες και με καλές προοπτικές για τοποθέτηση σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών. Από την άλλη, μετοχές που διαπραγματεύονταν με υψηλή τιμή σε σχέση με τη λογιστική τους αξία θεωρούνταν υπερτιμημένες.

Προκειμένου να υπολογίσουμε τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, υπολογίζουμε τη διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας του ενεργητικού και των υποχρεώσεων της εταιρείας. Από μία άλλη άποψη πρόκειται για την αρχική τιμή με την οποία κοστολογήθηκαν τα στοιχεία του ενεργητικού αφαιρώντας τις όποιες αποσβέσεις. Στη λογική αυτή, η αξία των ιδίων κεφαλαίων σταδιακά μειώνεται. Η αγοραία ωστόσο (χρηματιστηριακή) τιμή της εταιρείας, αντικατοπτρίζει τη δυναμική των κερδών σε συνδυασμό με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Αφού λοιπόν η λογιστική αξία αντιπροσωπεύει το πραγματικό κόστος των στοιχείων του ενεργητικού, μπορεί να αποκλίνει σημαντικά από την χρηματιστηριακή τιμή αν η δυναμική παραγωγής κερδών δείχνει ανοδική ή καθοδική τάση.

Το βασικό πλεονέκτημα της αποτίμησης με χρήση του πολλαπλασιαστή Ιδίων Κεφαλαίων είναι η απλότητά του. Είναι εύκολο για τον οποιονδήποτε να συγκρίνει τη λογιστική αξία μίας μετοχής με τη χρηματιστηριακή. Ιδίως για όσους δυσπιστούν έναντι των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, ο πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων αποτελεί ορόσημο για σύγκριση εταιρειών. Θετικό είναι επίσης ότι λόγω της χρήσης των ίδιων σταθερών λογιστικών μεθόδων μεταξύ των εταιρειών, ο πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων προσφέρεται για σύγκριση μεταξύ ομοειδών εταιρειών προκειμένου να χαρακτηριστούν ως υποτιμημένες ή υπερτιμημένες. Τέλος, ένα επιπλέον πλεονέκτημα είναι ότι μπορεί να εφαρμοστεί σε εταιρείες που εμφάνισαν ζημιά και στις οποίες δε βρίσκει εφαρμογή ο πολλαπλασιαστής κερδών.

Ως μειονέκτημα του πολλαπλασιαστή Ιδίων Κεφαλαίων εμφανίζεται το γεγονός ότι λογιστικές αξίες όπως τα κέρδη επηρεάζονται σημαντικά από τις αποσβέσεις και άλλες μεταβλητές. Έτσι όταν στις εταιρείες τα λογιστικά πρότυπα διαφέρουν μεταξύ τους είναι δύσκολο να συγκριθεί ο πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων. Δυσκολότερο ακόμα είναι να υπάρξει αντίστοιχη σύγκριση μεταξύ εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Η λογιστική αξία είναι περίπλοκο να υπολογιστεί σε εταιρείες παροχής υπηρεσιών που διαθέτουν κατά κανόνα λίγα περιουσιακά στοιχεία. Τέλος μειονέκτημα αποτελεί το ότι η λογιστική αξία των Ιδίων Κεφαλαίων μπορεί να γίνει αρνητικός αριθμός μετά από έτη συσσωρευμένων ζημιών, πράγμα που θα μας οδηγήσει σε αρνητικό πολλαπλασιαστή⁴¹.

Προσεγγίζοντας την ανάλυση του πολλαπλασιαστή Ιδίων Κεφαλαίων από την πλευρά της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, παρατηρούμε ότι πρόκειται για μια αύξουσα συνάρτηση

⁴¹ A. Damodaran, *ό.π.*, 1996, σελ. 318-319.

αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων, του ποσοστού διανεμόμενων κερδών και του μελλοντικού ρυθμού αύξησης των κερδών, και μια φθίνουσα συνάρτηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων⁴².

$$P/B = \frac{V_0^E}{B_0} = 1 + \frac{PV \text{ of } X}{B_0}$$

Όπου :

P/B = Πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων

V₀^E = Θεμελιώδης αξία Ιδίων Κεφαλαίων τη χρονική στιγμή 0

B₀ = Λογιστική αξία Ιδίων Κεφαλαίων τη χρονική στιγμή 0

PV of X = Παρούσα αξία μελλοντικών υπερκερδών

8.3.3 Πολλαπλασιαστής Πωλήσεων

P/S (αριθμοδείκτης τιμή/πωλήσεις). Λιγότερο δημοφιλής από τους δύο προηγούμενους, ο πολλαπλασιαστής των πωλήσεων παραμένει ένα ισχυρό επιχείρημα στη διάθεση του χρηματοοικονομικού αναλυτή λόγω των συγκριτικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει. Η χρήση του είναι καταλυτική για την προσέγγιση της αποτίμησης εταιρειών που δεν προσφέρεται με άλλες μεθόδους.

Αρχικά η χρήση του πολλαπλασιαστή πωλήσεων μπορεί να εκτιμήσει εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν ζημίες ή/και αρνητικά ίδια κεφάλαια και άρα δε θα μπορούσαν να εκτιμηθούν με τους πολλαπλασιαστές Κερδών και Ιδίων Κεφαλαίων. Επίσης σε αντίθεση με τους δύο προηγούμενους πολλαπλασιαστές οι οποίοι επηρεάζονται από τη λογιστική αξία και μέτρηση μεταβλητών όπως είναι οι αποσβέσεις, η απογραφή και διάφορες άλλες χρεώσεις όπως οι φόροι, ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων αναφέρεται σε απόλυτο μέγεθος. Ένα ακόμα πλεονέκτημα του πολλαπλασιαστή πωλήσεων είναι ότι ενώ αυτός των κερδών είναι ρευστός, καθώς τα κέρδη είναι ευαίσθητο μέγεθος που μεταβάλλεται από αρκετούς παράγοντες ακόμη και από τη φάση του κύκλου που διανύει η εταιρεία, οι πωλήσεις μας δε δείχνουν να έχουν τα

⁴² Πατατούκας Κ., Δεμοιράκης Ε., ό.π., σελ. 95.

ίδια συμπτώματα. Τέλος ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων μας προσφέρει ασφαλή συμπεράσματα για τις αλλαγές σε θέματα τιμολόγησης και στρατηγικών αποφάσεων.

Σε αντίθεση ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι μπορεί να μας οδηγήσει σε λάθος αποτίμηση όταν η εταιρεία δεν έχει έλεγχο στο κόστος των πωλήσεων της. Στις περιπτώσεις αυτές υπάρχει το ενδεχόμενο οι πωλήσεις να παραμένουν σταθερές, όμως τα κέρδη να έχουν μετατραπεί σε ζημία και η τιμή της μετοχής της εταιρείας να έχει μειωθεί. Ως εκ τούτου αν και η αποτίμηση αυτών των εταιρειών που παρουσιάζουν ζημία ή/και αρνητικά ίδια κεφάλαια είναι δελεαστική, ενδέχεται ο χρηματοοικονομικός αναλυτής να καταλήξει σε λάθος συμπεράσματα εφόσον η εταιρεία έχει δομικά προβλήματα που αφορούν στο κόστος και στο οριακό κέρδος⁴³.

$$P/S = \frac{MP/Sh}{SV/Sh}$$

ή

$$P/S = \frac{TMC}{TS}$$

Όπου:

P/S = Πολλαπλασιαστής πωλήσεων

MP/Sh = Χρηματιστηριακή τιμή ανά μετοχή

SV/Sh = Αξία πωλήσεων ανά μετοχή

TMC = Συνολική κεφαλαιοποίηση

TS = Συνολικές πωλήσεις

⁴³ A. Damodaran, *ό.π.*, 1996, σελ. 338-339.

ΜΕΡΟΣ Γ΄

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΠΡΑΓΜΕΝΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Από την ψήφιση του ν.3461/2006 μέχρι το χρόνο συγγραφής της παρούσας εργασίας (Μάιος 2023) έχουν παρέλθει 17 έτη μέσα στα οποία έχουν υποβληθεί συνολικά 126 Δημόσιες Προτάσεις εξαγοράς μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αναλυτικά το σύνολο των Δημοσίων Προτάσεων μαζί με τα ποσοστά επί του μετοχικού κεφαλαίου που έλεγχαν οι προτείνοντες πριν και μετά τη Δημόσια πρόταση παρατίθενται στο παράρτημα Α΄.

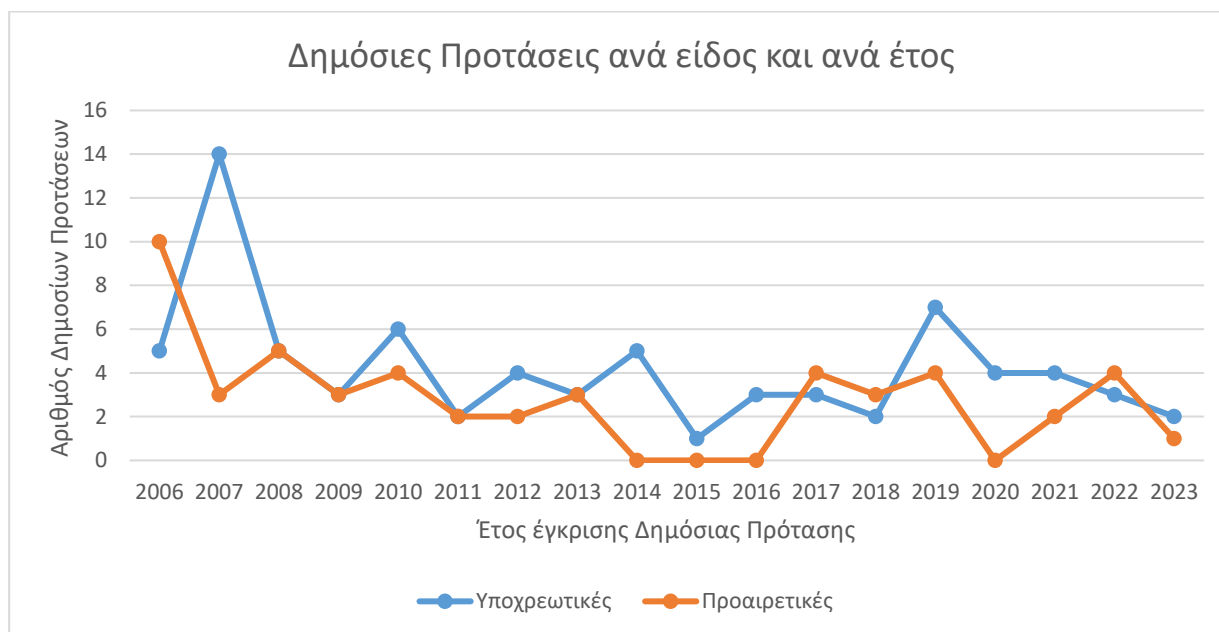
Από τα στοιχεία του παραρτήματος Α΄ προκύπτει ότι 77 από τις Δημόσιες Προτάσεις ήταν υποχρεωτικές και οι υπόλοιπες 49 προαιρετικές (γράφημα 1).



Γράφημα 1. Κατανομή συνόλου Δημοσίων Προτάσεων ανά είδος

Χρονολογικά παρατηρούμε ότι κατά τα δύο πρώτα έτη εφαρμογής του νόμου, είτε λόγω του γενικού επιπέδου τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών είτε λόγω της αναμενόμενης ψήφισης του νόμου, ο οποίος κυοφορούνταν για δύο χρόνια από την έκδοση της κοινοτικής οδηγίας, υποβλήθηκαν 32 Δημόσιες Προτάσεις, υποχρεωτικές και προαιρετικές. Τα επόμενα χρόνια σημείωσαν αισθητή πτώση μέχρι το σημείο καμψής του 2015, όταν υποβλήθηκε μία υποχρεωτική Δημόσια πρόταση. Έκτοτε ο αριθμός των

Δημοσίων Προτάσεων αυξήθηκε διατηρώντας ένα σημαντικό αριθμό ανά έτος, σύμφωνα με το Γράφημα 2.



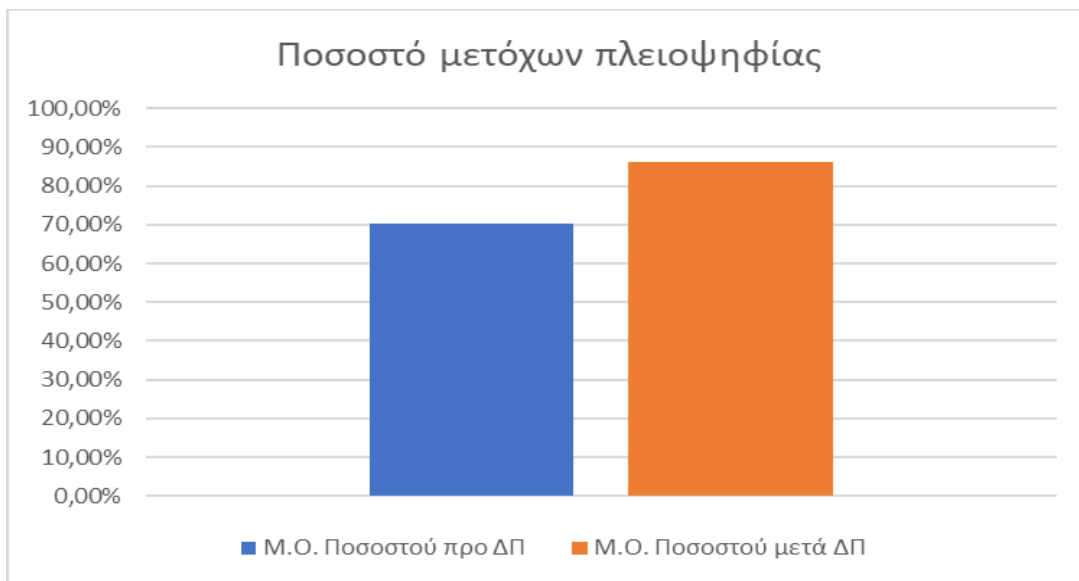
Γράφημα 2. Οι Δημόσιες Προτάσεις εξαγοράς εισηγμένων εταιρειών ανά είδος και έτος.

Από τις δημοσιευμένες ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προκύπτει ότι έχουν υλοποιηθεί 59 squeeze out (παράρτημα Β΄) και έχουν διαγραφεί από το Χρηματιστήριο λόγω των Δημοσίων Προτάσεων οι μετοχές 65 εταιρειών (παράρτημα Γ΄).

9.1 Οι Υποχρεωτικές Δημόσιες Προτάσεις

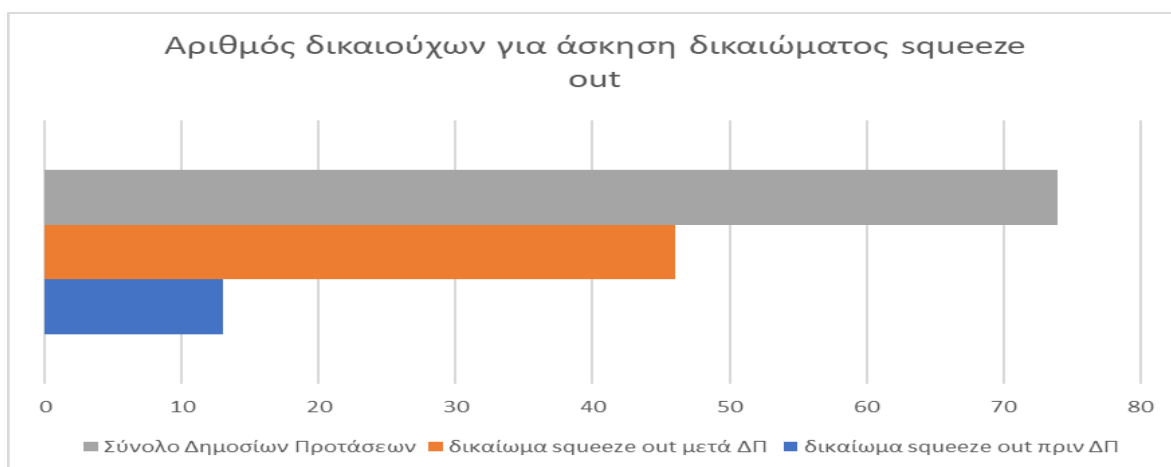
Στην ενότητα 7.2 γνωρίσαμε τις προϋποθέσεις του νόμου για την υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, ενώ στην ενότητα 7.3 παραθέσαμε όλες τις συνιστώσες που προσδιορίζουν το προσφερόμενο τίμημα. Στην παρούσα ενότητα θα αναλύσουμε τις συνολικά 74 υποχρεωτικές Δημόσιες Προτάσεις που υποβλήθηκαν και υλοποιήθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Από τις συνολικές 76 υπάρχουν 2 οι οποίες βρίσκονται υπό εξέλιξη οπότε δεν είναι δυνατή η καταγραφή του αποτελέσματος. Είναι οι δύο Δημόσιες Προτάσεις της Τράπεζας Πειραιώς για την εξαγορά της Marfin Investment Group και της ATTICA Συμμετοχών.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του παραρτήματος Α΄ ο μέσος όρος του ποσοστού μετοχών επί του μετοχικού κεφαλαίου που διέθεταν οι προτείνοντες κατά τις ημερομηνίες υποβολής των δημοσίων προτάσεων είναι αρκετά υψηλός και ανέρχεται σε 70,22%, ενώ κατόπιν της λήξης της περιόδου ισχύος της δημόσιας πρότασης ανέρχεται στο ακόμα υψηλότερο 86,10% (γράφημα 3).



Γράφημα 3. Ποσοστά μετόχων πλειοψηφίας προ και μετά τις ΔΠ

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι από το σύνολο των 74 υποχρεωτικών δημοσίων προτάσεων υπήρχαν σε 13 εταιρείες μέτοχοι πλειοψηφίας που έλεγχαν ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου που ήδη ήταν μεγαλύτερο από το 90% και είχαν εξασφαλίσει τη χρήση του δικαιώματος squeeze out. Ωστόσο, κατόπιν της λήξης της περιόδου ισχύος των υποχρεωτικών δημοσίων προτάσεων, ο αριθμός των εταιρειών στις οποίες οι μέτοχοι πλειοψηφίας έλεγχαν ποσοστό πάνω από το 90% και επομένως είχαν το δικαίωμα να ασκήσουν τη διαδικασία του squeeze out επί των μετόχων της μειοψηφίας, ανήλθε στις 46 (γράφημα 4).



Γράφημα 4. Αριθμός δικαιούχων για άσκηση δικαιώματος squeeze out

Ο μέτοχος μειοψηφίας μίας εταιρείας που έχει γίνει στόχος πλήρους εξαγοράς από το μέτοχο πλειοψηφίας και εφόσον κρίνει ότι το προσφερόμενο αντίτιμο δεν είναι ικανοποιητικό έρχεται αντιμέτωπος με ένα σημαντικό δίλημμα.

Όπως μας δείχνουν από κοινού τα γραφήματα 3 & 4, οι μέτοχοι πλειοψηφίας ελέγχουν κατά κόρον αρκετά υψηλό ποσοστό της εταιρείας και στις περισσότερες των περιπτώσεων μετά τη λήξη της περιόδου ισχύος των δημοσίων προτάσεων απολαμβάνουν ποσοστό μεγαλύτερο του κρίσιμου 90%.

Το δίλημμα δεν έγκειται στην περίπτωση που επιτευχθεί για τον προτείνοντα το κρίσιμο 90%, αφού ο μέτοχος μειοψηφίας δεν έχει κανένα περιθώριο αντίδρασης. Είτε πουλήσει τις μετοχές του κατά την περίοδο ισχύος της δημόσιας πρότασης είτε υποστεί το squeeze out, θα συμβεί το ίδιο. Ο μέτοχος πλειοψηφίας θα εξαγοράσει τις μετοχές στην τιμή της δημόσιας πρότασης.

Το δίλημμα προκύπτει στην περίπτωση που δεν θα επιτευχθεί το κρίσιμο ποσοστό του 90% και ο μέτοχος μειοψηφίας θα βρίσκεται αντιμέτωπος με μία νέα κατάσταση. Η διασπορά των μετοχών θα έχει συρρικνωθεί τόσο που θα είναι πολύ πιθανό να βρεθεί αντιμέτωπος με νέα χαμηλότερη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών του.

Υπάρχει βέβαια και η πιθανότητα ο προτείνων να επανέλθει με νέα αναπροσαρμοσμένη (προς τα πάνω) τιμή, με νέα δημόσια πρόταση. Όμως τα πραγματικά περιστατικά μας δείχνουν ότι αυτό είναι εξαιρετικά σπάνιο.

9.2 Εκθέσεις αποτίμησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς της έρευνας που παρατίθενται στο κεφάλαιο 10 μελετήσαμε τις εκθέσεις αποτίμησης ανεξάρτητων χρηματοοικονομικών συμβούλων για τις 74 υποχρεωτικές προτάσεις που υποβλήθηκαν στο πλαίσιο του νόμου 3461/2006. Επιλέχθηκαν οι υποχρεωτικές δημόσιες προτάσεις καθώς ως επί το πλείστον ακολουθούν τη διαδικασία μέχρι τέλους, δηλαδή ακολουθούνται από squeeze out και διαγραφή των μετοχών των εταιρειών από το Χρηματιστήριο Αθηνών. Σύμφωνα με τα αντληθέντα δεδομένα καταγράψαμε συνολικά 72 εκθέσεις αποτίμησης που αφορούν τις 55 από τις 74 συνολικές δημόσιες προτάσεις. Οι 55 υποχρεωτικές δημόσιες προτάσεις σε εισηγμένες εταιρείες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής και σύμφωνα με το Παράρτημα Ε΄:

- i. Οι 30 περιπτώσεις αφορούν εκθέσεις αποτίμησης που καταθέτει το Διοικητικό Συμβούλιο της υπό εξαγορά εισηγμένης συνοδευτικά με την αιτιολογημένη γνώμη του σχετικά με τη συνολική δημόσια πρόταση και σύμφωνα με το άρθρο 15 του ν. 3461/2006.
- ii. Οι οκτώ (8) αφορούν περιπτώσεις όπου την έκθεση αποτίμησης κατέθετε ο προτείνων ως μέρος της δημόσιας πρότασης και αφορούν περιπτώσεις από το 2006 έως το 2018, όταν η κατάθεση εκθέσεων αποτίμησης οριζόταν με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς λόγω της έλλειψης κάποιου εκ των δύο παραμέτρων που θέτει το νομικό πλαίσιο.
- iii. Οι 17 περιπτώσεις αφορούν διπλές εκθέσεις αποτίμησης. Αυτές που κατατίθενται από τον προτείνοντα σύμφωνα με την τελευταία τροποποίηση του νόμου το 2018 καθώς και για τη διατύπωση αιτιολογημένης γνώμης του Διοικητικού Συμβουλίου σύμφωνα με τα οριζόμενα του άρθρου 15 του ν. 3461/2006 που εξακολουθεί να ισχύει.

Από ερευνητικής πλευράς, στις αναλύσεις που ακολουθούν στις επόμενες ενότητες αντιμετωπίσαμε ενιαία το προσφερόμενο τίμημα που ορίζει ο νόμος δηλαδή ότι ως χαμηλότερη τιμή της δημόσιας πρότασης ορίζεται η υψηλότερη μεταξύ:

- Της μέσης χρηματιστηριακής τιμής κλεισίματος των τελευταίων 6 μηνών από τότε που ο προτείνων κατέστη υπόχρεος για την υποβολή της πρότασης και
- Της υψηλότερης τιμής στην οποία ο προτείνων απέκτησε μετοχές της υπό εξαγορά εταιρείας κατά τους τελευταίους 12 μήνες.

Επίσης στις εκθέσεις αποτίμησης όπου προτείνεται εύρος τιμών τα στοιχεία υπολογίστηκαν με τη μέση τιμή.

9.2.1 Μεθοδολογία εκθέσεων αποτίμησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Με το δείγμα των 72 εκθέσεων αποτίμησης των ανεξάρτητων χρηματοοικονομικών συμβούλων μπορούμε να συνθέσουμε το προφίλ αυτών. Στο μεγαλύτερο ποσοστό οι εκθέσεις αποτίμησης στηρίζονται σε τρεις διαφορετικές μεθοδολογίες οι οποίες σταθμίζονται προκειμένου να προκύψει η τελική τιμή. Σε αρκετές από τις περιπτώσεις ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος προσφεύγει σε ένα τελικό εύρος τιμών εντός του οποίου οφείλει να βρίσκεται η ήδη δημοσιευμένη τιμή της δημόσιας πρότασης.

Επίσης εκτός των τυπικών που οφείλει να αναφέρει ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος στην έκθεσή του (ότι δεν έχει συνεργαστεί με την εν λόγω εταιρεία τα τελευταία 5 χρόνια ή ότι τα στοιχεία που εξετάζει αντλήθηκαν εμπιστευτικά από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου)

διατηρεί πάντα τις επιφυλάξεις καθώς πολλές φορές αναλύει με βάση στοιχεία που αφορούν σε μελλοντικές χρήσεις και δεν υπάρχει η δυνατότητα να γνωρίζει εξελίξεις στο ευρύτερο εθνικό οικονομικό περιβάλλον καθώς και μελλοντικές έκτακτες προκλήσεις που μπορεί να υπάρξουν σε εταιρικό, κλαδικό, εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο, που θα διαμορφώσουν είτε θετικά είτε αρνητικά τη χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας.

Ως ανεξάρτητοι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι καταγράφηκαν:

- i) εγχώριες τράπεζες (ενδεικτικά: Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Πειραιώς, Proton Bank, Millenium Bank)
- ii) χρηματιστηριακές θυγατρικές ελληνικών τραπεζών (ενδεικτικά: Eurobank FG Telesis, NBG Securities)
- iii) Ελληνικές χρηματιστηριακές Α.Ε.Π.Ε.Υ. (ενδεικτικά: Κύκλος Χρηματιστηριακή, Euroxx Χρηματιστηριακή, Eurocrop Α.Ε.Π.Ε.Υ., Merit Securities, Guardian Trust Α.Ε.Π.Ε.Υ., Beta Χρηματιστηριακή, Pantelakis Securities)
- iv) Τα ελληνικά παραρτήματα διεθνών Χρηματοοικονομικών Οίκων (ενδεικτικά: PriceWaterHouse, KPMG, Deloitte, ABN AMRO, PNB Paribas, Grant Thornton)

Στην πραγματοποιηθείσα έρευνα στις συνολικά 72 εκθέσεις αποτίμησης καταγράφηκαν 17 διαφορετικοί τύποι αποτίμησης που οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι χρησιμοποίησαν συνολικά 219 φορές για να καταφέρουν τη βέλτιστη ανάλυση των δεδομένων κάθε εταιρείας.

Η συχνότητα χρήσης του καθενός από αυτούς αναλύονται στον παρακάτω πίνακα:

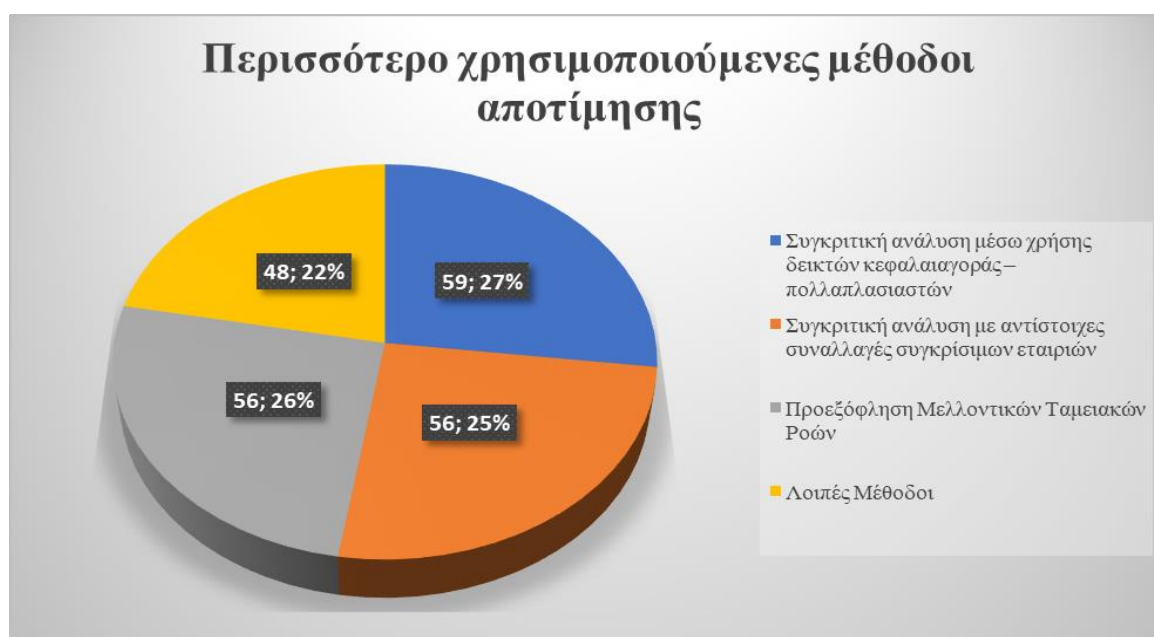
Πίνακας 3: Ανάλυση χρήσης μεθόδων αποτίμησης

Μέθοδοι αποτιμήσεων δείγματος	Αριθμός χρήσης
Συγκριτική ανάλυση μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς – πολλαπλασιαστών	59
Συγκριτική ανάλυση με αντίστοιχες συναλλαγές συγκρίσιμων εταιριών	56
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	56
Ανάλυση Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	12
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	7
Ανάλυση Τιμήματος προηγούμενων Δημοσίων Προτάσεων στην Ελλάδα	7
Αποτίμησης με βάση τον μέσο οικονομικό κύκλο	7
Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων	3
Ανάλυση επί τη βάσει μεθόδου αθροίσματος επί μέρους αξιών	2
Οικονομικού κέρδους	2
Ανάλυση χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς	2
Ανάλυση αξίας ενεργητικού	1
Προσέγγιση με βάση την Αγορά	1
Ανάλυση Πάγιας Καθαρής Θέσης	1
Αξία του κεφαλαίου ως δικαίωμα προαίρεσης	1
Ανάλυση με βάση την Προστιθέμενη Επιχειρηματική Αξία	1
Σύγκριση Χρηματιστηριακής με Εσωτερική Αξία του Χαρτοφυλακίου της Εταιρείας	1
Σύνολο μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν	219

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι οι τρεις μέθοδοι που αποτελούν το περίπου 80% των αποτιμήσεων που έχουν διατυπωθεί στην ελληνική κεφαλαιαγορά είναι:

- i. Συγκριτική ανάλυση μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς – πολλαπλασιαστών.
- ii. Συγκριτική ανάλυση με αντίστοιχες συναλλαγές συγκρίσιμων εταιριών.
- iii. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών.

Οι υπόλοιπες 14 μέθοδοι χρησιμοποιούνται από λίγο έως ελάχιστα, ενώ καταγράφηκαν και περιπτώσεις όπου μέθοδοι αποτίμησης υπολογίστηκαν επικουρικά χωρίς να ληφθούν υπόψη στη τελική στάθμιση της τιμής. Επίσης υπήρξαν περιπτώσεις όπου ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος έκρινε επιλεγμένες μεθόδους αποτίμησης ως ακατάλληλες ή κατέληγε σε εκτιμήσεις όπου η ελάχιστη αξία ανά μετοχή ήταν 0€ (χαρακτηριστική η περίπτωση αποτίμησης της εταιρείας Σφακιανάκης⁴⁴).



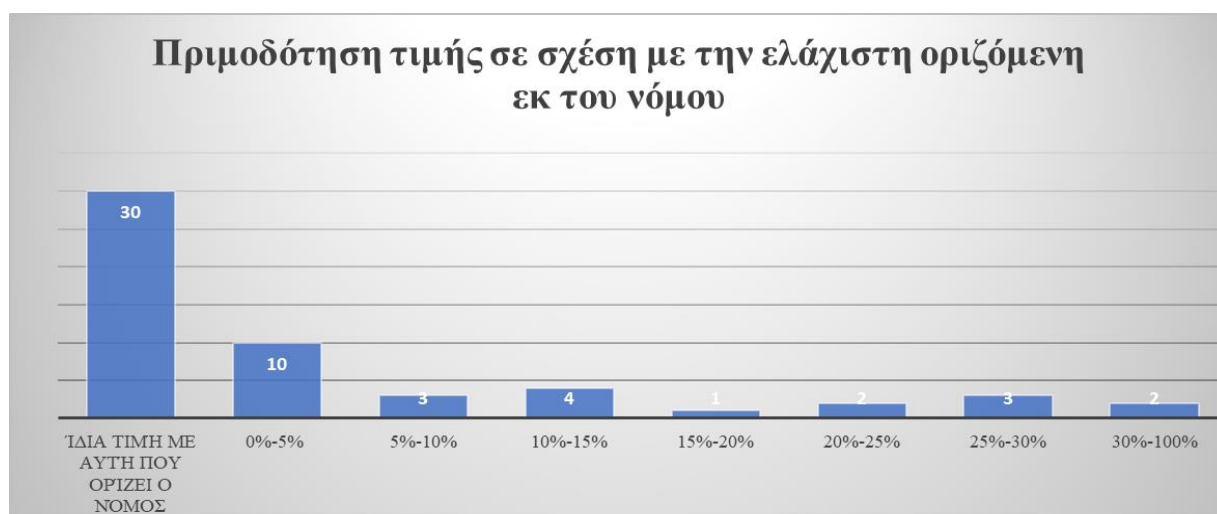
Γράφημα 5. Ποσοστιαία κατανομή μεθόδων αποτίμησης

⁴⁴ https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/sfa_2.pdf

9.2.2 Σύγκριση μεταξύ τιμής εκ του νόμου και προσφερόμενου τιμήματος δημόσιας πρότασης

Εκ του δείγματος των 55 υποχρεωτικών προτάσεων του Παραρτήματος Ε' που εξετάζουμε, παρατηρούμε στις 30 περιπτώσεις (ποσοστό 54,5%) ότι το προσφερόμενο αντάλλαγμα είναι το ίδιο με αυτό που ορίζει ο νόμος ως ελάχιστο (μ.ο. τιμής τελευταίων 6 μηνών ή η υψηλότερη τιμή που αγόρασε ο προτείνων του τελευταίου 12 μήνες).

Από τις υπόλοιπες 25 ο κύριος όγκος (10 περιπτώσεις, ποσοστό 18,1%) πρότεινε μία πριμοδότηση τιμής (premium) μέχρι 5% περισσότερο από αυτό που ορίζει ο νόμος. Ενώ από 5% έως και 30% πριμοδότηση καταγράφηκε σε 13 περιπτώσεις (ποσοστό 23,6%). Υπήρξε μία (1) περίπτωση με πριμοδότηση 75%, μία (1) με 100% (ποσοστό 1,8% εκάστη).



Γράφημα 6. Πριμοδότηση τιμής σε σχέση με την ελάχιστη εκ του νόμου.

Το αποτέλεσμα που εξάγουμε είναι ότι σε συντριπτικό ποσοστό μεγαλύτερο του 70% ο προτείνων προσφέρει ως αντάλλαγμα το ελάχιστο που ορίζει ο νόμος ή ένα premium που δεν ξεπερνά το 5%.

9.2.3 Σύγκριση τιμών εκθέσεων αποτίμησης σε σχέση με το προσφερόμενο αντάλλαγμα

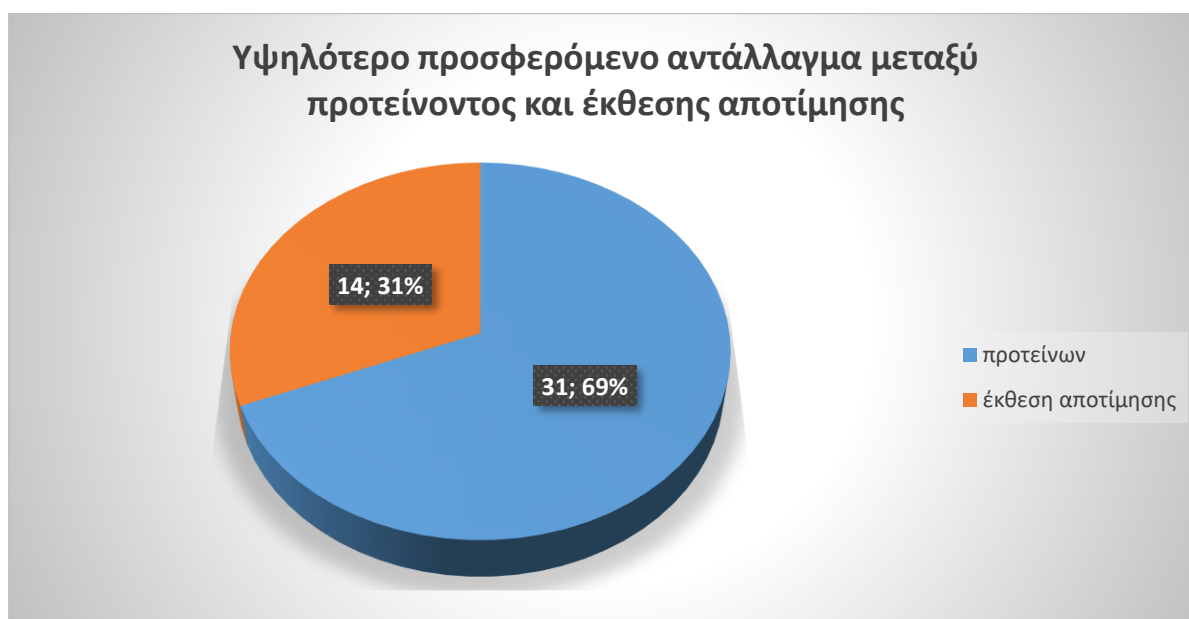
Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 9.2 (περιπτώσεις i & iii) καταγράφηκαν 47 εκθέσεις αποτίμησης⁴⁵ που προσκόμισαν τα Διοικητικά Συμβούλια των εισηγμένων προκειμένου να εκφράσουν την αιτιολογημένη τους γνώμη για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση που ανακοινώθηκε. Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 7.3 η έκθεση αποτίμησης που συντάσσεται από ανεξάρτητο χρηματοοικονομικό σύμβουλο και παρουσιάζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της

⁴⁵ Ωστόσο οι διαθέσιμες τιμές υπάρχουν για τις 45 περιπτώσεις.

εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 15, αποτελεί μέρος της εισήγησης προς τους μετόχους της εταιρείας και το ευρύ επενδυτικό κοινό αλλά σε καμία περίπτωση δεν υποχρεώνει τον προτείνοντα να τροποποιήσει το προσφερόμενο αντάλλαγμα.

Σύμφωνα λοιπόν με το δείγμα των 45 εκθέσεων αποτίμησης καταγράψαμε⁴⁶:

- 31 περιπτώσεις (ποσοστό 69%) που το αντάλλαγμα που προσέφερε ο προτείνων ήταν υψηλότερο από αυτό που αποτιμήθηκε από τον χρηματοοικονομικό σύμβουλο.
- 14 περιπτώσεις (ποσοστό 31%) όπου το αντάλλαγμα που προσέφερε ο προτείνων ήταν μικρότερο από αυτό που αποτιμήθηκε από τον χρηματοοικονομικό σύμβουλο.



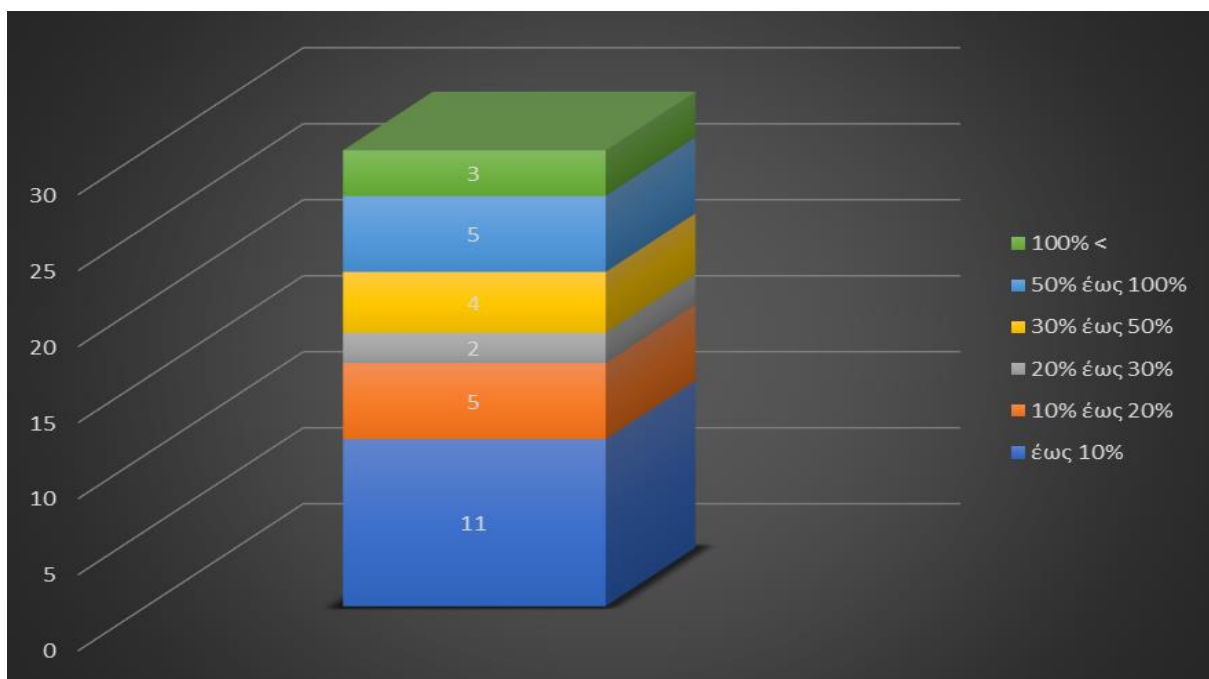
Γράφημα 7. Σύγκριση μεταξύ τιμής προτείνοντα και αποτίμησης

Εκ των 31 περιπτώσεων όπου το προσφερόμενο αντάλλαγμα ήταν μεγαλύτερο από αυτό της έκθεσης αποτίμησης υπάρχουν:

- 7 περιπτώσεις (22,8%) όπου η τιμή του προτείνοντος είναι μέχρι και 5% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 4 περιπτώσεις (12,9%) όπου η τιμή του προτείνοντος είναι από 5% μέχρι και 10% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 1 περίπτωση (3,2%) όπου η τιμή του προτείνοντος είναι από 10% μέχρι και 15% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.

⁴⁶ Σε περιπτώσεις όπου η έκθεση αποτίμησης προσδιόριζε εύρος τιμών, υπολογίστηκε η μέση τιμή.

- 4 περιπτώσεις (12,9%) όπου η τιμή του προτεινόντος είναι από 15% μέχρι και 20% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 2 περιπτώσεις (6,4%) όπου η τιμή του προτεινόντος είναι από 25% μέχρι και 30% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 4 περιπτώσεις (12,9%) όπου η τιμή του προτεινόντος είναι από 30% μέχρι και 50% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 5 περιπτώσεις (15,6%) όπου η τιμή του προτεινόντος είναι από 50% μέχρι και 100% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης και
- 3 περιπτώσεις (9,6%) όπου η τιμή του προτεινόντος είναι 260%, 280% και 580% υψηλότερη από αυτήν της έκθεσης αποτίμησης.
- 1 περίπτωση όπου η έκθεση αποτίμησης εκτιμούσε την αξία της εταιρείας με 0€, ο προτείνων προσέφερε 0,10€ και δε μπορεί να συναχθεί αποτέλεσμα με το 0 ως παρανομαστή του κλάσματος.

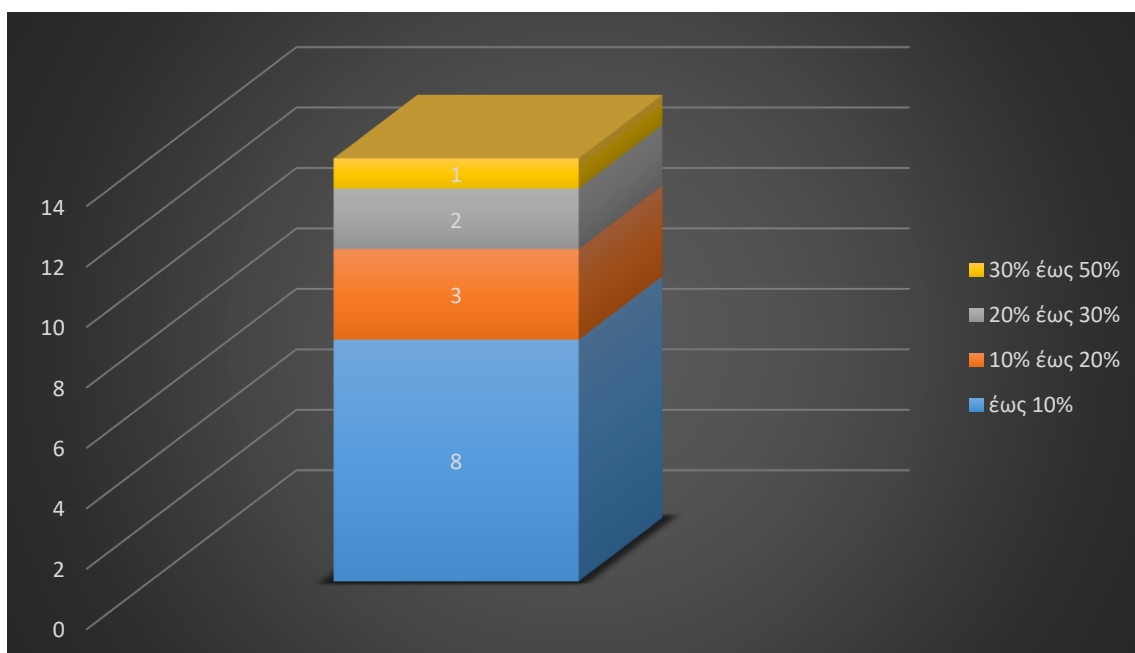


Γράφημα 8. ΔΠ με τιμή μεγαλύτερη της αποτίμησης

Ομοίως από τις 14 περιπτώσεις όπου η έκθεση αποτίμησης κατέγραψε μεγαλύτερη τιμή από αυτήν του προτεινόντος είχαμε:

- 6 περιπτώσεις (42,8%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή μέχρι 5% υψηλότερη από αυτήν της δημόσιας πρότασης.

- 2 περιπτώσεις (14,3%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 5% μέχρι 10% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.
- 2 περιπτώσεις (14,3%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 10% μέχρι 15% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.
- 1 περίπτωση (7,1%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 15% μέχρι 20% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.
- 1 περίπτωση (7,1%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 20% μέχρι 25% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.
- 1 περίπτωση (7,1%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 25% μέχρι 30% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.
- 1 περίπτωση (7,1%) όπου η έκθεση αποτίμησης πρότεινε τιμή υψηλότερη από 30% μέχρι 50% από αυτήν της δημόσιας πρότασης.



Γράφημα 9. ΔΠ με τιμή αποτίμησης μεγαλύτερη του προτείνοντα

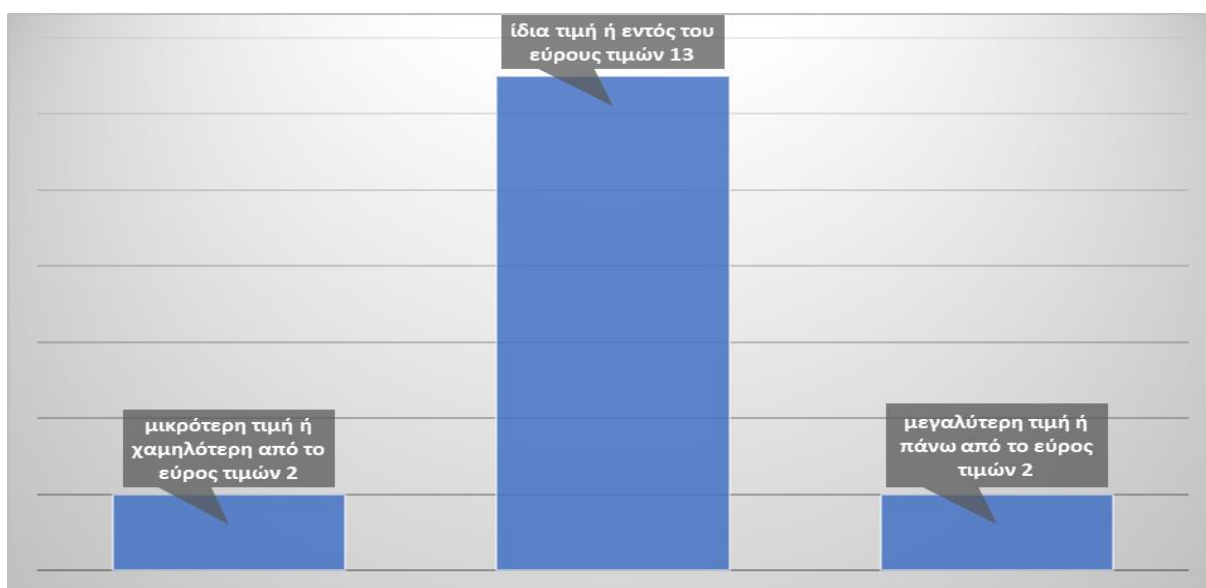
Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι κατά κανόνα η έκθεση αποτίμησης που έπεται χρονικά της δημόσιας πρότασης έχει χαμηλότερη τιμή από αυτήν της δημόσιας πρότασης. Ακόμα και στο 1/3 των περιπτώσεων που η έκθεση αποτιμά περισσότερο την αξία ανά μετοχή της εταιρείας, οι μισές εξ' αυτών προσδιορίζουν την πριμοδότηση μέχρι 10% περισσότερο από την τιμή της δημόσιας πρότασης.

9.2.4 Σύγκριση τιμών σε περιπτώσεις κατάθεσης δύο εκθέσεων αποτίμησης

Όπως αναφέραμε καταγράφηκαν 17 περιπτώσεις υποχρεωτικών δημοσίων προτάσεων κατόπιν της τροποποίησης του νόμου το 2018 στις οποίες ο προτείνων έπρεπε να λάβει υπόψη του την έκθεση αποτίμησης προκειμένου να διαμορφώσει την τιμή της δημόσιας πρότασης. Στις 17 αυτές περιπτώσεις κατατέθηκε και δεύτερη έκθεση αποτίμησης εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας.

Εκ των 17 περιπτώσεων στις:

- 13 η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είχε την ίδια τιμή ή βρισκόταν εντός του εύρους τιμών της έκθεσης αποτίμησης του Διοικητικού Συμβουλίου.
- 2 η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είχε μεγαλύτερη τιμή ή βρισκόταν πάνω από το εύρος τιμών της έκθεσης αποτίμησης του Διοικητικού Συμβουλίου (3% και 30% μεγαλύτερη τιμή).
- 2 η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είχε μικρότερη τιμή ή βρισκόταν κάτω από το εύρος τιμών της έκθεσης αποτίμησης του Διοικητικού Συμβουλίου (8% και 9% μικρότερη τιμή).



Γράφημα 10. Σύγκριση μεταξύ αποτιμήσεων προτείνοντα και ΔΣ.

Από τα ανωτέρω εξάγεται το συμπέρασμα ότι στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων οι δύο εκθέσεις αποτίμησης ταυτίζονται ως προς τον προσδιορισμό της αξίας της μετοχής της υπό εξαγορά εταιρείας.

Από μία άλλη οπτική στις 17 αυτές περιπτώσεις αν συμπεριλάβουμε όλες τις παραμέτρους (έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα, έκθεση αποτίμησης του Διοικητικού Συμβουλίου, τιμή οριζόμενη εκ του νόμου και τελική τιμή δημοσίας πρότασης) που διαμορφώνουν την τελική τιμή μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τις δημόσιες προτάσεις που φέρουν δύο εκθέσεις αποτίμησης μετά το 2018, όπως αποτυπώνονται στο Παράρτημα ΣΤ', ως εξής:

➤ 6 περιπτώσεις (37,5%) όπου η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα όριζε τιμή που βρισκόταν εντός του εύρους τιμών της έκθεσης αποτίμησης του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά εκ του νόμου προέκυπτε υψηλότερη τιμή και ήταν αυτή η τελική τιμή της δημοσίας πρότασης, χωρίς πριμοδότηση.

➤ 2 περιπτώσεις (12,5%) όπου η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα όριζε τιμή που βρισκόταν εντός του εύρους τιμών της έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά εκ του νόμου προέκυπτε υψηλότερη τιμή και η τιμή δημοσίας πρότασης έδινε πριμοδότηση στη μία περίπτωση 6% και στην άλλη 15%.

➤ 4 περιπτώσεις (25%) όπου η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα όριζε τιμή που βρισκόταν εντός του εύρους τιμών της έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου και η τιμή της δημοσίας πρότασης προέκυπτε όχι από το νόμο αλλά από την έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα. Τα ποσοστά πριμοδότησης της δημοσίας πρότασης ήταν 1%, 1%, 2% και 4%.

➤ 2 περιπτώσεις (12,5%) όπου η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα όριζε τιμή χαμηλότερη από το εύρος τιμών της έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά εκ του νόμου προέκυπτε υψηλότερη τιμή και η τιμή δημοσίας πρότασης έδινε πριμοδότηση στη μία περίπτωση 2,5% αλλά καθόλου στην άλλη (0%).

➤ 2 περιπτώσεις (12,5%) όπου η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα όριζε τιμή υψηλότερη από το εύρος τιμών της έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου αλλά εκ του νόμου προέκυπτε υψηλότερη τιμή και η τιμή δημοσίας πρότασης έδινε πριμοδότηση στη μία περίπτωση 19% και καθόλου στην άλλη (0%).

➤ Από τις 17 περιπτώσεις δε λαμβάνεται υπόψη η πριμοδότηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας «Ιχθυοτροφεία Σελλόντα» που οδηγεί σε εσφαλμένο συμπέρασμα καθώς ο προτείνων πριμοδότησε την τιμή κατά 100% (από 0,05€ εκ του νόμου σε 0,10€ τελική τιμή) ενώ οι δύο εκθέσεις αποτιμούσαν την εταιρεία σε 0€.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό αφορά εκθέσεις αποτίμησης οι οποίες συμφωνούσαν μεταξύ τους αλλά και πάλι ήταν πολύ χαμηλές με αποτέλεσμα ο νόμος να ορίζει την τελική τιμή.

Στις περισσότερες των περιπτώσεων ο προτείνων όρισε τη χαμηλότερη δυνατή τιμή για αυτόν, δηλαδή ό,τι όριζε ο νόμος. Ακόμα και στις περιπτώσεις που δόθηκε από τον προτείνοντα πριμοδότηση τιμής αυτή είχε μικρή απόδοση, όση θα μπορούσε να ήταν η απόδοση από το μέρισμα μίας χρονιάς.

Στην περίπτωση της «Καρατζή Α.Ε.Β.Ξ.Ε.» θα μπορούσαμε να ξεχωρίσουμε την τελική πριμοδότηση της τιμής που έφτασε το 19% σε σχέση με το ελάχιστο που θα μπορούσε να προσφερθεί, όπως και στην περίπτωση «Νηρέυς Α.Ε.» όπου η πριμοδότηση τιμής έφθασε το 15%.

Στις λίγες (4) περιπτώσεις όπου η τιμή της δημόσιας πρότασης ορίστηκε από την έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα, καθώς ήταν υψηλότερη από αυτήν που όριζε ο νόμος, η πριμοδότηση της τιμής ήταν περισσότερο στρογγυλοποίηση λίγων λεπτών προς τα πάνω, παρά κίνητρο προκειμένου να συμμετέχουν οι μέτοχοι στη δημόσια πρόταση.

9.3 Η εφαρμογή του squeeze out στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Όπως αναφέραμε στην ενότητα 9 από την εφαρμογή του ν.3461/2006 μέχρι το τέλος του 2022 έχουν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 59 διαδικασίες δικαιώματος εξαγοράς (squeeze out) από τους μετόχους πλειοψηφίας εις βάρος των μετόχων μειοψηφίας που δεν αποδέχθηκαν τη δημόσια πρόταση.

Στο παράρτημα Δ' γίνεται αναλυτική αναφορά σε αυτές τις περιπτώσεις squeeze out σε ότι αφορά στο ποσοστό / αριθμό των μετοχών το οποίο δεν κατείχε ο προτείνων κατά την υποβολή των δημοσίων αυτών προτάσεων, του εναπομείναντος ποσοστού / αριθμού μετοχών μετά τη λήξη της περιόδου ισχύος της δημόσιας προσφοράς που οδηγήθηκε προς squeeze out, και του αντιτίμου που καταβλήθηκε στους μετόχους μειοψηφίας κατόπιν αυτού.

Αξίζει να αναφέρουμε στο σημείο αυτό ότι δύο (2) εκ των 59 εγκεκριμένων squeeze out, καθώς προέρχονταν από προαιρετική δημόσια πρόταση, αφορούσαν στην ανταλλαγή μετοχών μεταξύ των εταιρειών οπότε η συναλλαγή δεν είχε χρηματικό αντίτιμο.

Με βάση τα στοιχεία του παραρτήματος Δ' προκύπτει ότι ο μέσος όρος του ποσοστού που ήταν διατεθειμένος να εξαγοράσει ο μέτοχος πλειοψηφίας και κατόπιν προτείνων της δημόσιας πρότασης ανέρχεται σε ποσοστό 86,02%.

Επίσης από τα παρατιθέμενα στοιχεία προκύπτει ότι ο μέσος όρος των μετοχών που υφίστανται τη διαδικασία του squeeze out ανέρχεται σε 3,72%.

Η δε συνολική αξία του τιμήματος που καταβλήθηκε από τους μετόχους πλειοψηφίας σε μετόχους μειοψηφίας που δε συμμετείχαν στις δημόσιες προτάσεις αλλά οι μετοχές τους εξαγοράσθηκαν ανέρχεται στο ποσό των 357.499.101€ και η μέση διαδικασία squeeze out κόστισε στο μέτοχο πλειοψηφίας περίπου 6,2 εκατομμύρια ευρώ.

9.4 Ενέργειες μετόχων μειοψηφίας κατά δημοσίων προτάσεων

Ο ν. 3461/2006 έχει κατηγορηθεί πολλές φορές από δημοσιεύματα στον τύπο και από τους μετόχους μειοψηφίας ότι λειτουργεί υπέρ της εύκολης εξόδου των εισηγμένων εταιρειών από το Χρηματιστήριο Αθηνών. Ας εξετάσουμε στη συνέχεια περιπτώσεις όπου οι μέτοχοι μειοψηφίας αντέδρασαν κατά των δημοσίων προτάσεων και ποια είναι τα αποτελέσματα αυτών των αντιδράσεων.

9.4.1 Η περίπτωση της Α.Β. Βασιλόπουλος

Η εταιρεία Α.Β. Βασιλόπουλος ιδρύθηκε ως ανώνυμη εταιρεία το 1969 και ως τα τέλη της δεκαετίας του 1980 είχε πλέον καθιερωθεί σαν μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες υπεραγοράς τροφίμων στην Ελλάδα. Εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1990 και δύο χρόνια αργότερα ξεκίνησε τη συνεργασία της με το βελγικό όμιλο Delhaize "The Lion" Nederland B.V. έναν από τις 5 μεγαλύτερες αλυσίδες τροφίμων στην Ευρώπη⁴⁷.

Λόγω των εξαιρετικών μεγεθών της αποτέλεσε στόχο εξαγοράς από τη βελγική εταιρεία η οποία πέτυχε τελικά την εξαγορά της ελληνικής αλυσίδας κατόπιν σειράς δημοσίων προτάσεων. Τον Ιούνιο του 2009 η βελγική Delhaize κάτοχος του 65,27% του μετοχικού κεφαλαίου απεύθυνε προαιρετική δημόσια πρόταση προς τους μετόχους της Α.Β. Βασιλόπουλος στην τιμή των

⁴⁷ <https://www.kathimerini.gr/economy/business/399253/prin-apo-tin-exodo-i-av-vasilopoulos/>

30,50€⁴⁸. Λίγες μέρες αργότερα η προτείνουσα εταιρεία επανήλθε με αναθεωρημένη πρόταση στα 34,00€. Καθώς η βελγική εταιρεία δεν κατάφερε να συγκεντρώσει το ποσοστό του 90% που χρειαζόταν προκειμένου να κάνει χρήση του δικαιώματος squeeze out, επανήλθε λίγους μήνες αργότερα με νέα προαιρετική δημόσια πρόταση με νέο αντίτιμο αυξημένο στα 35,73€⁴⁹. Η νέα δημόσια πρόταση συγκέντρωσε ποσοστό οριακά υψηλότερο του 90%, η Delhaize προχώρησε σε squeeze out πληρώνοντας το αντίτιμο των περίπου 41,5 εκ. ευρώ στους μετόχους μειοψηφίας οι οποίοι δε συμμετείχαν στη δημόσια πρόταση προσδοκώντας υψηλότερο αντίτιμο.

Η γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας σχετικά με τις τρεις προαιρετικές δημόσιες προτάσεις, όσον αφορά το εύλογο και δίκαιο ερώτημα του αντιτίμου, ήταν σε όλες τις περιπτώσεις θετικές⁵⁰.

Στην περίπτωση της Α.Β. Βασιλόπουλος οι μέτοχοι μειοψηφίας δεν κινήθηκαν νομικά εναντίον της δημόσιας πρότασης ωστόσο είναι χαρακτηριστική περίπτωση στην οποία το αντίτιμο αυξήθηκε, είτε διότι το αρχικό ήταν μεν νόμιμο αλλά χαμηλό, είτε η εξαγοράζουσα Delhaize προβλέποντας τη δυναμική ανάπτυξης της Α.Β. Βασιλόπουλος δε δίστασε να προσφέρει αντίτιμο το οποίο οι μέτοχοι μειοψηφίας βρήκαν δελεαστικό προκειμένου να προχωρήσουν σε πώληση των μετοχών τους.

Σήμερα, 10 χρόνια μετά την έξοδο της Α.Β. Βασιλόπουλος από το Χρηματιστήριο Αθηνών τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας παρουσιάζονται ισχυρά καταγράφοντας σταθερές πωλήσεις ύψους 2 δις ευρώ ανά έτος την περίοδο 2018-2021 και καθαρά κέρδη που κυμαίνονται μεταξύ των 20 και 35 εκ. ευρώ ανά έτος την ίδια περίοδο⁵¹.

⁴⁸ <https://www.helex.gr/documents/10180/1432379/%CE%91%CE%9B%CE%A6%CE%91-%CE%92%CE%97%CE%A4%CE%91%20%CE%92%CE%91%CE%A3%CE%99%CE%9B%CE%9F%CE%A0%CE%9F%CE%A5%CE%9B%CE%9F%CE%A3%20A.E.+%2811-%CE%99%CE%BF%CF%85%CE%BD-2009%29/96bd7028-0987-4548-99cf-97391c7e17a8?version=1.0>

⁴⁹ <https://www.helex.gr/documents/10180/1432379/%CE%91%CE%9B%CE%A6%CE%91-%CE%92%CE%97%CE%A4%CE%91%20%CE%92%CE%91%CE%A3%CE%99%CE%9B%CE%9F%CE%A0%CE%9F%CE%A5%CE%9B%CE%9F%CE%A3%20A.E.+%2812-%CE%91%CF%80%CF%81-2010%29/9cdb2009-aff3-4b20-9480-af3d639336f0?version=1.0>

⁵⁰ <https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/announce-downloads/2009-06%252FReasoned%2520pinion%2520greek.pdf>

<https://www.stockwatch.com.cy/el/announcement/alfa-vita-vasilopoylos-ae-anakoinosi-aitiologimenis-gnomis-toy-dioikitikoy-symvoylioy>

<https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/announce-downloads/2010-04%252FAlfa%2520vita.pdf>

⁵¹ <https://www.ab.gr/el/ourcompany/financial>

9.4.2 Η περίπτωση της Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε.

Η Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε. είναι μία ανταγωνιστική βιομηχανική εταιρεία που πρωταγωνιστεί στην κατασκευή μηχανουργικών και μεταλλικών κατασκευών όπως ανεμογεννητριών και γερανογεφυρών. Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1958 και ο έλεγχος της άνηκε στην οικογένεια Ρόκα με βιομηχανικές εγκαταστάσεις στην Τρίπολη Αρκαδίας. Η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών τον Αύγουστο του 1990. Μετά από 18 χρόνια, τον Ιούλιο του 2008 η Χ. Ρόκας ΑΒΕΕ αποτέλεσε στόχο εξαγοράς της Ισπανικής πολυεθνικής Iberdrola Renovables S.A., μία από τις κορυφαίες εταιρείες παγκοσμίως στην κατασκευή αιολικών πάρκων και έργων ενέργειας. Να σημειωθεί ότι η Ελληνική Τεχνοδομική είχε υποβάλει δημόσια πρόταση για την εξαγορά του 40% της Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε. το 2004. Το τότε αντίτιμο που προσφερόταν ήταν 5,30€/μετοχή, ποσό που κρίθηκε χαμηλό σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας το οποίο απέρριψε τη δημόσια πρόταση στο σύνολό της.

Η προαιρετική δημόσια πρόταση που υπέβαλε η Ισπανική εταιρεία όριζε τα 16€ ανά κοινή μετοχή και τα 11€ ανά προνομιάχα. Το ποσοστό της Iberdrola από 52% (κοινές) και 47% (προνομιάχες) εκτοξεύθηκε στο 96% και 97% αντίστοιχα⁵².

Ωστόσο υπήρχε κάτι που δε γνώριζαν οι μέτοχοι μειοψηφίας που πώλησαν τις περίπου 11 εκ. κοινές μετοχές στα 16€ και τις 1,6 εκ. προνομιάχες μετοχές έναντι του ποσού των 11€.

Η οικογένεια Ρόκα και η Iberdrola είχαν αποκρύψει από το επενδυτικό κοινό συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) που είχαν υπογράψει μεταξύ τους και που είχαν ήδη υλοποιηθεί μέσω τρίτων τραπεζικών ιδρυμάτων της αλλοδαπής όπου και είχαν μεταβιβασθεί πακέτα μετοχών έναντι του ποσού των 21,75€/κοινή και 20,50€/προνομιάχο μετοχή. Η Ισπανική εταιρεία όφειλε να είχε κάνει νωρίτερα τη δημόσια πρόταση και το αντίτιμο απόκτησης των μετοχών έπρεπε να είναι το ίδιο με αυτό που απόκτησε τις μετοχές από την οικογένεια Ρόκα.

Η δικαστική διαμάχη που ξεκίνησε μεταξύ περίπου 30 μετόχων μειοψηφίας και της Ισπανικής πολυεθνικής τελείωσε οριστικά μετά από 10 χρόνια το 2018, με τη δικαίωση των πρώτων από το Συμβούλιο της Επικρατείας. Οι προσφεύγοντες μέτοχοι μειοψηφίας έλαβαν τελικά τα ποσά των 21,75€/κοινή και 20,50€/προνομιάχο μετοχή, και επιπλέον τους διαφυγόντες τόκους, όπως έπρεπε να ισχύσει και για τους υπόλοιπους μετόχους, οι οποίοι έχασαν το δικαίωμα αυτό

⁵² <https://www.helex.gr/el/web/guest/companies-information-memorandum-informative-material>

λόγω της παρέλευσης πενταετίας από το αδίκημα της καταδολίευσης των μετόχων και της παράλληλης παραγραφής⁵³. Ο Ισπανικός όμιλος κατέβαλε στους μετόχους μειοψηφίας περίπου 78 εκ. ευρώ λιγότερα από αυτά που όφειλε να καταβάλει, ενώ η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την υπόθεση αυτή του επέβαλε πρόστιμο μόλις 300.000€.

Σύμφωνα με την έκθεση αποτίμησης που προσκόμισε το Διοικητικό Συμβούλιο της Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε., στο πλαίσιο της έκφρασης της γνώμης του προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων, το τίμημα είχε κριθεί «εύλογο και δίκαιο» σύμφωνα με το νόμο, ενώ η τιμή των 16€/κοινή και 11€/προνομιούχο μετοχή ήταν κατά περίπου 20% υψηλότερη από το μέσο όρο διαπραγμάτευσης των τελευταίων τριών μηνών πριν την υποβολή της δημόσιας πρότασης.

Σήμερα, δέκα και πλέον έτη κατόπιν της διαγραφής των μετοχών της Χ. Ρόκας Α.Β.Ε.Ε. τα δημοσιοποιημένα οικονομικά αποτελέσματα του ομίλου είναι ιδιαίτερα θετικά με υψηλά ίδια κεφάλαια έναντι χαμηλού συνόλου υποχρεώσεων (153 εκ. έναντι 111 εκ.). Οι πωλήσεις του 2021 είναι υψηλότερες από αυτές του 2020 (62 εκ. έναντι 53 εκ.) με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά υψηλό περιθώριο κέρδους το οποίο το 2021 ενισχύθηκε περαιτέρω σε σχέση με το 2020 (30 εκ. έναντι 21 εκ.). Επίσης ιδιαίτερα αυξημένες ήταν και οι ταμειακές ροές του ομίλου οι οποίες κατέγραψαν ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα λήξης χρήσης σε σχέση με το 2020 (38 εκ. έναντι 10,5 εκ.)⁵⁴.

9.4.3 Η περίπτωση της Crown Hellas Can A.E.

Η εταιρεία Crown Hellas Can ιδρύθηκε με τη σύμπραξη των πολυεθνικών ομίλων "Metal Box" (Αγγλία), "Continental Can" (Η.Π.Α.) και "Carnaud" (Γαλλία) και τις τράπεζες ΕΤΒΑ και Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος το 1965. Η εταιρεία που πρωτοπορεί στο χώρο της μεταλλικής συσκευασίας αναψυκτικών, ζύθου και λοιπών τροφίμων, έχει υποστεί πάρα πολλούς εταιρικούς μετασχηματισμούς και λειτουργεί τρεις βιομηχανικές μονάδες σε Θεσσαλονίκη, Πάτρα και Κόρινθο⁵⁵. Η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1991 και η μητρική εταιρεία διατήρησε ποσοστό μετοχών που ανερχόταν σε 72,79%.

⁵³ <https://www.euro2day.gr/news/market/article/1598848/yprothesh-rokas-apofash-aspida-gia-toys-mikrometoho.html>

⁵⁴ https://www.iberdrolarenovablesinternacional.com/documents/2010605/2216946/ROKAS_PARENT_CO_DEC_2_1_Gr_FS_SIGNED.pdf/ec1b7e58-c3f6-64a3-4835-d07ee915ed32

⁵⁵ <https://www.stockwatch.com.cy/el/markets/ase/company-profile/ELCAN>

Η προσπάθεια εξαγοράς και διαγραφής των μετοχών της Crown Hellas Can από το Χρηματιστήριο Αθηνών ξεκίνησε το 2003. Η τότε μητρική εταιρεία CrowHoldings υπέβαλε με το νομικό καθεστώς που ίσχυε προ του ν.3461/2006, δημόσια πρόταση εξαγοράς για το σύνολο των μετοχών στην τιμή των 5,5€⁵⁶. Ουδείς μέτοχος μειοψηφίας δε συμμετείχε στη δημόσια πρόταση καθώς η χρηματιστηριακή της αξία ήταν μεγαλύτερη από 6,00€.

Το 2008 υποβλήθηκε εκ μέρους της μητρικής Societe de Participations Carnaudmetalbox S.A. προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση του ποσοστού 24,02% (5.780.973 μετοχές) του μετοχικού κεφαλαίου που δεν κατείχε στην τιμή των 7,75€/μετοχή. Το προσφερόμενο αντίτιμο ήταν κατά 40% υψηλότερο από το μέσο όρο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής⁵⁷. Ωστόσο μετά το τέλος της περιόδου αποδοχής η προτείνουσα εταιρεία κατάφερε να αυξήσει το ποσοστό συμμετοχής της από το 75,98% σε μόλις 80,54%. Το Διοικητικό Συμβούλιο είχε αναθέσει τη σύνταξη έκθεσης αποτίμησης της εταιρείας στον ανεξάρτητο χρηματοοικονομικό σύμβουλο Eurobank EFG Telesis Finance ο οποίος υπολόγισε τις εξής τιμές ανά μέθοδο αποτίμησης⁵⁸:

Πίνακας 4: Αποτίμηση ΔΣ Crown Hellas Can 2008

Μέθοδος αποτίμησης	Εύρος τιμών ανά μετοχή
Προεξόφληση ταμειακών ροών	7,38€-8,38€
Ανάλυση πολλαπλασιαστών κεφαλαγοράς	7,82€-9,85€
Συγκριτική ανάλυση προηγούμενων συναλλαγών συγκρίσιμων εταιρειών	8,57€-10,65€
Υπερτιμήματα προηγούμενων επιλεγμένων δημοσίων προτάσεων	6,12€-7,23€
Πορεία μετοχής σε σχέση με απόδοση Γενικού Δείκτη (επικουρικά)	6,38€-7,36€
Τελικό εύρος αποτίμησης	7,38€-9,85€

Πηγή: <https://www.capital.gr/xrim-anakoinoseis/471873/crown-hellas-ekthesi-apotimisis>

Άρα σύμφωνα και με την έκθεση αποτίμησης η τιμή της δημόσιας πρότασης βρισκόταν έστω και χαμηλά εντός του εύρους αποδεκτών τιμών.

⁵⁶ <https://www.kathimerini.gr/economy/business/159365/mprosta-se-nayagio-i-prosfora-tis-crown-holdings/>

⁵⁷ <https://www.helex.gr/documents/10180/1432379/CROWN+HELLAS+CAN+A.E.+%2812-%CE%9C%CE%B1%CF%81-2008%29/eca20a51-bf48-447c-a9b8-32f85aff4752?version=1.0>

⁵⁸ <https://www.capital.gr/xrim-anakoinoseis/471873/crown-hellas-ekthesi-apotimisis>

Στη συνέχεια το Σεπτέμβριο του 2010 η εταιρεία υπό τον τίτλο Lomond Υπηρεσίες Μεταλλικών Προϊόντων Α.Ε. υπέβαλε υποχρεωτική δημόσια πρόταση για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών (19,44% του μετοχικού κεφαλαίου, 4.678.480 μετοχές) με τιμή 9,74€/ μετοχή έχοντας εξασφαλίσει το ποσοστό της μητρικής εταιρείας Societe de Participations Carnaudmetalbox S.A.⁵⁹. Τον επόμενο μήνα πέντε (5) μέτοχοι μειοψηφίας που αντιπροσώπευαν το 13,78% του μετοχικού κεφαλαίου ξεκίνησαν να προσβάλουν νομικά την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που ενέκρινε τις διαδικασίες συγχώνευσης δια εξαγοράς. Το χρονικό διάστημα που ακολούθησε οι μέτοχοι μειοψηφίας κατέθεσαν αίτηση διορισμού προσωρινού Διοικητικού Συμβουλίου ενώπιον του Μονομελούς Πρωτοδικείου Αθηνών η οποία απορρίφθηκε από το δικαστήριο. Στη Γενική Συνέλευση που ακολούθησε το Διοικητικό Συμβούλιο διατύπωσε τις θέσεις του στους μετόχους μειοψηφίας⁶⁰. Στη συνέχεια οι μέτοχοι μειοψηφίας κατέθεσαν αγωγή ενώπιον του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών με αίτημα την ακύρωση της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου για την έγκριση της διαδικασίας συγχώνευσης. Τους πρώτους μήνες του 2011 ο προτείνων ξεκίνησε να αγοράζει χρηματιστηριακά μετοχές στην τιμή των 13,50€. Το Μάρτιο του 2011 η εταιρεία Lomond Υπηρεσίες Μεταλλικών Προϊόντων Α.Ε. που αποτελούσε εταιρικό μετασχηματισμό της μητρικής εταιρείας υπέβαλε νέα δημόσια πρόταση με αντίτιμο 13,50€/μετοχή, συνοδευόμενη από έκθεση αποτίμησης του ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου KPMG η οποία υπολόγιζε πλέον την αξία της Crown Hellas Can σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα⁶¹.

⁵⁹ <https://www.stockwatch.com.cy/el/announcement/crown-hellas-can-ae-anakoinosi-allon-simantikou-gegonoton-5>

⁶⁰ <https://www.stockwatch.com.cy/el/announcement/crown-hellas-can-ae-apofaseis-genikis-syneleysis-0>

⁶¹ <https://www.stockwatch.com.cy/el/announcement/crown-hellas-can-ae-dimosia-protasi-gia-tin-crown-hellas-can-viomihania-eidon-8>

Πίνακας 5: Αποτίμηση προτείνοντα Crown Hellas Can 2011

Μέθοδος αποτίμησης	Ελάχιστο	Μέγιστο	Μέση τιμή	Συντελεστής στάθμισης	Σταθμισμένη αξία ανά μετοχή
Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών	12,78 €	14,99 €	13,74 €	50%	13,50 €
Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων	10,12 €	11,17 €	10,65 €	10%	
Δείκτες συγκρίσιμων εταιρειών	10,37 €	15,40 €	14,13 €	20%	
Δείκτες συγκρίσιμων συναλλαγών	13,16 €	14,65 €	13,68 €	20%	

Πηγή: <https://www.stockwatch.com.cy/el/announcement/crown-hellas-can-ae-dimosia-protasi-gia-tin-crown-hellas-can-viomihania-eidon-8>

Η έκθεση του ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου Eurobank EFG Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ που προσέλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο της Crown Hellas Can υπέβαλε έκθεση αποτίμησης σύμφωνα με τα δεδομένα του παρακάτω πίνακα⁶²:

Πίνακας 6: Αποτίμηση ΔΣ Crown Hellas Can 2011

Μέθοδος αποτίμησης	Ελάχιστο	Μέγιστο	Εύρος τιμών αποτίμησης
Προεξόφληση Ταμειακών ροών	12,38 €	13,48 €	
Ανάλυση Πολλαπλασιαστών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών	13,15 €	14,33 €	
Συγκριτικής Ανάλυσης Προηγούμενων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών	13,05 €	13,95 €	
Υπερτιμήματος Προηγούμενων Δημοσίων Προτάσεων	8,25 €	9,46 €	
Ανάλυσης Χρηματιστηριακής αξίας	9,00 €	9,16 €	13,05€-13,95€

Πηγή: https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/announce-downloads/Mar11_2011_ELCAN.pdf

⁶² https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/announce-downloads/Mar11_2011_ELCAN.pdf

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι η εταιρεία Mitica Limited, ως μέτοχος μειοψηφίας με ποσοστό 13% επί του μετοχικού κεφαλαίου έθεσε, και σύμφωνα με τα εκ του νόμου δικαιώματα μετόχων μειοψηφίας, το θέμα της διάθεσης της πλήρους χρηματοοικονομικής έκθεσης της ανεξάρτητης εταιρείας KPMG, αίτημα που απορρίφθηκε από τη Γενική Συνέλευση.

Κατόπιν των ανωτέρω η δημόσια πρόταση ολοκληρώθηκε επιτυχώς και το Σεπτέμβριο του 2011 υπεγράφη η συμβολαιογραφική πράξη συγχώνευσης δια εξαγοράς. Το τελικό αντίτιμο των 13,50€/μετοχή έλαβαν οι 5 μέτοχοι μειοψηφίας, ενώ περίπου 1,5 εκ. μετοχές πωλήθηκαν έναντι των χαμηλότερων αντιτίμων 7,75€ και 9,74€/μετοχή προκαλώντας στους μετόχους μειοψηφίας απώλεια περιουσίας μεγαλύτερης από 10 εκ. ευρώ.

Δέκα χρόνια μετά τη διαγραφή των μετοχών της Crown Hellas Can από το Χρηματιστήριο Αθηνών η εταιρεία πώλησε το εργοστάσιο της Θεσσαλονίκης το οποίο κρίθηκε ζημιογόνο και επένδυσε στα άλλα δύο. Από χρηματοοικονομικής άποψης τα αποτελέσματα της ελληνικής θυγατρικής κατέγραψαν πωλήσεις 177 εκατ. ευρώ το 2021 αυξημένες σε σχέση με τα 160 εκ. του 2020 και καθαρά κέρδη 3,42 εκ. από 607 χιλ. ευρώ το 2020⁶³.

9.4.4 Η περίπτωση της Nexans Ελλάς Α.Β.Ε.

Η Nexans Ελλάς Α.Β.Ε. ιδρύθηκε το 1973 ως Μανούλι Ελλάς Καλώδια Α.Β.Ε. με την κατασκευή του εργοστασίου στη Στυλίδα Φθιώτιδας. Το 1988 ο όμιλος Alcatel εξαγόρασε την αρχική εταιρεία και δύο χρόνια αργότερα εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών ως Αλκατέλ Καλώδια Ελλάς⁶⁴. Το 2000 η μητρική εταιρεία μετασχηματίζεται και το Ελληνικό μέρος της εταιρείας μετονομάζεται σε Nexans Ελλάς Α.Β.Ε. Η μητρική Γαλλική πολυεθνική αποτελεί παγκόσμιο πρωταγωνιστή στην παραγωγή ηλεκτρικών καλωδίων με εγκαταστάσεις και στις πέντε Ηπείρους⁶⁵. Η μετοχή της μητρικής διαπραγματεύεται από το 2000 στο Χρηματιστήριο του Παρισιού. Το παράδοξο της υπόθεσης είναι ότι όλες οι θυγατρικές εταιρείες της Nexans ανά τον κόσμο ανήκαν εξ' ολοκλήρου στη μητρική με έδρα το Παρίσι, εκτός της Ελληνικής θυγατρικής η οποία διαπραγματευόταν ακόμα στο Χρηματιστήριο Αθηνών με 6.132.500 μετοχές και με το ποσοστό κατοχής της μητρικής επί του

⁶³ https://www.imerisia.gr/epiheiriseis/58482_crown-hellas-can-ofeli-kai-apoleies-apo-tin-polisi-toy-ergostasioy-leykosidiroy

⁶⁴ <https://www.nexans.gr/el/Company/Our-history.html#>

⁶⁵ <https://www.nexans.com/en/company/Locations.html>

μετοχικού κεφαλαίου να ανέρχεται σε 72%. Εκτός της μητρικής εταιρείας από το 2010 και μετά συμμετείχαν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας άλλοι δύο μέτοχοι με ποσοστό 5% έκαστος.

Η εταιρεία ανακοίνωσε το 2016 την πρόθεσή της να προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της, τετραπλασιάζοντας των αριθμό των μετοχών της, με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων. Ο λόγος της ιλιγγιώδους αυτής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου αιτιολογήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Nexans Ελλάς Α.Β.Ε., ως απαραίτητη άντληση κεφαλαίων προκειμένου να αποπληρωθούν δάνεια που είχε λάβει από τη μητρική Γαλλική πολυεθνική. Ωστόσο ήταν η ίδια η μητρική Γαλλική πολυεθνική που θα συμμετείχε με το ποσοστό της (72%) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και θα αγόραζε και τυχόν αδιάθετες μετοχές προκειμένου να εξοφλήσει δάνεια που η ίδια είχε χορηγήσει⁶⁶.

Στις Γενικές Συνελεύσεις που ακολούθησαν τα αιτήματα μετόχου μειοψηφίας για επανεξέταση του θέματος της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διανομής προμερίσματος απορρίφθηκαν⁶⁷. Στα τέλη του 2015 δύο μέτοχοι μειοψηφίας κατέθεσαν αγωγή ενώπιον του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών για την ακύρωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω παράβασης των διατάξεων του άρθρου 281 του Αστικού Κώδικα περί κατάχρησης της άσκησης του δικαιώματος της εξουσίας. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2016. Κατόπιν της αύξησης το ποσοστό της Γαλλικής πολυεθνικής ανήλθε από το 72% στο 89%, ενώ το ποσοστό των μετόχων μειοψηφίας που είχαν ασκήσει την αγωγή κατήλθε από το 8% στο 2% λόγω μη συμμετοχής στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Δύο χρόνια αργότερα η Γαλλική πολυεθνική ανακοίνωσε την υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την εξαγορά του συνόλου των μετοχών της εταιρείας στην τιμή 1,60€/μετοχή⁶⁸. Η έκθεση αποτίμησης του ανεξάρτητου χρηματοοικονομικού συμβούλου (Euroxx ΑΕΠΕΥ) την οποία προσκόμισε η προτείνουσα εταιρεία προσδιόρισε την αξία της μετοχής σε 1,43€. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η μεθοδολογία και το αποτέλεσμα της αποτίμησης⁶⁹:

⁶⁶<https://www.helex.gr/documents/10180/1432379/NEXANS+%CE%95%CE%9B%CE%9B%CE%91%CE%A3%20%CE%91.%CE%92.%CE%95.+%2826-%CE%99%CE%B1%CE%BD-2016%29.pdf/bb7c8eb7-0cfd-42dd-a5e3-3d11fe765168?version=1.0>

⁶⁷ <https://www.stockwatch.com.cy/el/content/nexans-ellas-ave-anakoinosi-gia-tis-apofaseis-genikis-syneleysis-1>

⁶⁸ http://www.hcmc.gr/aweb/portalfiles/dimosies_protaseis_ekseliksi/IC_Nexans.pdf

⁶⁹ https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/nexans_18oct18.pdf

Πίνακας7: Αποτίμηση προτεινόμενα Nexans Ελλάς

Μεθοδολογία αποτίμησης	€/μετοχή	Συντελεστής στάθμισης
προεξόφληση ταμειακών ροών	1,45	50%
πολλαπλασιαστές/δείκτες Κεφαλαιαγοράς ομοειδών εταιρειών	1,61	20%
συγκρίσιμες συναλλαγές ομοειδών εταιρειών	1,55	20%
αποτίμηση της αξίας με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο	0,75	10%
Σταθμισμένη αποτίμηση	1,43	100%

Πηγή: https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/nexans_18oct18.pdf

Ομοίως το Διοικητικό Συμβούλιο της Nexans Ελλάς Α.Β.Ε. προσκόμισε δεύτερη έκθεση αποτίμησης σύμφωνα με το άρθρο 15 του ν.3461/2006 από άλλο ανεξάρτητο χρηματοοικονομικό σύμβουλο (Τράπεζα Πειραιώς)⁷⁰. Τα αποτελέσματα αυτής της έκθεσης αποτίμησης παρουσιάζονται στον κάτωθι πίνακα.

Πίνακας 8: Αποτίμηση Δ.Σ. Nexans Ελλάς

Μεθοδολογία αποτίμησης	Ελάχιστο €	Μέγιστο €
προεξόφληση ταμειακών ροών	1,04	1,62
πολλαπλασιαστές/δείκτες Κεφαλαιαγοράς ομοειδών εταιρειών	0,74	2,09
συγκρίσιμες συναλλαγές ομοειδών εταιρειών	0,84	1,92
Εύρος Αξιών	0,99	1,69

Πηγή: https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/nexans_7jan19.pdf

Η αγωγή των μετόχων μειοψηφίας απορρίφθηκε για τυπικούς λόγους από το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών. Κατόπιν της περιόδου λήξης της ισχύος της δημόσιας πρότασης η Γαλλική πολυεθνική που κατείχε πλέον ποσοστό 98%, προχώρησε άμεσα σε squeeze out για το υπόλοιπο του μετοχικού κεφαλαίου και διαγραφή του συνόλου των μετοχών από το Χρηματιστήριο Αθηνών. Σε αυτήν την περίπτωση δε μπορεί να υπολογιστεί η απώλεια περιουσίας των μετόχων

⁷⁰ https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/nexans_7jan19.pdf

μειοψηφίας καθώς αυτή προήλθε από σύνθετους παράγοντες, μεγάλη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου σε συνδυασμό με την αμέσως ακολουθούμενη δημόσια πρόταση⁷¹.

Οι δημοσιοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Nexans Ελλάς, αν και αφορούν σε δύο μόνο χρήσεις κατόπιν της διαγραφής των μετοχών από το Χρηματιστήριο Αθηνών, δείχνουν την ανάκαμψη που έχει επέλθει στην εταιρεία. Οι ταμειακές ροές από 2,3 εκ. και 3,5 εκ. ευρώ τα έτη 2018 και 2019 ανήλθαν σε 8,6 εκ. και 7,4 εκ. ευρώ το 2020 και 2021 αντίστοιχα. Το ίδιο αυξήθηκαν και οι πωλήσεις από 95 εκ. και 96 εκ. το 2018-2019 σε 106 εκ. το 2021. Οι ζημίες ύψους 2,8 εκ. και 1,4 εκ. τα έτη 2018 και 2019 έγιναν κέρδη 1,8 εκ. και 4 εκ. ευρώ τα έτη 2020 και 2021⁷². Τα κέρδη ανά μετοχή θα υπολογίζονταν σε 0,65€ με τον αριθμό των μετοχών προ της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που άνοιξε το δρόμο για τη διαγραφή των μετοχών από το Χρηματιστήριο Αθηνών, λαμβάνοντας υπόψη ότι πλέον δεν υπάρχει υποχρέωση αποπληρωμής δανείων.

9.4.5 Η περίπτωση ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Η εταιρεία ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε. ιδρύθηκε το 1982 με έδρα την Αθήνα και σκοπό λειτουργίας είχε την εμπορία, παραγωγή και μεταπώληση, εκμίσθωση, εισαγωγή και εξαγωγή μηχανών, οχημάτων, ανταλλακτικών και εξαρτημάτων, συμπεριλαμβανομένων ελαστικών αυτών, καθώς και τη λειτουργία συνεργείων μηχανών, οχημάτων και πλοίων, των γνωστών διεθνών οίκων (Caterpillar, Bridgestone κ.α.). Το 1991 εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών υπό τον διακριτικό τίτλο ΕΛΤΚ. Στα χρόνια που ακολουθούν σύναψε σωρεία συμφωνιών με γνωστές εταιρείες του κλάδου και το 2004 ίδρυσε τη ELTRAK Bulgaria, θυγατρική του Ομίλου στη Βουλγαρία με έδρα τη Σόφια⁷³. Κατόπιν είχε μία ήπια ανοδική πορεία, όπως προκύπτει από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, ανέπτυξε νέες συνεργασίες, μετασηματίστηκε αποκτώντας θυγατρικές στον ίδιο κλάδο και δημιούργησε ένα δίκτυο καταστημάτων σε πέντε πόλεις στην Ελλάδα.

Το καλοκαίρι του 2019 ανακοίνωσε ότι τα μέλη των δύο οικογενειών που είχαν υπό τον έλεγχό τους το 66% της εταιρείας, το μεταβίβασαν έναντι του ποσού των 3,28€/μετοχή στην εταιρεία

⁷¹ <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3098915/ti-krubei-i-amk-tis-nexans-ellas>

⁷² <https://www.nexans.gr/el/Company/Financial-data-and-information-Nexans-Hellas-S.A..html>

⁷³ <https://eltrak.gr/istoria/>

ELTRAK CP LTD, θυγατρική της CP Holdings με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Οπότε εκ του νόμου η εξαγοράζουσα εταιρεία ήταν υπόχρεη να υποβάλλει δημόσια πρόταση για το υπόλοιπο του μετοχικού κεφαλαίου που δεν κατείχε. Ωστόσο η CP Holdings ήρθε σε συμφωνία με την Διευθύνουσα Σύμβουλο της ΕΛΤΡΑΚ και κάτοχο περίπου 11% του μετοχικού κεφαλαίου προκειμένου να δράσουν συντονισμένα για την υποβολή της δημόσιας πρότασης και να αναλάβουν από κοινού τον έλεγχο της εταιρείας.

Η τιμή εκ του νόμου οριζόταν ως 2,56€ ως μέση χρηματιστηριακή τιμή του τελευταίου εξαμήνου και 3,29€ ως η υψηλότερη τιμή που απέκτησε ο προτείνων τους τελευταίους 12 μήνες.

Ο προτείνων που ήταν υπόχρεος στην υποβολή έκθεσης αποτίμησης προσέλαβε την KPMG Ελεγκτική Α.Ε. προκειμένου να προσδιορίσει την αξία της εταιρείας.

Η KPMG ως ανεξάρτητος χρηματοοικονομικός σύμβουλος έλαβε υπόψη διάφορες πηγές πληροφόρησης όπως το εγκεκριμένο επιχειρηματικό σχέδιο, πληροφοριακά στοιχεία από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και ιστορικές τιμές κλεισίματος⁷⁴.

Επίσης προκειμένου να αποτιμήσει την εταιρεία χρησιμοποίησε μεσοσταθμισμένα τις εξής μεθόδους:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών
- Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές
- Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση
- Χρηματιστηριακή Αξία

Τα συμπεράσματα της αποτίμησης φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

⁷⁴ https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/eltrak_19aug19.pdf

Πίνακας 9: Αποτίμηση ΔΣ Eltrak

Ποσά σε €	Τιμή ανά μετοχή	Συντελεστής Σταθμισμού	Σταθμισμένη τιμή ανά μετοχή
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	3,24	60%	1,94
Συγκρίσιμες Εταιρείες	2,99	20%	0,6
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	3,11	20%	0,62
Χρηματιστηριακή Αξία	2,6	0%	-
Συγκρίσιμες Συναλλαγές	-	0%	-
Σύνολο			3,16

Πηγή: https://www.stockwatch.com.cy/sites/default/files/eltrak_19aug19.pdf

Το Διοικητικό Συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας υπέβαλε δική του έκθεση αποτίμησης την οποία συνέταξε για λογαριασμό της η Alpha Bank⁷⁵ κάνοντας χρήση των κάτωθι μεθόδων:

- Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών
- Συγκριτικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς
- Συγκριτικής Ανάλυσης μέσω χρήσης πρόσφατων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος αποτίμησε το εύρος των τιμών ανά μετοχή μεταξύ 2,88€ και 3,41€.

Άρα κατά τη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου, ο προτείνων όρισε δίκαια και εύλογα την τιμή των 3,16€, όμως λόγω του ότι είχε ήδη προβεί σε αγορά όπως αναφέρθηκε παραπάνω στην τιμή των 3,29€ η τιμή της δημόσιας πρότασης ορίστηκε στα 3,30€.

Μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής της δημόσιας πρότασης η CP Holdings και η κα Ν. Κόβα κατείχαν από κοινού το 92,54% του μετοχικού κεφαλαίου. Στη συνέχεια υποβλήθηκε αίτημα άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς (squeeze out) των υπολοίπων μετοχών που πλέον ανέρχονταν σε περίπου 550.000 και εκπροσωπούσαν περίπου το 4% του μετοχικού κεφαλαίου. Η τυπική διαδικασία του squeeze out ολοκληρώθηκε και στις αρχές του 2020 κατόπιν αιτήματος του προτείνοντα, οι μετοχές της ΕΛΤΡΑΚ διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΡΑΚ για τα έτη 2019,2020 και 2021 προκύπτει ότι μετά από μία ζημιολογία χρονιά το 2019 κατά την οποία δε διανεμήθηκε μέρισμα, ακολούθησαν δύο χρονιές εξαιρετικών αποτελεσμάτων⁷⁶.

⁷⁵ <https://www.capital.gr/Content/RelatedFiles/2b/2b716fb68b604e948c2b19a54c44827b.pdf>

⁷⁶ <https://eltrak.gr/oikonomikes-katastaseis-eltrak/>

Πιο συγκεκριμένα, το 2020 η εταιρεία εμφάνισε κέρδη μετά από φόρους 3,8 εκ. ευρώ, ποσό που αναλογεί σε 0,27€ κέρδη ανά μετοχή και διένειμε μέρισμα 0,14€ ανά μετοχή, με τις ταμειακές ροές να εκτοξεύονται από τα 5 και 6 εκ. ευρώ που παρουσιάζονταν τα έτη πριν την έξοδο από το Χρηματιστήριο Αθηνών, σε περισσότερα από 25 εκ. ευρώ.

Ακόμα καλύτερα αποτελέσματα ανακοίνωσε η εταιρεία το 2021 με κέρδη μετά φόρων 6,6 εκ. ευρώ, που αναλογεί σε 0,48€ κέρδη ανά μετοχή και διανομή μερίσματος 0,14€ ανά μετοχή στα επίπεδα του 2020. Οι ταμειακές ροές συνέχισαν να αυξάνονται φτάνοντας για το 2021 τα 29εκ. ευρώ, πενταπλάσιες σε σύγκριση με αυτές που δημοσιεύονταν λίγα χρόνια πριν.

9.4.6 Η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Πίστης

Η Ευρωπαϊκή Πίστη είναι μία αμιγώς Ελληνική ασφαλιστική εταιρεία που ιδρύθηκε το 1977 στην Αθήνα προσφέροντας προϊόντα σε ένα ευρύ φάσμα ασφαλιστικών καλύψεων. Πρωτοπορώντας το 1987 εισήγαγε ως κλάδο ασφάλισης την οδική βοήθεια και το επόμενο έτος με αίτηση που κατέθεσε στο Υπουργείο Εμπορίου άνοιξε την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Το 1990 πρώτη δημιούργησε ασφαλιστικό προϊόν το οποίο επιβράβευε τους ασφαλισμένους μέσω προγράμματος επιστροφής ασφαλιστρών και δωρεάν αγορών⁷⁷. Το 2006 εξέδωσε την πρώτη co – branded πιστωτική κάρτα για πληρωμή ασφαλιστρών σε 12 άτοκες μηνιαίες δόσεις και από το 2020 και μετά κατέχει το 5% του μεριδίου αγοράς της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών εισήχθη τον Απρίλιο του 1997 και παρέμεινε μέχρι τη διαγραφή των μετοχών της τον Οκτώβριο του 2022.

Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της Ευρωπαϊκής Πίστης όλα αυτά τα χρόνια χαρακτηρίζονται από διαρκή μεγέθυνση, μηδενικό τραπεζικό ή άλλης μορφής δανεισμό και ανυπαρξία ληξιπρόθεσμων οφειλών. Σε συνέχεια των συγχωνεύσεων και εξαγορών που είχαν υλοποιηθεί τα τελευταία χρόνια στη χώρα στον ασφαλιστικό κλάδο, τα εξαιρετικά χρηματοοικονομικά μεγέθη της Ευρωπαϊκής Πίστης προσέλκυσαν το ενδιαφέρον της Γερμανικής πολυεθνικής Allianz SE, της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας στον κόσμο. Το Φεβρουάριο του 2022 η εξαγοράζουσα πολυεθνική συμφώνησε με τους βασικούς μετόχους για την απόκτηση του 72% του μετοχικού κεφαλαίου εντός της περιόδου αποδοχής της προαιρετικής δημόσιας πρότασης.

⁷⁷ <https://www.europaikipisti.gr/el/gnwrhste-mas>

Η έκθεση αποτίμησης που κατέθεσε η Allianz SE συντάχθηκε από την Eurocrop A.E.Π.Ε.Υ. η οποία εκτίμησε τη μετοχή ως εξής⁷⁸:

Πίνακας 10: Αποτίμηση προτείνοντα Ευρωπαϊκή Πίστη

Μέθοδος αποτίμησης	Τιμή ανά μετοχή	Προσδιορισμός στάθμησης	Σταθμισμένος μέσος όρος
Συγκριτική ανάλυση με χρήση πολλαπλασιαστών	6,08	40%	6,31
Συγκρίσιμες Συναλλαγές	6,54	20%	
Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων	6,41	40%	

Πηγή: <https://www.capital.gr/Content/RelatedFiles/d3/d3f9d02284ff4878a3df0996cc32ea87.pdf>

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μέση χρηματιστηριακή τιμή ήταν 5,16€ και κανείς από τους εμπλεκόμενους δεν είχε προβεί σε αγορά μετοχών τους τελευταίους 12 μήνες η δημόσια πρόταση με προσφερόμενο τίμημα τα 7,80€ (25% περισσότερα από την έκθεση αποτίμησης, 50% περισσότερα από τη μέση τιμή εξαμήνου και υψηλή τιμή 20ετίας) έγινε άμεσα αποδεκτή από το σύνολο των μετόχων μειοψηφίας. Το ενημερωτικό δελτίο εγκρίθηκε τον Ιούλιο του 2022 και το Διοικητικό Συμβούλιο κατέθεσε την αιτιολογημένη γνώμη του σύμφωνα με το άρθρο 15 του ν.3461/2006 σχετικά με την εξαγορά. Η έκθεση αποτίμησης συντάχθηκε από την Pantelakis Securities και περιληπτικά αποτύπωνε την αξία της εταιρείας ως εξής:

Πίνακας 11: Αποτίμηση Δ.Σ. Ευρωπαϊκή Πίστη

Μέθοδος αποτίμησης	Τιμή ανά μετοχή	Εύρος αποτίμησης
Προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων	7,42	6,89€-7,88€
Συγκριτική ανάλυση με χρήση πολλαπλασιαστών	6,89	
Συγκρίσιμες συναλλαγές ομοειδών εταιρειών	7,88	

Πηγή: [https://mypolicy.europisti.gr/i/public_files/marketing/IR/2022/Reasoned Opinion of the BoD.pdf](https://mypolicy.europisti.gr/i/public_files/marketing/IR/2022/Reasoned%20Opinion%20of%20the%20BoD.pdf)

Τη δημόσια πρόταση αποδέχθηκαν 124 μέτοχοι μειοψηφίας και η προτείνουσα Allianz SE απέκτησε ποσοστό μεγαλύτερο του 97% του μετοχικού κεφαλαίου. Στη συνέχεια το υπόλοιπο

⁷⁸ <https://www.capital.gr/Content/RelatedFiles/d3/d3f9d02284ff4878a3df0996cc32ea87.pdf>

ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου υπέστη τη διαδικασία του squeeze out και κατόπιν τον Οκτώβριο του ίδιου έτους οι μετοχές διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Παρόλο που δεν έχουν παρέλθει αρκετά χρόνια για να διαπιστώσουμε τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας η οποία συνεχίζει αυτόνομα την πορεία της στην ελληνική ασφαλιστική αγορά ως μέλος του ομίλου Allianz, οι εκτιμήσεις κάνουν λόγο για συνέχιση της σταθερά ανοδικής πορείας της Ευρωπαϊκής Πίστης.

9.4.7 Η περίπτωση της F.H.L. Κυριακίδης

Η εταιρεία F.H.L. Κυριακίδης δραστηριοποιείται στην εξόρυξη, επεξεργασία και εμπορία μαρμάρου και γρανιτών από την ίδρυσή της το 1991 στην Καβάλα. Φημίζεται δε παγκοσμίως για το εξαιρετικής ποιότητας λευκό μάρμαρο με το οποίο έχει επενδύσει δεκάδες κτήρια κάθε τύπου σε όλο τον κόσμο⁷⁹.

Έκανε την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1998 και τα επόμενα χρόνια συνέχισε τις επενδυτικές της δραστηριότητες εξαγοράζοντας εργοστάσια και λατομεία μαρμάρου στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια⁸⁰. Αναλαμβάνοντας την κατασκευή σημαντικών έργων μαρμάρου στο εξωτερικό όπως το κοινοβούλιο του Ουζμπεκιστάν, το Μεγάλο Τζαμί του Άμπου Ντάμπι και το Τζαμί Kadyron στην Τσετσενία, η εταιρεία δείχνει μία πρωτοφανή εξωστρέφεια με πελάτες στη Μέση Ανατολή, στις χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης και της Άπω Ανατολής.

Κατά τα χρόνια της χρηματοπιστωτικής κρίσης η εταιρεία παρουσίασε ζημίες και η τιμή της μετοχής της την περίοδο 2008 - 2013 ήταν λιγότερη από 0,50€, λόγω της ευρύτερης συγκυρίας και διότι το μάρμαρο δεν αποτελεί είδος πρώτης ανάγκης.

Το 2009 η πώληση θυγατρικής στη Βόρεια Μακεδονία σε συνδυασμό με την ανάληψη μεγάλου κατασκευαστικού έργου στο Ουζμπεκιστάν προσέφερε άμεση ρευστότητα στην εταιρεία. Κατά τα έτη 2015 και 2016 τα κέρδη της F.H.L. Κυριακίδης εκτοξεύτηκαν από τα 6,2 εκ. ευρώ στα 20 εκ. ευρώ και τα αντίστοιχα κέρδη ανά μετοχή από 0,27€ σε 0,82€. Χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της F.H.L. Κυριακίδης ήταν ο μικρός τραπεζικός δανεισμός της (1 εκ. €), η μεγάλη καθαρή της θέση (65 εκ. €) και η μεγάλη αύξηση των ταμειακών ροών της

⁷⁹ <https://www.fhl.gr/el/about/about-us/>

⁸⁰ <https://www.fhl.gr/el/about/istoria/>

(από 4,3 εκ. € το 2015 σε 28,5 εκ. € το 2016)⁸¹. Η τιμή της μετοχής κατά τα έτη 2013 – 2016 ανέβηκε από το 1€ στα 3€.

Στις αρχές του 2017, 16 μέτοχοι πλειοψηφίας που έλεγχαν συνολικά το 80% του μετοχικού κεφαλαίου υπέγραψαν μεταξύ τους συμφωνία για τον από κοινού έλεγχο της εταιρείας⁸². Η εταιρεία Αντίοχος Συμμετοχών Α.Ε. που ιδρύθηκε από έναν από τους ανωτέρω μετόχους ενήργησε ως προτείνων της προαιρετικής δημόσιας πρότασης και προσχώρησε στη συμφωνία των μετόχων. Το προσφερόμενο αντίτιμο ορίσθηκε αρχικά στα 4,02€ όμως κατόπιν αγοράς μετοχών από τα πρόσωπα που δρούσαν συντονισμένα η τιμή αναθεωρήθηκε στα 4,50€. Λαμβάνοντας υπόψη το μέσο όρο των τιμών κλεισίματος των τελευταίων 6 μηνών που ήταν 3,04€ και του τελευταίου έτους 2,80€ η τιμή των 4,50€ περιλαμβάνει πριμοδότηση 48% και 61% αντίστοιχα.

Η έκθεση αποτίμησης που υπέβαλε το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας προκειμένου να παρέχει την αιτιολογημένη γνώμη του για τη δημόσια πρόταση συντάχθηκε από τη Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. και είχε ως εξής:

Πίνακας 12: Αποτίμηση ΔΣ Κυριακίδης F.H.L.

Μέθοδος αποτίμησης	Τιμή ανά μετοχή	Εύρος αποτίμησης
Προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών	4,5-6,5	2,82€-6,14€
Ανάλυση πολλαπλασιαστών ομοειδών εταιρειών	4,5-9	
Υπολογισμός αξίας με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο	1,8-4	

Πηγή: https://www.athexgroup.gr/documents/10180/4673154/622_3095_2017_Greek_2.pdf/9aec04a5-bb00-4504-b5a7-75fd007015c7

⁸¹<https://www.athexgroup.gr/documents/10180/43442/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%20%CE%88%CE%BA%CE%B8%CE%B5%CF%83%CE%B7%20F.H.L.+%CE%97.+%CE%9A%CE%A5%CE%A1%CE%99%CE%91%CE%9A%CE%99%CE%94%CE%97%CE%A3%20%CE%91.%CE%92.%CE%95.%CE%95.+%282016%2C%CE%95%CF%84%CE%AE%CF%83%CE%B9%CE%BF%CF%82%20%CE%99%CF%83%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82%2C%CE%9C%CE%B7%CF%84%CF%81%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%95%CE%BD%CE%BF%CF%80%CE%BF%CE%B9%CE%B7%CE%BC%CE%AD%CE%BD%CE%B7%29.pdf/d3f50093-3847-4364-a31f-89cfbfd9565f?version=1.0>

⁸² <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3190089/fhl-kuriakidis-sto-80-21-tou-sunolou-to-pososto-ton-metoxon/>

Το αποτέλεσμα της προαιρετικής δημόσιας πρότασης στέφθηκε με επιτυχία συγκεντρώνοντας το 95,46% των μετοχών και χρήση του δικαιώματος για squeeze out για το υπόλοιπο 4,54% των μετοχών. Το προσφερόμενο αντίτιμο (4,50€) αποτελούσε υψηλό 17 ετών και αξίζει να σημειωθεί ότι υπήρξε προτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για καταβολή της διαφοράς στους μετόχους που είχαν δεχθεί την αρχική τιμή των 4,02€.

Τα χρόνια που ακολούθησαν τη διαγραφή των μετοχών από το Χρηματιστήριο Αξιών, η εταιρεία κατέγραψε σταθερά αυξημένα κέρδη ως εξής:

- 44 εκατ. ευρώ το 2017,
- 48,5 το 2018,
- 36,5 το 2019,
- 7,7 το 2020,
- 18,4 το 2021.

Η μείωση των κερδών κατά τη διάρκεια της πανδημίας δείχνει να ανακάμπτει καθώς αίρονται οι περιορισμοί, ενώ αξιοσημείωτες είναι οι ταμειακές ροές της εταιρείας που ανήλθαν σε 75 εκατ. ευρώ το 2020 και 55 εκατ. ευρώ το 2021⁸³.

⁸³https://www.fhl.gr/Uploads/Documents/131124/afce_fhl_%CE%B5%CF%84%CE%B7%CF%83%CE%B9%CE%B1_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%B7_%CE%B5%CE%BA%CE%B8%CE%B5%CF%83%CE%B7_2021.pdf

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Προκειμένου να συγγραφεί η παρούσα διπλωματική χρησιμοποιήθηκε τόσο η ποιοτική μέθοδος της μελέτης σχετικής βιβλιογραφίας στο Α' και στο Β' μέρος καθώς και στη μελέτη περιπτώσεων του Γ' μέρους, όσο και η ποσοτική μέθοδος της άντλησης στοιχείων, καταγραφής τους και ανάλυσης των δεδομένων που προέκυψαν στο Γ' μέρος.

Όσον αφορά στη συλλογή δεδομένων παρατηρήθηκαν οι εξής περιορισμοί:

- Η έλλειψη λεπτομερών δεδομένων, ανακοινώσεων και ειδήσεων από τα αναρτημένα στοιχεία που παρείχε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Χρηματιστήριο Αθηνών και η παντελής έλλειψη στοιχείων για την περίοδο 2006-2014. Οι πληροφορίες παραχωρήθηκαν από χρηματιστηριακή εταιρεία και αντλήθηκαν από το διαδίκτυο.
- Αδύνατη ήταν η εύρεση των εμπιστευτικών στοιχείων που διαθέτουν τα Διοικητικά Συμβούλια των εισηγμένων προς τους ανεξάρτητους χρηματοοικονομικούς σύμβουλους τα οποία περιέχουν μελλοντικές συμφωνίες, εταιρικά δεδομένα και άλλες απόρρητες πληροφορίες.
- Η έλλειψη στοιχείων που οφείλεται στους εταιρικούς μετασχηματισμούς των εταιρειών, η δεδομένη πολιτική μη χορήγησης εμπιστευτικών εγγράφων των εταιρειών (όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην ενότητα 9.4.3 για μέτοχο μειοψηφίας που κατείχε το 13% του μετοχικού κεφαλαίου), η διαγραφή δεδομένων από Ελληνικά ειδησεογραφικά - χρηματιστηριακά site καθώς αφορούν εταιρείες που έχουν διαγραφεί από το αντικείμενό τους, το Χρηματιστήριο Αθηνών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑΣ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΜΕΛΕΤΗ - ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Οι εκθέσεις αξιολόγησης εισηγμένων εταιρειών που συντάσσονται βάσει των διεθνώς αναγνωρισμένων μεθόδων αποτίμησης έχουν εισαχθεί στις συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα σε σχέση με την αρχική ισχύ του ν. 3461/2006 η τροποποίηση που επέφερε η ψήφιση του ν.4514/2018 αύξησε κατακόρυφα τις περιπτώσεις όπου χρησιμοποιούνται οι αποτιμήσεις των υπό εξαγορά εταιρειών.

Ωστόσο οι όποιες αρρυθμίες παρουσιάζονται στις περισσότερες των περιπτώσεων οφείλονται στο γεγονός ότι ο προτείνων τη δημόσια πρόταση είναι ήδη ο μέτοχος πλειοψηφίας ή Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας. Αυτό που παρατηρείται σε εποχές άνθισης της κεφαλαιαγοράς είναι η πληθώρα δημοσίων προσφορών για την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών και το αντίστροφο· όταν οι τιμές των μετοχών μειώνονται σε συνδυασμό πάντα με λοιπά επιχειρηματικά πλάνα, έχουμε πληθώρα δημοσίων προτάσεων για τη διαγραφή των εταιρειών.

Το ισχύον νομικό καθεστώς ευνοεί τις διαγραφές αυτές με τη χρήση του δικαιώματος εξαγοράς των μετοχών από τον προτείνοντα χωρίς την ουσιαστική προστασία του επενδυτικού κοινού. Στο πλαίσιο αυτό οι μέθοδοι αποτίμησης αντί να λειτουργούν υπέρ της αντικειμενικότητας για την ορθή αξιολόγηση της κάθε εταιρείας (και της τιμής της μετοχής της), δείχνουν να περιορίζονται στο εύρος τιμών που συμπίπτει με την ελάχιστη τιμή που ορίζεται από το νόμο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η πληροφορία που επεξεργάζεται ο χρηματοοικονομικός αναλυτής προέρχεται από την ίδια την πηγή που ενδιαφέρεται να προβεί στην εξαγορά. Ιδίως όταν πρόκειται για τις μεθόδους που στηρίζονται σε μελλοντικά γεγονότα, όπως η προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών ή η προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων παρατηρείται ότι η εκτίμηση είναι λανθασμένη. Πολλές από τις εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαγράφηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών παρουσίασαν τα επόμενα έτη πολλαπλάσιες ταμειακές ροές.

Οι μέθοδοι αποτίμησης αποτελούν ένα σημαντικό εργαλείο που κατέχει ο χρηματοοικονομικός αναλυτής προκειμένου να προβεί στην ορθή εκτίμηση της αξίας μίας εταιρείας. Οι αρκετές παραλλαγές της κάθε μεθόδου έχουν δημιουργηθεί προκειμένου να ταιριάζουν στο προφίλ της κάθε περίπτωσης, διότι όπως διαφορετικά χρειάζεται να εκτιμηθεί ένα διυλιστήριο το οποίο

διαθέτει πολλά πάγια, διαφορετικά θα αξιολογηθεί μία ανερχόμενη εταιρεία πληροφορικής ή μία εταιρεία εκμετάλλευσης ακίνητης περιουσίας. Άρα υπάρχουν διαθέσιμα όλα τα κατάλληλα εργαλεία για να εκτιμηθεί ορθά η κάθε περίπτωση.

Το παράδοξο των χαμηλών αποτιμήσεων έγκειται στην πληροφορία η οποία προέρχεται από τα Διοικητικά Συμβούλια των υπό εξαγορά εταιρειών. Κατά την αξιολόγηση σύμφωνα με τις σχετικές μεθόδους δίνεται μία πολύ μικρή πριμοδότηση τιμής ή η αποτίμηση εμπίπτει στο ελάχιστο της τιμής που ορίζει ο νόμος.

Προκειμένου να υπάρξει ουσιαστική προστασία του επενδυτικού κοινού και κατά συνέπεια των μετόχων μειοψηφίας η παρούσα εργασία προτείνει νέα τροποποίηση του νόμου περί δημοσίων προτάσεων που θα κινείται εντός του πλαισίου της κοινοτικής οδηγίας, όπως για παράδειγμα η αύξηση του ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου που οφείλει να κατέχει ο προτείνων της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης από το 33% στο 50%. Επίσης η άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς (squeeze out) εισηγούμαστε να ισχύει εφόσον ο προτείνων έχει αποκτήσει μετοχές που αντιπροσωπεύουν το 95% του μετοχικού κεφαλαίου έναντι του 90% που ισχύει από το 2006.

Προκειμένου να αυξηθεί ο αριθμός των εκθέσεων αποτίμησης για λόγους διαφάνειας και προστασίας των μετόχων μειοψηφίας προτείνεται να καταργηθεί η παράγραφος 6 του άρθρου 9 του ν. 3461/2006 σύμφωνα με την οποία ο προτείνων έχει υποχρέωση να υποβάλλει έκθεση αποτίμησης που θα στηρίζεται σε χρηματοοικονομικές μεθόδους, εφόσον συντρέχει κάποια από τις περιπτώσεις που αναλύθηκαν στην ενότητα 7.3

Η νομοθετική ρύθμιση προτείνεται να υποχρεώνει όλους τους προτείνοντες στην υποβολή έκθεσης αποτίμησης με χρήση χρηματοοικονομικών μεθόδων, χωρίς να αφήνει περιθώρια για μη υποβολή.

Τέλος προτείνεται να προστεθεί άρθρο στο νόμο που θα δίνει το δικαίωμα σε μετόχους μειοψηφίας που ελέγχουν περισσότερο από το 5% του μετοχικού κεφαλαίου να υποβάλλουν έκθεση αποτίμησης σύμφωνα με τις αναγνωρισμένες χρηματοοικονομικές μεθόδους. Αυτή ήταν δυνατό να στηρίζεται στα ήδη υπάρχοντα δημοσιευμένα χρηματοοικονομικά στοιχεία των εταιρειών και όχι σε μελλοντικές προβλέψεις των οποίων τα στοιχεία πρέπει να αντληθούν από τα Διοικητικά Συμβούλια, ενώ εισηγούμαστε να δημιουργεί την υποχρέωση στον προτείνοντα να καταβάλλει το αντίτιμο της έκθεσης προκειμένου να ολοκληρωθεί επιτυχώς η διαγραφή των μετόχων από το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Όσο αφορά στην εκπόνηση παρόμοιων μελετών κατόπιν σχετικής αναζήτησης ανευρέθηκαν συνολικά δύο σε ακαδημαϊκές βιβλιοθήκες. *Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, από ερευνητικής άποψης αποτελούν διεθνώς ολοκληρωμένο και αυτοτελές γνωστικό αντικείμενο. Ωστόσο, η αναζήτηση για αντίστοιχες μελέτες που έχουν γίνει στην Ελλάδα ανέδειξε μηδαμινά αποτελέσματα που μεν αφορούσαν το ν.3461/2006 αλλά όχι τις εκθέσεις αποτίμησης και τις δημόσιες προτάσεις συνολικά από την οπτική των μετόχων μειοψηφίας.

Ενδιαφέρον για την περαιτέρω μελέτη του θέματος θα ήταν η σύγκριση των νομοθετικών πλαισίων και των υποβληθέντων δημοσίων προτάσεων μαζί με αντίστοιχες εκθέσεις αποτίμησης, τα ποσοστά που διαθέτουν ανάμεσα στο Χρηματιστήριο Αθηνών και άλλων Χρηματιστηρίων της ζώνης του ευρώ, όπως για παράδειγμα το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ ή της Μαδρίτης.

Η παρούσα μελέτη θα μπορούσε να υποστηρίξει αίτημα ή να χρησιμοποιηθεί στο πλαίσιο μίας ευρύτερης μελέτης για την πρόταση τροποποίησης του νόμου 3461/2006 από την αρμόδια Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με σκοπό την παροχή προστασίας σε μετόχους μειοψηφίας και στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

ΠΗΓΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, John Wiley and Sons Inc., 1996.

Fernandez, P., *Company valuation methods. The most common errors in valuation*, IESE Working Paper, 2008.

Miller M., Modigliani F, *Dividend Policy, Growth, and the valuation of shares*, *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1961).

Rappaport A, *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, The Free Press, New York, 1998.

Brealey R., Myers S., Allen F., *Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων*, 11^η Αμερικανική 2^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Utopia, Αθήνα, 2016.

Damodaran A., *Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις*, εκδόσεις Broken Hill, Λευκωσία, 2014.

Gropelli A., Nikbakht E., *Χρηματοοικονομική*, 5^η έκδοση, εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2012.

Αυγητίδης Δημήτριος, *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, 2^η έκδοση, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2019.

Αυγητίδης Κ. Δημήτρης, *Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία*, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

Κυριαζής Α. Δημήτριος, *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Β' έκδοση, εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα 2016.

Νούλας Γ. Αθανάσιος, *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, 1^η έκδοση, Θεσσαλονίκη 2006.

Παπαδάκης Βασίλειος, *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία*. Τόμος Α Θεωρία, 7^η έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2016.

Πατατούκας Π. Κυριάκος & Δεμοιράκης Γ. Ευθύμιος, *Μεθοδολογία Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων Αποτίμησης Επιχειρήσεων*, εκδόσεις Irirotiki, Αθήνα 2003.

Χολέβας Ιωάννης, *Τι πρέπει να γνωρίζουμε για το Χρηματιστήριο*, 2^η έκδοση, εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 1995.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

<https://ab.gr>

<https://alpha.gr>

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

<https://bankingnews.gr>

<https://capital.gr>

<https://cnn.gr/>

<https://eltrak.gr>

<http://www.eneiset.gr/page/>

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=el>

<https://euro2day.gr>

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

<https://fhl.gr/el>

<http://www.hcmc.gr/el GR/web/portal/home>

<://www.helex.gr>

<https://www.hellenicparliament.gr/en/>

<https://iberdrolarenovablesinternacional.com>

<https://www.imerisia.gr>

<https://in.gr/>

<https://www.investopedia.com/>

<https://kathimerini.gr>

<https://kleemannlifts.com>

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

<https://nexans.com>

<https://nexans.gr>

<https://perseusgroup.gr>

<https://stockwatch.com.cy>

<https://www.thpa.gr/index.php/el/>

<https://www.wikipedia.org/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄

Το σύνολο των Δημοσίων Προτάσεων με τα ποσοστά συμμετοχής στο Μετοχικό Κεφάλαιο κατά την υποβολή και μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής

Α/Α	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΥΠΟΒΟΛΗΣ	ΤΥΠΟΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ	ΠΡΟΤΕΙΝΩΝ	ΥΠΟ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΠΡΟ ΔΠ	ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΜΕΤΑ ΔΠ
1	13/6/2006	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	NESTLE ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ	96,53%	98,50%
2	13/6/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	CREDIT AGRICOLE S.A	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	8,83%	71,79%
3	19/6/2006	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε	ΔΕΛΤΑ PROJECT Α.Ε	52,62%	Ανεπιτυχής διότι ουδείς μέτοχος της Υπό Εξαγορά Εταιρίας δεν αποδέχθηκε τη ΔΠ
4	21/6/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΛΤΔ	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	0%	Ανακλήθηκε λόγω μη χορήγησης άδειας από την Κεντρική Τράπεζα Κύπρου
5	7/7/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΠΕΤΡΟΣ ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	ΕΒΙΚ Α.Ε.	0%	58,33%
6	18/7/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	GCI FOOD ENTERPRISES LTD	ΝΙΚΑΣ ΑΒΕΕ	49,92%	79,17%

7	4/9/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	UNILEVER ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ	ΕΛΑΪΣ UNILEVER Α.Ε.	21,35%	82,43%
8	4/9/2006	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	CREDIT AGRICOLE S.A	ΦΟΙΝΙΞ METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ	89,84%	98,49%
9	19/9/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΛΑΪΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	0%	86,25%
10	19/9/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΛΑΪΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	MARFIN FIN. GROUP ΑΕ ΣΥΜ/ ΧΩΝ	0%	95,30%
11	10/10/2006	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΜΟΥΝΤΑΝΑ ΣΥΜ/ΧΩΝ Α.Ε	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	48,66%	70,99%
12	2/11/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	ΑΛΡΗΑ LEASING ΑΕ	99,65%	99,67%
13	20/10/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΛΥΜΠΕΡΗΣ ΑΝΤΩΝΗΣ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	49,99%	80,20%
14	20/10/2006	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	COSMOHOLDING CYPRUS LIMITED	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ	62,75%	98,99%
15	21/12/2006	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	INFO QUEST	UNISYSTEMS	32,98%	48,92%
16	17/1/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	50,45%	51,66%
17	16/2/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΗΜΗΤΡΙΑΚΩΝ Β. ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΒΕΕ	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ ΑΒΕΕ	34,32%	88,51%

18	21/2/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ABSAVEL TRADING LIMITED	ΣΠΥΡΟΣ ΤΑΣΟΓΛΟΥ ΑΕ - DELONGHI	38,00%	38,00%
19	14/3/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ ΑΕ	KEGO Α.Ε.	40,00%	40,00%
20	11/4/2007	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΤΡΑΜΟΥΝΤΑΝΑ ΙΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΝΟΤΟΣ ΣΟΜΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	87,55%	92,42%
21	22/6/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.	ΑΘΗΝΑ ΑΕ	56,45%	75,92%
22	28/6/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	HOMERIC DEPARTMENT STORES	ELMEC SPORT	51,83%	51,84%
23	20/7/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	INFO QUEST	UNISYSTEMS	61,29%	90,04%
24	6/8/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	MARFIN INVESTMENT GROUP	VIVARTIA	59,12%	91,47%
25	10/9/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	DIONYSOS LEISURE ΦΥΧΑΓΩΓΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΕ	REGENCY ENTERTAINMENT ΨΥΧΑΓΩΓΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΕ	81,61%	82,01%
26	24/9/2007	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	Α.Ε.Ε.Α.Γ.Α. "Η ΕΘΝΙΚΗ"	76,92%	99,23%
27	11/10/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ + WISE MANAGEMENT SA	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ	80,85%	84,14%
28	18/10/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	REMCO HOLDINGS ΑΕ	ΕΛΒΙΕΜΕΚ ΑΕ	63,79%	73,05%

29	22/10/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΕ	ELMEC SPORT	54,74%	90,22%
30	23/10/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	MIG SHIPPING SA	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	52,26%	91,08%
31	23/10/2007	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	MIG SHIPPING SA	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΕ	48,85%	84,45%
32	9/11/2007	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΟΤΕ ΑΕ	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛ/ΝΙΕΣ ΑΕ	67,83%	98,59%
33	16/1/2008	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	VENTURE ABILITY S.A	Ε.Ε.Ξ ΛΑΜΨΑ ΑΕ	49,48%	65,81%
34	5/2/2008	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	SOCIETE DE PARTICIPATIONS CARNAUDMETAL BOX S.A.	CROWN HELLAS CAN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΙΔΩΝ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ΑΕ	75,98%	80,54%
35	12/3/2008	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΛΚΜΗΝΗ CATERING ΑΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΤΙΑΣΗΣ	EVEREST Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0%	96,13%
36	12/3/2008	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΛΚΜΗΝΗ CATERING ΑΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΤΙΑΣΗΣ	OLYMPIC CATERING ΑΕ	0%	20,46%
37	29/5/2008	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	GREEN BIDCO ΑΕΒΕ	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Α.Β. ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ	93,18	99,38

38	1/7/2008	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	IBERDROLA RENOVABLES S.A.	Χ. ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ	52,7	96,54
39	3/7/2008	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΑΛΚΜΗΝΗ CATERING ΑΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΤΙΑΣΗΣ	OLYMPIC CATERING ΑΕ	70,75%	74,73%
40	24/9/2008	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	87,63%	96,69%
41	14/10/2008	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	GRIMALDI COMPAGNIA DI NAVIGAZIONE SpA	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.	33,36%	84,72%
42	22/12/2008	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	PRIME ΚΕΦΑΛΟΣ ΣΥΜΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ ΑΒΕΕ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	46,99%	97,84%
43	15/4/2009	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	VANDERVELLE A.E.	MULTIRAMA A.E.B.E	74,51%	90,59%
44	18/5/2009	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	DELHAIZE "THE LION" NEDERLAND BV	"ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ" ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	65,27%	89,51%
45	9/6/2009	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΜΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ, ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣ Η & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε ΜΜΕ	0%	96,7%
46	29/6/2009	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	DELHAIZE "THE LION" NEDERLAND BV	"ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ" ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	65,27%	89,51%
47	4/8/2009	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	MIG TECHNOLOGY HOLDINGS A.E.	ΣΙΝΓΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ Α.Ε.	57,81%	92,83%

48	4/8/2009	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ISQUARE A.E	RAINBOW A.E	79,57%	95,27%
49	27/1/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ALFA WOOD ΑΕΒΕ ΞΥΛΟΥ	ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞΕΡΓ. ΞΥΛΟΥ	72,09%	84,83%
50	25/2/2010	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΝΤΩΝΙΟΣ ΛΥΜΠΕΡΗΣ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ ΑΕ	91,03%	96,81%
51	10/3/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	SADRINA ΑΕ	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	47,34%	96,11%
52	12/3/2010	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	DELHAIZE "THE LION" NEDERLAND B.V	ΑΛΦΑ - ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ	90,00%	90,83%
53	30/3/2010	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	84,15%	94,74%
54	3/5/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	SAPPHIRE LAMDA CAPITAL A.E	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε	78,83%	95,84%
55	10/5/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	SAROGAD INVESTMENTS LIMITED	INFORMER ΑΕΒΕ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	78,85%	90,39%
56	21/9/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	LOMOND ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕ	CROWN HELLAS CAN ΒΙΟΜΗΧ. ΕΙΔΩΝ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ΑΕ	80,56%	85,60%
57	19/10/2010	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ ΙΑΤΡΙΚΗΣ VIVERE ΑΕ	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	96,51%	97,14%
58	30/11/2010	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	Θ.Β.FASHION ΑΕ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΝΔ. & ΕΚΜΕΤΑΛ. ΑΚΙΝΗΤΩΝ	ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ	73,34%	94,34%

59	4/4/2011	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	GOLDENER LIMITED	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	78,25%	97,36%
60	23/5/2011	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	CREDIT AGRICOLE SA	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	96,00%	98,00%
61	30/8/2011	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	HENKEL ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.	50,15%	77,30%
62	19/12/2011	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	HENKEL ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.	77,77%	84,37%
63	2/1/2012	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	SCIENS INTERNATIONAL ACQUISITION I LTD	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	59,00%	66,56%
64	21/3/2012	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	TETHYS OCEAN B.V	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	55,95%	85,86%
65	23/5/2012	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΣΤΑΥΡΟΣ ΨΥΧΑΡΗΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	59,95%	78,37%
66	5/10/2012	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS ΑΕ	0,42%	84,38%
67	10/10/2012	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	COCA COLA HBC AG	COCA-COLA 3Ε ΑΕ	23,30%	96,85%
68	17/12/2012	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	99,08%	99,91%
69	30/1/2013	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	DELPHI LUXENBOURG HOLDING SARL	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΑΕ	61,26%	97,49%

70	18/2/2013	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	R&P WATER HOLDINGS	EURODRIP	74,90%	98,21%
71	8/4/2013	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΣΤΑΥΡΟΣ ΨΥΧΑΡΗΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	92,09%	93,17%
72	8/8/2013	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΑΕ	33,30%	38,88%
73	29/10/2013	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΑΠ	75,09%	75,35%
74	10/12/2013	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	LYKOS AG	INFORM LYKOS ΑΕ	53,79%	70,79%
75	23/6/2014	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	CYCLON ΕΛΛΑΣ	37,96%	92,41%
76	30/6/2014	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	H.I.G. LUXEMBOURG HOLDINGS	M.I. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε	72,95%	95,41%
77	19/8/2014	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	MIG REAL ESTATE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	82,81%	96,67%
78	9/10/2014	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	33,80%	90,64%
79	4/12/2014	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	VODAFONE ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ	HELLAS ON LINE	91,18%	99,53%
80	30/7/2015	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	LAFARGE CEMENTOS SAU	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	88,99%	93,51%

81	21/9/2016	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	MCA ORBITAL GLOBAL HOLDINGS	ΚΛΕΕΜΑΝΝ HELLAS ΑΕ	67,22%	91,45%
82	16/11/2016	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	APOLLO INVESTMENT HOLDCO	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ	88,46%	98,42%
83	22/12/2016	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	HOME HOLDINGS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	97,28%	98,99%
84	10/2/2017	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	WERT RED SARL	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	54,03%	55,99%
85	13/2/2017	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΝΤΙΟΧΟΣ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	FHL ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	80,21%	95,46%
86	25/5/2017	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΝΕΜΟΚΑΜΠΙ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	78,86%	93,87%
87	8/6/2017	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	GIVENRISE INVESTMENTS LIMITED	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ ΑΒΕΕ	89,74%	90,01%
88	20/7/2017	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS LTD	GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ	51,37%	51,43%
89	13/11/2017	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	J&P ΑΒΑΞ ΑΕ	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ	99,16%	99,21%
90	23/11/2017	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	Γ. ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΥΓΕΙΑ ΑΕ		
91	7/2/2018	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	NISSOS HOLDINGS CY LTD	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	87,13%	97,16%

92	18/10/2018	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	NEXANS PARTICIPATIONS SA	NEXANS ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ	88,57%	97,94%
93	18/10/2018	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	TITAN CEMENT INTERNATIONAL SA	ΑΕ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ	18,60%	87,00%
94	12/11/2018	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΧΕΛΕΝΙΚ ΧΕΛΘΚΕΑΡ Μ.Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ ΑΕ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ	70,38%	96,45%
95	22/11/2018	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΚΑΖΑΡ Μ. Α.Ε.	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	86,5%	95,2%
96	29/3/2019	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ORKLA FOOD INGREDIENTS AS	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	0,0%	98,57%
97	2/4/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΣΤΑΥΡΟΣ ΤΑΚΗΣ	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	91,92%	96,98%
98	11/4/2019	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	OCM LUXEMBOURG HEALTHCARE GREECE S.a r.l.	ΙΑΣΩ Α.Ε.	0,0%	83,87%
99	16/4/2019	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	TITAN CEMENT INTERNATIONAL S.A.	Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ	22,49%	93,00%
100	8/5/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	SILANER INVESTMENTS LIMITED	FG EUROPE Α.Ε	91,01%	97,20%
101	24/6/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	INVEL REAL ESTATE(NETHERLANDS) II B.V.	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	98,15%	98,15%
102	8/7/2019	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	SAZKA GROUP A.S.	ΟΠΑΠ ΑΕ	32,73%	39,98%
103	19/8/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ELTRAK CP LIMITED	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	76,92%	92,54%

104	17/12/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ	79,62%	98,05%
105	17/12/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	74,34%	95,57%
106	20/12/2019	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΠΕΡΣΕΥΣ ΑΒΕΕ	89,15%	97,93%
107	21/1/2020	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΑΝΤΚΑΡ Μ.Α.Ε.	ΚΑΡΑΤΖΗ ΑΕΒΞΕ	84,63%	97,61%
108	24/6/2020	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΑΝΚΟΣΤΑΡ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Μ.Α.Ε.	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	55,07%	88,48%
109	31/7/2020	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	STERNER STENHAUS GREECE AB	PASAL Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	87,64%	87,91%
110	10/12/2020	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	NEWCO UNITED GROUP HELLAS S.A.R.L.	FORTHNET Α.Ε.	84,60%	96,83%
111	29/1/2021	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ORLANDO-EQUITY HOLDING LIMITED	PAPERPACK ΑΒΕΕ	90,02%	96,60%
112	6/5/2021	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	OCM LUXEMBOURG HEALTHCARE GREECE S.a r.l	ΙΑΣΩ ΑΕ	87,22%	93,97%
113	12/5/2021	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΑΝΚΟΣΤΑΡ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	89,35%	93,70%
114	10/6/2021	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΔΩΡΟΘΕΑ ΚΕΦΑΛΑ	ΓΕΚΕ ΑΕ	93,14%	97,59%

115	30/6/2021	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	BELTERRA INVESTMETNS LTD	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. (ΟΛΘ ΑΕ)	67,00%	68,88%
116	9/8/2021	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	TERNIALE LIMITED	ΟΜΙΛΟΣ IDEAL Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.Σ	47,78%	34,69%
117	4/3/2022	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΕΜ. ΚΑΡ. Μ.Α.Ε.	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	93,46%	97,57%
118	4/3/2022	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	CRYRED INVESTMENTS LIMITED	ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	95,05%	99,93%
119	18/5/2022	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	97,75%	98,36%
120	23/6/2022	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	RB ELLAKTOR HOLDING B.V.	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	30,52%	46,15%
121	1/7/2022	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ALLIANZ SE	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	9,90%	97,16%
122	4/8/2022	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	IDEAL HOLDING Α.Ε.	ΒΥΤΕ COMPUTER	30,00%	93,30%
123	30/9/2022	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	RB ELLAKTOR HOLDING B.V.	REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	46,15%	93,42%
124	8/2/2023	ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΓΕΡΑΡΔΟΣ	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS	82,18%	97,98%
125	21/2/2023	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	Μ.Ι.Γ. Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	41,43%	ΣΕ ΕΞΕΛΙΞΗ
126	16/3/2023	ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	79,38%	ΣΕ ΕΞΕΛΙΞΗ

Τα στοιχεία του Παραρτήματος Α' (2006-2021) αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports>, τα δε στοιχεία από τα έτη 2022 & 2023 από τα δελτία Δημοσίων Προτάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/deltiaprotaseon12minou και τον οικονομικό ηλεκτρονικό τύπο (<https://stockwatch.com.cy> και <https://capital.gr>)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄

Αιτήσεις άσκησης δικαιώματος εξαγοράς (squeeze out)

Α/Α	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΓΚΡΙΣΗΣ	ΠΡΟΤΕΙΝΩΝ	ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ-ΣΤΟΧΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ
1	2006	NESTLE ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	ΔΕΛΤΑ ΠΑΓΩΤΟΥ
2	2006	CREDIT AGRICOLE S.A.	ΦΟΙΝΙΞ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ
3	8/3/2007	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ALPHA LEASING Α.Ε.
4	8/3/2007	COSMOHOLDING CYPRUS LTD	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ
5	28/6/2007	ΤΡΑΜΟΥΝΤΑΝΑ ΙΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ
6	19/10/2007	INFO -QUEST ΑΕΒΕ	UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
7	29/11/2007	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Α.Ε. ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ "Η ΕΘΝΙΚΗ"
8	7/3/2008	ΟΤΕ ΑΕ	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ
9	28/8/2008	Αλκμήνη Catering ΑΕ Επενδύσεων Εστίασης	Everest Α.Ε. Συμμετοχών Και Επενδύσεων
10	28/8/2008	Green Bidco ΑΕΒΕ	Νεοχημική ΑΕ
11	27/11/2008	Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ	Πειραιώς Leasing ΑΕ
12	23/1/2009	IBERDROLA RENOVABLES S.A.	Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε
13	13/3/2009	PRIME ΚΕΦΑΛΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε

14	17/7/2009	VANDERVELLE A.E	MULTIRAMA A.E.B.E
15	19/11/2009	AMA ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε Μ.Μ.Ε.
16	19/11/2009	MIG TECHNOLOGY HOLDINGS A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΣΙΓΝΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ Α.Ε
17	19/11/2009	ISQUARE A.E.	RAINBOW A.E.
18	8/7/2010	ΑΝΤΩΝΙΟΣ ΛΥΜΠΕΡΗΣ	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ ΑΕ
19	8/7/2010	SADRINA ΑΕ	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ
20	8/7/2010	THE LION NEDERLAND	ΑΛΦΑ ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ
21	8/7/2010	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΑΕ
22	7/10/2010	SAROGRAD INVESTMENT LIMITED	INFORMER ΑΕΒΕ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
23	24/2/2011	FASHION A.E. ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
24	8/8/2011	CREDIT AGRICOLE S.A	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
25	21/7/2011	GOLDENER LIMITED	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ
26	22/5/2013	P&P Water Holdings (Greece) ΑΕ Συμμετοχών	EURODRIP ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
27	22/5/2013	COCA-COLA HBC AG	COCA-COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε
28	3/6/2013	DELPHI LUXEMBOURG HOLDING SARL	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.
29	11/7/2013	Σταύρος Ψυχάρης	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε
30	15/10/2014	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ

31	3/11/2014	H.I.G. LUXEMBOURG HOLDINGS	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ
32	14/5/2015	VODAFONE PANAFON Α.Ε.Ε.Τ	HELLAS ON LINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.
33	24/2/2016	LAFARGE CEMENTOS SAU	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ
34	4/4/2017	MCA GLOBAL HOLDINGS	KLEEMANN HELLAS ΑΕ
35	4/4/2017	APOLLO INVESTMENT HOLDCO	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ
36	8/6/2017	HOME HOLDINGS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ
37	8/6/2017	ΑΝΤΙΟΧΟΣ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	FHL ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - GRANITES ΑΒΕΕ
38	18/9/2017	ΑΝΕΜΟΚΑΜΠΙ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ
39	8/6/2018	J&P ΑΒΑΞ ΑΕ	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ
40	14/6/2018	NISSOS HOLIDNG CY LIMITED	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
41	15/3/2019	NEXANS PARTICIPATIONS S.A.	NEXANS ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ
42	15/3/2019	ΧΕΛΕΝΙΚ ΧΕΛΘΚΕΑΡ Μ. Α. Ε.	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΕ
43	15/3/2019	ΚΑΖΑΡ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Μ.Α.Ε.	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕ
44	1/8/2019	ORKLA FOOD INGREDIENTS AS	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕ
45	1/8/2019	TITAN CEMENT INTERNATIONAL S.A.	TITAN Α.Ε
46	23/9/2019	ΣΤΑΥΡΟΣ ΤΑΚΗΣ	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ
47	19/12/2019	SILANER INVESTMENTS LIMITED	FG EUROPE Α.Ε.
48	10/1/2020	ELTRAK CP LIMITED	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
49	27/5/2020	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ

50	27/5/2020	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ
51	27/5/2020	ANTKAP M.A.E.	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.Β.Ε.Ξ.Ε.
52	17/6/2020	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
53	8/4/2021	NEWCO UNITED GROUP HELLAS S.A.R.L.	FORTHNET Α.Ε.
54	25/6/2021	ORLANDO-EQUITY HOLDING LIMITED	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
55	26/8/2021	OCM LUXEMBOURG HEALTHCARE GREECE S.a r.l	ΙΑΣΩ Α.Ε.
56	26/8/2021	ΑΝΚΟΣΤΑΡ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
57	12/10/2021	ΔΩΡΟΘΕΑ ΚΕΦΑΛΑ	ΓΕΚΕ Α.Ε.

Τα στοιχεία του Παραρτήματος Β' (2006-2021) αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports>,

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ΄

Αιτήσεις διαγραφής μετοχών από το ΧΑΑ σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.3461/2006

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΓΚΡΙΣΗΣ
1	ΔΕΛΤΑ ΠΑΓΩΤΟΥ	2/3/2007
2	ΦΟΙΝΙΞ METROLIFE	2/3/2007
3	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΕΒΕ	9/5/2007
4	ALPHA LEASING	17/5/2007
5	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	9/8/2007
6	Ελαΐς - Unilever	10/1/2008
7	Α.Ε.Ε.Γ.Α. «Η ΕΘνική»	7/2/2008
8	Cosmote Κινητές Τηλ/νίες ΑΕ	16/5/2008
9	Νεοχημική ΑΕ	23/10/2008
10	Unisystems Συστήματα Πληροφορικής ΑΕΕ	31/10/2008
11	Everest Α.Ε. Συμμετοχών Και Επενδύσεων	27/11/2008
12	Πειραώς Leasing	23/1/2009
13	ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ	13/3/2009
14	Γρηγόρης Μικρογευματα ΑΒΕΕ	18/6/2009
15	Multirama ΑΒΕΕ	24/8/2009
16	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ ΑΕ	28/12/2009
17	ΡΟΚΑΣ ΑΒΕΕ	

18	Rainbow A.E.	27/1/2010
19	Singular Logic A.E. Πληροφοριακών Συστημάτων και Εφαρμογών	24/3/2010
20	Χ. Μπενρουμπή & Υιός Α.Ε.Β.Ε.	2/9/2010
21	Εκδόσεις Λυμπέρη ΑΕ	29/9/2010
22	Άλφα-Βήτα Βασιλόπουλος ΑΕ	29/9/2010
23	Αγροτική Ασφαλιστική ΑΕ	7/10/2010
24	INFORMER Α.Ε.Β.Ε. Πληροφορικής	29/11/2010
25	Vivartia Συμμετοχών Α.Ε	23/12/2010
26	ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	27/4/2011
27	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	26/10/2011
28	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	15/9/2011
29	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	28/8/2012
30	ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	28/11/2012
31	ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	11/2/2013
32	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε	11/7/2013
33	EURODRIP ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	11/7/2013
34	COCA-COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε	23/7/2013
35	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε	23/12/2013

36	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ	10/12/2014
37	CYCLON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ	10/12/2014
38	HELLAS ON LINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	16/7/2015
39	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΕΝΤΥΠΩΝ & ΜΜΕ	21/12/2015
40	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	16/6/2016
41	KLEENMANN HELLAS ΑΕ	8/6/2017
42	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ	3/7/2017
43	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ	20/7/2017
44	FHL ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ	20/7/2017
45	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	28/11/2017
46	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	2/8/2018
47	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ	2/8/2018
48	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	18/4/2019
49	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	7/5/2019
50	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΙΑΣ ΤΥΠΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΜΕΛΑΝΙΩΝ ΚΑΙ ΧΡΩΜΑΤΩΝ	7/5/2019
51	NEXANS ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	28/6/2019

52	ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ	23/9/2019
53	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α. Β. Ε. Ε. ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ	8/10/2019
54	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	10/12/2019
55	FG EUROPE A.E	12/3/2020
56	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	12/3/2020
57	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε	13/7/2020
58	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε	13/7/2020
59	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.Β.Ε.Ξ.Ε.	13/7/2020
60	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε	31/8/2020
61	FORTHNET Α.Ε.	7/6/2021
62	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.	22/7/2021
63	ΙΑΣΩ Α.Ε.	24/9/2021
64	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	24/9/2021
65	ΓΕΚΕ Α.Ε.	15/12/2021

Τα στοιχεία του Παραρτήματος Γ' (2006-2021) αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports>,

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ΄

Καταγραφή των squeeze out που έχουν υλοποιηθεί στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

A/A	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΓΚΡΙΣΗΣ	ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ-ΣΤΟΧΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΚ ΠΡΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΑΓΟΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΚ ΠΡΟΣ SQUEEZE OUT	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΣ SQUEEZE OUT	ΤΙΜΗ €	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ SQUEEZE OUT €
1	2006	ΔΕΛΤΑ ΠΑΓΩΤΟΥ	21092403	3,47%	731906	1,50%	316386	6,63	4852545
2	2006	ΦΟΙΝΙΞ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ	97001741	10,16%	9855376	1,51%	1464726	2,18	3193103
3	8/3/2007	ALPHA LEASING A.E.	39585000	0,35%	138547	0,33%	130631	6,5	849098
4	8/3/2007	ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ	86267819	37,25%	32134763	1,01%	871305	19	16554794
5	28/6/2007	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	71077864	51,34%	36491375	9,88%	7022493	3,54	24859625
6	19/10/2007	UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	38510185	67,02%	25809526	5,14%	1979424	2,1	4156789
7	29/11/2007	Α.Ε. ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ "Η ΕΘΝΙΚΗ"	129106800	23,08%	29797849	0,77%	994122	4,84	4811552
8	7/3/2008	COSMOTE ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	334769223	32,17%	107695259	1,07%	3581305	26,25	94009256
9	28/8/2008	Everest A.E. Συμμετοχών Και Επενδύσεων	81578722	100,00%	81578722	3,87%	3157097	3,5	11049838
10	28/8/2008	Νεοχημική ΑΕ	139682668	6,82%	9526358	0,62%	866033	19	16454618
11	27/11/2008	Πειραιώς Leasing ΑΕ	24260000	12,37%	3000962	3,31%	803006	5,3	4255932

12	23/1/2009	Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε (κοινές)	20544450	47,30%	9717525	3,46%	710838	16	11373408
12	23/1/2009	Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε (προνομιούχες)	3230053	52,68%	1701592	2,84%	91734	11	1009069
13	13/3/2009	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε	22621740	53,01%	11991784	2,14%	484105	1,05	508310
14	17/7/2009	MULTIRAMA Α.Ε.Β.Ε	8584033	25,49%	2188070	9,41%	807758	2,23	1801299
15	19/11/2009	ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε Μ.Μ.Ε.	13570096	100%	13570096	3,30%	447813	1,17	523941
16	19/11/2009	ΣΙΓΝΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ Α.Ε	43524010	42,19%	18362780	7,17%	3120672	3,08	9611668
17	19/11/2009	RAINBOW Α.Ε.	7500000	20,43%	1532250	4,73%	354750	1,46	517935
18	8/7/2010	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ ΑΕ	19146000	8,97%	1717396	3,19%	610757	0,6	366454
19	8/7/2010	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	9264198	52,66%	4878527	3,89%	360377	3,48	1254113
20	8/7/2010	ΑΛΦΑ ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	12737707	10%	1273771	9,17%	1164735	35,73	4161592
21	8/7/2010	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΑΕ	27318347	15,85%	4329958	5,26%	1269083	1,53	1941697
22	7/10/2010	INFORMER ΑΕΒΕ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	23067453	21,15%	4878766	9,61%	2216782	0,46	1019720
23	24/2/2011	ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	2970000	26,66%	791802	3,08%	91591	1,1	100750
24	8/8/2011	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	512228885	4%	20489155	2%	10270067	1,76	18075318
25	21/7/2011	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	32909330	21,75%	7157779,28	1,81%	595377	0,99	589423

26	22/5/2013	EURODRIP ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	44448600	25,10%	11156599	1,50%	668908	1,53	1023429
27	22/5/2013	COCA-COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε	366553507	76,70%	281146540	3,15%	11544493	αντάλλαγμα μετοχές	0
28	3/6/2013	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	51198230	38,74%	19834194	2,26%	1157080	5,8	6711064
29	11/7/2013	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε	10499197	7,91%	830486	6,83%	717095	1,392	998196
30	15/10/2014	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε. ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΛΙΠΑΝΤΙΚΩΝ & ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΕΙΔΩΝ	26664840	62,04%	16542867	7,31%	1949856	0,7	1364899
31	3/11/2014	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ	322925288	27,05%	87351290	3,11%	10036927	0,115	1154247
32	14/5/2015	HELLAS ON LINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	179707771	8,82%	15850225	0,45%	808685	0,563	455290
33	24/2/2016	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	71082707	11,01%	7826206	6,49%	4613268	1,23	5674319
34	4/4/2017	KLEEMANN HELLAS ΑΕ	23648926	32,78%	7752118	6,00%	1418936	2,02	2866250
35	4/4/2017	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ	81122516	11,54%	9361538	1,58%	1281736	5,48	7023912

36	8/6/2017	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ	13404440	2,72%	364601	0,92%	123321	10,02	1235675
37	8/6/2017	ΦΗΛ ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	13286253	19,79%	2629349	4,54%	603196	4,5	2714381
38	18/9/2017	ΓΑΛΛΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	14076360	21,14	297574250	5,76%	810798	0,7	567559
39	8/6/2018	ΑΘΗΝΑ ΑΤΕ	113465290	0,84%	953108	0,79%	896376	0,7	627463
40	14/6/2018	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	13573805	12,87%	1746949	2,84%	385496	5,08	1958320
41	15/3/2019	ΝΕΧΑΝΣ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕ	22996875	11,43%	2628543	2,06%	473736	1,6	757977
42	15/3/2019	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ ΑΕ	305732436	29,62%	90557948	3,55%	10853501	0,95	10310826
43	15/3/2019	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	3873120	13,49	52248389	3,85%	149338	1,4	209073
44	1/8/2019	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕ	7500000	100%	7500000	1,43%	107250	4,36	467610
45	1/8/2019	ΤΙΤΑΝ Α.Ε	78325475	77,51%	60710076	7,00%	5482783	ανταλλαγμα μετοχές	0
46	23/9/2019	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	23743440	8,08%	1918470	3,02%	717052	0,34	243798
47	19/12/2019	FG EUROPE Α.Ε.	52800154	8,99%	4746734	3,02%	1594565	0,492	784526
48	10/1/2020	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	14050971	23,08%	3242964	7,46%	1048202	3,3	3459068
49	27/5/2020	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ	245497664	20,38%	50032424	1,95%	4787204	0,1	478720

50	27/5/2020	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	294016812	25,66%	75444714	4,43%	13024945	0,23	2995737
51	27/5/2020	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.Β.Ε.Ξ.Ε.	14679792	15,37%	2256284	2,39%	350847	10	3508470
52	17/6/2020	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	17175776	10,85%	1863572	2,07%	355539	1,15	408869
53	8/4/2021	FORTHNET Α.Ε.	343582558	15,40%	52911714	3,17%	10891567	0,3	3267470
54	25/6/2021	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.	3953090	9,98%	394518	3,17%	125313	6,7	839597
55	26/8/2021	ΙΑΣΩ Α.Ε.	122156754	12,78%	15611633	6,03%	7366052	1,5	11049078
56	26/8/2021	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	27750099	10,65%	2955386	6,30%	1748256	0,5	874128
57	12/10/2021	ΓΕΚΕ Α.Ε.	8418750	6,86%	577526	2,41%	202892	5,75	1166628
58	31/8/2022	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	26539907	27,73%	7359516	2,81%	745771	7,8	5817017
59	11/10/2022	ΒΥΤΕ COMPUTER	15816009	100%	15816009	3,40%	537744	2,1	1129263
Συνολικά καταβληθέν αντίτιμο									357499101

Τα στοιχεία του Παραρτήματος Δ' (2006-2021) αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports> καθώς και από τον οικονομικό ηλεκτρονικό τύπο (<https://stockwatch.com.cy> και <https://capital.gr>)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε΄

Ανάλυση εκθέσεων αποτίμησης και σύγκριση με τιμή ΔΠ

Α/Α	ΠΡΟΤΕΙΝΩΝ	ΥΠΟ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΥΠΟΒΟΛΗ ΔΠ ΜΕ ΕΚΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΔΣ ΑΡΘΡΟΥ 15	ΤΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ ΔΣ	ΤΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΝΟΜΟ	ΤΙΜΗ ΔΠ
1	NESTLE ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓΩΤΟΥ	ΌΧΙ		EFG Telesis	4,80 - 5,70	5,46	6,63
2	ΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΕ	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	ΌΧΙ		ΚΥΚΛΟΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ.	4,20 - 5,24	2,45	3
3	J & P ΑΒΑΞ Α.Ε.	ΑΘΗΝΑ ΑΕ	ΌΧΙ		Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος	1,53 - 1,86	1,5	1,67
4	HOMERIC DEPARTMENT STORES	ELMEC SPORT	ΟΧΙ				3,08	3,08
5	DIONYSOS LEISURE ΦΥΧΑΓΩΓΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΕ	REGENCY ENTERTAINMENT ΨΥΧΑΓΩΓΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΑΕ	Price Water House	11,6			11,92	11,92

6	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ + WISE MANAGEMENT SA	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ	ΟΧΙ		EFG Telesis	2,34 - 2,97	1,99	1,99
7	MIG SHIPPING SA	ΑΤΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΟΧΙ		PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	4,76 - 6,84	5,5	5,5
8	MIG SHIPPING SA	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΕ	ΟΧΙ		PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	3,41 - 4,67	3,83	3,83
9	GREEN BIDCO ΑΕΒΕ	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Λ.Β. ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ	ABN AMRO CORPORATE FINANCE	18,92			19	19
10	PRIME ΚΕΦΑΛΟΣ ΣΥΜΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ ΑΒΕΕ ΤΡΟΦΙΜΩΝ	ΟΧΙ		Eurocrop ΑΕΠΕΥ	1	0,93	1,05
11	MIG TECHNOLOGY HOLDINGS Α.Ε.	ΣΙΝΓΚΙΟΥΛΑΡ ΛΟΤΖΙΚ Α.Ε.	ΕΡΝΣΤ & ΓΙΑΝΓΚ	3,02			3,08	3,08
12	ISQUARE Α.Ε	RAINBOW Α.Ε	ΌΧΙ		ΤΡΑΠΕΖΑ MILLENIUM	1,39 - 1,55	1,46	1,46
13	ALFA WOOD ΑΕΒΕ ΞΥΛΟΥ	ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞΕΡΓ. ΞΥΛΟΥ	ΌΧΙ		Eurobank Telesis Finance	0,00-1,06	0,69	0,69
14	SADRINA ΑΕ	Χ. ΜΠΕΝΠΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	BDO Πρότυπος Ελληνική Ελεγκτική Α.Ε.	3,46			3,17	3,48
15	SAPPHIRE LAMDA CAPITAL Α.Ε	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε	ΌΧΙ		Merit Securities	1,46	1,48	1,5

16	LOMOND ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΕ	CROWN HELLAS CAN ΒΙΟΜΗΧ. ΕΙΔΩΝ ΣΥΣΚΕΥΑΣΙΑΣ ΑΕ	KPMG	13,5			7,79	13,5
17	GOLDENER LIMITED	VIVERE ENTERTAINMENT ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΕ	ΟΧΙ		Guardian Trust Α.Ε.Π.Ε.Υ.	0,78	0,99	0,99
18	HENKEL ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.	Deloitte	3,65			3,35	3,65
19	ΣΤΑΥΡΟΣ ΨΥΧΑΡΗΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	ΌΧΙ		Eurobank Α.Ε.Π.Ε.Υ	0,00-1,07	1,392	1,392
20	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	ΟΧΙ		Eurobank Eqyities Α.Ε.Π.Ε.Υ.	0,06 - 4,80	6,86	6,86
21	DELPHI LUXENBOURG HOLDING SARL	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΑΕ	ΟΧΙ		PNB Paribas	n/a	5,58	5,8
22	FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΑΠ	ΟΧΙ		Τράπεζα Πειραιώς	6,99 - 8,65	6,86	6,86
23	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	CYCLON ΕΛΛΑΣ	ΌΧΙ		NBG Securities	0,53-0,82	0,7	0,7
24	H.I.G. LUXEMBOURG HOLDINGS	M.I. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε	ΌΧΙ		ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε	0 - 0,30	0,115	0,115

25	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	MIG REAL ESTATE ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	Όχι		Ελληνοαμερικανική Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.	2,21 - 3,19	3,1	3,1
26	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	Όχι		Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος	1,20 - 1,44	1,4	1,4
27	VODAFONE ΡΑΝΑΦΟΝ ΑΕΕΤ	HELLAS ON LINE	Όχι		Alpha Bank	0,22 - 0,35	0,563	0,563
28	LAFARGE CEMENTOS SAU	ΑΓΕΤ ΗΡΑΚΛΗΣ	Όχι		Eurobank Ergasias Α.Ε.	1,03 - 1,51	1,23	1,23
29	MCA ORBITAL GLOBAL HOLDINGS	ΚΛΕΕΜΑΝΝ ΗΕΛΛΑΣ ΑΕ	Όχι		Τράπεζα Πειραιώς	1,53 - 2,16	1,59	2,02
30	APOLLO INVESTMENT HOLDCO	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ ΑΞΕ	Όχι		Alpha Bank	2,86 - 3,46	5,47	5,48
31	HOME HOLDINGS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	Οχι		Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.	5,61 - 7,99	10,02	10,02

32	WERT RED SARL	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	OXI		Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος	0,777 - 0,922	0,882	0,882
33	GIVENRISE INVESTMENTS LIMITED	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ ΑΒΕΕ	OXI		Alpha Bank	0,35 - 0,41	0,363	0,364
34	FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS LTD	GRIVALIA PROPERTIES ΑΕΕΑΠ	OXI		Τραπεζα Πειραιώς	7,59 - 10,06	8,49	8,8
35	NISSOS HOLDINGS CY LTD	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.	4,46	Τράπεζα Eurobank Ergasias	3,80 - 5,00	5,08	5,08
36	ΧΕΛΕΝΙΚ ΧΕΛΘΚΕΑΡ Μ.Α.Ε.	ΥΓΕΙΑ ΑΕ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΥΚΛΟΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ	0,69	Euroxx Χρηματιστηριακή	0,64 - 0,99	0,95	0,95
37	ΣΤΑΥΡΟΣ ΤΑΚΗΣ	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	Alpha Bank	0,13	Παντελάκης Securities sa	0,00-0,37	0,33	0,35
38	SILANER INVESTMENTS LIMITED	FG EUROPE A.E	Euroxx Χρηματιστηριακή	0,42	Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος	0,42	0,492	0,492
39	INVEL REAL ESTATE(NETHERLANDS) II B.V.	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Grant Thornton	4,8	Εθνική Τράπεζα	4,59 - 5,69	4,88	4,88
40	ELTRAK CP LIMITED	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	KPMG	3,16	Alpha Bank	2,88-3,41	3,29	3,3

41	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ ΑΕΓΕ	Euroxx Χρηµατιστηριακή	0	Τράπεζα Πειραιώς	0	0,05	0,1
42	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	Euroxx Χρηµατιστηριακή	0,194	Τράπεζα Πειραιώς	0,10 - 0,31	0,2	0,23
43	ANDROMEDA SEAFOOD SOCIEDAD LIMITADA	ΠΕΡΣΕΥΣ ΑΒΕΕ	Euroxx Χρηµατιστηριακή	0,975	ΒΕΤΑ Χρηµατιστηριακή	1,05 - 1,27	1,12	1,15
44	ANTKAP M.A.E.	ΚΑΡΑΤΖΗ ΑΕΒΕΕ	Deloitte	8,34	Euroxx Χρηµατιστηριακή	5,62-8,09	8,417	10
45	ΑΝΚΟΣΤΑΡ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Μ.Α.Ε.	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	Deloitte	0,45	Euroxx Χρηµατιστηριακή	0,318 - 0,545	0,3723	0,47
46	STERNER STENHAUS GREECE AB	PASAL Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	Grant Thornton	0,7			0,7	0,71
47	NEWCO UNITED GROUP HELLAS S.A.R.L.	FORTHNET Α.Ε.	Euroxx Χρηµατιστηριακή	0,157	Ambrosia Capital Ltd	0,171	0,3	0,3
48	ORLANDO-EQUITY HOLDING LIMITED	PAPERPACK ΑΒΕΕ	Euroxx Χρηµατιστηριακή	5,43	Optima bank	4,19	6,66	6,7
49	ΔΩΡΟΘΕΑ ΚΕΦΑΛΑ	ΓΕΚΕ ΑΕ	Grant Thornton	5,63	Euroxx Χρηµατιστηριακή	4,12-5,75	4,73	5,75

50	BELTERRA INVESTMENTS LTD	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. (ΟΛΘ ΑΕ)	BETA Χρηματοπιστηριακή	26,26	Optima bank	25,12-27,49	25,71	26,5
51	TERNIALE LIMITED	ΟΜΙΛΟΣ IDEAL Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.Σ	ΌΧΙ		optima bank	3,03 – €3,52	2,88	2,88
52	CRYRED INVESTMENTS LIMITED	ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	Grant Thornton	0,87	Alpha Bank	0,81-0,98	1,24	1,24
53	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	Q.A.S. ΟΕΛ ΕΠΕ	1,23	Optima bank	1,14-1,28	1,13	1,25
54	RB ELLAKTOR HOLDING B.V.	REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	EUROCORP	1,95			2,48	2,48
55	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	M.I.G. Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΟΧΙ		ETE -Euroxx Χρηματοπιστηριακή	0,013 - 0,06 ----- 0,0196 - 0,0570	0,217	0,217
Δημόσιες προτάσεις με έκθεση αποτίμησης του ΔΣ								
Δημόσιες προτάσεις με έκθεση αποτίμησης του Προτείνοντα								
Δημόσιες προτάσεις με έκθεση αποτίμησης από Προτείνοντα και ΔΣ								

Τα στοιχεία του Παραρτήματος Ε΄ αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports> καθώς και από τον οικονομικό ηλεκτρονικό τύπο (<https://stockwatch.com.cy> και <https://capital.gr>)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΣΤ΄

Ανάλυση περιπτώσεων όπου υποβλήθηκαν δύο εκθέσεις αποτίμησης, σύγκριση με τιμή και πιθανό ποσοστό πριμοδότησης

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΤΟΧΟΣ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΔΣ	ΤΙΜΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΝΟΜΟ	ΤΕΛΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΤΕΛΙΚΗ ΠΡΙΜΟΔΟΤΗΣΗ ΤΙΜΗΣ
1	ΚΟΡΡΕΣ ΑΕ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. 4,46€	Τράπεζα Eurobank Ergasias 3,80€-5,00€	5,08	5,08	0%
2	ΥΓΕΙΑ ΑΕ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟΝ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟΝ ΚΕΝΤΡΟΝ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΥΚΛΟΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ 0,69€	Euroxx Χρηματιστηριακή 0,64€-0,99€	0,95	0,95	0%
3	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕΒΕ	Alpha Bank 0,13€	Παντελάκης Securities sa 0€ -0,37€	0,33	0,35	6%
4	FG EUROPE A.E	Euroxx Χρηματιστηριακή 0,42€	Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος 0,42€	0,492	0,492	0%
5	ΕΘΝΙΚΗ ΠΑΝΓΑΙΑ ΑΕΕΑΠ	Grant Thornton 4,8€	Εθνική Τράπεζα 4,59€- 5,69€	4,88	4,88	0%

6	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	KPMG 3,16€	Alpha Bank 2,88€-3,41€	3,29	3,3	0%
7	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤ	Ευροxx Χρηματιστηριακή 0€	Τράπεζα Πειραιώς 0€	0,05	0,1	
8	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡ	Ευροxx Χρηματιστηριακή 0,194€	Τράπεζα Πειραιώς 0,10€- 0,31	0,2	0,23	15%
9	ΠΕΡΣΕΥΣ ΑΒΕΕ	Ευροxx Χρηματιστηριακή 0,975	ΒΕΤΑ Χρηματιστηριακή 1,05-1,27	1,12	1,15	2,50%
10	ΚΑΡΑΤΖΗ ΑΕΒΞΕ	Deloitte 8,34€	Ευροxx Χρηματιστηριακή 5,62€-8,09€	8,417	10	19%
11	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	Deloitte 0,45€	Ευροxx Χρηματιστηριακή 0,318€-0,545€	0,3723	0,47	4%

12	FORTHNET A.E.	Euroxx Χρηματιστηριακή 0,157€	Ambrosia Capital Ltd 0,171€	0,3	0,3	0%
13	PAPERPACK ABEE	Euroxx Χρηματιστηριακή 5,43€	Optima bank 4,19€	6,66	6,7	0%
14	ΓΕΚΕ ΑΕ	Grant Thornton 5,63€	Euroxx Χρηματιστηριακή 4,12€-5,75€	4,73	5,75	2%
15	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε. (ΟΛΘ ΑΕ)	ΒΕΤΑ Χρηματιστηριακή 26,26	Optima bank 25,12€- 27,49€	25,71	26,5	1%
16	ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	Grant Thornton 0,87€	Alpha Bank 0,81€- 0,98€	1,24	1,24	0%
17	TRASTOR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	Q.A.S. ΟΕΛ ΕΠΕ 1,23€	Optima bank 1,14€- 1,28€	1,13	1,25	1%

ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΧΡΩΜΑΤΩΝ

Η τιμή που ορίζει η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα βρίσκεται εντός του εύρους τιμών αυτής του ΔΣ, ωστόσο εκ των άλλων παραμέτρων του νόμου ορίζεται υψηλότερη τιμή η οποία είναι και η τελική χωρίς πριμοδότηση από το μέτοχο πλειοψηφίας

Η τιμή που ορίζει η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα βρίσκεται εντός του εύρους τιμών αυτής του ΔΣ, ωστόσο εκ των άλλων παραμέτρων του νόμου ορίζεται υψηλότερη τιμή και στην οποία ο μέτοχος πλειοψηφίας προσφέρει πριμοδότηση τιμής (premium)

Η τιμή που ορίζει η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είναι χαμηλότερη από αυτήν του ΔΣ, ωστόσο εκ των άλλων παραμέτρων του νόμου ορίζεται υψηλότερη τιμή

Η τιμή που ορίζει η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είναι υψηλότερη από αυτήν του ΔΣ, ωστόσο εκ των άλλων παραμέτρων του νόμου ορίζεται υψηλότερη τιμή

Η τιμή που ορίζει η έκθεση αποτίμησης του προτείνοντα είναι υψηλότερη από αυτήν του ΔΣ και είναι αυτή που καθορίζει την τελική τιμή

Δεν μπορεί να ληφθεί υπόψη καθώς και οι δύο εκθέσεις αποτίμησης την εταιρεία σε 0€

Τα στοιχεία του Παραρτήματος ΣΤ' αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς <http://www.hcmc.gr/el/annualreports> καθώς και από τον οικονομικό ηλεκτρονικό τύπο (<https://stockwatch.com.cy> και <https://capital.gr>)